2

DIAGNÓSTICO DE CRECIMIENTO PARA LA ARGENTINA DESDE UNA PERSPECTIVA REGIONAL

Ramiro Albrieu
José María Fanelli

Centro de Estudios de Estado y Sociedad, CEDES

DIAGNÓSTICO DE CRECIMIENTO PARA LA ARGENTINA DESDE UNA PERSPECTIVA REGIONAL

I. INTRODUCCIÓN

En los 5 últimos años la economía argentina está experimentando un crecimiento extraordinario. El Producto Bruto Interno se expandió sostenidamente por encima de 8% anual, la tasa de inversión ha logrado superar los niveles de los mejores años de la crisis y la tasa de desempleo se ha reducido hasta llegar a un dígito. Lo que es aún más sorprendente es que todo esto ocurre mientras que las variables macroeconómicas fundamentales (resultado fiscal, cuenta corriente, etc.) se encuentran muy fuertes. Esta coexistencia —fuerte expansión y variables fundamentales sólidas— es la novedad positiva de la nueva trayectoria de crecimiento, en tanto no es muy usual en la historia argentina.

Sin embargo, el análisis más detallado plantea algunos interrogantes. Primero, que esta trayectoria de crecimiento tiene como punto de partida la segunda mayor crisis de la historia argentina, por lo que hay que preguntarse cuánto de aceleración del crecimiento y cuánto de recuperación compone esta dinámica expansiva. Segundo, que la experiencia actual se relativiza si miramos a la macroeconomía argentina desde una perspectiva de mediano plazo, en tanto hemos vivido fases de alto crecimiento pero que fueron abortadas abruptamente por profundos cambios de régimen en buena medida inesperados. En términos de Gerchunoff y Llach (2006), debemos preguntarnos entonces si no entramos —como tantas otras veces— en un nuevo ciclo de "la ilusión y el desencanto". Tercero, si bien las variables macroeconómicas fundamentales se encuentran fortalecidas, es necesario hacer un relevamiento comprehensivo de los posibles limitantes o cuellos de botella que pueden el crecimiento económico en el mediano plazo, tales como la infraestructura o la cuestión del financiamiento.

Este trabajo se ocupa de realizar un diagnóstico de crecimiento para la Argentina teniendo en cuenta los puntos mencionados más arriba. Se hace un esfuerzo para caracterizar a la trayectoria de crecimiento de mediano plazo de la Argentina (sección II). Luego se evalúa uno por uno el estado actual de los factores que afectan a la tasa de inversión y por esta vía al crecimiento económico (sección III). Posteriormente se toma toda esta información y se la conecta con el objetivo de lograr una caracterización fundamentada de la dinámica de crecimiento y los riesgos que afronta (sección IV).

Esta tarea ha sido realizada recientemente para el caso argentino por Corso, Chisari, Fanelli y Romero (2007) y por Sánchez y Butler (2007). Sin embargo, el enfoque del presente trabajo es distinto al utilizado por estos autores. En sus trabajos la detección de los potenciales limitantes al crecimiento sigue una metodología de series de tiempo o bien comparativo a nivel mundial. En nuestro caso, en cambio, la comparación será fundamentalmente regional. Más importante aún, en los trabajos mencionados las recomendaciones de política económica se acotan a un plano puramente nacional, mientras que este trabajo se centra en la cuestión regional. En particular, pensamos que en un contexto en el que la región como un todo se encuentra creciendo con buenas señales macroeconómicas, hay que estudiar si los limitantes o cuellos de botella idiosincrásicos de cada país pueden ser eliminados o suavizados a través de la cooperación con los otros países de la región. Como este trabajo es un estudio de casos sobre Argentina, la pregunta que tratamos de responder en la sección IV es si nuestro país puede sortear sus problemas de crecimiento de mediano plazo a través de la cooperación y una mayor integración con las restantes economías de la región.

II. LOS HECHOS ESTILIZADOS DEL CRECIMIENTO Y LA INVERSIÓN EN LA ARGENTINA

II.1 El crecimiento

La trayectoria de crecimiento seguida por la Argentina ha sido muy volátil. El cuadro siguiente muestra la evolución del nivel de actividad desde una perspectiva histórica y comparada. Durante el período de *Bretton Woods* la economía se expandió fuertemente —1,8% en promedio el indicador de producto por habitante—, aunque muy por debajo del "milagro" de Brasil (3,3% para el período 1950-1970). En la década del setenta —comienzo de la globalización financiera— la economía se desaceleró y en la década del ochenta experimentó la "década perdida", fenómeno común a otras economías latinoamericanas. Sin embargo, en la Argentina la contracción fue mayor que para América latina (las caídas del PBI per capita promedio fueron de -2,1 y -0,4, respectivamente). En la década de los noventa, la década de las reformas, el producto retomó su senda de crecimiento, superando a otras economías grandes de la región (como Brasil y México). Por último, el primer lustro del milenio América Latina continuó creciendo, aunque sin llegar a revivir las dinámicas de las décadas de los 50 y 60. Así, podemos decir que durante la etapa de la globalización financiera Argentina ha tenido problemas para registrar un alto crecimiento económico tendencial. (Ver Cuadro II.1 en la página siguiente).

Por supuesto, los valores promedios son insuficientes para evaluar la trayectoria de crecimiento. Por ello, el cuadro II.2 (ver en la página siguiente) estudia la volatilidad agregada bajo los distintos regímenes internacionales según la caracterización de Basu y Taylor (1999). Nótese allí que el período de la primera globalización, que coincide con el modelo agroexportador, registra una alta volatilidad, un alto crecimiento y pocos episodios de contracciones de producto. Posteriormente, los períodos de autarquía y Bretton Woods se caracterizan por una baja volatilidad y un bajo crecimiento tendencial, mientras que difieren entre ellos en que los episodios de contracción son mucho más frecuentes en el primero. Por último, el período de segunda globalización parece llevarse lo peor de cada período: bajo crecimiento, alta volatilidad agregada y una alta frecuencia de contracciones en el nivel de actividad.

Tres puntos adicionales merecen atención: los episodios de crisis, de aceleraciones y de crecimiento sostenido.

Para estudiar los períodos de alto crecimiento seguiremos el trabajo sobre "aceleración del crecimiento" de Hausman, Pritchett y Rodrik (2005). Proponemos una versión alternativa. Siendo $g_{t,t+n}$ la tasa de crecimiento promedio PBI entre el período t y el período t+n y Δg_t, es la variación de dicha tasa de crecimiento entre el período

Cuadro II.1
Crecimiento en América Latina

	América Latina		Argentina		Brasil		Chile	
	PBI	PBI per capita	PBI	PBI per capita	PBI	PBI per capita	PBI	PBI per capita
50/59	4,9	2,1	2,4	0,6	6,5	3,3	3,8	1,5
60/69	5,7	2,8	4,4	2,9	6,2	3,2	4,5	2,2
70/79	5,6	3,1	3,0	1,4	8,6	6,0	2,0	0,3
80/89	1,7	-0,4	-0,6	-2,1	2,9	0,8	3,2	1,6
90/99	2,8	1,0	4,2	2,9	1,8	0,3	5,4	3,9
00/05	2,6	1,1	1,8	0,8	2,3	0,9	4,3	2,1
	México		Uruguay		Paraguay		Perú	
	PBI	PBI per capita	PBI	PBI per capita	PBI	PBI per capita	PBI	PBI per capita
50/59	5,9	2,9	2,1	0,7	2,3	0,0	4,2	1,9
60/69	7,1	3,8	1,5	0,7	4,0	1,2	5,4	2,4
70/79	6,5	3,3	2,3	1,6	7,9	4,7	4,6	2,0
80/89	2,1	0,0	1,0	0,3	4,0	1,0	0,3	-1,9
90/99	3,6	1,8	3,2	2,5	2,2	-0,5	3,4	1,6
00/05	2,6	1,1	0,6	-1,3	1,6	-1,1	3,9	1,8

Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL

Cuadro II.2

	PBI per capita		PBI		Frecuencia de caída (1)
	% crec	Volatilidad (sd %)	% crec	Volatilidad (sd %)	
Primera Globalización (1875-1930)	2,11	8,26	5,18	9,07	36,36
Autarquía (1930-1945)	0,61	4,73	2,36	4,82	46,67
Bretton Woods (1945-1975)	2,00	4,27	3,35	4,16	26,67
Segunda Globalización (1975-2006)	0,82	5,91	2,05	5,93	44,83

Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL

considerado y un período inmediato anterior definimos a los períodos de aceleraciones del crecimiento como aquellos en los que se cumplen las siguientes condiciones:

$$g_{t,t+n} \geq 3,5\% \text{ anual}$$
$$\Delta g_t \geq 2\% \text{ anual}$$
$$y_{t+n} \geq \max\{y_i\}, i < t$$

Es decir, computamos como períodos de aceleración del crecimiento a aquellos en los que el PBI crece a un promedio de 3,5% anual o superior por un lapso de 8 años y que dicho promedio supere en al menos 2% al promedio del período de 8 años inmediato anterior. Adicionalmente, se pide que el nivel de producto del último año sea mayor al nivel de producto más alto del período inmediato anterior. La evidencia disponible para la Argentina permite detectar los siguientes episodios de aceleración de crecimiento. En el período 1875-2006 se han registrado 8 episodios: tres de ellos durante la primera globalización, (años de inicio: 1882, 1903 y 1918), dos durante la etapa de autarquía (años de inicio: 1933 y 1936), uno durante Bretton Woods (1963) y uno durante la segunda globalización (1990). Asimismo, los casos de alto crecimiento se dieron principalmente en el modelo agroexportador (1882, 1903 y 1918) y los cambios más fuertes de la trayectoria de crecimiento tuvieron lugar en 1882 (cambio de régimen e inicio del modelo agroexportador), 1918 (salida de la crisis de la primera guerra) y 1991 (luego de la década perdida). No hemos detectado aquí la trayectoria de crecimiento actual, porque aún no han pasado 8 años. Tomando n=3 computamos para el período 2003-2006 la tasa de crecimiento promedio g fue de 8,9 y la aceleración de crecimiento Δg es de 6,14.

Tabla II.1

Año de inicio	g_t	Δg_t
1882	11,91	6,45
1903	8,42	5,07
1918	7,28	6,21
1933	3,85	2,22
1936	2,44	1,44
1964	5,88	4,50
1991	5,09	5,31

Lo dicho previamente no se refiere a la sostenibilidad del crecimiento; simplemente hace referencia a los períodos de alto crecimiento. La tabla II.2 (ver en la página siguiente) reporta evidencia sobre sostenibilidad. Por un lado, para ubicar al período actual en la historia, se muestran los episodios de crecimiento de 5 años

o más. De los 8 episodios de crecimiento, 4 corresponden a la primera globalización mientras que sólo uno —el actual— corresponde a la segunda globalización. Siguiendo a Fanelli (2007a) podemos tomar una postura más restrictiva. Computaremos como crecimiento sostenido aquellos períodos en los que el PBI creció en forma consecutiva por 8 años o más. Los episodios de crecimiento sostenido son ahora cuatro. Dos que corresponden a la primera globalización (1881 y 1903), una a autarquía (1932) y una a Bretton Woods (1964).

Tabla II.2

	> 5 años	Inicio	Duración Promedio	> 8 años	Inicio	Duración Promedio
Primera Globalización	4	1881;1892; 1903;1918	7,75	2	1881;1903	9,5
Autarquía	1	1932	10	1	1932	10
Bretton Woods	2	1953;1964	8,5	1	1964	11
Segunda Globalización	1	2002	5	-	-	-

Fuente: Albrieu (2008)

Pasemos ahora a los episodios de caída excepcional. La tarea es compleja en tanto no existe una definición precisa en la literatura. Sabemos que una crisis es una situación de modificación de un conjunto vasto de reglas y que implica una amplia redefinición de planes, derechos y obligaciones, pero poco tenemos para decir cuánto de sistemático y cuánto de eventual hay en ellas. Por ello, evitaremos las discusiones teóricas y mediremos las crisis en función a las caídas del nivel de actividad. El principal problema aquí es que no existe una única medida para detectarlas empíricamente. En economías en constante crecimiento, un cambio de signo en la diferencia logarítmica puede ser una aproximación adecuada (v. Easterly, Islam y Stiglitz, 2001), aunque en economías como la Argentina la aplicación de este indicador daría como resultado que de cada tres años, en uno se experimentó una crisis. Necesitamos medidas más restrictivas.

El primer indicador que podemos considerar es el de "colapso del crecimiento" de Hausmann, Rodríguez y Wagner (2006). En este se toma como indicador el PBI per capita y se define "crisis" como los períodos que van desde una caída hasta la recuperación al mismo nivel inicial. Más específicamente, si y_t es el producto en el período t, se dice que una crisis ocurre entre el período t y el período t+j cuando

$$y_{t+j} - y_t = 0$$
$$y_{t+j} - y_{t+j-e} < 0; j > e$$

Para definir el comienzo de una crisis, se considera que una crisis comienza en el período t cuando, dado $y_{t-1} > y_t$

$$y_{t-1} \geq y_{t-j} \quad \text{ó}$$
$$y_{t-1} < y_{t-j} \quad \wedge \; \exists\, y_{t-p} > y_{t-j} \quad \text{con p<j}$$

Utilizando esta metodología se encontraron 19 episodios de crisis, con años de comienzo (picos previos a la crisis) en 1877, 1885, 1889, 1896, 1906, 1910, 1912, 1924, 1929, 1944, 1948, 1958, 1961, 1965, 1974, 1977, 1980, 1994 y 1998. La Tabla II.3 muestra la evidencia para el caso argentino desde una perspectiva comparada. Se toman indicadores de duración, amplitud y profundidad. Con respecto a la duración, se considera la cantidad de años de crisis. La amplitud se mide como la diferencia entre el valor mínimo durante la crisis y el pico anterior, como porcentaje de este último. La profundidad se define como suma de las brechas en momentos del producto efectivo y el pico anterior. La comparación con el promedio latinoamericano y al de los países industrializados arroja algunos resultados interesantes.

Con respecto a la duración, encontramos que en promedio Argentina tiene crisis de menor duración que el resto de América latina (4,3 y 6,8 años, respectivamente), sin embargo bien lejos de los niveles observados en los países industrializados (2,5 años). Adicionalmente, nótese que la duración de las crisis en Argentina es mucho más estable que en las demás zonas consideradas (inclusive los países industrializados). Con respecto a los ratios entre techos y pisos, los promedios muestran que las fluctuaciones son pronunciadas en Argentina y en toda América Latina (10% en ambos casos), mientras que son muy reducidas en los países industrializados (2%). Nuevamente la Argentina se destaca por su "regularidad": la media prácticamente coincide con la mediana. Por último, la profundidad promedio de las crisis argentinas es baja en relación a los demás países de América Latina y el Caribe (35% y 105%, respectivamente), aunque decididamente más alta que en los países industrializados (7%). Nótese que esta marcada diferencia entre el mundo desarrollado y el mundo en desarrollo se debe a los casos extremos (de hecho, la medianas de cada subgrupo se encuentran en general muy cercanas entre sí). El mismo análisis se aplica a la Argentina y América Latina, donde la frecuencia de crisis profundas ha sido muy disímil. (Ver Tabla II.3 en la página siguiente).

En realidad, más que computar periodos de crisis, con este indicador estamos captando períodos de bajo crecimiento tendencial, en los cuales las fases expansivas del ciclo económico no logran ubicar al PBI per capita por encima de los niveles del pico anterior. Así, algunos episodios que Hausmann et al. signan como de "crisis" en realidad son períodos de bajo crecimiento o alta inestabilidad agregada. Por ejemplo, para la etapa de segunda globalización (1979-2007) esta metodología arrojaría el resultado de que el 70% del tiempo se vivió en crisis.

Tabla II.3

	Media	Coeficiente de Variación	Mediana
Duración			
Argentina	4,32	1,00	2,00
AL y Caribe	6,88	1,30	3,00
Industrializados	2,52	1,14	2,00
África	8,14	1,24	3,00
Ratio Techo/Piso			
Argentina	0,10	0,66	0,09
AL y Caribe	0,10	1,30	0,05
Industrializados	0,02	1,50	0,01
África	0,13	1,23	0,06
Profundidad			
Argentina	0,34	1,54	0,05
AL y Caribe	1,05	2,24	0,06
Industrializados	0,07	2,29	0,02
África	1,42	2,07	0,10

Fuente: datos de INDEC y de Hausmann et al. *(2006)*

Para buscar una medida más restrictiva, el cuadro II.3 muestra una metodología utilizada frecuentemente en la literatura sobre volatilidad y se basa en computar los episodios de crisis como situaciones de caída de PBI por al menos dos años consecutivos, que acumulen reducciones acumuladas superiores a 4 % (Cf. Wolf, 2004). Una inspección visual nos muestra que las caídas abruptas del producto de mayor magnitud fueron las de la primera guerra mundial, la del treinta, la crisis de la hiperinflación y las crisis de la convertibilidad. Adicionalmente, nótese que esta última fue una gran crisis en la comparación histórica, más profunda y duradera que la crisis del treinta.

Ya estamos en condiciones de resumir los hechos estilizados sobre el crecimiento en Argentina. La evidencia muestra que en las últimas décadas la Argentina se ha retrasado, no sólo en relación a las economías desarrolladas, sino también a los países grandes de la región. Desde los comienzos de la globalización financiera la volatilidad ha crecido y no se ha experimentando episodio alguno de crecimiento sostenido. Si bien la economía tiene la capacidad para crecer a tasas altas (se vivió un episodio de aceleración del crecimiento y actualmente se está creciendo muy fuertemente) se han sucedido crisis macroeconómicas que tuvieron fuertes efectos sobre el nivel de actividad. En particular, nótese que la última crisis contrajo el PBI en un 20%.

Cuadro II.3
Las crisis en la Argentina 1875-2008

Crisis	Año de comienzo	Duración (1)	Profundidad (2)
Baring	1892	Dos	14,84
Primera Guerra	1913	Cinco	29,84
Crisis del treinta	1930	Tres	20,11
Crisis institucional	1962	Dos	6,93
Rodrigazo	1975	Dos	4,28
Crisis de la deuda	1981	Dos	9,52
Hiperinflación	1988	Tres	14,90
Crisis de la convertibilidad	1999	Cuatro	22,66

(1) Años consecutivos de recesión
(2) porcentaje de caída acumulada del PBI

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Indec

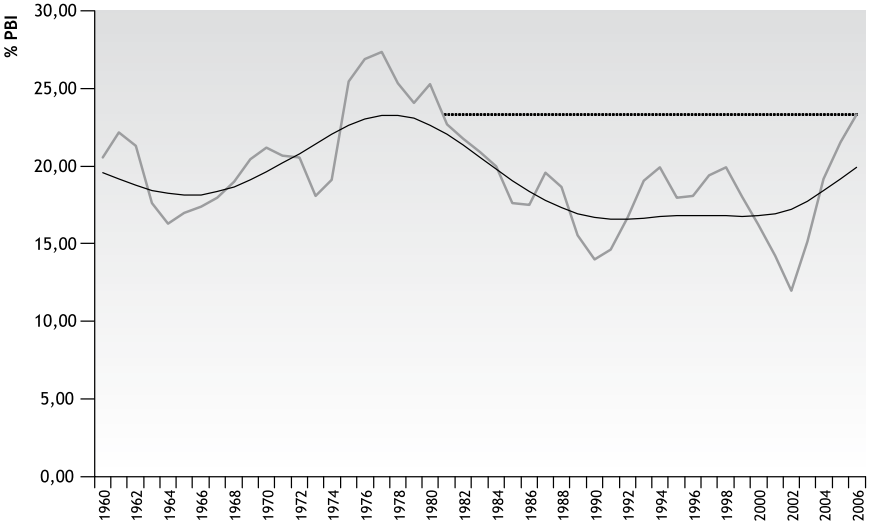
II.2 Patrón de inversión en Argentina

El primer paso de nuestro diagnóstico consiste en estudiar el comportamiento de la inversión. El gráfico II.1 (ver en la página siguiente) muestra la evolución de la tasa de inversión de Argentina para el período 1960-2006 medida a precios corrientes[1] y la tendencia calculada con el filtro de Hodrick y Prescott. Allí puede verse que desde mediados de la década del 70 la tasa de inversión fue decayendo tendencialmente. Durante la década del 90, a pesar del alto crecimiento registrado la tasa de inversión de mediano plano no se modificó. Recién con la salida de la convertibilidad la tendencia de la inversión parece modificarse positivamente. Con respecto a la tasa de inversión observada se registró un pico en 1977 de de 25 puntos, para luego decaer hasta tocar un piso de 14 puntos en 1990. En los noventa la tasa de inversión aumentó, aunque sin llegar a cruzar la barrera de los 20 puntos. La crisis de la convertibilidad redujo el esfuerzo de inversión al mínimo de los últimos 60 años: 12 puntos en 2002. Posteriormente la tasa de inversión se recuperó rápidamente hasta llegar en 2006 a los ratios de la década del 70.

El gráfico II.2 (ver en la página siguiente) muestra la evolución de la tasa de inversión de Argentina, Chile, México y Brasil en los últimos 50 años, lo que

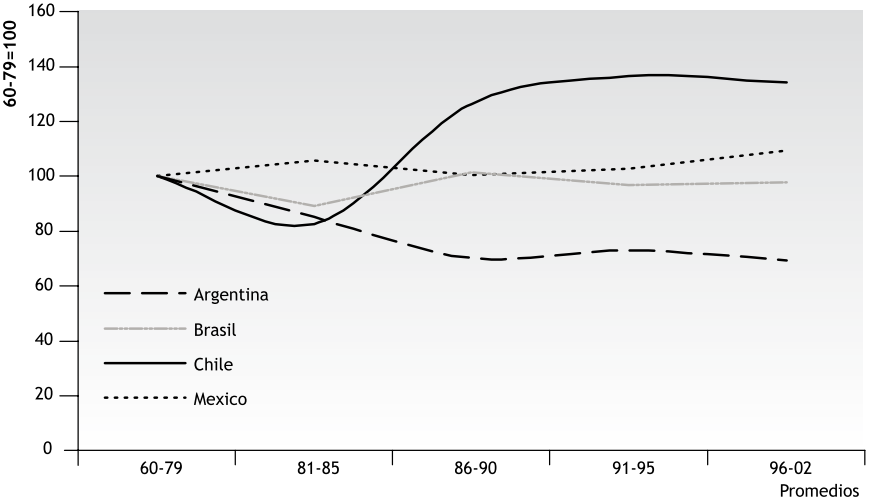
1 Las estimaciones a precios constantes dan resultados variados en función del índice de precios utilizados. Sin embargo, en todos los casos de observa que la tasa de inversión cae hacia principios de la década de los ochenta y luego parece estancarse tendencialmente. Véase Coremberg *et al.* (2007).

Gráfico II.1
Evolución de la tasa de inversión



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Gráfico II.2
Evolución comparada de la Tasa de Inversión

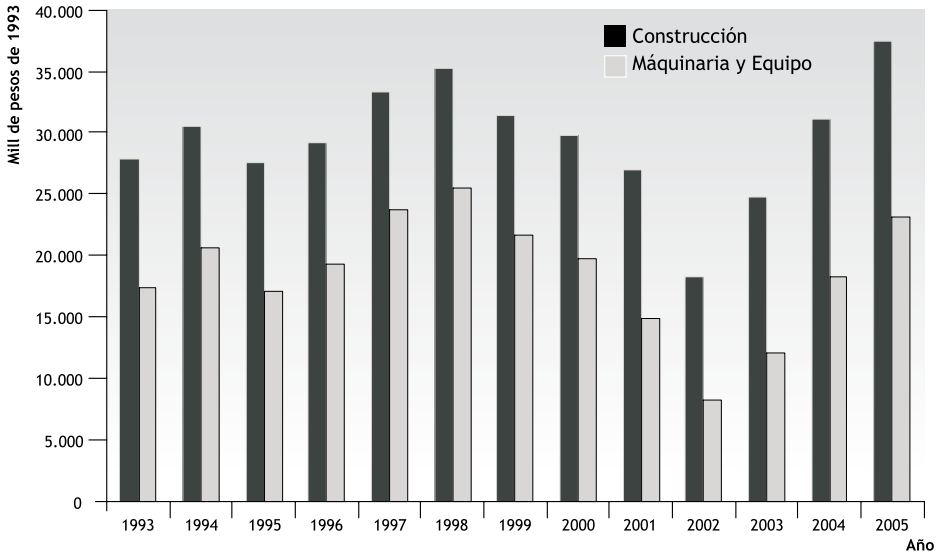


Fuente: CEPAL

permite tener una perspectiva comparada. Se toma el período 1950-69 como base y se muestra la evolución de los quinquenios posteriores. Allí puede verse la sorprendente trayectoria de Chile desde mediados de los ochenta y la estabilidad que goza la tasa de inversión en México. La evolución más decepcionante fue la de Argentina, cuyo ritmo de acumulación de capital disminuyó sistemáticamente (v. Gutiérrez, 2005). Sin embargo, estos resultados deben ser matizados debido a que la Argentina el período tomado como base tenía tasas de inversión muy superiores al resto. En suma, el gráfico anterior nos muestra que la Argentina, que en los 60 lideraba los procesos de inversión, fue perdiendo lugares durante las décadas siguientes, registrando magros valores inferiores a los 20 puntos.

Con respecto a la composición de la inversión, el gráfico II.3 muestra los gastos de capital asociados a la construcción y a la compra de maquinaria y equipos. Nótese allí que la inversión en construcción es sistemáticamente mayor que la inversión en equipos. La crisis redujo ambos rubros de la inversión, pero más que proporcionalmente a los últimos. Por último, si comparamos el período 1993-2000 con el actual (2003-2006) puede verse que durante la inversión era más intensiva en maquinaria y bienes de capital que en construcción. De hecho, en 2005 la inversión total a precios constantes se igualó a los niveles pre-crisis (1998); sin embargo en

Gráfico II.3
Desagregación Inversión Bruta Interna
Tipo de Inversión



Fuente: INDEC

el gráfico se observa que el gasto de capital en construcción es más alto, mientras que el gasto en equipo es más bajo.

El cuadro II.4 muestra la evolución de la inversión por tipo de agente inversor. Allí puede verse que el principal agente inversor es el sector privado, con una participación promedio cercana al 92% del total, aunque decreciente en los últimos años.[2] En las actividades de construcción la participación del sector privado es más reducida, con porcentajes promedio 1993-2005 de 88%. Dentro de este rubro los años de crisis vieron reducirse más que proporcionalmente a la inversión pública, mientras que en la actualidad su participación es anormalmente alta (16%). Con respecto al gasto en maquinaria y equipo, casi la totalidad (un 97% en promedio) es realizada por el sector privado, patrón que se mantiene estable a lo largo del ciclo económico.

Coremberg *et al*. (2007) realizan un conjunto de estimaciones econométricas sobre los determinantes de la tasa de inversión en argentina para el período 1960-

Cuadro II.4
Composición de la inversión

	Total	Construcción			Maquinaria y Equipo		
		Total	Privada	Pública	Total	Privada (%)	Pública (%)
	Mill pesos 1993	Mill pesos 1993	(%)	(%)	Mill pesos 1993	(%)	(%)
1993	45.069	27.786	87,98	12,02	17.283	96,15	3,85
1994	51.231	30.530	87,64	12,36	20.702	96,57	3,43
1995	44.528	27.511	88,21	11,79	17.017	96,96	3,04
1996	48.484	29.222	91,04	8,96	19.261	97,30	2,70
1997	57.047	33.338	88,35	11,65	23.709	97,42	2,58
1998	60.781	35.270	88,92	11,08	25.510	96,93	3,07
1999	53.116	31.444	87,46	12,54	21.672	96,68	3,32
2000	49.502	29.773	91,34	8,66	19.729	97,34	2,66
2001	41.750	26.962	90,66	9,34	14.788	97,16	2,84
2002	26.533	18.283	91,67	8,33	8.250	97,60	2,40
2003	36.659	24.675	88,65	11,35	11.985	97,43	2,57
2004	49.280	31.037	86,25	13,75	18.242	97,37	2,63
2005	60.458	37.386	83,56	16,44	23.073	97,13	2,87

Fuente: INDEC

2 Para el año 2005 la inversión pública llegó a representar el 12% de la inversión total.

2005. Allí se muestran dos cuestiones de interés. La primera es que la tasa de inversión se hizo fuertemente procíclica; la segunda que surge es que una relación negativa significativa entre la tasa de inversión por un lado y la hiperinflación y las crisis por el otro. Así, la volatilidad del producto, que discutimos la sección anterior, se traslada a la volatilidad de la inversión.

En síntesis, el patrón de inversión en la Argentina muestra tasas muy altas durante Bretton Woods, luego un decaimiento fuerte desde fines de los 70 hasta la crisis de 2001 (con fases expansivas y contractivas en los noventa). Posteriormente, la recuperación implicó un crecimiento de la tasa de inversión muy por encima de los impulsos recuperatorios anteriores, como en el comienzo de la convertibilidad. Actualmente la tasa de inversión es alta, recuperando los valores previos a la globalización financiera. Con respecto a la composición, el rubro construcción es predominante (más en la actualidad que durante los noventa) y allí también se encuentra una alta (y creciente) participación del sector público. El rubro de gasto en maquinaria y equipo se contrajo en la crisis y en términos relativos no logró recuperar impulso.

III. DIAGNÓSTICO DE CRECIMIENTO

III.1 El esquema de análisis

Para realizar una evaluación de crecimiento utilizaremos el esquema de Hausmann, Rodrik y Velasco (2005). Este enfoque se basa en la teoría económica del crecimiento. Suponemos que tenemos familias con previsión perfecta que deben decidir sobre cantidades de trabajo y capital que alquilar a las firmas y sobre el patrón intertemporal de su consumo. Para ello maximizan una función de utilidad del tipo

$$U = \int_{s}^{\infty} u(c_t) \exp(-Z(t-s))dt \tag{1}$$

Sujeta a la restricción presupuestaria

$$c_t + \frac{dk_t}{dt} + nk_t = f(a_t, \theta_t, x_t, k_t) \tag{2}$$

Donde c_t es el consumo per capita, n_t es el crecimiento poblacional, k_t es el capital por trabajador, a_t es el progreso tecnológico, θ_t es un índice que mide las externalidades, x_t es la disponibilidad de factores de producción complementarios (tales como capital humano) mientras que z es la tasa de preferencia intertemporal.

La función de producción supone que la tecnología y los factores complementarios son exógenos, de manera que la condición de primer orden implica:

$$f'(a_t, \theta_t, x_t, k_t) = r_t(1-\tau_t) \tag{3}$$

$$f(a_t, \theta_t, x_t, k_t) - k_t f'(a_t, \theta_t, x_t, k_t) = w_t \tag{4}$$

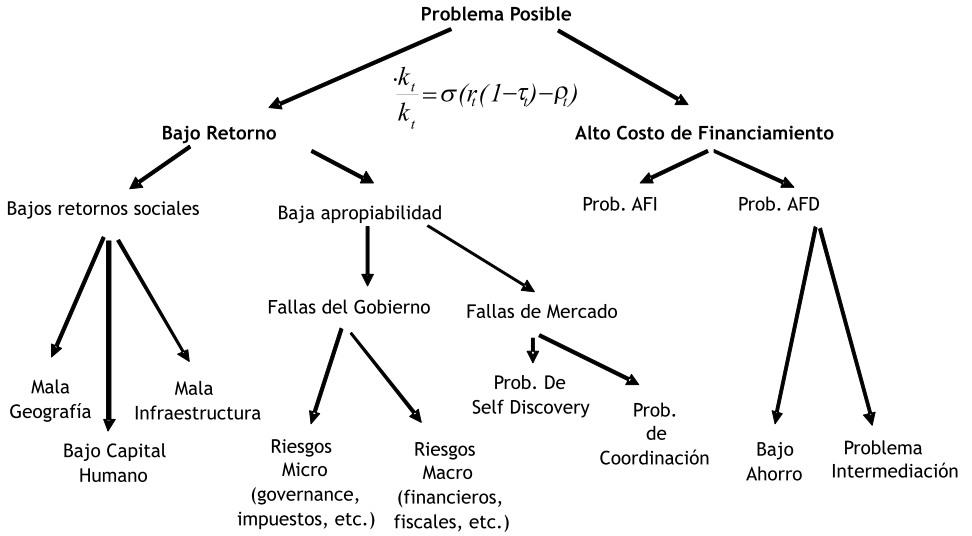
De la maximización de (1) sujeto a las condiciones (2), (3) y (4) se obtiene lo siguiente:

$$\frac{\dot{c_t}}{c_t} = \frac{\dot{k_t}}{k_t} = \sigma(r_t(1-\tau_t) - \rho_t)$$

Esta ecuación es conocida como la ecuación de Euler, o la regla de Keynes-Ramsey. Nótese que esta regla de crecimiento balanceado nos da una trayectoria para la acumulación de capital, que depende positivamente del retorno de la inversión, negativamente de la apropiabilidad pública de dichos retornos y negativamente del costo de financiamiento.

En el esquema de HRV se descomponen en detalle estos tres pilares. Sobre el retorno de la inversión, se sostiene que puede ser bajo en caso de que la inversión en los factores complementarios sea baja, lo que a su vez se relaciona con la geografía, el capital humano y la infraestructura. Sobre la baja apropiabilidad, HRV consideran que existen dos tipos de factores: las fallas de mercado y las fallas del gobierno (o las políticas públicas). Con respecto a las fallas de mercado, se mencionan dos: las fallas informativas relacionadas a los procesos de "self discovery" y las externalidades de coordinación. Con respecto a las fallas del gobierno, dos riesgos se enfatizan: los microeconómicos (asociados a la defensa de los derechos de propiedad, la presión impositiva y las regulaciones) y los macroeconómicos (inestabilidad de los frentes fiscal, financiero y externo). Por último, el costo de financiamiento se relaciona con dos cuestiones: los problemas en el proceso de integración con los mercados financieros internacionales y los problemas relacionados con el desarrollo de los mercados financieros locales (bajo nivel de ahorro y problemas de intermediación). La tabla siguiente muestra los factores relevantes del diagnóstico de crecimiento de acuerdo a HRV.

Tabla III.1
Diagnóstico de Crecimiento – Árbol de Decisión



Por supuesto, a los fines prácticos y orientados a la política económica la estimación de la ecuación anterior es una tarea imposible. Por lo tanto, la idea general es que la tabla III.1 sirva como un árbol de decisión, de los cuales de arriba hacia abajo se van detectando cuáles son los principales limitantes, para luego —en la base del cuadro— llegar a las recomendaciones de política económica.

Antes de comenzar el análisis, un último punto merece atención. Para detectar las restricciones que son limitantes debemos realizar un análisis de arriba hacia abajo de tipo comparativo, que permita detectar los sectores o franjas en los que la economía en cuestión se ha retrasado o restringe de hecho al crecimiento. Este enfoque, de corte transversal y pocas relaciones entre objetos del mismo nivel, presenta algunas limitaciones. Primero, los problemas de crecimiento suelen estar relacionados con un conjunto de causas, cada una con peso específico, y ello puede obscurecerse por el enfoque secuencial (Dixit, 2005). Por ello, si bien esta sección sigue el enfoque, en la próxima sección trabajaremos sobre los síndromes, es decir, estudiaremos qué rol juegan y cómo interactúan los distintos síntomas y signos detectados en esta sección. Adicionalmente en muchas ocasiones los precios de mercado no pueden ser causantes de restricciones al crecimiento (Aghion y Durlauf, 2007). En particular, la tasa de interés baja no implica necesariamente que el crédito no esté racionado. Por lo tanto, tomaremos una visión más amplia y general que evite considerar a los precios como única evidencia relevante. Por último, el análisis comparativo también debe ser muy cuidadoso, en tanto es clave en el proceso de selección de las restricciones verdaderamente limitantes al crecimiento. Por ello deben tomarse países con condiciones similares, y para los cuales los indicadores utilizados estén calculados de igual manera.

III.2 Evolución del retorno social de la inversión

En esta sección estudiaremos la evolución de los factores complementarios al capital físico en la función de producción. IERAL (2007) analizan la estructura de transporte y telecomunicaciones de Argentina y encuentra que, en principio, estas no parecerían ser restricciones limitantes al crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, y como resultado del cambio de precios relativos de 2002 y del congelamiento de tarifas, la relación inversión/amortización de las empresas de estos servicios públicos es mucho menor que antes del comienzo del ciclo contractivo de 1999-2002. Esto abre la posibilidad de que la inversión presente sea menor a la necesaria en el futuro.

El cambio de precios relativos que abarató la provisión de energía funcionó como un subsidio a la industria. En la tabla III.2 se presenta una estimación de Navajas (2006) del cambio en la intensidad energética del PBI entre 1998 y 2005.

Tabla III.2
Crecimiento de la demanda de energía en Argentina
1998-2005

Crecimiento PBI	4,90%
Crecimiento industrial	6,50%
Crecimiento total de la demanda de energía	
electricidad	28,40%
gas natural	27,10%
Crecimiento de la demanda de energía de industrias manufactureras	
electricidad	28,30%
gas natural	12,10%
Intensidad energética 1998=100	
Economía total	
electricidad	122
gas natural	121
Industria Manufacturera	
electricidad	120
gas natural	107

Fuente: Navajas (2006)

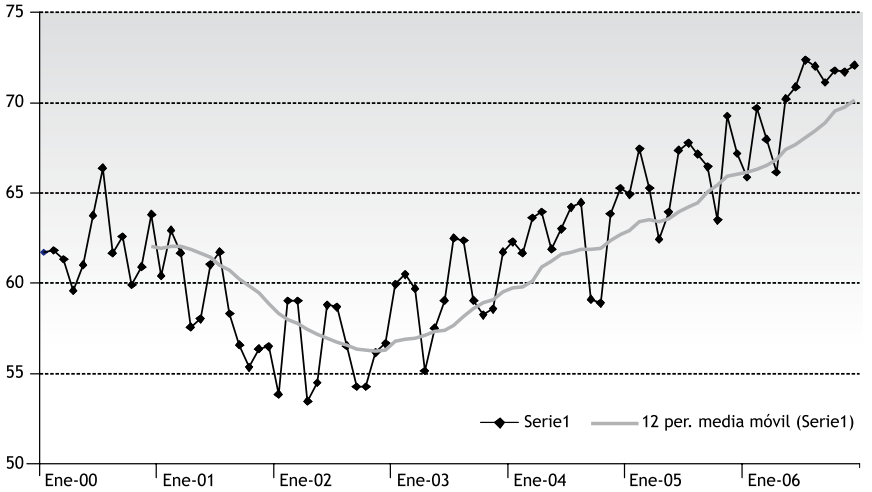
Desde la infraestructura, el principal candidato a implicar una restricción operativa al crecimiento argentino es la provisión de energía. El análisis de esto involucra tanto la infraestructura de transporte (de electricidad, de gas natural y combustibles líquidos) como a la generación. En 2006/7 se manifestaron cortes a industrias, revelando preocupantes cuellos de botella en el transporte de gas y generación de electricidad (ver gráfico III.1 en la página siguiente).

Para las industrias intensivas en energía que se beneficiaron de la disponibilidad y bajos precios relativos del período 2002-2005, estas restricciones cuantitativas desalentaron la inversión (Sánchez y Butler, 2007). En el invierno de 2007, esto hizo que se revirtiera —en parte— el patrón de crecimiento sectorial de la inversión, al crecer más los sectores no intensivos en energía.

Hay también un desequilibrio subyacente de más largo plazo asociado a la gran intensidad de uso de gas natural en la matriz energética argentina y el progresivo deterioro de la relación consumo de gas/reservas probadas.

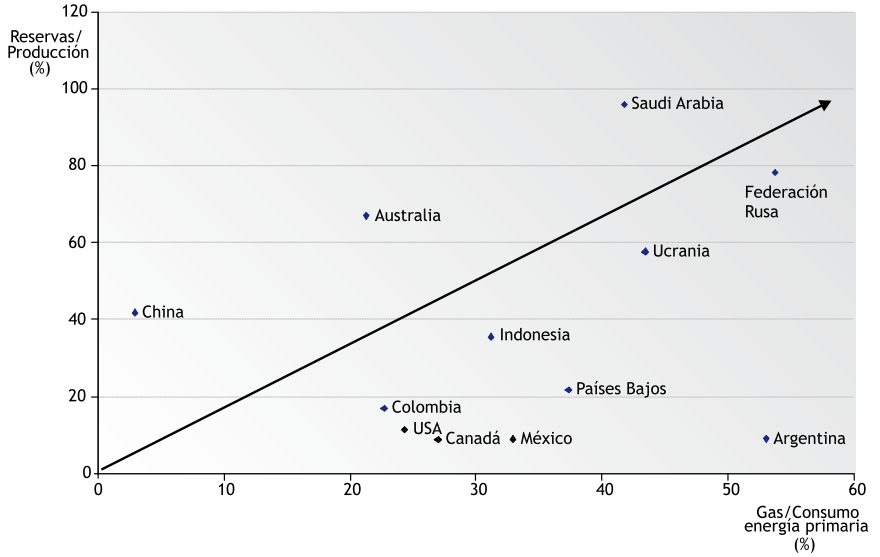
En el gráfico III.2 (ver en la página siguiente) puede verse que Argentina se encuentra muy por debajo del promedio en términos de su ratio reservas/producción de gas y el sesgo de su matriz energética a este combustible.

Gráfico III.1
Registro máximo de generación de electricidad / potencia total instalada



Fuente: CAMMESA

Gráfico III.2
Dependencia y disponibilidad de gas



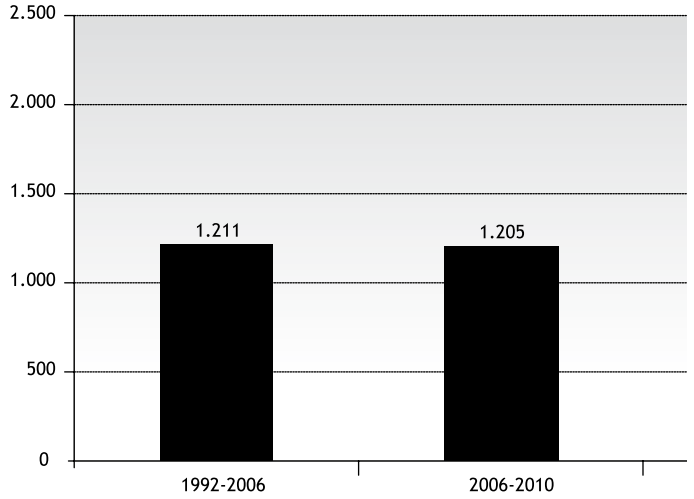
Fuente: Barclays

La restricción en la generación de energía y el progresivo deterioro de la relación reservas/consumo de gas natural están estrechamente asociadas debido a que la función de producción del sector eléctrico es una de las principales demandas de gas natural. Siguiendo a Navajas (2006), esto es resultado de un patrón natural de selección del modo de producir energía eléctrica a partir del descubrimiento de cuantiosas reservas de gas natural, lo cual fue facilitado por las regulaciones en la década de los 90. La tecnología de producción de electricidad se inclina a utilizar poco capital y mucha energía primaria, lo que implicó menos riesgos a los agentes privados de este sector al requerirse un menor nivel de inversiones fijas y reduciendo así riesgos contractuales a futuro.

La consecuencia de esta forma de producción basada en gas y el deterioro en la provisión de este recurso es que en el futuro los costos de añadir nueva potencia al sistema eléctrico serán mucho mayores al pasado, debido a la necesidad de reconversión tecnológica. En el gráfico III.3 se presenta una estimación de Navajas (2006) de los costos esperados de los megavatios adicionales entre 2006-2010 y una estimación del costo promedio por Mw/h en el caso hipotético de no contar con gas natural.

Argentina no parece tener una restricción operativa en su provisión de capital humano. Si bien es difícil medir el stock de capital humano de un país, los indica-

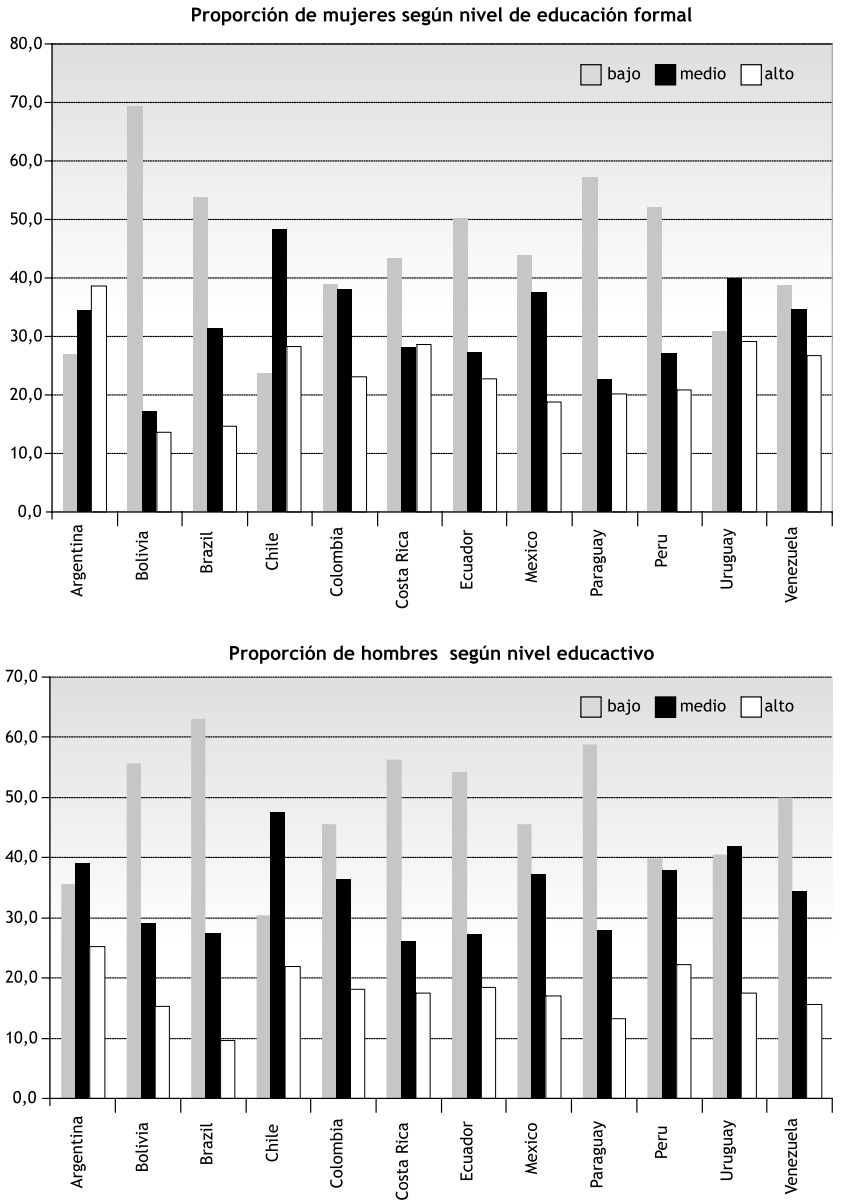
Gráfico III.3
Costo promedio po MWh de potencia instalada



Fuente: Navajas (2006)

dores parecen ubicar a Argentina entre los mejores países de América Latina y, en algunas proxys, al nivel de países como España o Irlanda.

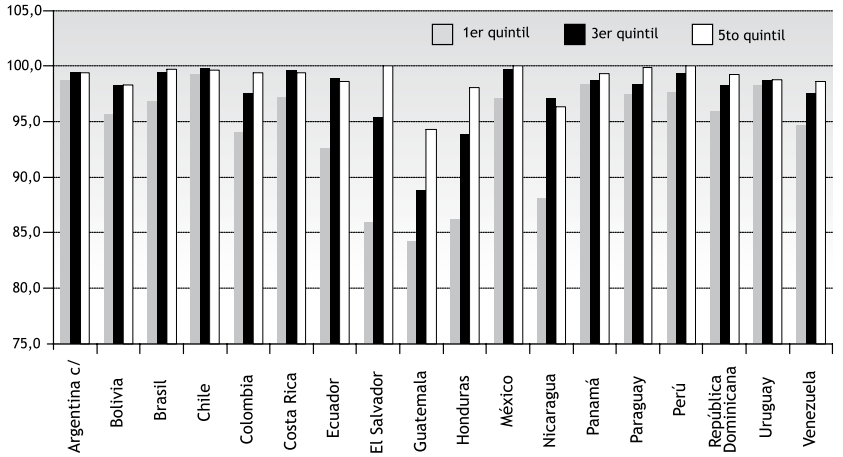
Gráfico III.4 a y b



Fuente: CEDLAS

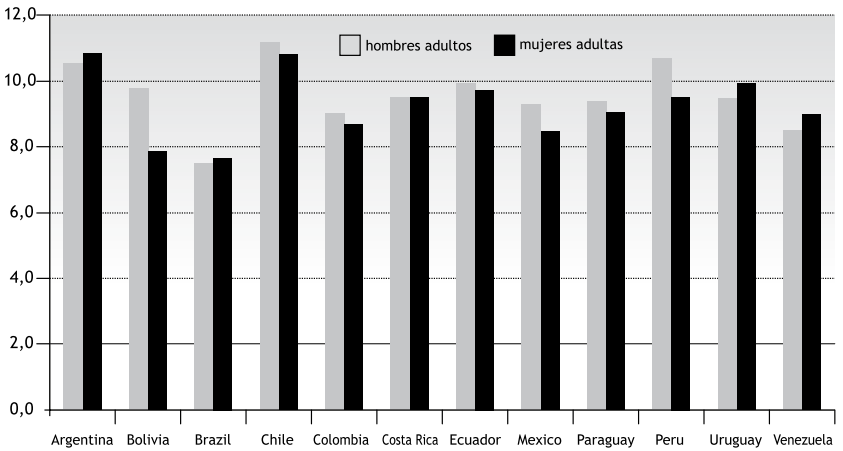
En términos regionales, la oferta y cobertura de educación parece ser alta. Los gráficos III.4 a y III.4.b muestra que la proporción de mujeres y hombres por nivel educativo, mostrando que la oferta relativa de trabajadores calificados es alta en relación a la región. En el gráfico III.5 se ve que en términos de asistencia escolar de la población de menores y mayores ingresos Argentina está por encima del resto de los países de América Latina (excepto Chile). La cantidad de años de ecuación promedio también es alta en términos regionales (ver gráfico III.6). En la tabla III.3

Gráfico III.5
Asistencia escolar en áreas urbanas (7 a 12 años) 2004



Fuente: CEDLAS

Gráfico III.6
Años de educación promedio



Fuente: CEDLAS

se presenta una comparación un poco más global. Puede verse que en términos de porcentaje de alfabetización y supervivencia a 5to. grado, Argentina tiene buenos indicadores. La medida de calidad de la educación terciaria y la evaluación de calidad (PISA) vuelven a mostrar a Argentina por encima de los países de la región, pero por debajo de países como España o Irlanda. Esto último abre el interrogante sobre si la (aparentemente) abundante oferta de trabajadores con bastantes años de educación tiene la calidad suficiente que la demanda de trabajo requiere.

Tabla III.3
Indicadores de logros y calidad educativa

	% de adultos alfabetizados	Supervivencia a 5to grado	GRE educación terciaria	Calidad del aprendizaje (PISA 2000)		
				Lectura	Matemática	Ciencia
Argentina	97,0	93,1	56,3	418	388	396
Brasil	88,2	…	18,2	396	334	375
Chile	95,7	99,9	37,5	410	384	415
México	90,5	90,5	21,5	422	387	422
Perú	85,0	86,1	31,8	327	292	333
Uruguay	97,7	88,5	37,1	…	…	…
Latinoamérica	89,2	88,5	25,7	…	…	…
Irlanda	…	98,8	49,9	527	503	513
Estados Unidos	…	…	81,4	504	793	499
España	…	…	58,9	493	476	491
Australia	…	…	64,6	528	533	528
China	90,9	98,0	12,7	…	…	…
India	61,3	61,4	11,4	…	…	…
Países en desarrollo	76,4	83,3	11,3	…	…	…
Mundo	81,7	…	23,2	…	…	…

Fuente: Sánchez y Butler (2007)

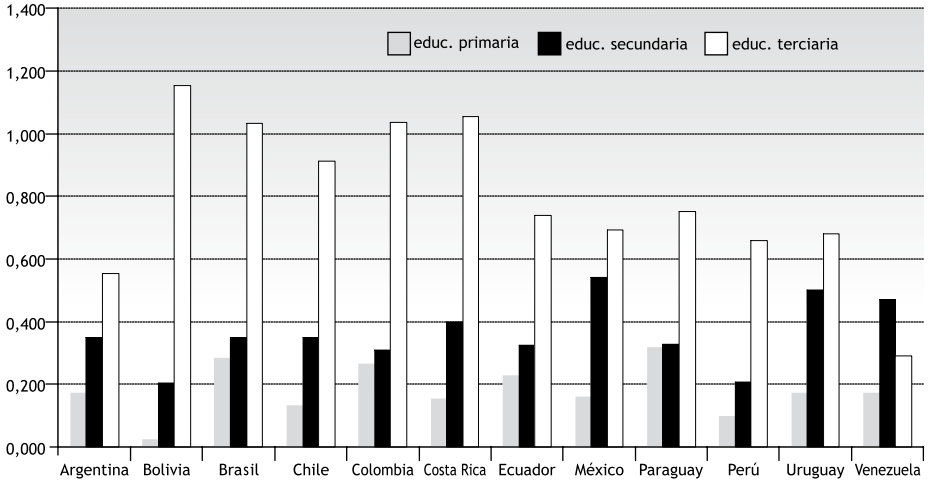
Sin embargo, como muestra el Gráfico III.7, al menos entre los países de Latinoamérica los retornos a la educación no parecen ser demasiado altos. Dado que la calidad de la educación no debería ser peor en Argentina que en el resto de Latinoamérica, estos menores retornos podrían deberse a la mayor oferta (en términos relativos) de trabajadores calificados. Otra hipótesis factible es que los menores retornos a la educación se deban a que el capital humano es complementario del capital físico. En la medida de que este último es escaso, la demanda de

capital humano sería también menor, explicando también los menores retornos a la educación.

Para avanzar sobre este punto Sánchez y Butler (2007) analizan econométricamente el efecto del capital humano a nivel de las firmas. Utilizando los datos de la encuesta de WBDB, encuentran que no hay correlación significativa entre la inversión de las firmas y la variable que recoge el grado de dificultad que tienen las firmas para encontrar capital humano debidamente calificado.

Entonces, siguiendo el enfoque de Hausmann, Rodrik y Velasco (2005), el análisis de cantidades y precios indica que el capital humano no parece ser una restricción limitante al crecimiento para Argentina. la escasez de capital físico, o bien, podría deberse a una menor demanda como resultado de escasez de capital, el cual es un factor complementario del capital humano. En cualquiera de estos dos casos, el capital humano no parece ser una restricción operativa para Argentina.

Gráfico III.7
Coeficientes de Mincer

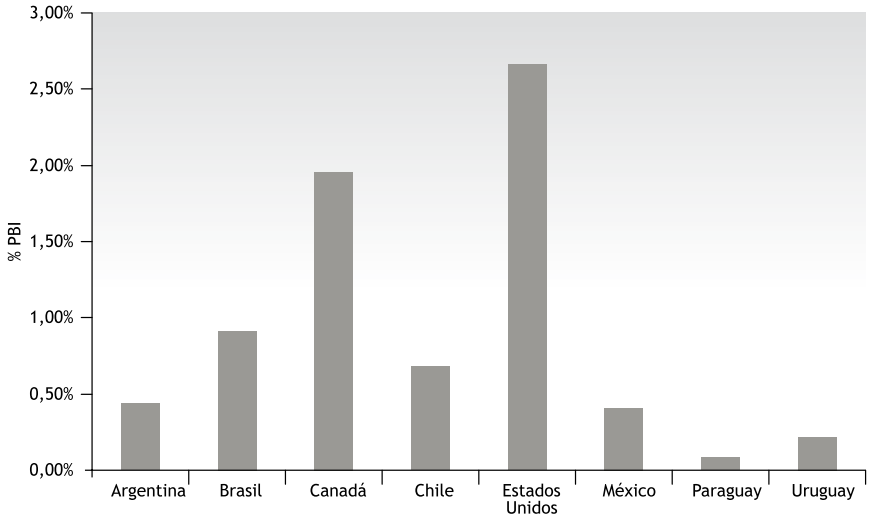


Fuente: CEDLAS

Un punto interesante es ver la evolución de la investigación y desarrollo en la Argentina desde una perspectiva comparada (ver gráfico III.8 en la siguiente página). Nótese que los países desarrollados (Estados Unidos y Canadá) destinan más de 2% del PBI a estas actividades, mientras que para las economías de la región este porcentaje se encuentra consistentemente por debajo de 1%. Brasil lidera con gastos cercanos al 0,9%, Chile se encuentra en segundo lugar (0,6%), mientras que Argentina destina sólo un 0,44%%. Si se toman los datos por habitante, Brasil se

equipara a Chile, aunque Argentina sigue retrasada. Esto es interesante porque los rendimientos potenciales parecen ser altos. Peirano (2006) estudia la composición de la inversión en innovación de los complejos industriales de Argentina y Brasil y confirma que para el primero la relación entre gastos en investigación y desarrollo sobre facturación es extremadamente bajo en la Argentina; de hecho, en Brasil se gasta un porcentaje tres veces mayor de la facturación en estas actividades.

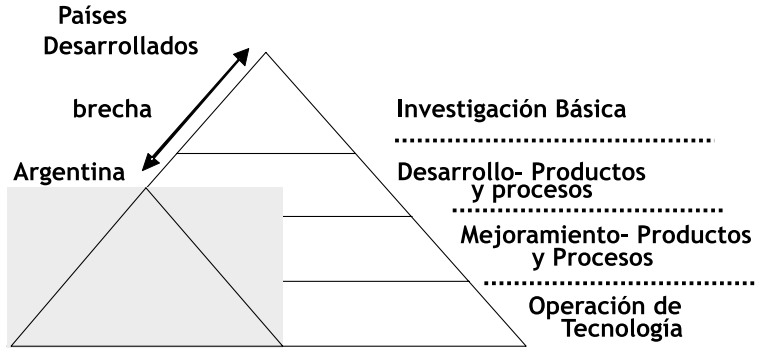
Gráfico III.8
Gasto en Inversión y Desarrollo en la Argentina



Fuente: RICYT

Lugones, Peirano, Suarez y Giudicatti (2004) utilizan microdatos de las encuestas de innovación y tecnología para mostrar que las firmas innovativas registraron una mejor *performance* en ventas, exportaciones y productividad de trabajo. En ese sentido, debe existir alguna falla de mercado operativa. Peirano (2006) da una pista sobre este punto al mostrar que en términos agregados las empresas argentinas innovan no a través de la investigación, sino a través de la importación de maquinaria y equipo. ¿A qué se debe esto? Katz (2007) en tanto, señala que esto se debe a que las actividades de frontera tecnológicas son más riesgosas, involucran un alto porcentaje de las ventas y en nuestro caso los derechos de propiedad sobre sus resultados no están claramente definidos; por ello las empresas realizan actividades de innovación relacionadas con la compra de tecnología importada y alguna adaptación leve, pero muy poco de investigación básica. El cuadro siguiente, tomado de Katz (2007) muestra la brecha tecnológica que se genera por esta situación.

Cuadro III.1
Argentina y los países desarrollados
en la pirámide de capacidades tecnológicas



Fuente: Katz (2007)

III.3 Evolución de los riesgos de apropiabilidad de los retornos en Argentina

Como vimos más arriba, uno de los factores que afectan a la decisión de inversión es el grado de apropiabilidad de los retornos sociales de la inversión. Si, por ejemplo, a nivel microeconómico los derechos de propiedad sobre los ingresos de los sectores productores de servicios públicos no están bien definidos, la inversión del sector caerá y por esta vía la *performance* macroeconómica será mala. O, en casos de cambios bruscos de régimen (crisis), la macroeconomía dará señales difíciles de decodificar y eso se trasladará a la microeconomía, donde la flexibilidad pasa a tener un valor positivo, por lo que la decisión de "esperar y ver" puede llegar a contrarrestar los incentivos de márgenes que pueda tener el empresario. En lo que sigue estudiaremos la evolución de estos riesgos separando los que representa el primer ejemplo (de tipo microeconómico) de lo que presenta el segundo ejemplo (de tipo macroeconómico).

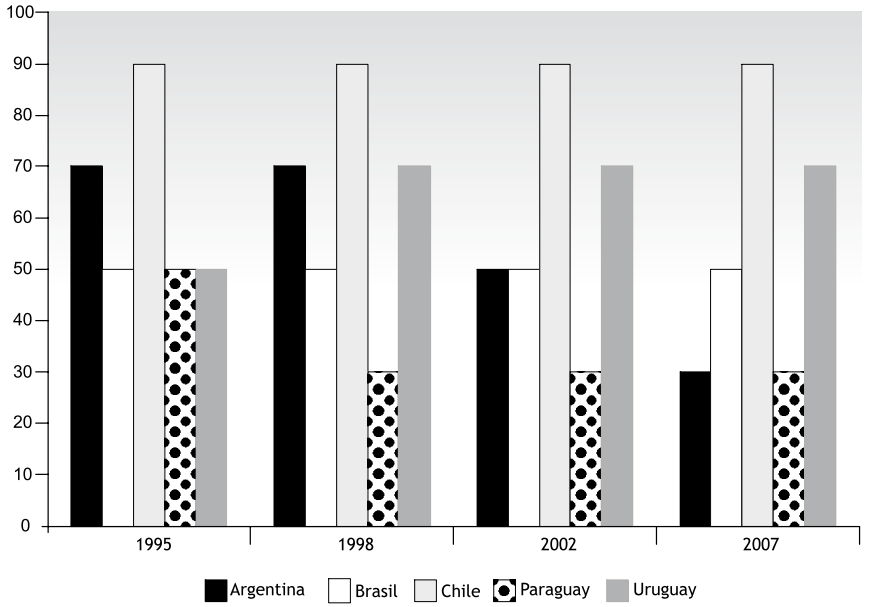
III.3.1 Los riesgos microeconómicos

Con respecto a los derechos de propiedad, el gráfico III.9 (ver en la página siguiente) resume información provista por distintas encuestas internacionales. Por un lado, la *Heritage foundation* elabora un índice de libertad económica. Uno de los subíndices utilizados se refiere a los derechos de propiedad, cuya evolución se

muestra en el gráfico. De acuerdo a este ranking, en 1995 el resguardo a los derechos de propiedad de Argentina se igualaba a los de Uruguay, superaba a Paraguay y Brasil pero se encontraba por debajo de Chile. Posteriormente, la crisis conllevó un cambio en la matriz de acreencia y obligaciones, mientras que muchas de estas regulaciones, en su momento "de emergencia", siguen existiendo.[3] Así, este indicador muestra un debilitamiento institucional que, en buena manera constante en los demás países, muestra para 2006 que la Argentina se asemeja a Paraguay.

Para aportar evidencia sobre esta evolución reciente, la tabla III.4 recoge información suministrada por el Banco Mundial en su encuesta de *Doing Business* para un total de 152 países. Nuevamente, a los fines comparativos se ubica a la Argentina entre otros países de América Latina (Brasil, Chile, México, Paraguay y Uruguay). Podemos dibujar una historia. Primero, el registro de los derechos de propiedad no es un problema grave en Argentina: de hecho es más problemático en otras economías cercanas, como Brasil. Segundo, los costos de hacer valer los

Gráfico III.9
Los derechos de propiedad en Argentina I:
Encuesta *Heritage Foundation*



Fuente: Heritage foundation

3 De hecho, el parlamento aprobó en diciembre de 2007 la renovación del estado de "emergencia económica", a pesar de que la recuperación parece haberse dejado atrás.

Tabla III.4
Los derechos de propiedad en Argentina II:
Encuesta *Doing Business*

	Registro	Protección Inversores	*Enforcing* de Contratos
Argentina	72	96	47
Brasil	109	62	112
Chile	32	32	63
México	79	32	79
Paraguay	47	49	106
Uruguay	137	81	89

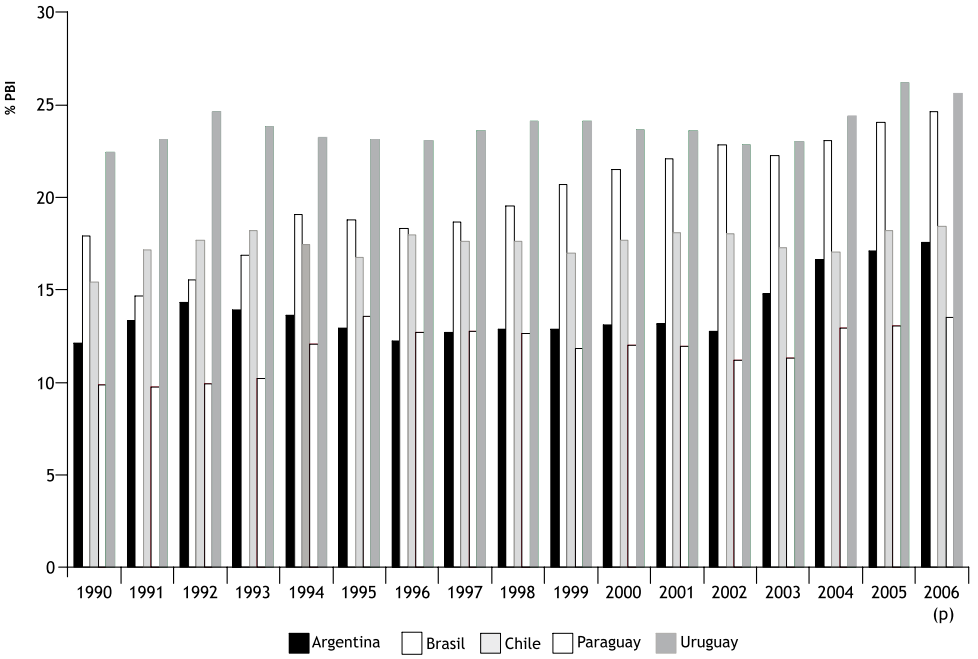
Fuente: WBDB

contratos son relativamente bajos (aún más bajos que en Chile), lo cual aparece también en otras encuestas comparativas sobre burocracia y sistema judicial. Tercero, y más importante, el problema aparece en la protección a los inversores: allí es donde el debilitamiento institucional es más fuerte.

Una segunda fuente de riesgo microeconómico sobre el retorno esperado de la inversión —quizás más directa que la primera— son los impuestos. Con respecto a la presión impositiva, el gráfico III.10 (ver en la página siguiente) muestra la evolución de la recaudación tributaria en términos por unidad de PBI según los datos a precios corrientes tomados del ILPES. Nuevamente, para establecer la comparación tomamos un conjunto de países de América Latina. Nótese allí que, en la comparación internacional, la Argentina no se caracteriza por captar una porción importante de la renta corriente. De hecho, se encuentra consistentemente debajo de otros países de la región (como Uruguay y Chile), promediando para el período 1991-2006 un 13,9% (23,8% y 17,5% para Uruguay y para Chile, respectivamente). Sin embargo, podemos observar que en los últimos años la presión impositiva ha ido en aumento. Mientras que en 1991-2000 promedió un 13%, luego de la crisis el promedio de presión impositiva aumentó a 16,5% (período 2003-2006).

Dado que las cuestiones de inserción en los mercados internacionales son relevantes a la trayectoria de crecimiento, es importante ver qué ocurre con la presión impositiva específica al sector transable de la economía. El gráfico III.11 (ver en la página siguiente) muestra evidencia sobre este punto, computando la recaudación aduanera sobre el PBI del sector transable de la economía. Nótese que la imposición sobre el sector ha sido alta durante las tres décadas previas a los noventa. Durante los noventa la imposición sobre el sector se redujo dramáticamente, registrando valores de 1 a 2% del producto sectorial. La magnitud del proceso de apertura de los noventa es muy importante si atendemos a la historia. Dado que el tipo de cambio real era bajo, el proceso de reducción de aranceles a las importaciones favorecía la incorporación de bienes de capital y tecnología importadas. Por último, en los

Gráfico III.10
Recaudación Tributaria (% PBI)



Fuente: ILPES

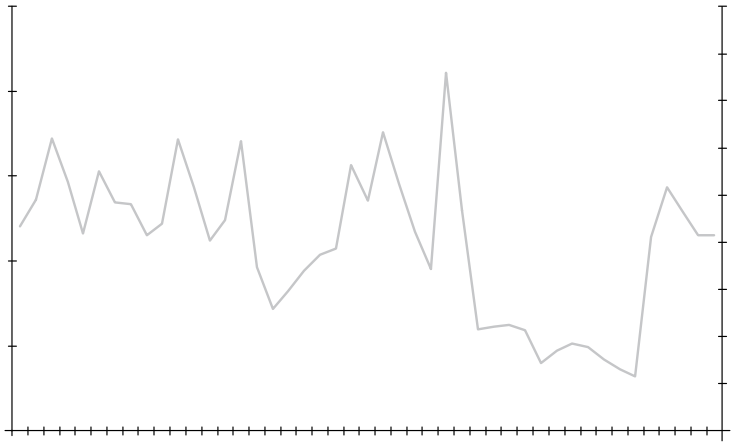
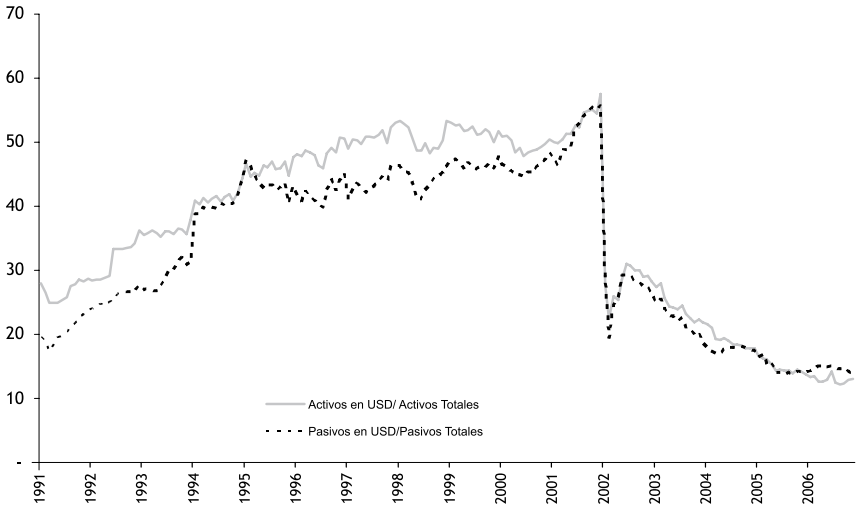


Tabla III.5

Período	Títulos BC / Préstamos al SPNF y S. Ext.	Títulos del BC	Títulos públicos	Préstamos al sector público	Exposición al S. Público (consolidado)	Exposición al S. Público	Exposición al S. Privado
	%	% del activo	% del activo	% del activo	% del activo	% del activo	% del activo
1998		0,0	11,5	9,0	20,5	20,5	66,0
1999		0,0	12,7	11,1	23,8	23,8	61,7
2000		0,0	9,3	13,5	22,8	22,8	56,8
2001		0,0	3,8	23,6	27,4	27,4	54,0
2002	7,5	1,9	18,3	28,5	48,7	46,8	24,7
2003	24,1	5,0	23,1	20,8	48,9	43,8	20,8
2004	43,0	10,0	21,1	17,4	48,5	38,5	23,2
2005	50,9	15,2	20,6	13,9	19,8	34,6	29,9
2006	37,5	13,4	16,3	9,6	39,3	25,9	35,7
Mar-07	46,5	17,0	14,7	9,2	40,9	23,9	36,6

Fuente: Elaboración propia en base a Corso (2005)

Gráfico III.14
Dolarización del Sistema financiero



Fuente: BCRA

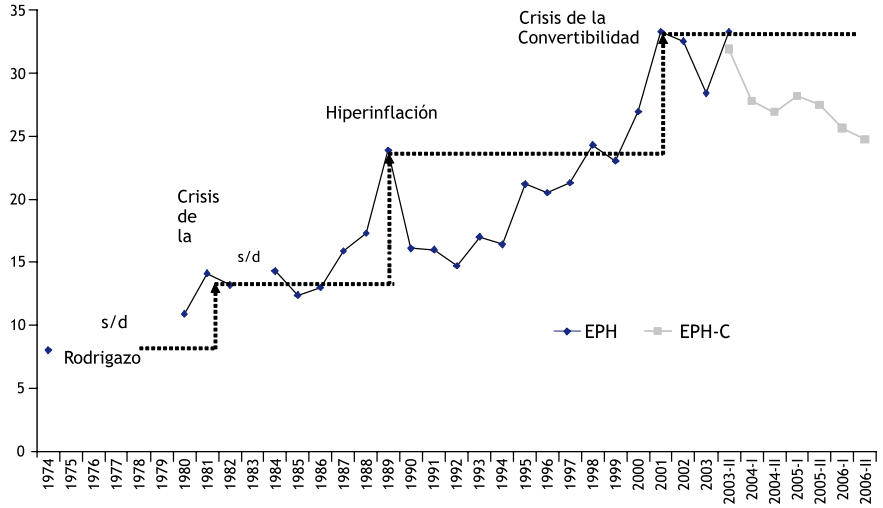
ma financiero se dolarizó, tanto en activos como en pasivos. Hacia principios de 1991 un 28% de los activos y un 20% de los pasivos se denominaban en moneda extranjera. Luego, en los primeros noventa ambos porcentajes crecieron —con mayor velocidad el de los pasivos. Hacia la llegada de la crisis mexicana de 1995 tanto los activos como los pasivos en moneda extranjera rozaban el 50% de los totales, ratios que no se mantuvieron (altos y) estables hasta las postrimerías de la crisis, cuando subieron —nuevamente a una mayor velocidad los pasivos. Luego, la pesificación redujo fuertemente la dolarización del sistema, proceso que continua hasta la actualidad.

Resta analizar el conflicto distributivo. Por supuesto, este tiene varias aristas y fue cambiando en el tiempo. En las décadas del 50 y 60 el conflicto distributivo estaba en la base de las dinámicas de Stop & Go y tenía a dos contrincantes: uno que pregonaba políticas conservadoras pro-agro y tenía poder económico y otro que aplicaba políticas populistas con sesgo industrialista y tenía el poder de las masas (cf. O'Donnell, 1976). En la década del '70 y del '80 en conflicto distributivo se asoció no sólo a la orientación de política, sino principalmente a la puja de intereses de distintos grupos de poder para apropiarse de recursos públicos escasos (Heymann, Navajas y Warnes, 1987). En ese contexto, la inexistencia de instituciones y estructuras de *governance* para mantener bajo control las cuentas del sector público se traduce en un "sesgo deficitario" que es en sí mismo inflacionario. Adicionalmente, en tanto estos déficit se financiaban en parte con deuda externa, el gobierno debía implementar diversos mecanismos de apropiación del resultado de cuenta corriente, que pertenecía al sector privado (cf. Damill, Fanelli y Frenkel, 1994). Estos mecanismos, que incluían la monetización del desequilibrio externo, la imposición de aranceles sobre el comercio exterior y el aumento en el endeudamiento público en los mercados domésticos, operaban negativamente sobre la estructura de derechos de propiedad, con el consecuente efecto deletéreo sobre la inversión.

De una vista rápida podemos concluir que estos conflictos no parecen ser los más acuciantes en la actualidad. Por un lado, el impresionante crecimiento del nivel de actividad en los últimos años no fue limitado —como tantas otras veces— por la restricción externa. Varios factores motivan esto, de los que habría que citar al menos tres: el parcial regreso a la sustitución de importaciones, el impresionante salto de productividad del sector agrario argentino y los favorables términos de intercambio. Por otro lado, el gobierno registra fuertes flujos superavitarios, lo que hace pensar en un mejor manejo del conflicto distributivo típico de los ochenta (cf. Gerchunoff, 2007).

Sin embargo, un análisis más detallado nos muestra que hay conflictos distributivos *latentes*. Es que, como se observa en el gráfico III.15, las sucesivas crisis tuvieron efectos negativos y permanentes sobre la distribución del ingreso. Una mayor desigualdad genera inestabilidad hacia adentro del sistema político y aumenta los riesgos macroeconómicos. Como los gobiernos tratan de evitar que esto suceda

Gráfico III.15
Ratio de Ingresos 1º decil / 10º decil



Fuente: CEDLAS

aplican mecanismos compensatorios que distorsionan las decisiones de inversión. Adicionalmente, la desigualdad afecta al conflicto distributivo en tanto proyecta una fuerte demanda de asistencialismo que puede reavivar en el mediano plazo las pujas de los ochenta. Por último, una mayor desigualdad implica una inversión menor en factores complementarios al capital físico, como es el caso del capital humano.

III.4 Evolución del financiamiento en Argentina

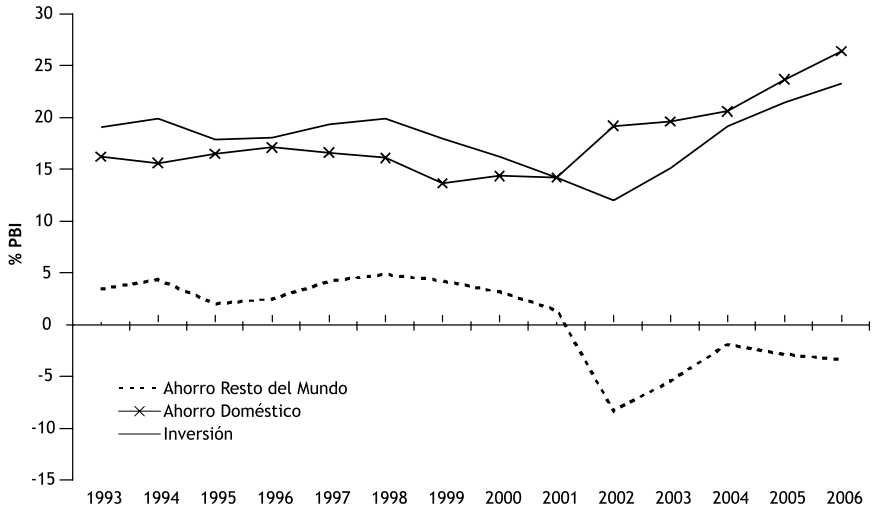
III.4.1 Ahorro, inversión y mecanismos de financiación

El gráfico III.16 (ver en la página siguiente) muestra la financiación de la inversión por tipo de agente. Allí puede ver que durante los noventa el ahorro doméstico era inferior a la inversión, por lo que el financiamiento externo fue positivo. Así, el resultado negativo de balanza comercial promedió 2,5% del PBI durante 1991-2000. Luego, la crisis de la convertibilidad provocó una sobrereacción del ahorro, que llego a superar en 10 puntos a la inversión. Lo que es interesante es notar que a partir de allí el ahorro doméstico se ha superado a la inversión, a pesar del fuerte

crecimiento que la economía genera desde el año 2003. Así, podemos decir que la brecha de ahorro no parece limitante al crecimiento.

Por supuesto, las cuentas agregadas pueden no ser informativas si no se complementan con un análisis de cómo se canalizan dichos fondos, i.e. de los mecanismos de intermediación financiera. La primer pregunta que surge es si el sistema financiero argentino es uno basado en bancos o en mercados. Para responder a esa pregunta el panel III.1 considera dos indicadores utilizados frecuentemente en la literatura (v. Levine *et al.*, 2003):1) activos de los bancos / capitalización del mercado de acciones y 2) crédito al sector privado / valor intercambiado en el mercado de acciones. Allí puede verse que Argentina se encuentra más próxima a los países de la zona euro, que tradicionalmente tienen sistemas financieros basados en bancos. Dentro del MERCOSUR, los casos de Uruguay y Paraguay muestran la virtual inexistencia de los mercados de capital (v. Aboal, Lanzilotta y Perera, 2007) mientras que Brasil parece ser el más equilibrado.

Gráfico III.16
Ahorro e Inversión en la Argentina



Fuente: INDEC

Panel III.1

Estructura financiera I:
Activos bancarios vs. Capitalización MK

Zona Mercosur				
Argentina	Brasil	Uruguay	Paraguay	Venezuela
179,6	146,77	3.804,41	1.078,50	177,31
Zona Euro				
Francia	Alemania	Italia	España	Portugal
240,77	404,10	345,84	276,74	440,10
Otros				
Reino Unido	Estados Unidos	Japón	HK - China	
99,47	43,85	188,12	62,74	

Estructura financiera II:
Crédito bancario vs. Valor intercambio MK

Zona Mercosur				
Argentina	Brasil	Uruguay	Paraguay	Venezuela
743,71	172,33	s.d.	s.d.	1.984,01
Zona Euro				
Francia	Alemania	Italia	España	Portugal
374,92	280,43	670,42	398,24	919,13
Otros				
Reino Unido	Estados Unidos	Japón	HK - China	
192,28	47,49	349,70	116,94	

III.4.2 El desarrollo financiero

Desde una perspectiva comparada el sistema bancario argentino resulta pequeño. Téngase en cuenta que, si se considera el promedio para el período 1990-2005, en los países con sistema financiero basado en bancos dicho ratio es cercano a 100% (112% para Japón y 99% para Alemania), mientras que en Argentina es de 17%. Aún en la perspectiva regional el sistema bancario es pequeño, en tanto es superado por el de Brasil (24%), Uruguay (33%) y Paraguay (18%). El cuadro III.2 muestra la evolución del tamaño desde una perspectiva comparada. Puede verse allí el camino recorrido por la Argentina: fuerte expansión asociada a la liberalización y la entrada de capitales seguida de fuerte contracción con el advenimiento de la crisis.

Cuadro III.2
Evolución del tamaño del sistema financiero en países seleccionados (1991=100)

Indicador: crédito al sector privado/PBI

	1995	2000	2005
Zona Mercosur			
Argentina	190,95	227,50	96,98
Brasil	157,65	142,23	151,85
Paraguay	164,32	180,80	102,26
Uruguay	106,86	244,62	133,18
Venezuela	46,61	61,85	68,89
Zona Euro			
Francia	91,11	86,81	96,59
Alemania	111,68	131,25	126,47
Italia	99,16	127,26	155,68
Portugal	129,99	234,40	282,32
España	90,77	116,11	168,50
Otros			
Reino Unido	98,03	110,19	138,68
Estados Unidos	96,81	108,54	124,78
Japón	99,21	100,63	84,91
HK - China	100,37	105,28	99,23

Fuente: Albrieu, Bebczuk y Fanelli (2007)

Un segundo indicador a considerar es el de depósitos sobre PBI. Nuevamente, en la comparación internacional del período 1990-2005 se verifica que Argentina

tiene un sistema financiero pequeño. Mientras que en los países europeos, tradicionalmente intensivos en bancos, dicho ratio supera el 50% (Alemania: 69%, Portugal: 85%, Francia: 54%), en la Argentina alcanza el 1%. Valores similares se registran en la zona MERCOSUR (Brasil: 19%; Paraguay: 20%), salvo Uruguay, cuyo ratio de depósitos a PBI promedio para el período mencionado llega a 39%. En el cuadro III.3 puede verse que la mayor velocidad de crecimiento de los depósitos en relación PBI en la Argentina el primer lustro de los noventa es muy superior a la del resto de los países considerados. Nótese adicionalmente que, mientras en el mundo el tamaño del sistema financiero siguió en expansión a principios del siglo XXI, no ocurrió lo mismo en Argentina.

Cuadro III.3
Evolución del tamaño del sistema financiero en países seleccionados (1991=100)

Indicador: depósitos totales/PBI

	1995	2000	2005
Zona Mercosur			
Argentina	270,14	452,13	359,19
Brasil	107,03	114,92	125,05
Paraguay	145,67	175,41	140,88
Uruguay	80,40	124,34	129,79
Venezuela	75,44	54,39	64,82
Zona Euro			
Francia	105,77	109,15	119,91
Alemania	108,57	170,31	185,20
Italia	95,17	86,55	93,04
Portugal	119,24	120,29	118,82
España	102,80	121,89	153,38
Otros			
Reino Unido	71,68	115,56	139,53
Estados Unidos	85,65	91,80	97,29
Japón	99,21	100,63	84,91
HK - China	92,10	167,74	209,91

Fuente: Albrieu, Bebczuk y Fanelli (2007)

En conclusión, los indicadores frecuentemente utilizados para medir el tamaño del sistema bancario muestran que éste es pequeño en el caso argentino si se lo compara con los países con sistemas financieros basados en bancos. En la com-

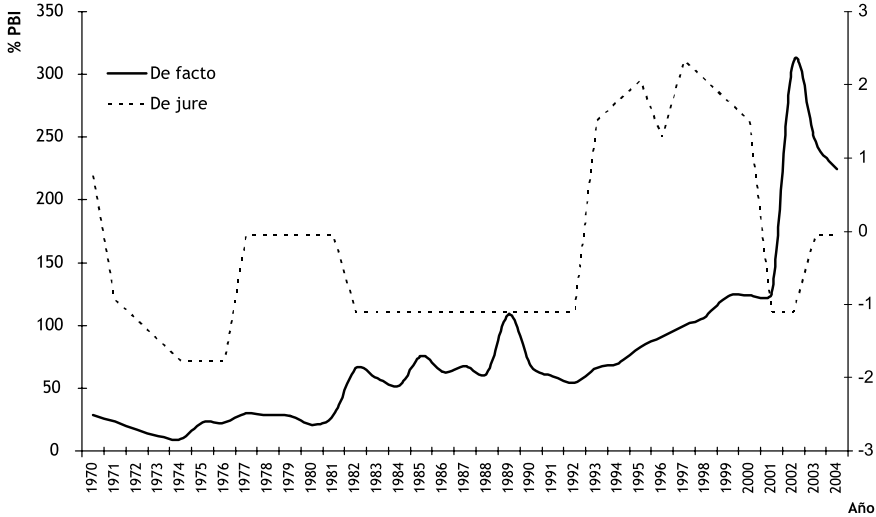
paración con los países del MERCOSUR los resultados no son tan concluyentes, salvo si se comparan los sistemas financieros de Argentina y Uruguay. No obstante esto, todos los indicadores muestran que la década del noventa se caracterizó por un espectacular crecimiento del sistema bancario argentino-en particular en el primer lustro de dicha década. Posteriormente la crisis redujo la intermediación y en la posconvertibilidad los activos y pasivos al PBI se redujeron. En particular el crédito al sector privado disminuyó fuertemente.

III.4.3 La integración financiera

En la etapa de la segunda globalización el sistema financiero argentino se expandió fuertemente. Para ilustrar este punto el gráfico III.17 muestra el grado de apertura financiera de facto de la Argentina, definido como la suma de los activos y los pasivos externos por unidad de producto (Cf. Lane y Milesi Ferretti, 2006). Nótese allí que, mientras en la década del 80 el crecimiento de los lazos financieros con el exterior fue moderado y volátil, en los noventa fue más profundo y estable. Con acreencias y deudas nominadas en divisas, la salida de la convertibilidad elevó el valor del indicador; luego, la reestructuración de la deuda externa pública y la política de desendeudamiento lo hicieron bajar en los años recientes. Adicionalmente, el gráfico muestra que en la década de los noventa la integración financiera se diversificó en relación a los ochenta, en tanto los intercambios de relacionados con la inversión directa y en acciones tomaron mayor relevancia, lo que apoya levemente la hipótesis de que una mayor profundización financiera doméstica se relaciona a un esquema de integración menos intensivo en bonos (Faria et al., 2007). Por último, nótese que la integración de los mercados de capitales es prácticamente nula en todo el período de análisis.

El indicador utilizado mencionado más arriba de facto: se basa en los intercambios de activos financieros efectivamente realizados entre los agentes domésticos y el resto del mundo. Sin embargo, esta no es la única medida de "integración financiera". Otros autores la definen en términos de regulaciones de la balanza de pagos. Baele et al. (2004), por ejemplo, sostienen que un mercado financiero integrado es aquel en donde (a) todos los participantes potenciales tienen las mismas características; (b) todos los participantes enfrentan un mismo conjunto de reglas para administrar los activos financieros del mercado que se trate y (c) todos los participantes tienen igual capacidad para acceder a los activos mencionados. En esta línea, Chinn e Ito (2005) desarrollaron un indicador que combina información sobre la presencia de tipos de cambio múltiples, sobre restricciones en la cuenta corriente y sobre restricciones en la cuenta de capital, de manera que constituye un indicador *de jure* de integración financiera. El gráfico III.17 grafica adicionalmente este indicador para

Gráfico III.17
Apertura financiera de jure y de facto en Argentina
1970-2005



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Lane y Milesi Ferretti (2006), MECON (2007) y Chinn e Ito (2007)

Argentina y para el promedio simple de los 181 países que componen la muestra (Chinn e Ito, 2007). El hecho estilizado para todos los países de la muestra es que se pasó de la represión financiera de Bretton Woods a una mayor liberalización hacia fines de la década del ’70, liberalización que retrocedió durante los ochenta y que se profundizó decisivamente en los ’90. Esto se dio de manera suavizada y la integración *de jure* parece no haberse detenido. El caso de Argentina tiene algunos elementos adicionales. Aquí parecen existir ciclos pronunciados en la regulación financiera, alternado períodos de “represión” (el primer lustro de la década del ’70, el período 1982-1991 y el período 2001-2002) con otros de “liberalización” (segundo lustro de los ’70; período 1992-1999).

IV. JUNTANDO LAS PIEZAS: EL SÍNDROME DE CRECIMIENTO EN ARGENTINA Y EL ROL DE LA REGIÓN

IV.1 El síndrome

En la sección anterior realizamos un análisis comprehensivo de la trayectoria de crecimiento seguida por Argentina. Detectamos allí un conjunto de fallas que operan como restricciones para lograr el crecimiento sostenido. El enfoque de HRV es abarcativo; sin embargo su metodología secuencial en términos del árbol de decisión y las recomendaciones de política económica asociadas son difíciles de pensar en un contexto de equilibrio general, i.e. teniendo en cuenta las múltiples interacciones entre las partes. Quizás un par de ejemplos permitan aclarar este punto.

Hemos visto en el trabajo que en la actualidad existen altos riesgos microeconómicos asociados a las imposiciones a sectores clave de la economía (productores de bienes transables internacionalmente y de servicios públicos privatizados) y que ello afecta a los niveles de inversión. La recomendación de política económica asociada puede escribirse en estos términos "si quiere que la inversión suba, debe bajar las retenciones y subir las tarifas de los servicios públicos". Sin embargo, una vez aplicada la política económica un resultado inesperado será el aumento del riesgo macroeconómico: con la caída de los ingresos aduaneros el gobierno recauda menos y eso empeora el cuadro fiscal, mientras que el aumento de precios en servicios de consumo masivo eleva el conflicto distributivo. Por esta vía —y a pesar de los incentivos de rentabilidad— la inversión podrá quedarse en buena medida invariante *ex post* la aplicación de la política, en tanto lo que ocurrió fue una *migración de riesgos*, desde la micro a la macro.

Por otro lado, detectamos en el análisis de la sección anterior que ciertos factores complementarios, tales como la inversión en innovación y desarrollo, presentan fallas y podrían constituirse en factores limitantes al crecimiento de mediano plazo. En este caso, la recomendación de política podría ser, por ejemplo, refundar las instituciones públicas que participan en el Sistema Nacional de Innovación de manera de suplir la falla de mercado, en tanto estas actividades implican mayor riesgo y una menor apropiabilidad privada de sus retornos. Sin embargo, un análisis más abarcativo nos muestra que la inversión en capital físico también es baja, que los contratos en el sistema financiero son de corto plazo, que los derechos de propiedad son inseguros y entonces quizás todos estos *síntomas*-en apariencia, independientes entre sí- están relacionados a un *síndrome* que se caracteriza por la preferencia por la flexibilidad y la incapacidad —en todos los planos— para tomar

riesgos de mediano y largo plazo. Entonces la política económica debería trabajar en ese sentido, sobre el síndrome y no sobre los síntomas particulares.

Ya hemos adelantado en el párrafo anterior algo del enfoque que tomaremos en esta sección. Siguiendo a Dixit (2005), la tabla IV.1 nos muestra el típico procedimiento que en la medicina se utiliza para detectar un síndrome. La primera columna muestra las variadas causas C_1, C_2,…,C_n, la segunda columna muestra las probabilidades "anteriores" π_i de ocurrencia de cada una de las causas. Por supuesto, las causas no son conocidas con certeza, por lo que existe una probabilidad "posterior" de ocurrencia, que se calcula una vez que se realizan los efectos E_1, E_2,…E_n. Entonces, P_{ij} nos muestra la probabilidad de que E_j ocurra cuando la causa C_i está presente. Así, el síndrome se define como un conjunto de signos tal que (a) la probabilidad (posterior) de ocurrencia de este conjunto es bajo en presencia de otras causas y (b) La probabilidad (posterior) de ocurrencia de dicho conjunto es alta en presencia de esa causa. Por supuesto, este esquema es teórico, por lo que más que seguirlo rigurosamente nos servirá de guía para completar el diagnóstico.

Tabla IV.1

Causas	Prob. Anteriores	Efectos			
		E_1	E_2	…	E_n
C_1	π_1	P_{11}	P_{12}	…	P_{1n}
C_2	π_2	P_{21}	P_{22}	…	P_{2n}
…	…	…	…	…	
C_m	π_m	P_{m1}	P_{m2}	…	P_{mn}

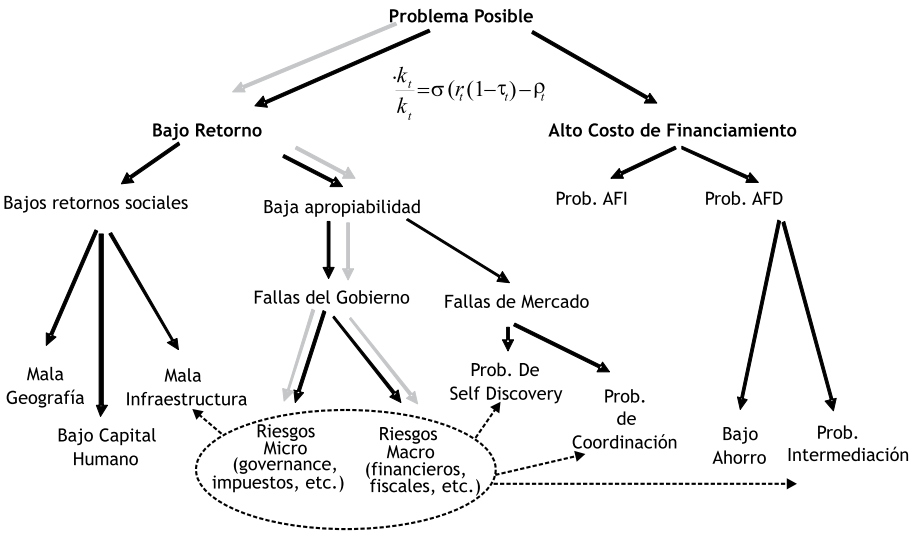
¿Qué conjunto de efectos tenemos para el crecimiento argentino de mediano plazo? Repasemos la lista:

- Trayectoria de crecimiento del PBI de baja media y alta varianza. Presencia de crisis recurrentes.
- Trayectoria de la inversión: declinante en los últimos años y muy volátil y menos intensiva en maquinaria y equipo
- Pocas fallas en la dotación de factores complementarios, aunque problemas en infraestructura y en investigación y desarrollo
- Considerables riesgos macroeconómicos en el frente externo, en particular en los noventa.
- Altos riesgos macroeconómicos en el frente fiscal, en particular en las décadas de setenta y ochenta.

- Altos riesgos y fallas en los sistemas financieros, asociados a la dolarización y el riesgo de contraparte.
- Subdesarrollo financiero: mercados incompletos.
- Integración financiera profunda en términos *de jure*; alta volatilidad en términos *de facto*.

Todos estos síntomas o efectos responden a un único síndrome que podemos llamar "síndrome de apropiabilidad débil". Como vemos en el cuadro siguiente, los efectos se encuentran a lo largo de los nodos de decisión del árbol de HRV, lo que quiere decir que el síndrome actúa por varias vías. Sin embargo, el efecto más significativo, que luego de derrama al resto de los nodos, se da en los riesgos macro y micro que mencionamos más arriba (líneas rojas). A partir de allí se despliega hacia el resto de los nodos (líneas azules). En particular, el síndrome de apropiabilidad débil de los retornos aparece en las *interacciones* entre la micro y la macro.

Cuadro IV.1
El síndrome de Apropiabilidad Débil de Retornos



La primera interacción que estiliza al síndrome va desde la macroeconomía a la microeconomía. Esquemáticamente pensamos que en el proceso de inversión confluyen dos elementos: el costo de financiamiento y el rendimiento esperado. Ambas variables pueden analizarse en conjunto, aunque esto tiene limitaciones.

Desde Knight (1921) sabemos que existe una distinción entre las situaciones de riesgo y las de incertidumbre. En las situaciones de riesgo los agentes poseen la lista completa de los estados de naturaleza con probabilidad de ocurrencia positiva y calculan dichas probabilidades sobre bases (y utilizando métodos) objetivos. En estos contextos, el futuro puede ser analizado "como si" fuera conocido (al menos en términos estocásticos), lo que se denomina usualmente "certeza equivalente". En la segunda situación, en cambio, los agentes tienen problemas para determinar con certeza la totalidad de los estados de naturaleza posibles y/o para estimar las probabilidades objetivas de ocurrencia de cada uno de ellos. En este caso, la toma de decisiones del agente individual es más compleja, en tanto *sabe que no sabe* y todo ello puede incorporarse como un factor adicional en la toma de decisiones dando lugar a la preferencia por la flexibilidad.

¿Por qué entra aquí la macroeconomía? Porque la incertidumbre está asociada a crisis y cambios de régimen, y en la historia argentina estos episodios se relacionaron con la explosión de los riesgos macroeconómicos, i.e. con problemas de fragilidad o solvencia de los frentes externos, fiscal y financiero y asociado a esto, un recrudecimiento del conflicto distributivo (cf. Fanelli, 2007a, Cerro et al., 2007). En esta línea Albrieu (2007) realiza un análisis de cuánto de cambios en "mala suerte" y cuánto de "peores mecanismos de propagación" hay en el crecimiento de la amplitud del ciclo argentino observado durante la segunda globalización, y encuentra que en las últimas décadas —y a pesar del aumento en la inestabilidad financiera internacional— los impulsos se han suavizado y han ganado lugar los mecanismos de propagación, en particular aquellos asociados a los problemas de solvencia y que resultan en cambios de régimen y redefinición de las reglas de juego. Dicho de otra forma, los efectos de un shock determinado son más profundos e inciertos debido a que *ex ante* agentes clave de la economía (o la economía en su conjunto) se encuentran fragilizados y entonces la probabilidad de cambio de régimen (y de la distribución de los retornos sociales) es alta.

La segunda interacción micro-macro va desde la primera a la segunda y se relaciona con los efectos sobre la *performance* agregada de las estructuras de governance implementadas a nivel microeconómico. Acortamiento de contratos, derechos de propiedad inseguros, comportamientos defensivos y fallas en el sistema financiero generan volatilidad agregada en tanto ciertos riesgos son no contratables y algunas políticas pueden no ser implementadas por el exacerbamiento del conflicto distributivo. Clarifiquemos este punto con un ejemplo.

Las decisiones de inversión de tipo defensivas ayudan a explicar el alejamiento de la economía de una trayectoria de alto crecimiento. Tómese como ejemplo el caso de la base exportadora. La pobre estructura de *governance* asociada a la distribución de los beneficios en las actividades de investigación y el desarrollo tuvo un fuerte peso en la determinación de una base de producción exportable poco diversificada. Esto a su vez, implica que la diversificación de riesgos en la balanza de pagos es

muy baja. Por supuesto, podríamos argumentar que eso no es problema, en tanto el sistema financiero puede proveer un seguro para los "estados malos", en los cuales los términos de intercambio descienden y los márgenes de ganancia del sector se achican. En teoría, la tarea parece sencilla: los bancos evalúan en términos prospectivos el riesgo de cada actividad específica y en función a este fijan una prima que entra como costo para el inversor. Sin embargo, los sistemas financieros de economías como la nuestra se comportan de manera distinta. En vez de tomar un criterio prospectivo, se toma un criterio retrospectivo, en tanto se otorga financiamiento básicamente en función del valor de los colaterales. Entonces, en el estado malo de la economía el valor de los colaterales cae y así lo hace la disponibilidad de financiamiento de estas actividades.

IV.2 El rol de la región

Una vez que detectamos el síndrome de la Argentina estamos en condiciones de preguntarnos ¿Cómo puede ayudar la región a que la Argentina no vea restringido su crecimiento en el mediano plazo? Por lo dicho anteriormente, la clave está en atacar los problemas de sostenibilidad macroeconómica y de fallas financieras, y al mismo tiempo mejorar las estructuras de *governance* existentes a nivel microeconómico Por supuesto, la importación (o exportación) de estas últimas en un tema complejo, por lo que el análisis se centrará en la esfera de los riesgos macroeconómicos.

Una aclaración. Existe un conjunto de factores que opera sobre la región en su conjunto y de los cuales poco puede hacerse a nivel de coordinación regional. Por ejemplo, los vaivenes de la arquitectura financiera internacional afectan en similar signo y medida al conjunto de países, por lo que los incentivos a la cooperación para paliar estos fenómenos son bajos o al menos no parece ser un espacio para la complementación. Dicho de otra manera, existe un componente común en las trayectorias de crecimiento de los países de la región, sobre el cual no haremos foco en este trabajo. En cambio, los factores idiosincrásicos de cada país y que afectan a su trayectoria crecimiento pueden ser modificados si se aprovecha la complementación y los acuerdos regionales.

IV.2.1 Los riegos macroeconómicos I: la cuestión externa

El primer caso, que atrae una alta atención en la actualidad, se refiere a los mecanismos de coordinación orientados a controlar los problemas de balanza de pagos. Este tipo de mecanismos suelen incluir instituciones creadas específicamente para cumplir esas funciones y en muchos casos componen los inicios de las

arquitecturas financieras regionales (Ocampo 2006). Un ejemplo clave es el Fondo de Administración de Reservas (FLAR). En este, los países del CAN (comunidad Andina) formaron un fondo de divisas para que opera sobre las crisis financieras y problemas de balanza de pagos en general (Véase FLAR, 2004). Machinea y Titelman (2006) muestran que dicho fondo ha sido exitoso en contrarrestar los movimientos de los flujos globales de capital.

¿Son estas experiencias de este tipo aplicables al MERCOSUR? En los últimos años, las reservas internacionales conjuntas han crecido de manera sostenida, acumulando reservas por 1,8% de su PBI en el año 2005. Estos números encuentran un antecedente en la era de la globalización financiera: los primeros años noventa. Lo novedoso de es que la situación actual se da un contexto de cuentas corrientes superavitarias y políticas de desendeudamiento externo. Adicionalmente, la propuesta mencionada más arriba parece aplicable al caso del MERCOSUR por otro motivo. Las crisis financieras y cambiarias recientes en Brasil, Argentina y Uruguay han sido muy profundas y han minado la voluntad de cooperación en el acuerdo, por lo que un fondo de asistencia *ex post* sería deseable. La tabla IV.2 (ver en la página siguiente) muestra evidencia sobre comovimiento de flujos de divisas y de precios. Nótese que la baja correlación revela elementos idiosincrásicos activos; es decir, puede haber allí espacio para la coordinación regional que mejore la sostenibilidad externa. En esta misma línea Barbosa Filho (2006) estudia en detalle el comovimiento de los términos de intercambio para Argentina y Brasil, y concluye que existe una baja correlación entre estos y que buena parte de ello se explica por las correlaciones cruzadas derivadas del comercio internacional. Todo esto apoya la idea de que hay ganancias para la trayectoria de crecimiento de Argentina por la cooperación en la esfera del manejo de la balanza de pagos con sus socios regionales.

Sin embargo, para estudiar si las propuestas son compatibles con los incentivos a la cooperación de los países miembro. En ese sentido, los siguientes puntos deben ser tenidos en cuenta en el análisis de los casos nacionales.

- La naturaleza de la acumulación de reservas. Aizenman y Lee (2007) plantean dos motivos para la acumulación de reservas. Por un lado, está el deseo de mantener un tipo de cambio bajo y mantener las exportaciones competitivas, esto es, el motivo mercantilista. Por el otro, está el deseo de acumular reservas para suavizar la volatilidad de los flujos internacionales de capital, esto es, el motivo precautorio. Si el motivo mercantilista predomina sobre el motivo precautorio, poca voluntad habrá de cooperar, y la política de empobrecer al vecino será la regla.
- La evolución de la brecha externa. Varios puntos son relevantes a la hora de evaluar la magnitud y fortaleza de la holgura externa actual. ¿Los fuertes superavits comerciales que registran los países del MERCOSUR responden a cambios estructurales, como la reversión en la tendencia de los términos

Tabla IV.2

Cuenta Corriente (1978-2005)					
	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Venezuela
Argentina	1,00	0,60	0,52	0,68	0,31
Brasil		1,00	0,42	0,58	0,04
Paraguay			1,00	0,50	0,25
Uruguay				1,00	0,01
Venezuela					1,00
Balanza de Pagos (1976-2005)					
	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Venezuela
Argentina	1,00	0,48	0,24	0,50	0,61
Brasil		1,00	0,48	0,47	0,20
Paraguay			1,00	0,46	0,08
Uruguay				1,00	0,39
Venezuela					1,00
Términos de Intercambio (1980-2005)					
	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Venezuela
Argentina	1,00	0,36	0,34	-0,41	0,48
Brasil		1,00	-0,03	-0,11	-0,07
Paraguay			1,00	0,19	-0,26
Uruguay				1,00	-0,36
Venezuela					1,00

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

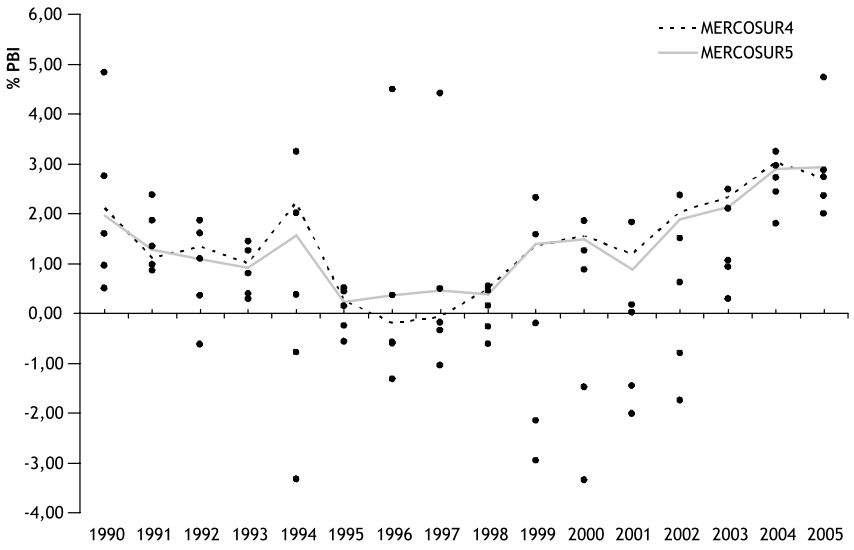
de intercambio (cf. Campanario y Kosacoff, 2006)?,¿ Cuál será el efecto de la dinámica de los desequilibrios globales?

- La estructura de dominancia de política económica. Aún cuando la acumulación persiga objetivos precautorios y la acumulación de reservas continúe sostenidamente, resta analizar las interacciones entre las políticas fiscales, monetarias y cambiarias que se dan a nivel nacional. Ante la presencia de dominancia fiscal, dominancia ricardiana en términos de Woodford (2003), la política de acumulación de reservas puede devenir inconsistente con la dinámica de gasto del sector público. Asimismo, si la política monetaria persigue objetivos disonantes con la acumulación de reservas, o si se generan dinámicas financieras insostenibles —como es la discusión actual en la Argentina—, la capacidad de cooperación regional se vería limitada (cf. Corso y Fanelli, 2006).

IV.2.2 Los riegos macroeconómicos II: la cuestión fiscal

Con respecto a la cuestión fiscal, el Gráfico IV.1 ilustra el cambio de la performance regional en el plano fiscal. En la Argentina, el gobierno central ha registrado para el período 2003-2006 un resultado primario promedio de 2,5% del PBI. Para el mismo período, el gobierno central de Brasil registró un superávit primario de 2,8% del PBI, el de Uruguay un 2% y Paraguay un 1,8% del PBI.[6] Las líneas punteadas del gráfico sugieren que a partir de 2001 hay un cambio de tendencia en la evolución fiscal común a todas las economías del bloque.

Gráfico IV.1
Evolución del superávit fiscal primario en el Mercosur



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL

¿Hay espacio para la coordinación de la política fiscal? La Tabla IV.3 (ver en la página siguiente) muestra evidencia sobre el comovimiento de las cuentas fiscales. Nótese allí que los ingresos se encuentran más correlacionados que los egresos, lo que hace pensar en cierto margen discrecional para estos últimos. Adicionalmente, nótese que en general la correlación entre Argentina y Brasil es baja (en particular para los gastos, donde alcanza 0,11). Por supuesto, la clave está en el último cuadro,

6 El nuevo miembro, Venezuela, no es una excepción: su resultado primario para el período 2003-2006 fue de 2,3% del PBI.

Tabla IV.3

Ingresos Tributarios Gobierno Central (%PBI)					
	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Venezuela
Argentina	1	0,570854302	0,341116813	0,804663424	0,497104496
Brasil		1	0,618529469	0,435280567	0,835817541
Paraguay			1	0,401260061	0,787060385
Uruguay				1	0,545754377
Venezuela					1
Gasto Total Gobierno Central (%PBI)					
	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Venezuela
Argentina	1	0,109444967	0,779851003	0,640238315	-0,132901293
Brasil		1	0,054540394	0,203121398	0,317961529
Paraguay			1	0,792733609	-0,146019675
Uruguay				1	0,336872267
Venezuela					1
Resultado Primario Gobierno Central (%PBI)					
	Argentina	Brasil	Paraguay	Uruguay	Venezuela
Argentina	1	0,45654137	0,326195792	0,728146145	0,087810696
Brasil		1	0,362806818	0,220946081	-0,251250657
Paraguay			1	0,677309271	-0,053247465
Uruguay				1	0,353421525
Venezuela					1

Fuente: Elaboración propia en base a ILPES

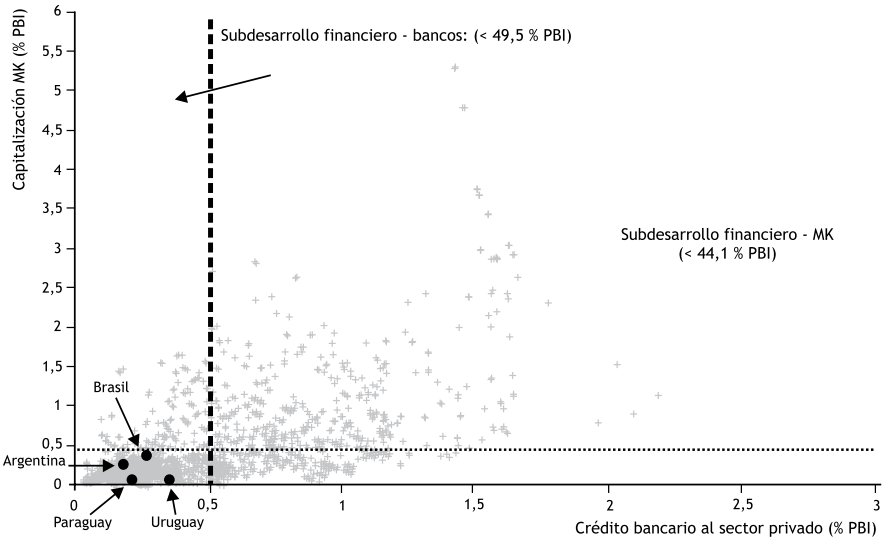
que muestra el resultado primario. Para el caso de Argentina, los países que podrían colaborar en la reducción de su fragilidad fiscal son Brasil, Paraguay y el nuevo miembro del MERCOSUR, Venezuela.

Para evaluar la capacidad de cooperación hay que tener en cuenta los incentivos de cada país. Al respecto, Badagian y Cresta (2006) documentan que, para los países del MERCOSUR, tanto los ingresos como los gastos fiscales son volátiles y altamente procíclicos, lo cual aporta evidencia sobre la ausencia de estabilizadores automáticos operativos en las economías. En ese sentido, la cooperación en el plano fiscal también parece dar altos dividendos, no sólo para Argentina sino también para el resto de los países de la región.

IV.2.3 La cuestión financiera

Por último resta analizar el rol que puede tener la región en disminuir la fragilidad financiera y mejorar los mecanismos de intermediación entre ahorro e inversión. Si es mejor un sistema basado en bancos o uno basado en mercados no ha sido establecido en la literatura. De hecho, ese debate ha sido gradualmente dejado de lado en la discusión, en tanto hoy, antes que tomar una clasificación dicotómica, se considera que los bancos y mercados son en realidad complementarios más que sustitutos y se retroalimentan. Con esta óptica, el gráfico IV.2 nos muestra el desarrollo financiero de los países del MERCOSUR desde una perspectiva comparada Se toman dos medidas de desarrollo financiero, crédito bancario al sector privado y capitalización de los mercados de capitales, ambos como porcentaje del PBI, construidas sobre la base de Levine *et al.* (2003) y Rajan y Zingales (1998). Se considera una muestra de 104 países para el período 1990-2005. Nuestro criterio para determinar el desarrollo financiero es encontrar el valor medio de toda la muestra y detectar allí el valor promedio para el país a analizar: si la media del país se encuentra por debajo de la media de la muestra, ese país se encuentra tiene un sistema financiero subdesarrollado, medido con ese indicador. El gráfico IV.2 muestra los resultados para los países de la región. Tanto Argentina como Brasil, Uruguay y Paraguay se encuentran desarrollados financieramente. Adicionalmente, Albrieu, Bebckzuk y Fanelli (2007) muestran evidencia de que los flujos de capital

Gráfico IV.2



Fuente: Elaboración propia en base a Beck et al. *(2006)*

intra-región son muy bajos. Desde esta perspectiva, no parece haber ganancia con la complementación.

Sin embargo, un análisis más detallado abre una ventana de optimismo. El sistema financiero de Brasil ha crecido fuertemente en los últimos años, logrando desarrollar segmentos de mercados de capital que no existían en la región. Además, como señalan Aboal, Lanzilotta y Perera (2006), el sistema financiero uruguayo se ha especializado fuertemente en banca, por lo que es razonable pensar en una planificación hacia una división internacional (e intraregional) del trabajo en el terreno financiero, con cada país haciendo uso de sus ventajas comparadas.

No obstante, el punto que llama la atención positivamente es que el trabajo de integración financiera "fronteras adentro" parece estar comenzando (Cf. Fanelli, 2007b). Si bien existían en América Latina instituciones financieras regionales con financiamiento a la inversión (e.g. CAF, BCIE) poco se había hecho para fomentar la creación de mercados financieros ausentes. En Asia, en cambio, los países de ASEAN+3 crearon el Asian Bond Fund (ABF). El ABF es un acuerdo de los ministros de finanzas de aquellos países para destinar una porción de las reservas de los bancos centrales a comprar bonos emitidos por los gobiernos regionales. En una segunda fase de la iniciativa se contempló la emisión de bonos en moneda local, desarrollando así mercados usualmente incompletos en las economías emergentes. En la región las iniciativas de este tipo han comenzado a aparecer (tales como la emisión de bonos atados a la evolución del PBI o a los precios domésticos en Argentina), por lo que el espacio para la coordinación para ir surgiendo. Por otro lado, la enorme acumulación de reservas puede ser utilizada para adquirir activos financieros en estos mercados ausentes o pequeños, generando de esta manera un "piso alto" de demanda que actúe como agente coordinador del sector privado y el sistema financiero internacional.

V. CONCLUSIONES

Desde una perspectiva comparada, en las últimas décadas la Argentina se ha retrasado, no sólo en relación a las economías desarrolladas, sino también a los países grandes de la región, como Brasil y Chile. Desde los comienzos de la globalización financiera la volatilidad ha crecido y no se ha experimentando episodio alguno de crecimiento sostenido. Si bien la economía tiene la capacidad para crecer a tasas altas (se vivió un episodio de aceleración del crecimiento y actualmente se está creciendo a altas tasas) se han sucedido crisis macroeconómicas que tuvieron fuertes efectos sobre el nivel de actividad. Con respecto a la inversión, Argentina muestra tasas muy altas durante el período de Bretton Woods, luego un decaimiento fuerte desde fines de los 70 hasta la crisis de 2001 (con fases expansivas y contractivas en los noventa). Posteriormente, la recuperación implicó un crecimiento de la tasa de inversión muy por encima de los impulsos recuperatorios anteriores, como el comienzo de la convertibilidad. Actualmente la tasa de inversión es alta, recuperando los valores previos a la globalización financiera.

El diagnóstico de crecimiento de Hausmann et al. aplicado a la Argentina arrojó los siguientes resultados: (a) pocas fallas en la dotación de factores complementarios, aunque problemas en infraestructura y en investigación y desarrollo; (b) considerables riesgos macroeconómicos en el frente externo, en particular en los noventa; (c) altos riesgos macroeconómicos en el frente fiscal, en particular en las décadas de setenta y ochenta. (d) altos riesgos y fallas en los sistemas financieros, asociados a la dolarización y el riesgo de contraparte; (e) subdesarrollo financiero: mercados incompletos; y (f) integración financiera profunda en términos *de jure*; alta volatilidad en términos *de facto*. Todos estos síntomas o efectos responden a un único síndrome que podemos llamar "síndrome de apropiabilidad débil". Los efectos se encuentran a lo largo de los nodos de decisión del árbol de Hausmann *et al.*, lo que quiere decir que el síndrome actúa por varias vías. Sin embargo, el efecto más significativo, que luego de derrama al resto de los nodos, se da en los riesgos macro y micro que mencionamos más arriba. En particular, el síndrome de apropiabilidad débil de los retornos aparece en las *interacciones* entre la micro y la macro.

Una vez que detectamos el síndrome de la Argentina en el trabajo nos preguntamos cómo puede ayudar la región a que la Argentina no vea restringido su crecimiento en el mediano plazo. Por lo dicho anteriormente, la clave está en atacar los problemas de sostenibilidad macroeconómica y de fallas financieras, y al mismo tiempo mejorar las estructuras de *governance* existentes a nivel microeconómico. Por supuesto, la importación (o exportación) de estas últimas en un tema complejo, por lo que el análisis se centrará en la esfera de los riesgos macroeconómicos.

Con respecto a la sostenibilidad macroeconómica, estudiamos la factibilidad de crear mecanismos de coordinación orientados a controlar los problemas de balanza de pagos, como el ya existente Fondo de Administración de Reservas (FLAR). La alta acumulación de reservas muestra que hay capacidad para llevar a cabo un acuerdo similar. Adicionalmente, las crisis financieras y cambiarias recientes en Brasil, Argentina y Uruguay han sido muy profundas y han minado la voluntad de cooperación en el acuerdo, por lo que un fondo de asistencia *ex post* sería deseable. ¿Hay espacio para la coordinación de la política fiscal? En el trabajo presentamos evidencia favorable basada en las correlaciones entre los resultados fiscales. Vimos allí que, para el caso de Argentina, los países que podrían colaborar en la reducción de su fragilidad fiscal son Brasil, Paraguay y el nuevo miembro del MERCOSUR, Venezuela.

En el terreno financiero vimos que en una primera aproximación las ventajas de la coordinación serían pequeñas en tanto todos los países poseen sistemas financieros subdesarrollados. Sin embargo, un análisis más detallado abre una ventana de optimismo. El sistema financiero de Brasil ha crecido fuertemente en los últimos años, logrando desarrollar segmentos de mercados de capital que no existían en la región. Además, el sistema financiero uruguayo se ha especializado fuertemente en banca, por lo que es razonable pensar en una planificación hacia una división internacional (e intraregional) del trabajo en el terreno financiero, con cada país haciendo uso de sus ventajas comparadas. Adicionalmente, el punto que llama la atención positivamente es que el trabajo de integración financiera "fronteras adentro" parece estar comenzando. Si bien existían en América Latina instituciones financieras regionales con financiamiento a la inversión poco se había hecho para fomentar la creación de mercados financieros ausentes. Sin embargo, las iniciativas de este tipo han comenzado a aparecer (tales como la emisión de bonos atados a la evolución del PBI o a los precios domésticos en Argentina), por lo que el espacio para la coordinación para ir surgiendo. Por otro lado, la enorme acumulación de reservas puede ser utilizada para adquirir activos financieros en estos mercados ausentes o pequeños, generando de esta manera un "piso alto" de demanda que actúe como agente coordinador del sector privado y el sistema financiero internacional.