Crecimiento y distribución en la Argentina. Oportunidades y desafíos

José María Fanelli

José María Fanelli
CEDES









La Argentina ha estado creciendo de forma rápida e ininterrumpida durante 21 trimestres seguidos. Más allá de que, en parte, ese crecimiento se explica por la recuperación del nivel de actividad luego de la crisis de 2001-02, lo cierto es que sería difícil encontrar un período en nuestra historia en el cual la economía haya mostrado tasas anuales de crecimiento del 9% en promedio durante cuatro años.

El mayor desafío que presenta este contexto de robusta recuperación es el de asegurar que la misma se convierta en la etapa inicial de un largo período de crecimiento sostenido que permita acortar la brecha que nos separa del mundo desarrollado. Un primer gran paso sería el de reducir a un mínimo la probabilidad de que ocurran nuevas crisis. Considerar esto como un primer gran paso no es arbitrario. Por una parte, la economía argentina se ha caracterizado por su propensión a generar crisis macroeconómicas profundas. Por otra, estas crisis no sólo interrumpieron el crecimiento sino que, lo que es más importante, destruyeron las fuentes que lo alimentan al debilitar la capacidad para acumular capital físico y humano, mejorar las instituciones y asegurar la inclusión social.

En este artículo exploraremos la hipótesis de que las interrupciones del crecimiento están relacionadas íntimamente con pujas distributivas que, al afectar la sustentabilidad fiscal, financiera y externa, terminan por generar crisis macroeconómicas. Asimismo, argumentaremos que esto ocurre debido a la falta de instituciones apropiadas para manejar el conflicto distributivo en una sociedad en la cual se produjo una redistribución regresiva del ingreso muy fuerte desde mediados de los setenta. Como esta redistribución, a su vez, se asocia con la ocurrencia de crisis, la Argentina se vio envuelta en un círculo vicioso o trampa del estancamiento: la puja distributiva genera inestabilidad macroeconómica y crisis lo cual, a su vez, exacerba la puja distributiva.

Por supuesto, no es nuestra intención sugerir que el manejo eficiente de los conflictos distributivos es una condición suficiente para asegurar el crecimiento sostenido. En un mundo global y competitivo, un país difícilmente será exitoso sin insertarse en la economía global, para lo cual es necesario promover la competitividad nacional a través de la inversión en capital físico y humano, la profundización financiera y la incorporación de tecnología. Nuestro argumento es que ninguno de estos factores encontrará campo fértil en una economía volátil y propensa a generar crisis y donde el manejo de los conflictos de interés entre sectores y estratos socioeconómicos absorbe una buena parte de la atención de quienes deciden, tanto en el Estado como en la empresa.

Estructuramos el artículo como sigue. Primero pasamos revista de la evidencia sobre volatilidad, crisis y distribución en la Argentina. En segundo lugar, hacemos una breve referencia a la literatura sobre crecimiento y distribución; el objetivo es mostrar por qué es difícil utilizar esa literatura para diseñar políticas que impulsen el crecimiento dentro de un marco de consenso sobre la distribución. En tercer lugar discutimos algunos rasgos del proceso de crecimiento desde fines de 2001 que indican que existe una oportunidad cierta para establecer las bases del crecimiento sostenido. Por último, llamamos la atención sobre la evolución actual de un conjunto de variables que podrían llevar a que tal oportunidad no sea aprovechada.

1. Crecimiento, crisis y distribución en la Argentina

Desde el año 1900, sólo han existido dos períodos que pueden ser clasificados como aceleraciones del crecimiento en el sentido de Hausmann, Pritchett y Rodrick (2005): 1903/13 y 1964/74 y ambos fueron interrumpidos por fuertes desequilibrios macroeconómicos. Por otra parte, desde 1975 los procesos de crecimiento han colapsado con mayor frecuencia; ocurrieron crisis muy significativas en 1975, 1981, 1989, y 2001 luego de cortos períodos de crecimiento *(Gráfico 1)*. El resultado final fue el de una economía estancada. Esta evidencia indica que si bien la Argentina ha sido siempre inestable, la etapa que va de 1975 en adelante ha sido particularmente volátil.

En realidad, el proceso de crecimiento argentino en el último siglo y medio muestra características muy disímiles bajo los distintos regímenes internacionales que se sucedieron. Siguiendo la clasificación de Basu y Taylor (1999) es posible distinguir cuatro regímenes internacionales: La Primera Globalización (hasta 1930); la Autarquía (1930-1945); Bretton Woods (1945-1978) y la Segunda Globalización (desde 1978 hasta la actualidad). El *Gráfico 2* muestra la *performance* de la Argentina bajo estos regímenes. El país se desempeñó muy bien durante la Primera Globalización, fue algo menos exitoso durante *Bretton Woods*, la evolución fue decepcionante durante el período de Autarquía y fue realmente mala durante la Segunda Globalización. El mal desempeño durante la Autarquía no sorprende, dado el colapso de la economía internacional. Sí sorprende, en cambio, que el país no haya podido sacar ventaja de la

Gráfico 1. PBI per cápita (a precios de 2002) y tendencia Hodrick Prescott (1875-2006)

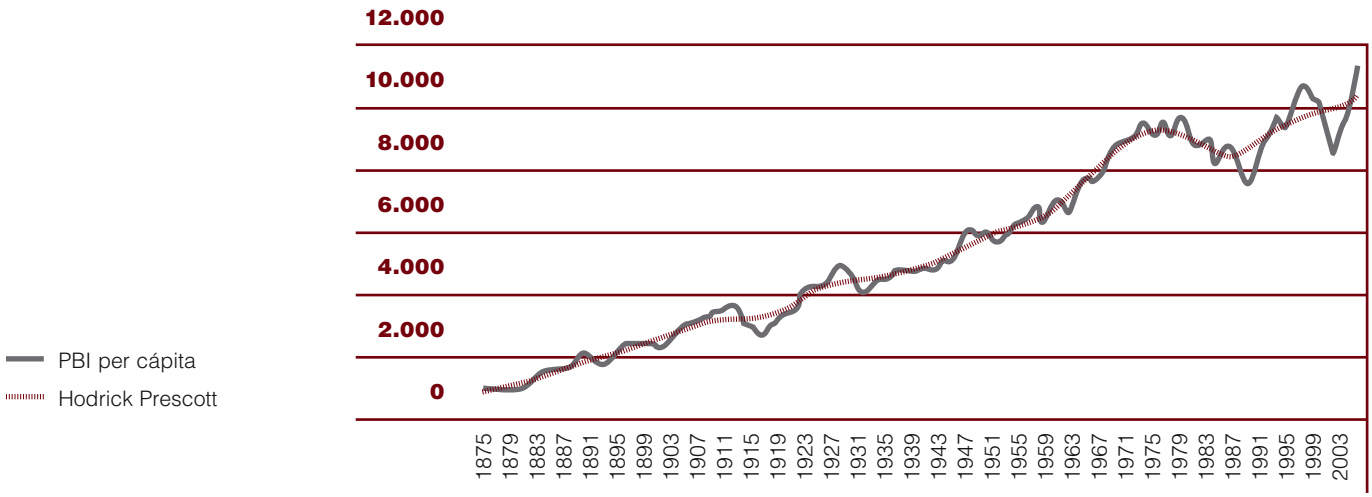
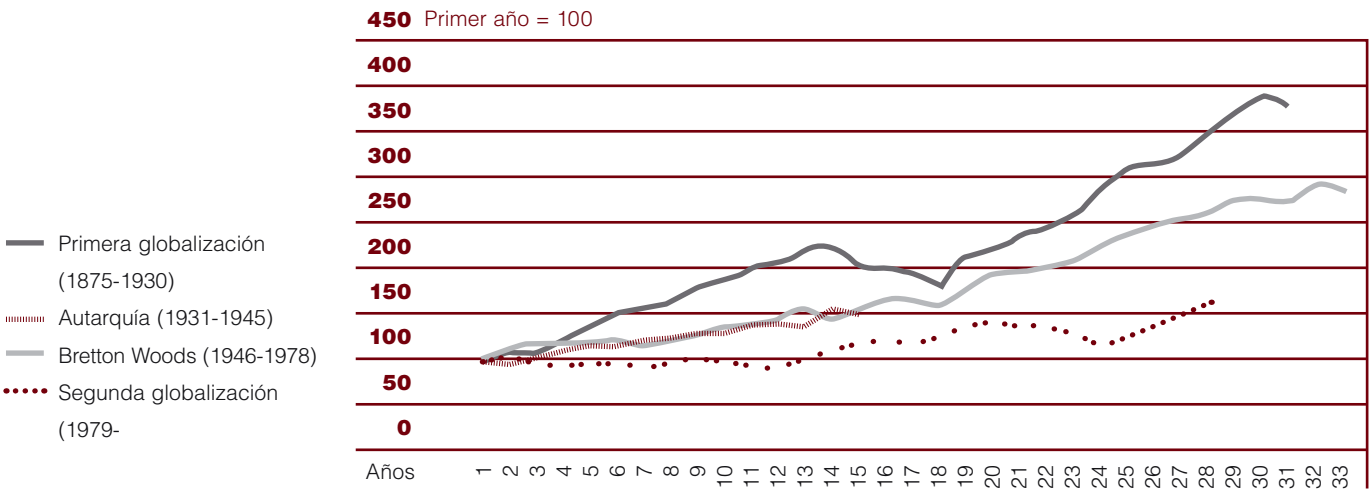


Gráfico 2. Argentina: crecimiento bajo distintos regímenes internacionales



Cuadro 1. Las crisis en la Argentina

Crisis[1]	Año de Inicio	Duración[2]	Profundidad[3]	Asociada con eventos internac.	Desvío standard condicional		
					(a)	(b)	(c)
Baring	1892	2	14,84	SI	4,8	6	5,7
Primera Guerra	1913	5	29,84	SI	4,8	5,9	7
Crisis del 29	1930	3	20,11	SI	4,8	5,7	4,9
Crisis de la Deuda	1981	2	9,52	SI	5	5,8	5,2
Hiperinflación	1988	3	14,9	NO	6,1	5,6	5,1
Caída de la Convertib.	1999	4	22,66	SI	5,3	6,9	nd

(1) Situación en la que el PBI per cápita cayó por dos años o más y la caída anual supera a la media menos 1 desv. std. (2) Número de años consecutivos de recesión. (3) Caída acumulada del PBI per cápita. (a) Desv. Std. Condicional promedio en los cuatro años previos a la crisis. (b) Desv. Std. Condicional promedio durante la crisis. (c) Desv. Std. Condicional promedio en los cuatro años posteriores a la crisis.

Segunda Globalización a pesar de haberse desempeñado tan exitosamente durante la Primera Globalización y de haber realizado un enorme esfuerzo de reforma estructural desde mediados de los setenta para adaptarse a las exigencias de mayor apertura y eficiencia impuestas por la economía internacional (ver Acuña *et al.*, 2007).

Otro hecho llamativo es que, mientras en los países desarrollados la volatilidad macroeconómica se redujo de la mano de la globalización de los flujos financieros (Blanchard y Simon, 2001), en la Argentina ocurrió lo contrario: la volatilidad se incrementó sustancialmente en relación al período de Bretton Woods. Y no sólo eso, el incremento de la volatilidad se produjo junto con un aumento en la frecuencia de las crisis. Para ilustrar este punto, utilizamos el enfoque de Wolf (2004) que define como crisis un episodio en el que el producto cae por al menos dos años consecutivos y en el que la caída en cada año supera al crecimiento medio menos un desvío estándar. El *Cuadro 1* muestra las crisis que hemos identificado de esta forma.

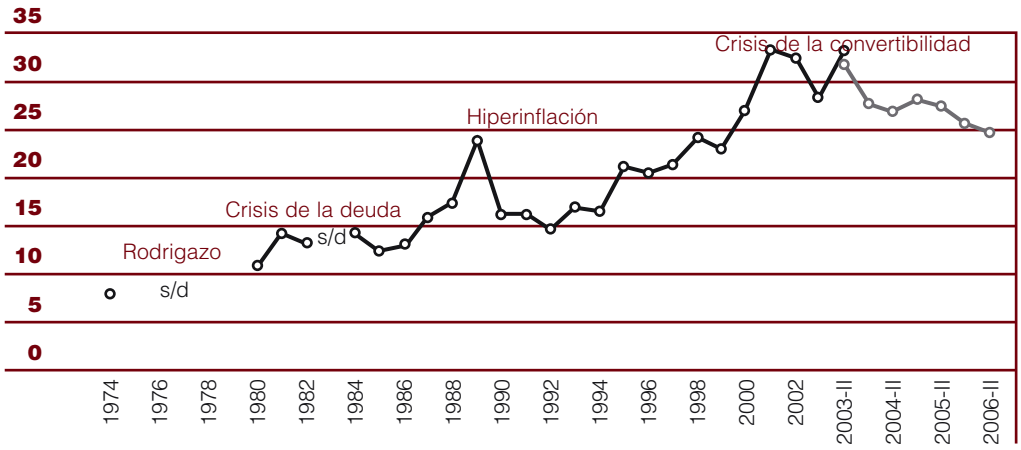
De esta evidencia se sigue una serie de puntos importantes para nuestro análisis. Primero, las contracciones reales en el producto son muy grandes. Segundo, todas las crisis ocurrieron bajo un escenario de alta integración con la economía internacional. Tercero, todas las crisis estuvieron asociadas con importantes shocks en el escenario internacional, con la excepción de la crisis de la hiperinflación. Cuarto, la evolución de la economía argentina bajo la segunda globalización ha sido la más volátil. Mientras que hubo una crisis cada 18 años en el período 1875-1930, en el período actual (1979-2007) hubo una crisis cada 8 años.

Más allá de su definición cuantitativa, las crisis son muy negativas debido a sus efectos sobre las instituciones y las estructuras de *governance* (regulaciones, contratos) por un lado, y las redistribuciones no sólo de ingresos sino, también, de stocks de riqueza por otro. *El panel 1* presenta evidencia sobre este punto.

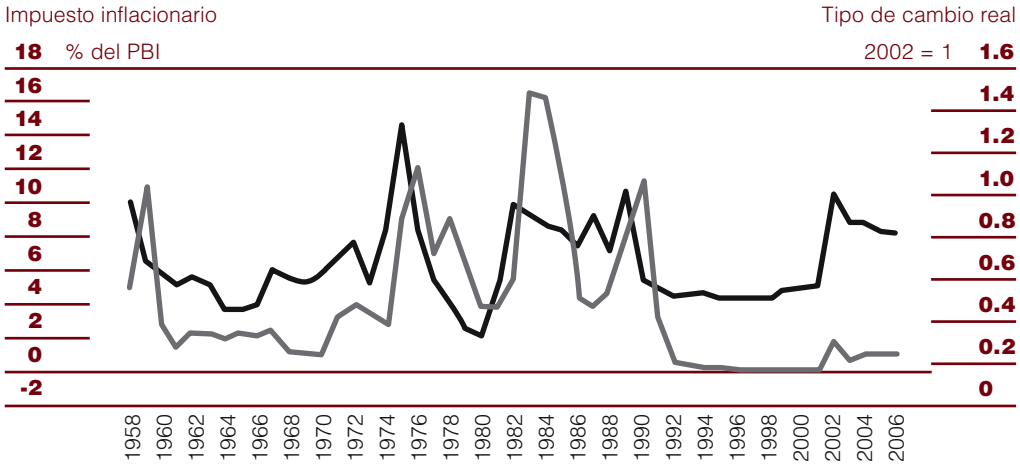
El gráfico (a) muestra la relación entre crisis y distribución del ingreso (medida por la relación entre el diez por ciento más rico y el diez por ciento más pobre de la población). Como se ve, las crisis están asociadas con fuertes redistribuciones en contra de los sectores más pobres de la sociedad. Cuando ocurre una crisis –digamos, la hiperinflación– los pobres pierden participación en el ingreso. En los períodos de recuperación estos últimos recobran participación, pero sólo de forma parcial. Debido a esta dinámica, la sucesión de crisis llevó a que la relación entre el diez por ciento más rico y el más pobre pasara de alrededor de 10 en los setenta a fluctuar por encima de 25 en la actualidad. Un hecho que agrava este punto es que, justamente, la redistribución se da en el marco de una economía que no crece. Por lo

Panel 1

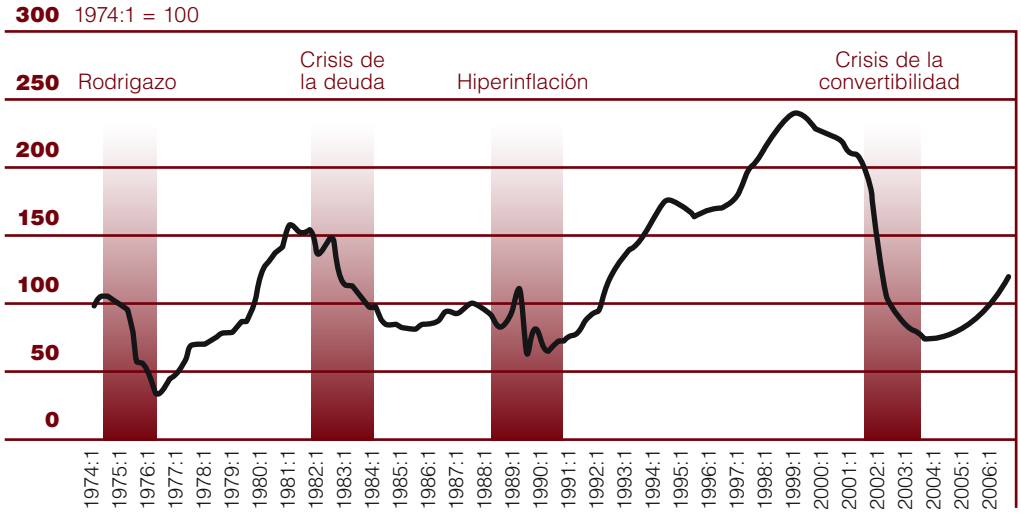
(a) Ratio decil 10 / decil 1 (ingreso familiar equivalente)



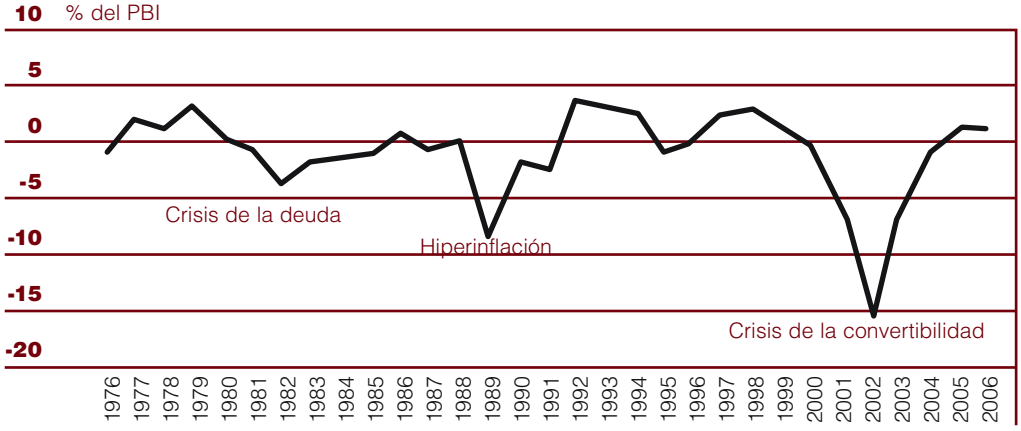
(b) Impuesto inflacionario y tipo de cambio real



(c) Crédito bancario al sector privado a precios constantes



(d) Inversión neta de portafolio (excl. sector público)



tanto, los sectores ganadores no perciben que su situación haya mejorado de manera significativa a pesar de sus ganancias relativas. Se conformó, así, una situación en la que todos se perciben como perdedores.

El gráfico (b) ilustra que las crisis y la redistribución del ingreso coinciden con fuertes depreciaciones reales de la moneda y sustanciales aumentos en la recaudación del impuesto inflacionario. Esto sugiere que en el período anterior a las crisis se acumulan tanto desequilibrios en el sector externo –que reclaman fuertes correcciones en el valor del dólar– como en las cuentas públicas –que hacen necesario recurrir al impuesto inflacionario a los efectos de redistribuir ingresos a favor del sector público–. Asimismo, la evidencia indica que son las devaluaciones las que causan (en el sentido de Granger) el aumento del impuesto inflacionario. Esto nos lleva a la conclusión de que la devaluación es un instrumento que cumple un doble rol: ajustar los desequilibrios externos y mejorar las sustentabilidad del sector público transfiriendo riqueza del sector privado al sector público. Por supuesto, esta forma de ajuste no es gratuita: tiene enormes costos para las instituciones y la estructura de contratos en la medida que las devaluaciones implican rupturas de las reglas del juego. Los efectos de esta ruptura se expresan en gran número de formas en los mercados de trabajo, financieros y de bienes. Los gráficos (c) y (d) ilustran el caso de los mercados financieros. En el gráfico (c) puede observarse cómo la crisis destruye el crédito al sector privado. Debido al temor a que su riqueza sea expropiada, los agentes locales reducen sustancialmente la oferta de crédito. El gráfico (d) muestra que la contrapartida de esto último es la salida de capitales. Al igual que en el caso de la distribución del ingreso, si bien en el período post-crisis los capitales dejan de salir e, incluso, comienzan a entrar, las entradas no compensan totalmente las salidas. La evidencia que comprueba este hecho es que los residentes argentinos mantienen activos en el exterior por un valor equivalente a 88% del PBI (año 2005).

En función de estos hechos, el proceso dinámico que va de la ocurrencia de un *shock* que genera un desequilibrio macroeconómico hasta la crisis y la caída del crecimiento puede resumirse esquemáticamente de la siguiente manera:

Crecimiento No Sustentable

Shock > cambio en precios relativos + Transferencia de riqueza > Exacerbación del conflicto de intereses > Desbalance fiscal / Salida de capitales > / Empeoramiento hoja balance bancos

> Situación financiera Ponzi muy probable >

> Acción colectiva para cambiar las reglas del juego > Crisis = ruptura de reglas >

> **Incertidumbre y menores incentivos para invertir e innovar > Estancamiento**

El *shock* (por ejemplo, un empeoramiento de los términos del intercambio) cambia los precios relativos (en particular a favor de los transables) lo cual genera transferencias de ingreso y de riqueza que exacerban los conflictos de interés. Típicamente, esto genera presiones sobre el sector público que empeoran significativamente la situación fiscal. Como la sustentabilidad fiscal es clave para los inversores, el enrarecimiento de la situación genera salidas de capital y aumentos de las tasas de interés que deterioran las hojas de balance de los deudores y, por lo tanto, las de los bancos. Se llega así a una situación en la que es muy probable que gran cantidad de deudores se encuentre en una situación Ponzi (esto es, una situación en que el patrimonio neto es probablemente negativo). Ante esta situación, una variedad de agentes económicos con intereses comunes se organizan para, mediante la acción colectiva, inducir un cambio en los

contratos preestablecidos, tanto en los mercados de bienes y trabajo como en el financiero. Ejemplos de esto en nuestro país son la pesificación, los cambios regulatorios que afectaron a las AFJP y el default de la deuda pública. Por supuesto, para lograr un mínimo de coherencia, estos cambios son normalmente refrendados por leyes. De esta manera, el shock junto con los conflictos de interés rompen las reglas de juego desde abajo hacia arriba: los agentes no cumplen con los contratos y ello provoca el cambio en las reglas de juego superiores (la ley). Con reglas de juego no creíbles y que pueden cambiar en función de presiones políticas, la inversión cae y, junto con ella, el crecimiento. Estos cambios generan ganadores y perdedores. La evidencia sobre las crisis argentinas sugiere que quienes más pierden en este proceso son los más pobres y que todos pierden porque las crisis generan estancamiento en el largo plazo.

Sería fácil, en vista de este cuadro, concluir que si la causa de falta de inversión es la reducida credibilidad de las reglas de juego, garantizando la estabilidad de las reglas se garantiza la inversión. Esto, sin embargo, implicaría confundir el síntoma con la causa: la estabilidad de las reglas de juego (las instituciones) no puede garantizarse sin actuar sobre las causas que la generan. Las causas tienen que ver con la naturaleza de los *shocks,* con la falta de mecanismos para protegerse de ellos –sea mediante mercados para el manejo de riesgos, sea mediante políticas anti-cíclicas– y con la debilidad de las instituciones encargadas de mediar en los conflictos distributivos asociados con el shock. Según nuestro punto de vista, la Argentina ha padecido tantas crisis justamente porque no cuenta ni con los mecanismos para asegurarse ante shocks ni con instituciones eficientes para manejar los conflictos post-shock, que se agravan justamente por la ausencia de aquellos mecanismos. Hemos tratado el problema de los shocks y los mecanismos de seguro en otros estudios (ver Fanelli, 2007). Aquí simplemente llamamos la atención sobre los efectos amplificados de los shocks sobre el ingreso de los diferentes sectores y nos centramos sólo en la cuestión de cómo los cambios en la distribución se relacionan con el crecimiento.

2. La literatura sobre crecimiento y distribución y la experiencia argentina

Difícilmente a la Argentina se la podría acusar de falta de activismo para superar sus problemas de crecimiento. Luego de la crisis de 1975 ha estado siempre a la vanguardia en la aplicación de políticas de reforma, comenzando con la liberalización externa y financiera de fines de los setenta y continuando con las amplias reformas de los noventa que, en algún momento, llevó a que la Argentina fuera considerada un ejemplo. Uno de los problemas importantes de estas políticas de reforma es que se inspiraron en modelos teóricos que daban un espacio muy reducido a los problemas distributivos y, lo que es muy importante, asumían sin prueba que era posible separar las políticas pro-crecimiento de las políticas distributivas (Kanpur y Lustig, 1999). En muchos países, las reformas fracasaron debido a los conflictos distributivos que generaron (Fanelli y McMahon, 2006).

En realidad, esta debilidad de las políticas refleja en alguna medida la debilidad de nuestros conocimientos sobre la relación entre crecimiento y distribución. Si bien es cierto que la teoría del crecimiento ha realizado avances tanto en el plano teórico como empírico, esos avances no están en condiciones de dar respuesta clara a los problemas que plantea la relación entre distribución y crecimiento en la Argentina. Entre las debilidades más significativas del corpus de conocimiento en relación con esto cabe mencionar los siguientes puntos.

1. Los estudios sobre la relación entre crecimiento y distribución se basan usualmente en regresiones que abarcan un panel compuesto por datos sobre un número de países a través del tiempo. Los resultados son difíciles de interpretar y las recomendaciones de política económica suelen ser poco confiables por dos razones básicas. La primera es que la metodología de datos de panel supone que el modelo estadístico que genera los datos es el mismo para todos los países. Como los países son bastante diferentes, existe *incertidumbre por heterogeneidad,* como la llaman Brock y Durlauf (2000). Durlauf et al. (2007) se preguntan, en este sentido, si los resultados son aplicables para resolver problemas particulares de un país específico, dado que las estimaciones no se refieren a ningún país en particular sino, más bien, a un *promedio de países* que es una abstracción. La segunda razón es que una misma forma reducida estimada es compatible con muchas formas estructurales. En otras palabras, los resultados observados pueden ser la expresión de causas diversas. Para el caso argentino –con su propensión a las crisis y su experiencia reciente de reforma– una pregunta adicional es hasta qué punto regresiones que abarcan un período de tiempo largo puede considerarse que se refieren a la *misma* economía, dada la cantidad de cambios estructurales que han ocurrido debido a las crisis. En ese sentido, la historia importa (David, 2000, Greif y Laitin, 2006).

2. La discusión tendió a focalizarse en el estudio de la curva de Kuznets y en los efectos de la desigualdad de ingresos (a través, por ejemplo, del indicador de Gini) en el crecimiento (Barro, 2000). Pero hemos visto que en la Argentina no es sólo la distribución del ingreso la que importa; las crisis fueron, en primer lugar, mecanismos para redistribuir no sólo flujos de ingreso sino también *stocks* de riqueza y para cambiar las reglas de juego. En relación con esto, sería necesario incluir no sólo los efectos de la distribución del ingreso sino también de la riqueza. Deininger y Squire (1996) llaman la atención sobre este punto.

3. Los estudios no están en condiciones de dar una explicación clara sobre algunos factores que parecen ser muy relevantes para dar cuenta de la relación entre crecimiento y distribución para países como la Argentina. Entre esos factores cabe destacar la maldición de los recursos naturales (Sachs y Werner, 1995; Sala-i-Martin y Subramanian, 2003), la herencia institucional (Acemoglu et al., 2001) y la volatilidad macroeconómica (Ramey y Ramey, 1995).

4. Las transferencias de riqueza son particularmente importantes cuando existen fallas en los mercados financieros. Los stocks de riqueza (sobre todo los que cuentan con mercados líquidos) se utilizan como garantía de los préstamos y, por lo tanto, determinan el acceso al crédito. En consecuencia, si la crisis cambia la distribución de la riqueza, la asignación del crédito cambiará también. Si la redistribución hace que sea más difícil para los emprendedores y los innovadores acceder al crédito, por este canal las crisis afectan negativamente a la inversión. Asimismo, si complica el acceso al crédito de las familias más pobres agudiza el dualismo estructural de la economía (Banerjee y Duflo, 2007). Este es un ejemplo, por otro lado, de cómo las interacciones entre dos elementos idiosincrásicos (transferencia de riqueza y fallas de mercado) pueden dar lugar a fenómenos nuevos (dualidad económica). Es sabido que los modelos econométricos lineales típicamente utilizados en la literatura son poco aptos para captar estas interacciones (Durlauf *et al.,* 2007).

Ante estas limitaciones de la literatura sobre reformas y crecimiento para actuar como base para el diseño de políticas, la alternativa más razonable es tomar una actitud pragmática que sin dejar de considerar los elementos que aporta la literatura integre los conocimientos específicos que tenemos sobre la economía argentina. Este enfoque está en línea con la literatura sobre narrativas analíticas (Bates et al, 1998, Rodrik, 2003) que afirma que los detalles del contexto (escenario internacional, historia, geografía) son determinantes y los estudios de caso imprescindibles. En el plano de elaboración de políticas, un enfoque pragmático es afín a la postura de Hausmann, Rodrik y Velasco (2005) que postulan que es crucial contar con un buen diagnóstico respecto de cuáles son las restricciones más relevantes al crecimiento para concentrarse en ellas y evitar una larga lista de recomendaciones, como era el caso en el enfoque del Consenso de Washington. En el diagnóstico de política, el conocimiento profundo del caso de la economía bajo análisis no puede ser reemplazado por la evidencia sobre un *promedio abstracto* de las economías del planeta.

Desde esta perspectiva pragmática sobre la relación distribución/crecimiento, las cuestiones centrales sobre las que la Argentina de la actualidad debería concentrarse son:

a. Identificar las restricciones centrales que impiden el crecimiento sustentable y las acciones de política que podrían levantar esas restricciones;
b. Identificar las consecuencias distributivas de tales políticas con el objeto de manejar esas consecuencias de forma que no neutralicen los efectos positivos sobre el crecimiento;
c. Identificar los grupos que pueden actuar estratégicamente y desarrollar reglas creíbles para el manejo de los conflictos.

A continuación comentamos brevemente los desafíos que enfrenta el actual proceso de crecimiento desde esta óptica pragmática y concluimos con una reflexión sobre crecimiento, distribución y construcción institucional.

3. Las oportunidades y los desafíos

El rasgo más interesante que presenta el actual proceso es que, luego de cinco años de crecimiento, el país sigue mostrando superávit gemelos (en cuenta corriente y fiscal). Este es un rasgo absolutamente novedoso; lo típico del proceso de *stop-and-go* característico de la dinámica macroeconómica argentina es que, luego de un período de crecimiento, se produzca un déficit de la cuenta comercial que aumente la fragilidad externa de la economía. Es lo que ocurrió en los noventa. Un segundo rasgo importante es que la tasa de inversión es relativamente alta y esa tasa de inversión es financiada totalmente con ahorro local. Es más, el ahorro nacional es superior a la inversión y es por ello que el país ha estado en condiciones de generar superávit de cuenta corriente que, a su vez, permitieron acumular reservas y desendeudarse. El *Gráfico 3* muestra la evolución del ahorro y la inversión. Como se puede observar, mientras en los noventa la tasa de inversión era menor al ahorro, en los últimos años está ocurriendo lo contrario.

Detrás de esta prometedora performance se destacan dos hechos: en el frente externo el aumento de las exportaciones y la disminución del endeudamiento; en el interno la generación de superávit primarios inéditos en las últimas cuatro décadas. Una forma simple de mostrar la mejora en el frente externo es a través de los indicadores que aparecen en el *Cuadro 2*.

Cuadro 2. Indicadores de solvencia y liquidez externa

Período	Reservas internacionales / importaciones	Deuda externa / Exportaciones
1994	93,31	546,23
1995	89,09	479,46
1996	79,61	475,92
1997	64,66	491,72
1998	66,56	558,51
1999	79,44	654,53
2000	78,66	588,49
2001	169,16	626,43
2002	132,37	611,09
2003	104,8	556,88
2004	93,08	495,53
2005	102,84	281,78
2006	98,32	233,78

Gráfico 3. Ahorro nacional e inversión bruta interna (Series en % del PBI a precios

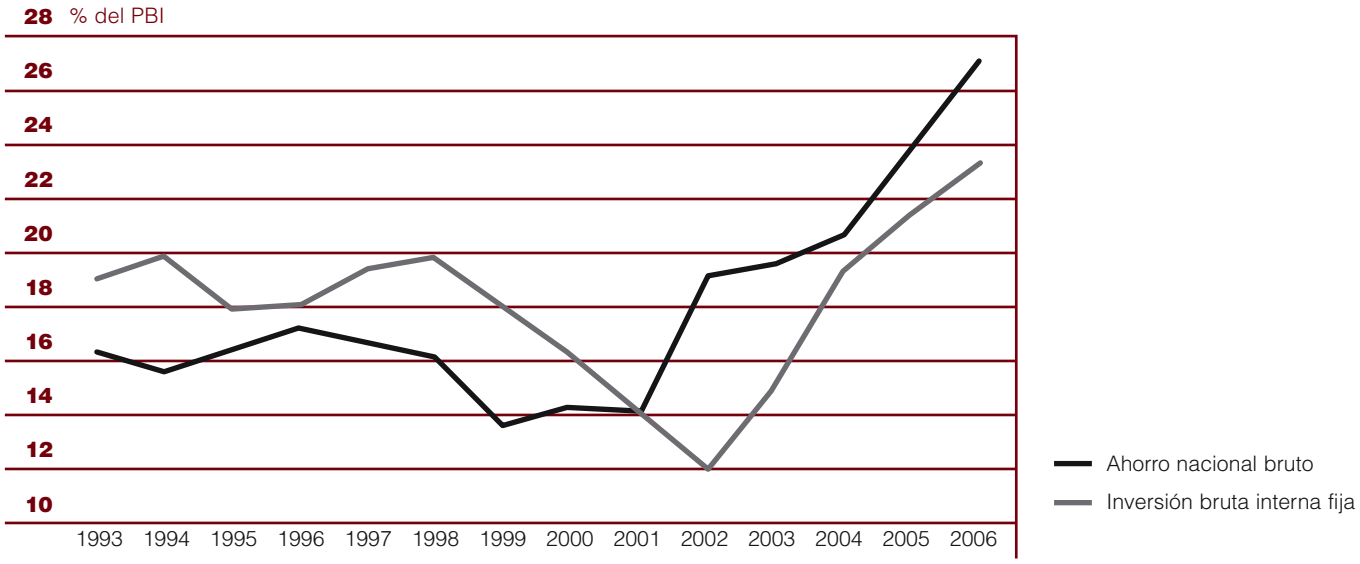
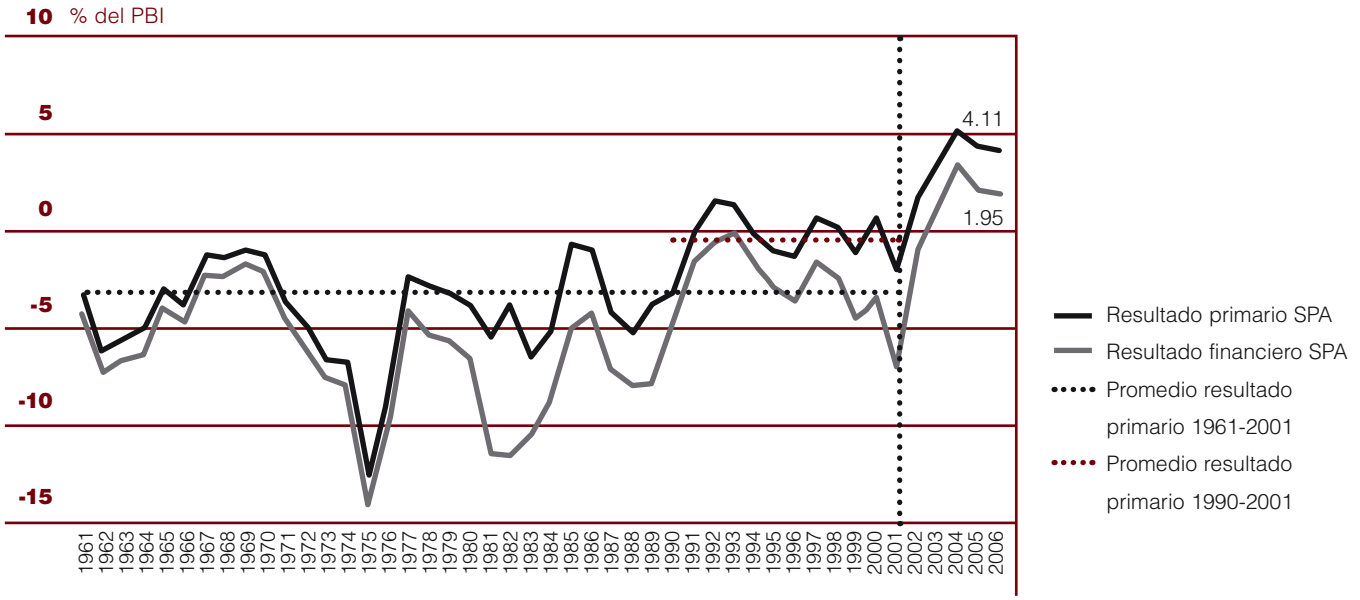


Gráfico 4



Mientras los indicadores de liquidez externa son incluso superiores a los de los noventa debido a la acumulación de reservas, la gran diferencia está en la relación deuda externa/exportaciones que pasó de ubicarse por arriba de cinco a estar en alrededor de dos. Esto implica que mientras antes necesitábamos cinco años de exportaciones para pagar la deuda, hoy sólo necesitamos dos. Además de la reducción de la deuda externa como consecuencia de la renegociación de la misma, el mejoramiento de los términos del intercambio y las cantidades exportadas jugaron un rol central. Sin dudas, el actual escenario de fuerte demanda de materias primas que se origina a partir del importante crecimiento de China y otros países asiáticos está ayudando a la Argentina a superar la crónica restricción que le significó el sector externo.

La evolución del superávit fiscal en los últimos años es también sorprendente, sobre todo desde una perspectiva histórica. El *Gráfico 4* muestra la trayectoria de largo plazo del superávit fiscal. Allí puede verse que el superávit fiscal post-crisis de la convertibilidad no reconoce antecedentes. En el período 2002-06 el resultado primario fue de 3,5% del PBI en promedio mientras que en el período anterior a los noventa el resultado primario es consistentemente negativo.

Más arriba hemos afirmado que las crisis se relacionan con la falta de sustentabilidad del sector externo y las cuentas fiscales; ¿representa entonces esta evolución externa y fiscal una reducción en la probabilidad de crisis y, por ende, una oportunidad para instalar un proceso de crecimiento sostenido? Un primer paso para responder esta pregunta es evaluar cómo afectó la nueva situación a la sustentabilidad de largo plazo. Una forma sencilla de realizar tal evaluación es utilizar los indicadores tradicionales de sustentabilidad. En el caso del gobierno –cuya deuda bruta es aún superior al 65% del PBI en 2006– el indicador dice que su posición financiera es sostenible si el superávit primario en relación al PBI es tal que logra mantener constante el ratio deuda pública/PBI. Para calcular este superávit requerido suponemos una tasa de interés real de 6,4% para la deuda y una tasa de crecimiento de largo plazo del PBI del 4,2%. Con estos valores estamos reflejando la situación de la Argentina en los noventa, cuando los mercados financieros internacionales se encontraban plenamente abiertos. La evolución del superávit primario requerido y del superávit primario efectivo se muestra en el *Gráfico 5.* Allí puede verse que, efectivamente, el superávit observado es bastante más alto que el requerido para mantener constante la relación entre la deuda pública y el PBI. Puede concluirse, por lo tanto, que la situación del sector público es en principio sostenible.

El *Gráfico 6* muestra el superávit comercial requerido para mantener constante la relación deuda externa/PBI, que era de 48,8% en 2006. Nótese que el ratio de deuda externa es menor al de deuda pública, lo que refleja un hecho positivo: el aumento en la proporción de deuda emitida en moneda doméstica. Como puede verse en la figura, mientras el superávit requerido es de 1,2 % del PBI, el superávit efectivamente generado en 2006 fue de 5,5 % del PBI. Esto indica que la deuda externa es también sostenible.

Otro hecho relativamente positivo es que el sistema financiero está evolucionando de manera razonable. La hoja de balance de los bancos ha mejorado y el crédito al sector privado se está recomponiendo. No obstante, a la Argentina le queda aún un enorme camino por recorrer hasta alcanzar un desarrollo financiero razonablemente acorde con su nivel de PBI per cápita.

Gráfico 5

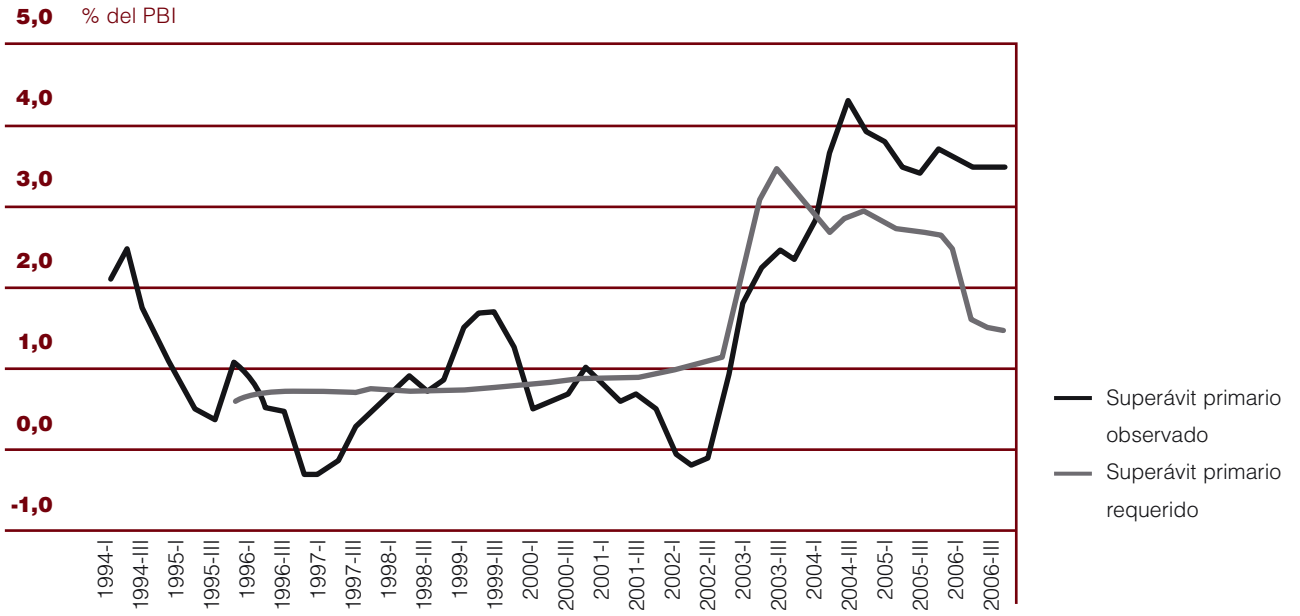


Gráfico 6

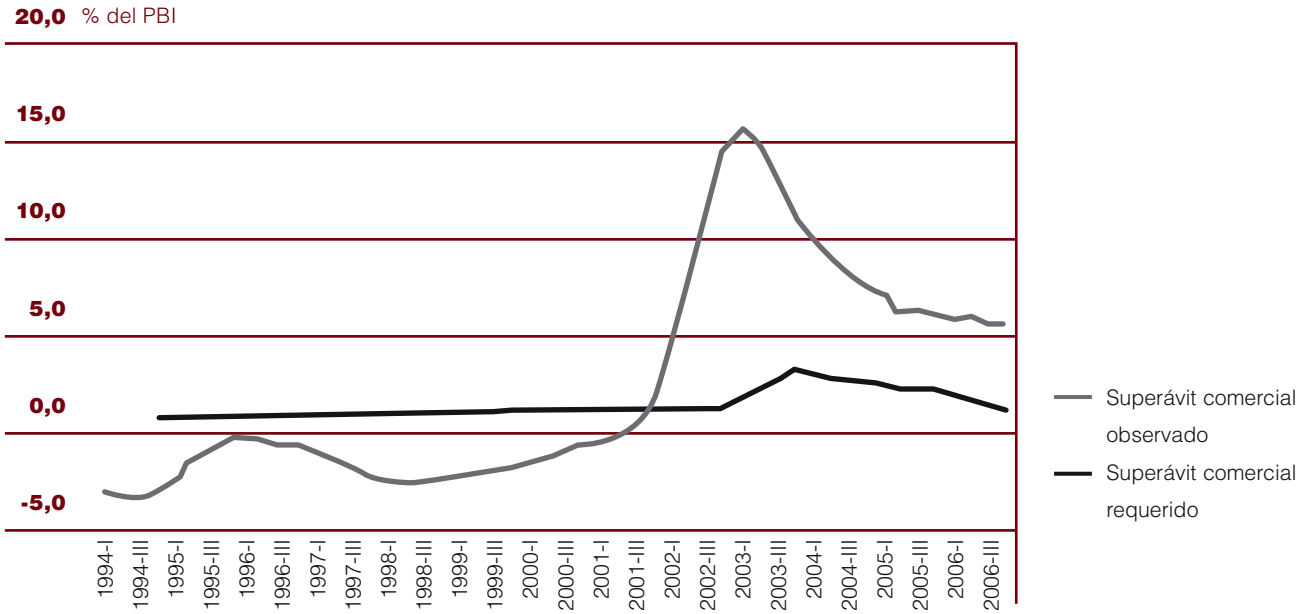
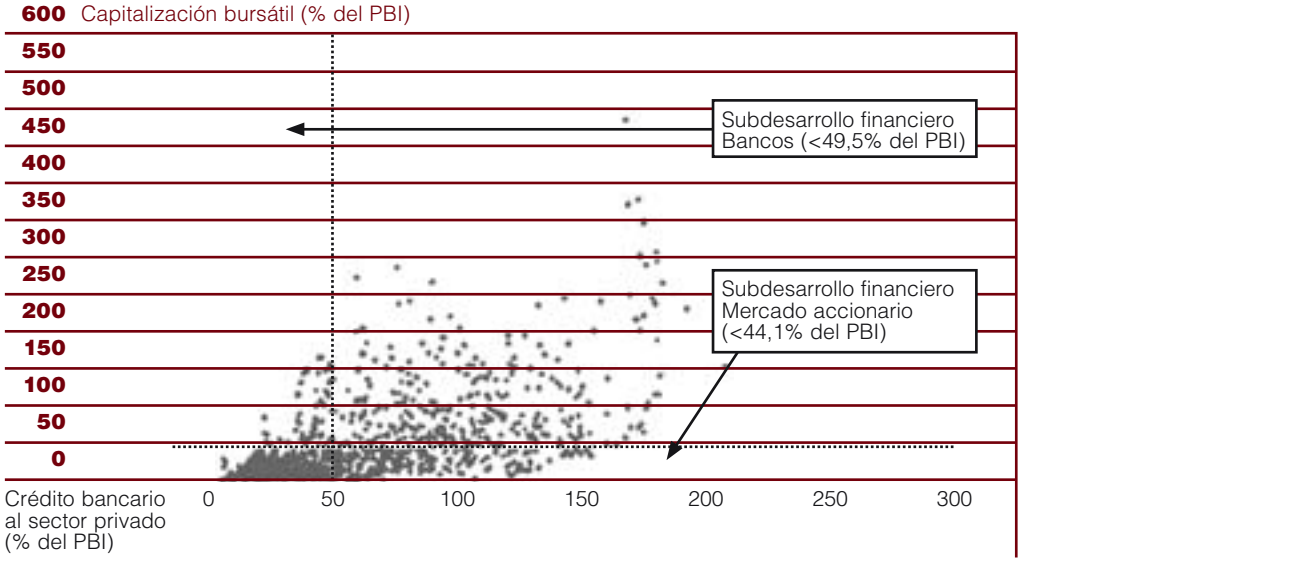


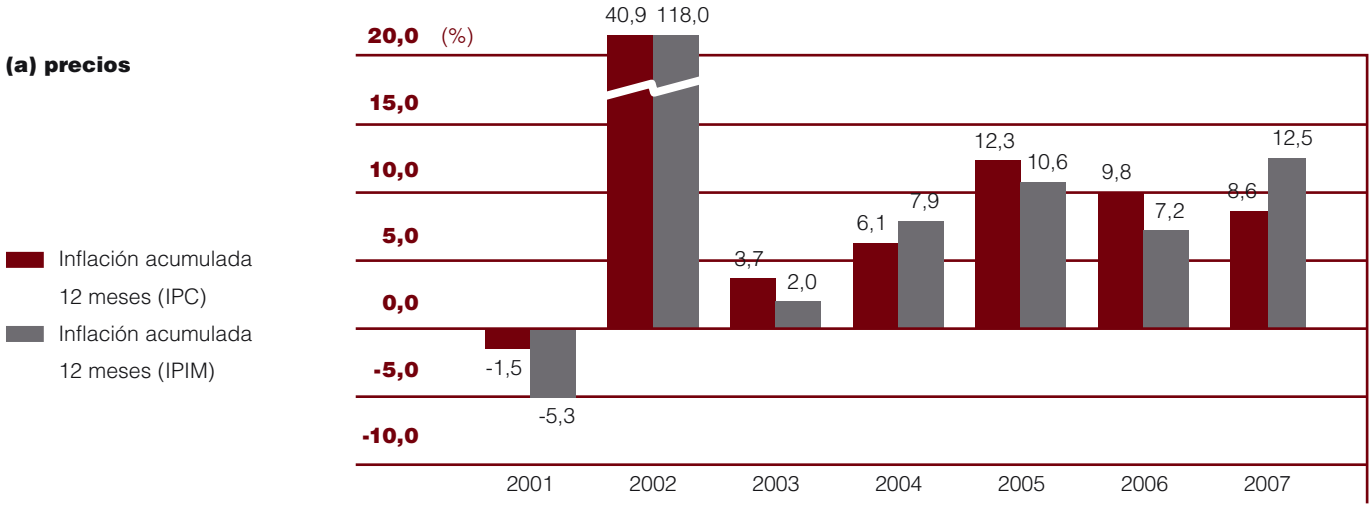
Gráfico 7



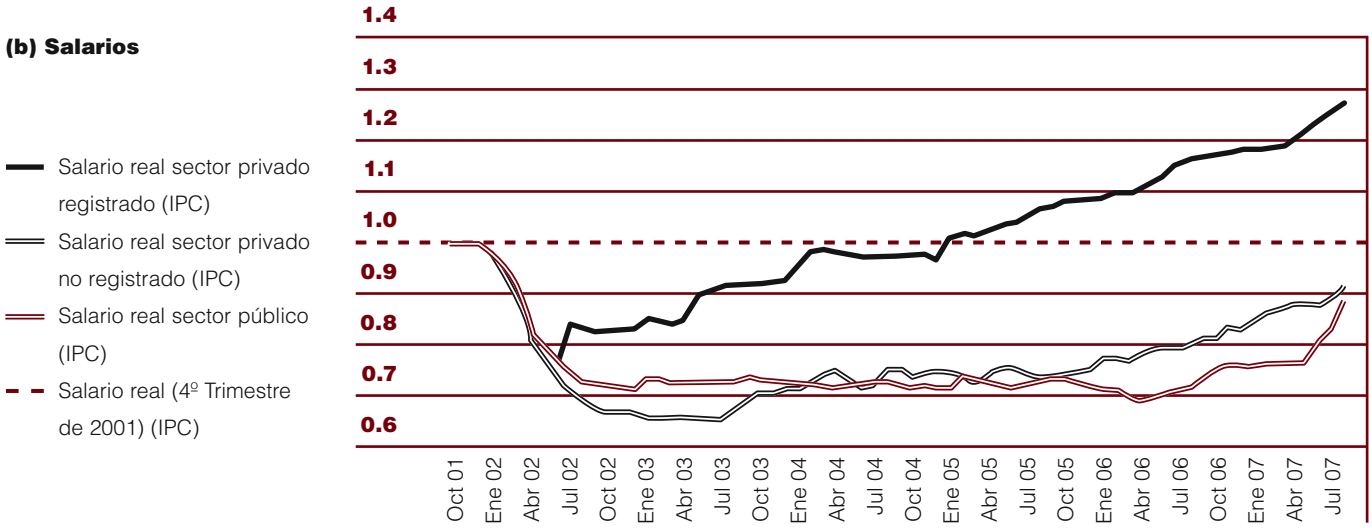
La *Figura 7* muestra el desarrollo financiero argentino en la comparación internacional (los puntos representan países). Allí puede verse que el sistema financiero –tanto bancos como mercados– se encuentra muy poco desarrollado (sobre este punto ver Albrieu *et al.*, 2007). Así, aún con altas tasas de ahorro, el problema aquí parece ser que los ahorristas no están interesados en acumular activos del sistema financiero debido al riesgo de expropiación. Dado que los grandes episodios de expropiación se dieron en contextos de crisis lo mejor que puede hacer la política económica para revertir esta situación es reducir la expectativa de crisis. En ese sentido, la continuidad de los superávit gemelos sería de gran ayuda.

Panel 2

(a) precios



(b) Salarios



Cuadro 3. Sector público nacional, Base Caja (Acumulado Enero-Agosto) En millones de $ (sin ingresos por traspaso)

Concepto	Ac. Enero / Agosto 2006	Ac. Enero / Agosto s/Traspaso 2007	Variación absoluta	Variación %
Ingresos corrientes	101.637,9	134.863,8	32.225,9	32,7
Gastos corrientes	82.174,9	115.803,1	33.628,2	40,9
Intereses	7.128,1	9.392,3	2.264,2	31,8
Gastos de capital	9.781,5	14.067,6	4.286,1	43,8
Gasto primario	84.828,3	120.460,8	35.632,5	42,0
Ingresos totales	**101.723,9**	**135.016,3**	**33.292,4**	**32,7**
Gastos totales	**91.956,4**	**129.870,7**	**37.914,3**	**41,2**
Superavit primario	**16.890,2**	**14.555,5**	**-2.334,7**	**-13,8**
Resultado financiero	**9.767,5**	**5.145,6**	**-4.621,9**	**-47,3**

En síntesis, la generación de superávit gemelos y los indicadores de sustentabilidad de la deuda indican que se produjo un significativo relajamiento de las restricciones y, por lo tanto, existe una verdadera oportunidad para el país de crecer sin que una crisis interrumpa abruptamente el proceso. En particular, hay más espacio para manejar las demandas sociales sin empeorar la situación fiscal. Asimismo, el país puede financiar las importaciones de insumos y equipos de producción que necesita para crecer sin poner en peligro su liquidez externa y, al reducirse el riesgo de expropiación, se abre un margen para el desarrollo de la intermediación financiera doméstica.

Desafortunadamente, también existe un conjunto de factores de riesgo que podrían poner en peligro los logros actuales. No pretendemos aquí pasar revista de todos esos factores ya que ello excedería el objetivo de este artículo. Sólo llamaremos la atención sobre aquellos aspectos distributivos que hemos estado enfatizando como una de las causas de la trampa de estancamiento.

El aspecto que merece mayor atención es la fuerte reducción del superávit fiscal observada en los últimos trimestres (ver *Cuadro 3*) así como la incipiente reducción del superávit comercial de la mano del aumento de las importaciones. Esta reducción en los superávit gemelos no es independiente de los conflictos distributivos. En este sentido, cabe mencionar los siguientes puntos. Primero, las provincias han dejado de mostrar resultados superavitarios y en muchos casos es difícil que cumplan con la ley de responsabilidad fiscal. Este hecho se relaciona con la falta de reglas de juego estables para la asignación de los recursos entre las provincias y la nación. Esta debilidad de una de las instituciones centrales para la distribución del ingreso entre las regiones ha creado el escenario para que las autoridades actúen como árbitros, abriendo la puerta al clientelismo y el ciclo político. Segundo, los subsidios al sector privado han aumentado de manera muy significativa. Estos subsidios tienen origen en el intento de mediar en la distribución del ingreso usando como instrumento las tarifas de los servicios, en especial en energía y transporte. El congelamiento de tarifas en un contexto inflacionario obliga al gobierno a aumentar el subsidio junto con la inflación para cubrir una brecha de costos creciente. Tercero, la inflación se está acelerando impulsada por el conflicto distributivo. Como se observa en el *Panel 2,* la puja por recuperar ingresos rápidamente encuentra campo fértil en un contexto de exceso de demanda global. Los salarios del sector formal están creciendo de manera muy rápida y muy por encima del resto de los sectores, cuyos salarios no obstante también están subiendo. La presión de los salarios está impulsando la inflación de costos en una situación en que la demanda agregada tiende a superar a la oferta. En el futuro será necesario mejorar las instituciones para la negociación salarial de forma de evitar esta fuente de inflación. Cuarto, la presión de la demanda está haciendo aumentar las importaciones de manera acelerada.

En suma, las inconsistencias domésticas en lo que hace al manejo de la puja distributiva y de la demanda agregada están erosionando el superávit público y pueden terminar por hacer más vulnerable el sector externo al reducir el superávit comercial. Asimismo, la puja distributiva está fagocitando uno de los legados centrales de la década de los noventa: la baja inflación y la desindexación de la economía. Más allá de lo que se piense de las reformas de los noventa, está claro que no puede perderse de vista que vivimos en un país con una extraordinaria historia inflacionaria.

4. Reflexiones finales

Hemos argumentado que, desde mediados de los setenta, la Argentina ha sido afectada por un círculo vicioso entre crisis y puja distributiva que creó una trampa de estancamiento y hemos mostrado evidencia de que el *shock* externo positivo y aciertos de la política post-crisis como la generación de superávit gemelos han creado condiciones para romper ese círculo vicioso e inaugurar un proceso de crecimiento sostenido. Nuestro análisis sugiere que una acción de política orientada explícitamente a hacerlo debería tomar en cuenta que:

- es más sencillo romper el círculo vicioso del estancamiento en el marco de una economía que crece;
- para crecer hay que implementar políticas pro-crecimiento y no existen políticas pro-crecimiento que no tengan efectos sobre la distribución del ingreso;
- la historia reciente de la Argentina deja poco margen para políticas que tengan efectos distributivos excesivamente adversos; esto quiere decir que bajo ciertas condiciones habrá que aceptar crecer menos rápido y/o de forma menos eficiente;
- un shock externo positivo tiene la gran virtud de suavizar el *trade-off* entre crecimiento y distribución ya que por definición agrega *recursos frescos* que permiten simultáneamente *repartir* y *acumular* para crecer;
- encontrar el punto justo en el *trade-off* entre distribución y crecimiento es una tarea *institucional;* la política debe construir las instituciones que se requieren para mediar en el conflicto distributivo sin sacrificar el crecimiento; esto es, sin sacrificar los incentivos para acumular e innovar.

El fuerte *shock* externo positivo y los superávit gemelos conllevan también un riesgo: la tentación de hacerlo todo rápido, sea crecer demasiado, sea distribuir demasiado o, lo que sería peor, tratar de hacerlo todo simultáneamente: distribuir mucho y crecer rápido. En una economía que estuvo estancada durante décadas y que ha sufrido una regresión distributiva enorme, siempre habrá argumentos para maximizar el crecimiento o la distribución progresiva. Por ello, una tarea fundamental de la política es construir instituciones y educar para el crecimiento. Construir instituciones quiere decir diseñar un conjunto de reglas de juego que hagan creíble que si hay que resignar hoy para recibir mañana, los compromisos serán respetados. Educar desde la política quiere decir clarificar respecto de qué debe resignar cada grupo de interés y qué debería esperar recibir a cambio. Quiere decir también esclarecer respecto de dónde están los puntos de conflicto distributivo y por qué un conjunto de reglas de juego sería mejor que otro para lograr consensos, crecer y hacer a nuestra economía más resistente a los *shocks.*

En este artículo nos centramos en cuestiones que tienen que ver con crecimiento y distribución. Ello no implica ignorar que el crecimiento sostenido necesita de un estado efectivo y emprendedores creativos. Pero si la Argentina no lograr manejar sus conflictos de interés de manera eficiente no podrá desprenderse de la pesada carga que le ha impedido liberar su capacidad de acumulación y las fuerzas de su creatividad. Con conflictos distributivos razonablemente acotados, la Argentina podría ya mismo comenzar a explotar dos de sus activos ocultos más importantes: una población razonablemente educada y una acumulación de activos en el exterior por cerca de 90% del PBI colocados a bajo rendimiento, pero a recaudo de los conflictos domésticos.

Referencias bibliográficas

Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J. (2001). *The colonial origins of comparative development.* American Economic Review.

Acuña, C.; Galiani, S. y Tommasi M. (2007), *Understanding Reform: the Case of Argentina* en Fanelli, J.M. (Ed), Understanding Reform in Latin America, Palgrave MacMillan, New York.

Albrieu, R.; Bebczuk, R. y Fanelli J.M. (2007), *Desarrollo e integración de los mercados financieros en Argentina,* Red MERCOSUR

Banerjee, A. y Duflo E. (2007),*Growth Theory through the Lens of Development Economics,* in Aghion, P. and S. Durlauf (eds), Handbook of Economic Growth, Elsevier.

Barro, R. J. (2000), *Inequality and growth in a panel of countries.* Journal of Economic Growth, 5(1), March, 5-32

Basu, S. y Taylor A. (1999), *Business Cycles in International Historical Perspective.* Journal of Economic Perspectives Vol. 13 No. 2.

Bates, R. H.; Greif, A.; Levi, M.; Rosenthal, J.L., y Weingast D. (1998), Analytic Narratives. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

Blanchard, O. and Simon J. (2001), *The long and large decline in U.S. output volatility,* Brookings Papers on Economic Activity, 1,pp. 135-173.

Brock, W. y Durlauf S. (2000), *Growth Economics and Reality,* NBER Working Papers 8041, National Bureau of Economic Research

David, P. (2000), *Path dependence, Its critics and the Quest for "Historical Economics",* Stanford University Department of Economics Working Paper No. 00011.

Deininger, K. y Squire L. (1996), *New Ways of Looking at Old Issues: Inequality and Growth,* Mimeo, Washington: World Bank.

Durlauf, S. ; Johnson, P., y Temple J. (2007): *Growth Econometrics,* In Durlauf, S., and Aghion, P. (eds): Handbook of Growth. Elsevier.

Fanelli, J.M., (2007) *Introduction,* en Fanelli, J.M. Macroeconomic Volatility, Institutions, and Financial Architectures. The Developing World Experience, Palgrave MacMillan, New York, en prensa.

Fanelli J.M. y McMahon G. (2006), Understanding Market Reforms: Volume 2: Motivation, Implementation and Sustainability. Forthcoming, Palgrave, Macmillan, New York.

Greif, A. y Laitin, D. (2006), *A Theory of Endogenous Institutional Change,* American Political Science Review, Forthcoming.

Hausmann, R.; Pritchett, L., y Rodrik D. (2005), *Growth Accelerations,* Journal of Economic Growth, 10, 303-329.

Hausmann, R.; Rodrik, D. y Velasco A. (2005), *Growth Diagnostics,* Cambridge, MA: The John F. Kennedy School of Government, Harvard University, March. http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/barcelonasep20.pdf

Kanbur, S. y Lustig N. (1999), *Why is Inequality Back on the Agenda?,* Proceedings of the World Bank annual conference on development economics.

Ramey, G. y Ramey V. (1995): *Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth,* American Economic Review, 1995, vol. 85, issue 5, pages 1138-51

Rodrik, D. (Ed.) (2003), *In Search of Prosperity.* Analytic Narratives on Economic Growth, Princeton University Press, Princeton

Sachs, J. y Werner A. (1995), *Economic Reform and the Process of Global Integration.* Brookings Papers on. Economic Activity, Vol. 1

Sala-i-Martin, X. y Subramanian A. (2003), *Addressing the Natural Resource Curse: An Illustration from Nigeria,* NBER Working Papers 9804, National Bureau of Economic Research, Inc.

Wolf, H. (2004), *Accounting for Consumption Volatility Differences,* IMF Staff Papers.