

PROYECCIONES

2^{do}/3^{er} Trimestre de 2005. N°20

Edición Especial:

Argentina 2010: Un sueño posible.

Introducción

Al Estudio suelen llegar con gran frecuencia pedidos de proyecciones de mediano plazo (un par de años vista) para los principales indicadores de la economía argentina. Nuestra costumbre es responder solícitos a tales encargos, aunque advirtiendo siempre sobre la fragilidad de las previsiones. La confección de pronósticos económicos ha sido tradicionalmente una tarea muy frustrante en Argentina.

Semanas atrás, la historia se repitió, aunque esta vez el encargo adquiriría un cariz distintivo: un gerente financiero en plena confección del Plan Estratégico de la compañía nos reclamaba pronósticos anuales de crecimiento del PBI, tipo de cambio e inflación ¡hasta el 2010!

Nuestra reacción inicial ante el pedido fue de estupor e incredulidad. Pero tras absorber el primer impacto, comenzamos a encontrarle un sentido a la requisitoria. Más aún, terminamos por convencernos de que el pedido revestía un carácter muy oportuno, casi providencial pues nos daba la oportunidad de desarrollar y presentar de manera sistemática una idea que venimos incubando desde hace algún tiempo en el Estudio. Concretamente: que, por primera vez en décadas, en la actual coyuntura están dadas ciertas condiciones que permiten extender considerablemente el horizonte de decisiones. Por primera vez en décadas, la economía cumple una serie de preceptos básicos que hacen que la idea de planificar a largo plazo no necesariamente sea una utopía absurda.

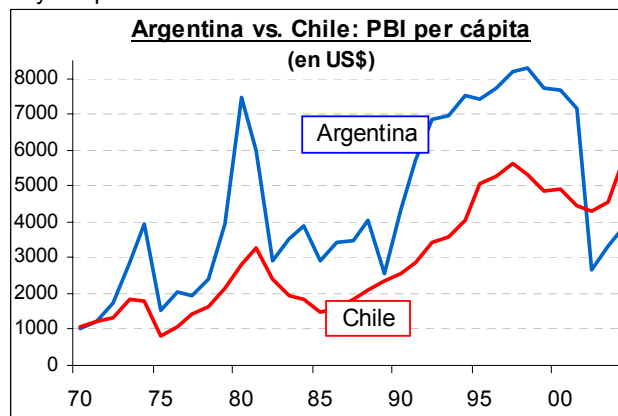
Nos propusimos entonces aprovechar nuestro habitual informe *Proyecciones* para, en una edición especial, lanzarnos a la muy desafiante tarea de imaginar el largo plazo de la economía argentina. Presentamos a continuación las fortalezas y debilidades que a nuestro entender presenta la economía local de cara a su devenir de los próximos cinco años.

Un poco de historia...

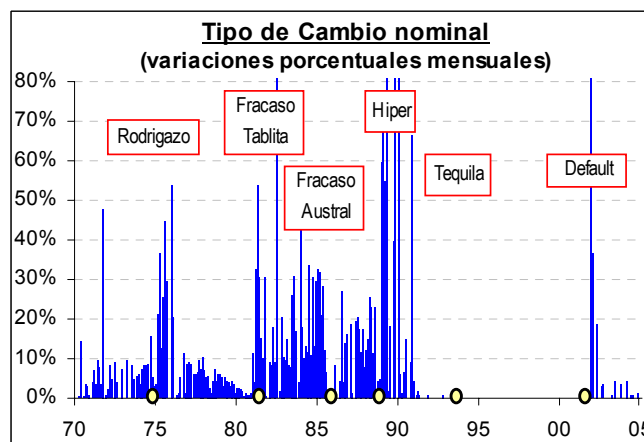
Antes de ingresar en el terreno de las especulaciones respecto al futuro, creemos que es útil una breve mirada retrospectiva para revisar algunos rasgos distintivos del devenir económico local en las últimas décadas.

Si tuviéramos que describir sucintamente cuál ha sido la característica saliente de la evolución de la economía argentina en la segunda mitad del siglo XX, no podríamos dejar de recurrir al término "volatilidad". La marcha de la economía local se caracterizó por la alternancia de fases de euforia con profundas y dolorosas caídas. La serie del PBI nacional medida en dólares da cabal cuenta de esa volatilidad. La variable muestra una trayectoria muy errática, con fuertes oscilaciones en el amplio rango de entre US\$2.000 y US\$ 8.500. Esas violentas fluctuaciones contrastan con las de, por caso, Chile, nuestro muy prolijo vecino, que en la segunda mitad de los '80 inició una progresiva expansión, que sólo se vio interrumpida hacia el final de los '90, pero no con un derrumbe como los que los

argentinos sufrimos recurrentemente, sino apenas con una leve y temporaria retracción.

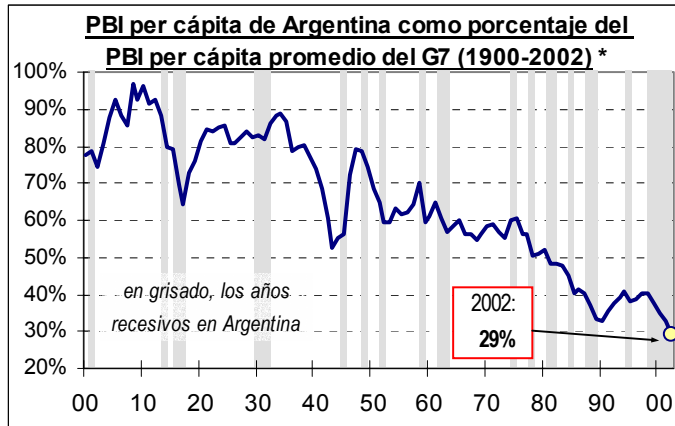


Este tan particular patrón de evolución de la economía argentina tiene un origen claramente identificable. Con llamativa recurrencia y regularidad, los argentinos hemos padecido corridas bancarias, explosiones del tipo de cambio y rupturas masivas de contratos. Puesto en otros términos, cada (aproximadamente) cinco años, el país se veía sacudido por una feroz crisis financiera que desquiciaba la economía. El *Rodrigazo*, la explosión de la *tablita cambiaria* de Martínez de Hoz, el fracaso del Plan Austral, las dos hiperinflaciones consecutivas de 1989 y 1990, el *efecto Tequila* y, por supuesto, el brutal colapso económico que siguió a la salida de la Convertibilidad aparecen como íconos traumáticos en el tortuoso recorrido económico de las tres últimas décadas. Precisamente, semejante recurrencia de las crisis financieras, episodios en los que la caída a un abismo parecía ser inminente (o efectivamente se producía) quitó sentido a la noción del largo plazo en la economía local.



De más está decir que tanta inestabilidad nos ha costado carísimo. Cada golpe, cada crisis suponía una pérdida de bienes-

tar ulterior que nos alejaba cada vez más del objetivo del desarrollo. La decadencia económica nacional queda puesta de manifiesto crudamente en la comparación entre el ingreso local y el promedio de los países desarrollados. Si a comienzos del siglo XX, el PBI per cápita nacional prácticamente equiparaba el promedio de los países que hoy conforman el G7, un siglo más tarde, tal relación llegaba a menos de un tercio.



Ahora bien: la pregunta del millón es, ¿cuál ha sido el origen de semejante volatilidad? ¿Por qué la economía argentina ha vivido por décadas en la *montaña rusa*? ¿Acaso el destino se ensañó con los argentinos y nos depara caprichosamente un par de crisis por década?

Creemos, desde ya que la explicación de tanta inestabilidad no hay que buscarla en cuestiones esotéricas, astrológicas o irracionales. Por el contrario, encontramos un común denominador en la raíz de todas y cada una de las crisis: la incursión en desequilibrios macroeconómicos que crecieron hasta alcanzar magnitudes insostenibles. En efecto, en cada una de las crisis mencionadas es posible identificar simultánea o alternativamente a los siguientes desfasajes:

- ✓ un déficit fiscal que se tornaba inabarcable...
- ✓ una estrategia anti-inflacionaria inconsistente (planes de estabilización que reprimían la inflación sin atacar sus causas profundas y, por ende, estaban condenados a estallar)...
- ✓ la aparición de la restricción externa (es decir, un estrangulamiento de la balanza de pagos)

Al tomar conciencia de la tozuda persistencia de estos desequilibrios que se aprecia en nuestra historia económica de los últimos treinta años, queda absolutamente en claro que las crisis no fueron un capricho del destino contra Argentina, sino el resultado lógico y natural de su indisciplina secular en el manejo de la macroeconomía.

(En el **Anexo #1** recordamos a manera de ejemplo cómo la *indisciplina macro* minó la sustentabilidad del Plan Austral y de la Convertibilidad)

La actual situación macro: un punto de partida auspicioso

En anteriores oportunidades, ya hemos hecho referencia a cierta peculiaridad, cierto carácter distintivo que presenta en la actualidad la economía argentina en relación a su devenir en la segunda mitad del siglo XX. Pero el carácter especial de este informe nos invita a insistir en el concepto, pues —a nuestro juicio— tal peculiaridad es la principal fortaleza con que

cuenta la economía local de cara al futuro y, en última instancia, la piedra basal de nuestro optimismo.

Concretamente, el dato distintivo de la actual coyuntura es que por primera vez en al menos seis décadas, en la economía argentina se están respetando los equilibrios macroeconómicos básicos; a saber:

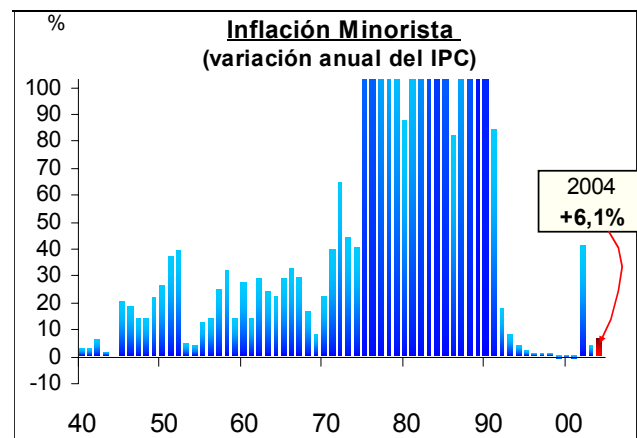
- ✓ Estabilidad de precios (bajo un régimen de tipo de cambio flotante).

“En casi setenta años de historia del Banco Central, sólo en diez disfrutamos de tasas de inflación internacionales (entre 0% y 5%) y en tan sólo uno de esos años, dicho logro se alcanzó con un tipo de cambio flotante: en 2003”.

Alfonso Prat-Gay; Marzo de 2004

La cita del entonces presidente del BCRA, ilustra con precisión lo extraordinario de la actual coyuntura.

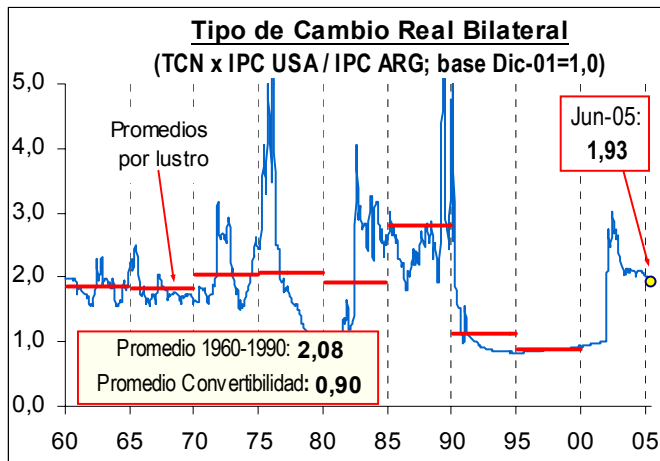
Por un lado, está claro que -haciendo abstracción del conato de rebrote inflacionario del 1T05 (que confiamos en que sea meramente temporario)- puede afirmarse que tras la Convertibilidad, la economía argentina se ha librado de manera consistente de un estigma que se había tornado endémico: una tasa de inflación persistentemente alta. En efecto, la fuerte devaluación del 2002, dio paso a un importante ajuste de precios relativos; pero una vez finalizado, la inflación retornó a niveles de un dígito, a pesar del extraordinario vigor del crecimiento económico.



La preservación de la estabilidad de precios cobra aún más importancia al tomar conciencia que se alcanza bajo un régimen de tipo de cambio flotante. Históricamente, la fijación del tipo de cambio ha sido una herramienta a la que recurrieron las autoridades económicas como pieza central de los planes de estabilización del nivel de precios. Tales planes podían ser muy exitosos en la consecución del objetivo (Convertibilidad) o no tanto (*tablita cambiaria*), pero inevitablemente generaban una situación a la larga desestabilizadora: un importante retraso cambiario que comprometía la viabilidad de las cuentas externas.

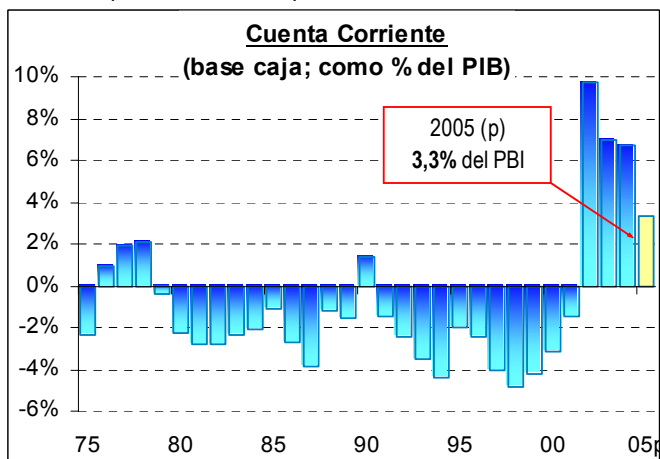
En esta oportunidad, por el contrario, la estabilización del nivel de precios no requirió del anclaje del dólar, y por ende, el logro de la estabilidad de precios no ha sido a expensas de un sacrificio de competitividad. De hecho, el actual nivel del Tipo de Cambio Real bilateral con los EE.UU. se mantiene en niveles relativamente elevados; más de 100% por encima de

su nivel promedio durante la Convertibilidad y apenas por debajo de su nivel promedio en el período 1960/1990.



✓ Superávit externo en un contexto de apertura comercial

La vigencia de un tipo de cambio competitivo es determinante de otra contingencia: sobran dólares en la economía local. Las divisas provenientes de las exportaciones cubren holgadamente las necesidades asociadas al pago de importaciones o de rentas de la inversión (intereses y dividendos) y aún las salidas de fondos por la Cuenta Capital.



La consecución de un superávit de cuenta corriente no puede ser considerado un mérito en sí mismo. De hecho, este excedente tiene más que ver con el colapso de las importaciones que con un ponderable dinamismo exportador (que, en rigor, no se ha verificado). Pero en la actual coyuntura, la holgura externa no deja de ser –al menos, a nuestro juicio- un activo que contribuye a reducir la vulnerabilidad de la economía y que, por ende, se debe preservar. El excedente de dólares elimina la preocupación del financiamiento externo, y consecuentemente evita que el país esté expuesto a los caprichosos vaivenes de los mercados financieros internacionales.

Cabe acotar además que el superávit externo se está logrando en el contexto de la mayor apertura económica de los últimos tiempos. El Coeficiente de Apertura (ratio Exportaciones + Importaciones / PBI), trepó hasta un 34% en 2004, más que duplicando el promedio de las tres décadas previas. Desde ya, huelga aclarar que una economía abierta es el marco propicio

para la concreción de las ganancias de productividad que entraña todo proceso de desarrollo.

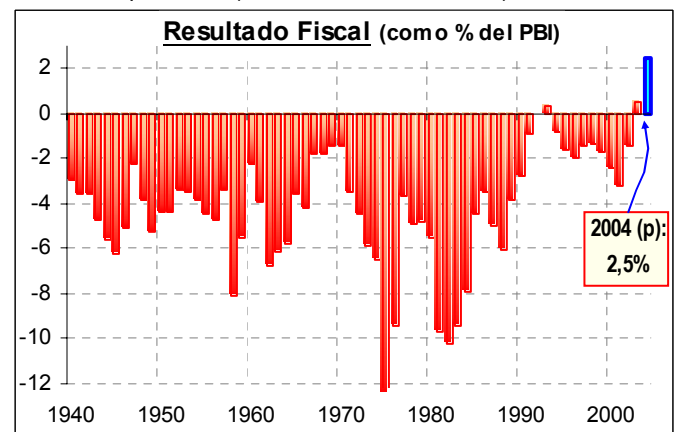
Coeficiente de Apertura Económica: (X + M) / PBI (promedio por lustro)

75/79	80/84	85/89	90/94	95/99	00/03	04
12%	12%	13%	12%	17%	26%	34%

✓ Superávit fiscal...

El déficit crónico de las cuentas públicas es un estigma que ha acompañado a la economía argentina desde tiempos inmemoriales y prácticamente sin interrupciones. Inclusive, en algunos años durante los '70 y los '80, el desequilibrio fiscal llegó a adquirir magnitudes monstruosas, al representar más de 8% del PBI (a valores de hoy, unos \$40.000 millones).

Atentos a este amplísimo prontuario de desmanejo fiscal, la reciente reversión del resultado de las cuentas públicas se convierte en un hito de enorme significación. Es cierto que la cesación de pagos de la deuda contribuyó a la consecución de un resultado positivo en 2003 y 2004. Sin embargo, el signo positivo del resultado del sector público trasciende la contingencia del default, desde el momento que en 2005, y tras haber regularizado la gran mayoría del pasivo estatal, igualmente el sector público nacional estaría alcanzando un superávit no despreciable (alrededor de 1% del PBI).



Este inédito respeto simultáneo de equilibrios conforma lo que hemos dado en llamar un escenario de consistencia macroeconómica; escenario que se da por primera vez en décadas y que por ello ofrece al país una oportunidad histórica para ingresar en un sendero de crecimiento sostenido.

Comentábamos anteriormente que las crisis financieras recurrentes habían sido consecuencia natural e ineludible de nuestra indisciplina macroeconómica secular. Pues bien: lo que nos empeñamos en destacar es que las circunstancias actuales son radicalmente distintas a cualquier otro momento en -al menos- las seis últimas décadas, pues el respeto a los equilibrios macroeconómicos básicos nos está inmunizando contra la gestación de la próxima crisis financiera. Mientras este escenario de consistencia macro se preserve, se estará cumpliendo un requisito básico para el ingreso a un sendero de crecimiento sostenido; en el peor de los casos, padeceremos la mediocridad de un crecimiento bajo o nulo; pero no se estará incubando la catástrofe de la crisis financiera.

Vale decir: con la consistencia macroeconómica, la principal fuente de incertidumbre que asoló a la economía en las últimas décadas ha sido removida. Esta contingencia es, consecuentemente, piedra basal de nuestro optimismo. La macro sana es a nuestro juicio un dato absolutamente determinante y una referencia insoslayable en el análisis de las perspectivas económicas, que –sin embargo– unos cuantos colegas insisten en ignorar.

El futuro de la salud de la macro

Hasta aquí hemos hecho referencia a la “fotografía actual” de la macroeconomía que, como hemos explicado, constituye un punto de partida muy auspicioso para soñar con un escenario de crecimiento sostenido.

Sin embargo, una primera objeción obvia a nuestro optimismo es la siguiente: nadie garantiza que la buena salud actual de la macro se preserve en el tiempo; nadie garantiza que, una vez más, y cual si fuéramos un alcohólico incorregible, los argentinos volvamos a caer en el viejo vicio de la indisciplina macroeconómica. Por ello, en lo que sigue, debemos internarnos en el análisis prospectivo, a través del cual intentaremos discernir las chances de preservación de la buena salud de *la macro* en los próximos años. Comenzaremos el recorrido por la variable que consideramos clave: las cuentas públicas.

1. Perspectivas Fiscales

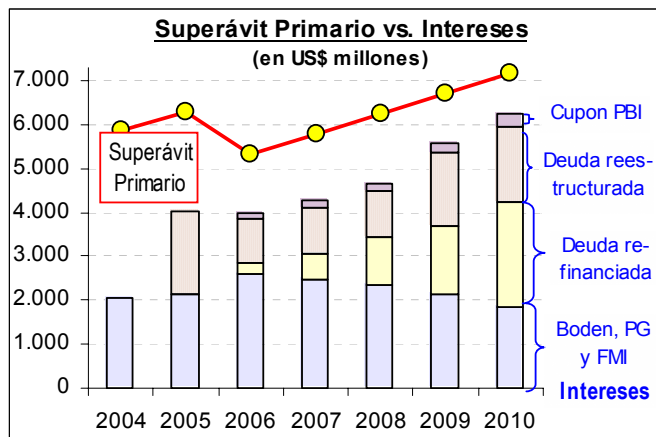
Ingresamos aquí en el terreno de las especulaciones, y es lógico entonces que todo o casi todo sea materia opinable. De todos modos, creemos que hay algunos parámetros relativamente certeros a los que atenerse a la hora de intentar dilucidar el posible recorrido futuro del resultado fiscal.

Tenemos por un lado el compromiso de la administración Kirchner de mantener un superávit primario federal (es decir, el resultado fiscal de la Nación antes del pago de intereses) equivalente a 2,7% del PBI en el largo plazo. No discutiremos si este objetivo es o no asequible, sino que, por ahora, tomaremos por cierta la validez del objetivo. De todos modos, cabe acotar a título de referencia que, hasta el momento el gobierno federal ha excedido holgadamente esa pauta: en el 2004, el superávit primario representó 3,9% del PBI, y en el año en curso todo parece indicar que superaría los \$19.000 millones (alrededor de 3,6% del producto). En cualquier caso, más allá de estos antecedentes, mantenemos la proyección oficial de un excedente de 2,7% del PBI a partir de 2006.

Por otro lado, podemos proyectar la carga que insumirá el servicio de la deuda pública hasta el final de la década. En base a algunos supuestos que consideramos realistas para la evolución de la tasa Libor, el rendimiento pagado para la refinanciación voluntaria de vencimientos, y la trayectoria del tipo de cambio real, podemos precisar el flujo de intereses hasta el 2010. A los efectos de este ejercicio, suponemos además que los *holdouts* recibirán eventualmente un trato similar a quienes aceptaron el canje.

De la comparación entre ambas variables resulta que el superávit primario comprometido (2,7% del PBI) excedería la carga de intereses prevista hasta el 2010. En rigor, el saldo positivo se mantendría aún con un excedente primario de 2,4% del PBI. En consecuencia, podemos concluir que si el gobierno

federal se aferrara al compromiso asumido de excedente primario, el país gozaría de un superávit fiscal que promediaría unos US\$1.000 millones anuales hasta el final de la década.



(En el **Anexo #2** planteamos un sendero hipotético del ratio Deuda /PBI en base a esta proyección del resultado fiscal)

Así planteada, la hipótesis de sustentabilidad fiscal tiene asidero y el optimismo respecto a la recuperación de la solvencia del sector público parece bien fundamentado. Sin embargo, existe una pléyade de escépticos que descreen de la perdurabilidad del superávit. El argumento pesimista se sustenta en la idea de que no ha habido ningún cambio de fondo para que la Argentina termine con su larguísimo prontuario de indisciplina en el manejo fiscal. Los escépticos creen que la actual bonanza de las cuentas públicas resulta de la combinación de un cambio temporario de precios relativos y la buena fortuna de un escenario externo favorable (altos precios de commodities y bajas tasas de interés). Consecuentemente, estiman, la bonanza fiscal es una burbuja temporaria predestinada a explotar. O, puesto en términos más llanos, consideran que la idea de sostener a largo plazo un superávit primario cercano a tres puntos del PBI es poco menos que una quimera.

Desde ya, reconocemos en este argumento pesimista cierto asidero: No se puede negar que el actual excedente es favorecido por la presencia de algunos factores temporarios (vigencia de impuestos distorsivos, salarios estatales retrasados, Inversión pública inferior a la necesaria para siquiera mantener la infraestructura básica y muy baja carga de intereses) que no puede esperarse que nos acompañen indefinidamente. Además, dos años de crecimiento económico al 9% aumentaron significativamente la vocación de pago de impuestos. Hay que reconocer, en definitiva, que las cuentas públicas gozan de “viento a favor” y que la disciplina fiscal todavía no ha sido testeada en situación de *stress*.

Sin embargo, más allá de la validez de estos argumentos y del obvio escepticismo al que invita nuestra historia fiscal, creemos que, en efecto, han habido un par de giros significativos. Tales cambios no tienen que ver con lo institucional (no ciframos demasiadas expectativas en la capacidad de contención de desbordes de la Ley de Responsabilidad Fiscal), sino con lo que denominaríamos como “activos intangibles”: concretamente, percibimos un cambio en la valoración política y social de la disciplina fiscal.

El liderazgo kirchnerista tiene unos cuantos vicios cuestionables (de los que ya nos ocuparemos). Pero debemos admitir

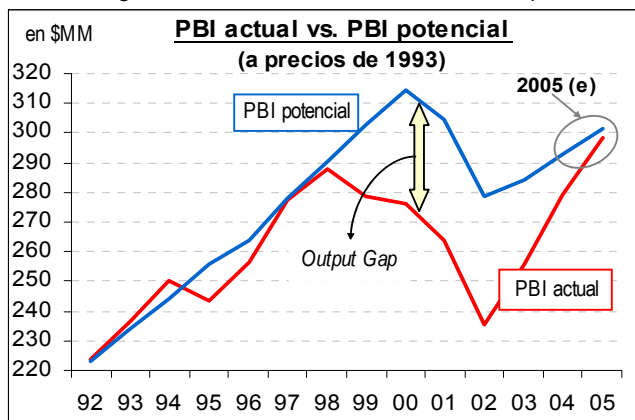
que el Presidente tuvo la lucidez de dejar de lado ciertos prejuicios del progresismo para dotar al superávit fiscal de un significado distinto y novedoso. El excedente ya no es para él una imposición del FMI, sino más bien todo lo contrario: la herramienta para ganar independencia frente a las presiones externas. Kirchner es consciente de que sus desafíos al Fondo sólo son posibles desde la actual holgura fiscal. Y dado que la confrontación con los enemigos externos está en el núcleo de su estrategia de construcción de poder, el superávit fiscal se convierte en un activo absolutamente estratégico que el Presidente se esforzará por preservar.

Advertimos además un cambio de actitud social respecto a la indisciplina fiscal. Evidentemente, a los argentinos nos cuesta apreciar el valor de ciertos activos y los procesos de aprendizaje social suelen requerir hechos muy traumáticos. Así, por caso, necesitamos de Malvinas para valorar la democracia y de la hiperinflación para apreciar el valor de la estabilidad de precios. Pues bien: el *default* y el consecuente colapso han sido por demás elocuentes del costo de los desmanejos en las cuentas públicas. Creemos que la sociedad (o como mínimo, la enorme mayoría de los comunicadores y formadores de opinión) han capitalizado la experiencia y de ahora en más el dispendio fiscal merecerá una condena social y política que los gobernantes no podrán soslayar.

En suma, que exista una firme decisión política de preservar el superávit y que la sociedad presente menor tolerancia a la indisciplina fiscal constituyen a nuestro juicio cambios no desdeñables que nos invitan a creer en que la bonanza de las cuentas públicas puede perdurar, aún en circunstancias menos favorables para el fisco que las actuales. Nuestra sensación, en definitiva, es que el superávit fiscal llegó para quedarse, contingencia que supondría un cambio de paradigma fundamental, casi revolucionario.

2. Perspectivas Inflacionarias

Tres años de recuperación económica (los dos últimos a ritmo muy vigoroso) han ido consumiendo el amplísimo stock de recursos productivos ociosos que había dejado el colapso post-*default*. Con este progresivo achicamiento del *output gap*, era esperable la emergencia de presiones inflacionarias. De hecho, el rebrote inflacionario del 1T05 ha sido interpretado por algunos como el primer atisbo del previsible retorno a las andadas de Argentina en materia de inestabilidad de precios.



Sin embargo, a nuestro juicio están dadas ciertas condiciones que hacen muy improbable el retorno a un régimen de alta

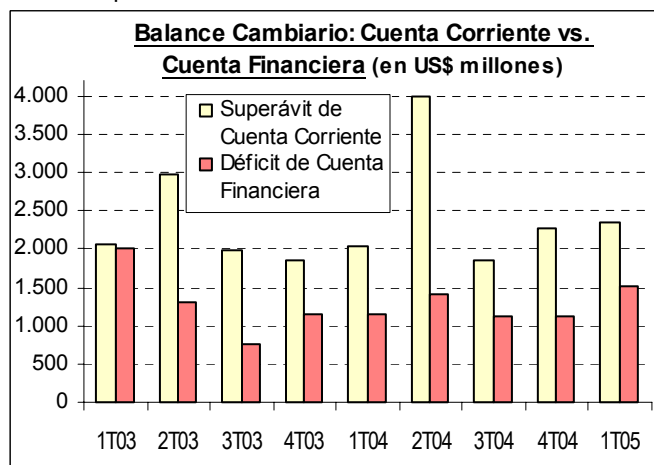
inflación. Puntualmente, la presencia de dos factores nos hace confiar en que existen buenas chances de que la estabilidad de precios sea una conquista perdurable:

- ✓ La Convertibilidad como cuña en la memoria inflacionaria: Los diez años de estabilidad durante los '90 quebraron la inercia alcista de los precios y desterraron las conductas indexatorias que habían contribuido a perpetuar la inflación en décadas pasadas. Si estos mecanismos no se reinstalaron en el 1º semestre de 2002 tras la brutal devaluación, es muy difícil que reaparezcan en los próximos trimestres, a menos que la inflación alcance los dos dígitos y se quede durante varios meses por encima de ese umbral.
- ✓ Disciplina fiscal como ancla anti-inflacionaria: Históricamente, los regímenes de alta inflación en el país estuvieron ligados al financiamiento espurio del déficit fiscal. El superávit (actual y previsto) elimina el principal riesgo de desajustes monetarios.

La actual conducción monetaria no ha sido —a nuestro gusto— todo lo comprometida con la estabilidad de precios como las circunstancias lo exigían. A nuestro entender, mantuvo una política monetaria excesivamente laxa, aún cuando la acelerada contracción del *output gap* venía demandando un freno a la expansión de la oferta de dinero. Pero a pesar del deterioro en la credibilidad del BCRA que supuso el reciente rebrote inflacionario, dudamos que el problema de la inflación adquiera una entidad que conspire letalmente contra el crecimiento. En la medida que se mantenga el superávit fiscal, Redrado debería incumplir de manera flagrante su misión excluyente (la preservación de la buena salud del Peso) para que el país retorne a un régimen de alta inflación.

3. Perspectivas del Sector Externo

Actualmente, las exportaciones son más que suficientes para cubrir las necesidades de divisas (pago de importaciones y salidas por Cuenta Financiera). Prueba de ello son las masivas intervenciones del BCRA tendientes a absorber el exceso de divisas en plaza.



Pero la continuidad del crecimiento económico tendrá su correlato en un progresivo aumento de las importaciones. Además, es posible prever a mediano plazo un aumento en la carga de los servicios de la deuda y de los giros de utilidades y dividendos al exterior. Para que al concretarse esta mayor demanda de divisas la economía argentina no pase a depender

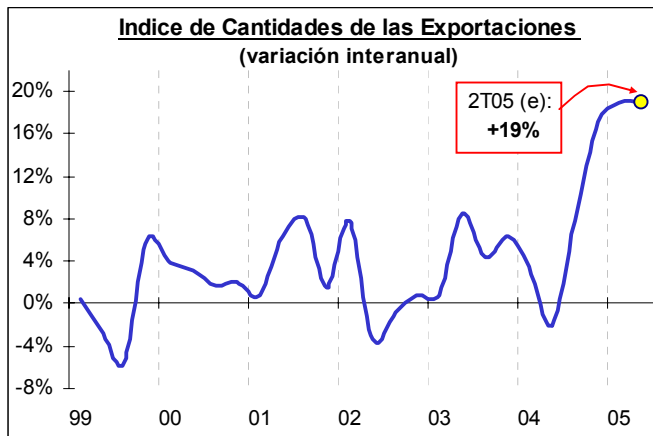
del siempre volátil financiamiento externo, sería necesario gestar un salto exportador. Cabe aclarar que por "salto" entendemos a un ritmo de crecimiento anual no inferior al 10% hasta el 2010. ¿Cuáles son las chances de que las ventas externas alcancen este dinamismo?

Debemos apuntar que la evolución de las exportaciones tras la devaluación no ha sido del todo satisfactoria. Si bien llevamos dos años consecutivos (2003 y 2004) en los que las ventas externas mostraron aumentos superiores al 15%, el grueso de este avance obedeció a una coyuntura favorable de los precios internacionales. En el trienio 2002/ 2004, el crecimiento de las cantidades despachadas (lo que puede considerarse como el componente perdurable del aumento de las ventas externas) fue de apenas un 4% anual promedio.

Indices de Precios, Cantidades y Valor de las Exportaciones
(variación % anual)

	P	Q	Valor
2002	-4%	+1%	-3%
2003	+10%	+5%	+15%
2004	+10%	+6%	+16%

Sin embargo, en los últimos meses se insinuó un cambio saludable de tendencia. El Índice de Cantidades de las Exportaciones comenzó a mostrar variaciones interanuales cercanas al 20%. Daría la sensación de que, con un rezago algo superior a lo esperado, al fin la mayor competitividad cambiaria entregó algo de dinamismo a las cantidades exportadas.



La pregunta que nos planteamos es ¿podrá consolidarse esta tendencia alcista reciente en las cantidades exportadas?

A favor del salto exportador juega la vigencia de un tipo de cambio competitivo y estable, un factor clave con el que hace décadas no contaban los productores argentinos de bienes transables y que otorga un horizonte atractivo y de cierta previsibilidad a las potenciales inversiones orientadas a los mercados externos. Sin embargo, conspiran contra un mayor dinamismo de las ventas al exterior, un set de políticas netamente anti-exportadoras (con las Retenciones como estigma paradigmático) y la falta de gimnasia exportadora en la gran mayoría de los industriales argentinos.

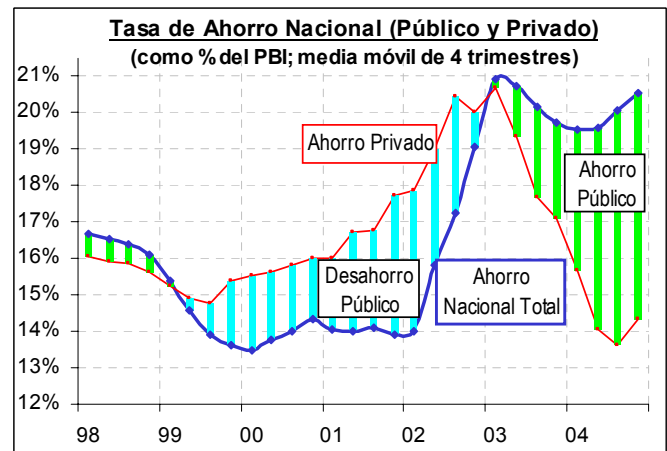
El balance de estas fuerzas sería, a priori, incierto. De todos modos, nuestra íntima sensación en este punto es de relativo pesimismo: dudamos que la Argentina esté protagonizando en los próximos años un verdadero salto exportador que evite que

comience a operar la restricción externa. Si bien no parece ser un cuello de botella inminente, probablemente, hacia el 2008, el país vuelva a demandar el ingreso de ahorro externo para financiar el crecimiento.

(En el **Anexo #3** evaluamos qué sectores tienen chances de erigirse en motores del aumento de las exportaciones)

Habiendo expuesto nuestro relativo pesimismo respecto a la probable aparición de la restricción externa en el mediano plazo, debemos hacer referencia a algunos atenuantes que morigeran el potencial impacto nocivo de esta situación.

En primer lugar, creemos que tanto por su probable magnitud como por sus posibles características, el eventual déficit externo no sería infianciable. Una vez más, el superávit fiscal cumpliría en este punto un rol clave. El país ha mostrado por décadas una muy baja tasa de ahorro nacional, que lo obligaba a buscar ahorro externo para financiar los procesos expansivos. Sin embargo, en la historia de las últimas décadas, el desahorro del sector público era un factor explicativo central de la baja tasa de ahorro. Las perspectivas de mantenimiento del superávit fiscal hacen pensar que, si bien puede llegar a ser necesario el ingreso de ahorro externo, la magnitud del desfase probablemente no sea intimidante. Además, se requeriría ahorro externo para financiar gasto privado, a priori menos improductivo que el público (discúlpenos el prejuicio).



Por otra parte, una serie de factores hacen más improbable una crisis ante el cierre del financiamiento externo

- ✓ El tipo de cambio flexible favorece el ajuste no traumático de un eventual desequilibrio externo.
- ✓ El sistema financiero está desdolarizado, lo que reduce el riesgo de una crisis bancaria frente a un corte del financiamiento proveniente del exterior.
- ✓ La repulsión al *hot money* que muestra la actual administración hace pensar en que se minimizará el ingreso de capitales especulativos, los más rápidos en reaccionar y fugar ante una hipotética reversión del escenario financiero.

En definitiva, no somos demasiados optimistas con respecto a la gestación de un salto exportador que nos independice completamente del ahorro externo. Pero, en la medida que el superávit fiscal se preserve en el tiempo, no vemos que tal ingreso de ahorro externo se convierta, como en épocas pasadas, en un factor de vulnerabilidad y eventual desencadenante de una crisis financiera.

Repasamos a manera de síntesis, las perspectivas a futuro de los principales equilibrios macroeconómicos

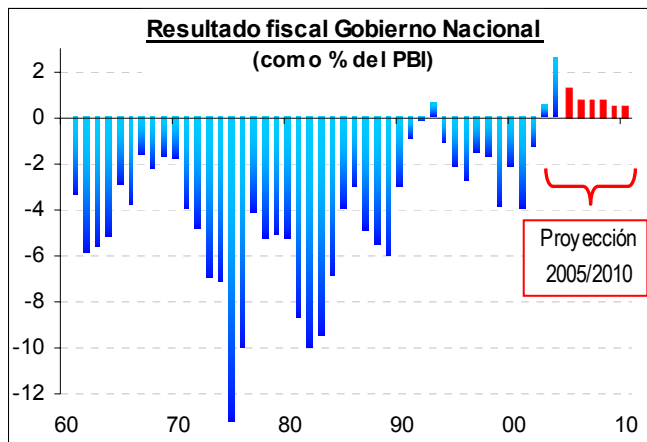
- ✓ **Resultado Fiscal:** El objetivo de preservar el excedente hasta el 2010 luce perfectamente asequible dada la baja carga de intereses prevista. Además, creemos distinguir una firme vocación política y social de defender el superávit.
- ✓ **Estabilidad de precios:** A pesar de los tropiezos recientes, consideramos muy bajo el riesgo de retorno a un régimen de inflación anual de dos dígitos.
- ✓ **Cuentas externas:** La actual holgura se irá contrayendo hasta -eventualmente- extinguirse. De todos modos, por sus probables magnitud y carácter, el déficit externo no sería inabarcable, ni sería un pasaporte sin escalas a una crisis financiera.

Creemos, en suma, que hay buenas chances de que el actual escenario de consistencia macroeconómica se preserve, como mínimo, hasta el Bicentenario. El cumplimiento de los equilibrios macroeconómicos básicos durante prácticamente una década completa supondría un cambio de paradigma revolucionario con respecto a la conducta nacional prevaleciente durante gran parte del siglo XX. Al inmunizarse por esta vía contra la gestación de la próxima crisis financiera, el país estaría dando un gran paso adelante en el objetivo de ingresar a un sendero de crecimiento sostenido.

No podemos cerrar este tramo del trabajo sin volver a destacar el rol central que le cabe al superávit fiscal en la generación del escenario virtuoso. El mantenimiento del excedente en las cuentas públicas...

- ✓...permitiría, desde ya, la recuperación de la imagen de solvencia del sector público, eliminando acaso al principal factor desestabilizador que asoló al país por décadas;
- ✓...oficiaría de poderosa ancla anti-inflacionaria, al anular la principal fuente de desajustes monetarios: el financiamiento espurio del fisco;
- ✓...y, finalmente, reforzaría el otrora escaso ahorro nacional, reduciendo nuestra crónica dependencia del ahorro externo.

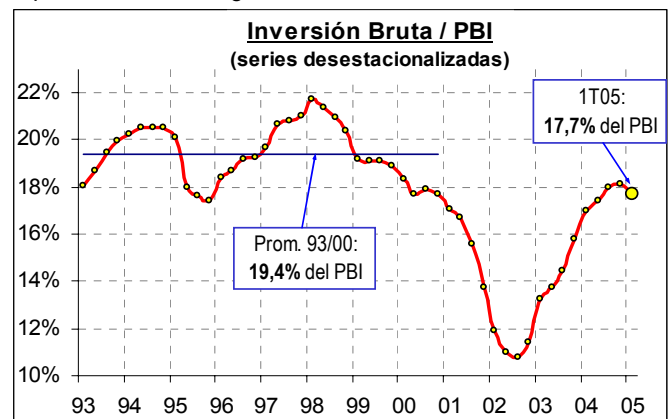
La perspectiva de la preservación de un superávit fiscal hasta el final de la década se convierte así en piedra basal de nuestro optimismo de largo plazo respecto a la evolución de la economía argentina.



Las razones para el escepticismo

Tal como hemos expuesto, la actual coyuntura presenta por primera vez en décadas ciertas condiciones imprescindibles para evaluar proyectos de largo aliento. Con la buena salud de la macro evitando que se incube la próxima crisis financiera, el país se quita de encima la principal fuente de incertidumbre que había oscurecido el clima de negocios durante la segunda mitad del siglo pasado. En este contexto, podía imaginarse un fuerte crecimiento de la Inversión, desde el momento que ésta variable reclama previsibilidad como insumo clave y, por lo dicho, las actuales condiciones son inéditas en tal sentido.

Sin embargo, debemos reconocer que en los últimos trimestres la Inversión ha mostrado un comportamiento decepcionante. Durante 2003, la variable había protagonizado una recuperación muy vigorosa; el ratio Inversión /PBI creció nada menos que 4,4 puntos en el año (de 11,4% a 15,8%). Sin embargo, al ingresar a 2004, la Inversión registró una sensible desaceleración en su ritmo de crecimiento. La tendencia al estancamiento quedó plenamente ratificada en el dato recientemente reportado del 1T05 en el que se registró el primer retroceso del ratio Inversión / PBI desde el inicio de la recuperación; dicho ratio cayó a 17,7%, muy lejos de los 21 ó 22 puntos del producto que -se estima- debiera representar la Inversión si aspiramos a que la economía argentina crezca de manera sostenida.



En este punto debemos detenernos y preguntarnos: ¿por qué se frenó el crecimiento de la inversión si el contexto macroeconómico presenta una bonanza inédita? ¿Qué cuestiones generan desconfianza en los hombres de negocios y los inhiben de lanzarse a un más agresivo proceso de inversiones?

Si hasta aquí nos hemos concentrado en los factores que invitan al optimismo, en lo sucesivo nos dedicaremos a recorrer las diversas razones que estarían operando en los empresarios como freno a su apetito inversor. Sin embargo, antes de ingresar en el recorrido por los factores que afectan al clima de inversión (que por cierto, no son pocos), nos permitiremos discutir una cuestión adicional. La desafiante hipótesis que intentaremos defender es que la Inversión no creció todo lo que era esperable, en parte, por el desconocimiento entre los empresarios del valor que adquiere para la economía el activo de una macro sana.

En lo que va de este informe, pero también en gran parte de los reportes que fuimos emitiendo desde la salida de la Convertibilidad, hemos dado cuenta de la importancia crucial que asignamos al cambio revolucionario que supone la buena salud que muestra la macroeconomía. Nuestro optimismo de

larga data se apoya básicamente en lo novedoso de esta auspiciosa situación. Sin embargo, humildemente, debemos decir que durante bastante tiempo nos hemos sentido en relativa soledad, tanto en lo que respecta a nuestra ponderación de la importancia que adquiere el respeto de los equilibrios macroeconómicos básicos, como, naturalmente, en el consecuente optimismo. Hasta no hace mucho, la gran mayoría de los economistas locales solía soslayar este dato, o bien preferían enfatizar de manera sistemática el peso de otras variables que afectan al clima de negocios (a las que, en breve, nos referiremos). Con el consenso de los asesores económicos mirando hacia otro lado, no es extraño que muchos hombres de negocios no hayan tomado conciencia del cambio radical que se estaba verificando en la economía local y que suponía un giro sumamente auspicioso en las condiciones para la Inversión. De allí que nos animemos a decir que el escaso dinamismo de la Inversión sea atribuible, en parte, al desconocimiento por parte de muchos empresarios de este cambio de paradigma en la economía local.

Existe sin embargo otro grupo de analistas/ hombres de negocios que sí reconocen la importancia de la buena salud de la macro, pero que no comparten nuestro optimismo respecto a su perdurabilidad. Son aquellos que recurren a la palabra "burbuja" para caracterizar a la actual situación fiscal; aquellos que destacan el peso de los factores temporarios en la consecución del superávit; aquellos que creen que los argentinos somos incorregibles y que cuando el "viento a favor" se revierta, la disciplina en el manejo de la macroeconomía se derrumbará como un castillo de naipes.

Esta posición es, desde ya, mucho más respetable que aquella que directamente ignora o menosprecia la importancia del respeto de los equilibrios macroeconómicos. Y es también mucho más difícil de rebatir. Nosotros hemos expuesto las razones por las que creemos que el superávit fiscal habría llegado para quedarse; los motivos por los que confiamos en que la inflación no se convertirá en un problema de entidad desestabilizadora y los argumentos que nos hacen creer que el frente externo tampoco será un cuello de botella insuperable (aunque desconfiemos de la concreción de un salto exportador). Pero admitimos de todos modos, que la perdurabilidad de la buena salud macro es materia absolutamente opinable y que sólo el tiempo dirimirá si estamos o no en lo cierto.

Lo que está claro es que quien desconfíe en la capacidad de la clase dirigente local para mantener un superávit fiscal, preservar la estabilidad de precios y promover un salto exportador, tiene fundadas razones para abstenerse de llevar adelante proyectos de inversión de maduración de largo plazo. Pues en caso que esté en lo cierto, el país seguiría estando expuesto al viejo patrón de crisis recurrentes en el que resulta inimaginable un proceso de expansión sostenida.

Tras esta breve digresión, retornamos al tema propuesto. Es decir, a desarrollar la idea de que quizás, una macro sana sea una condición suficiente para no caer en una crisis, y también una condición necesaria para ingresar en un sendero de crecimiento sostenido, pero acaso no sea una condición suficiente para depositarnos en este sendero. Evaluaremos en lo sucesivo las razones por las que una macro sana puede no estar bastando para gatillar un salto en la inversión.

1. Las dudas que plantea el liderazgo político:

La influencia del liderazgo político que encarna el Presidente Kirchner sobre la economía es una cuestión sumamente controvertida y todavía abierta. De hecho, nuestra propia percepción sobre el particular ha ido mutando con el tiempo, a partir de los diversos matices que fue mostrando el comportamiento presidencial y de las sucesivas fases que fue superando el propio proceso de recuperación económica.

En una primera instancia, cuando a poco de asumir, el Presidente nos sorprendió con un discurso sumamente ácido para la comunidad de negocios, con una marcada hostilidad hacia la noción de rentabilidad y aristas intervencionistas, temimos que su injerencia podía ser muy negativa para la evolución de la economía. Sin embargo, rápidamente dejamos de lado esta presunción. Más allá de la heterodoxia de su discurso, los empresarios no podían quejarse de que la acción oficial tuviera impacto alguno en sus Estados de Resultados (con la consabida excepción de algunos sectores puntuales como servicios privatizados o petroleras). Y hay que reconocerle en cambio al Presidente algunos méritos que coadyuvaron a la notable *performance* económica de 2003 y 2004:

- ✓ Tuvo el buen tino de preservar en su cargo a Lavagna, lo que le aseguró al país un piso de racionalidad económica.
- ✓ Con su presteza y capacidad para acumular poder, supo disipar uno de los temores pendientes con potencial impacto nocivo sobre la economía: el riesgo de un déficit agudo de gobernabilidad.
- ✓ Finalmente -su mérito principal- fue un guardián celoso de la disciplina macroeconómica, especialmente por el empeño puesto en la obtención de un superávit primario record; así despejó la principal fuente de incertidumbre que solía crispas la situación financiera.

Por todas estas razones, ocurrió lo aparentemente inexplicable: que bajo una conducción kirchnerista que despotricaba contra los empresarios, desafiaba al FMI y frecuentaba interlocutores con ideas anti-capitalistas, el país haya disfrutado de dos años consecutivos de crecimiento económico al 9% anual.

De todos modos, pasó el tiempo y, por razones diversas, la figura de Kirchner comenzaría a tener una injerencia nociva creciente en la economía. Por un lado, y aunque parezca paradójico, notamos ahora en el Presidente una actitud menos constructiva hacia la economía que en el inicio de su gestión. Quizás Kirchner haya moderado su discurso y sus diatribas contra el empresariado son hoy más espaciadas que entonces. Pero, en contrapartida, ha tenido otros gestos acaso más dañinos para el clima de negocios, que ni siquiera el formidable resultado logrado con la reestructuración de la deuda llega a contrarrestar.

En primer lugar, lo vemos menos comprometido con la disciplina macroeconómica que en trimestres anteriores; no porque hayamos notado alguna relajación en la austeridad fiscal (lo cual hubiese sido un evento de gran gravedad), sino porque algunas decisiones suyas pusieron en riesgo a la estabilidad de precios. La insistencia en el recurso de los aumentos salariales por decreto y la desprejuiciada influencia que el gobierno tiene en el manejo cambiario (y por ende monetario) del BCRA fueron actitudes kirchneristas que tuvieron un rol significativo en la gestación del rebrote inflacionario del 1T05.

En segunda instancia, hubo un hito que se convirtió en un golpe letal al clima de negocios: cuando en marzo de este año,

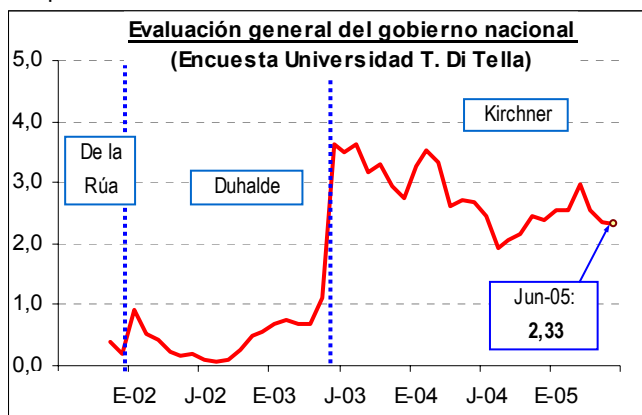
grupos de piqueteros apañados por el gobierno bloquearon violentamente estaciones de servicio de la Shell, el empresario local se espantó sobresaltado: la propensión a la arbitrariedad del kirchnerismo había llegado a niveles peligrosamente elevados y se pasaba a un contexto económico en el que todo parecía valer en la medida que la rentabilidad política lo justificara. Si bien el Presidente luego intentaría despegarse del hecho, el daño ya había sido irreparable.

Hay que decir por otra parte, que estas actitudes de Kirchner que espantan inversores cobran mayor relevancia en la fase del ciclo económico a la que ha ingresado el país. Ahora que la economía dejó atrás la etapa de recuperación y procura internarse en un proceso de crecimiento; ahora que los recursos productivos ociosos ya resultan mucho más escasos y que no se puede seguir fogueando la expansión mediante el fomento del Consumo, la Inversión se ha convertido en la variable absolutamente determinante del ritmo de expansión. En este contexto, el desdén de Kirchner por la atracción de inversiones -una tarea a la que se abocan con fruición los líderes de todo el mundo- adquiere una preocupante dimensión negativa.

En suma, con su sesgo intervencionista y su propensión a las arbitrariedades, el Presidente reintrodujo la incertidumbre que, paradójicamente, había contribuido a disipar con la gestación de una macro saludable y la restauración de un contexto de gobernabilidad. Para muchos hombres de negocios, la figura de Kirchner se convirtió en un factor disuasivo de peso a la hora de pensar inversiones en el país. En consecuencia, el liderazgo de Kirchner constituye hoy un lastre para la economía que, indudablemente, resta vigor al ritmo de crecimiento.

Ahora bien: si estamos comprometidos en un análisis prospectivo hasta el 2010, necesariamente debemos otear el horizonte político y preguntarnos acerca de qué nos puede deparar el futuro. En principio, no consideramos probable un cambio de actitud en Kirchner. El Presidente se hace fuerte en sus ataques al "poder económico" y a los agentes de presión externos (v.g. el FMI). Por ende, es muy probable que continúe generando desconfianza y aun rechazo en una parte importante de la comunidad de negocios local.

De todos modos, camino al Bicentenario nos topamos con las elecciones generales del 2007. ¿Tendrá Kirchner en ese punto la chance que no disfrutó en 2003 de revalidar su liderazgo en las urnas? Una lectura lineal de sus niveles actuales de popularidad haría pensar en que todo está planteado para una tranquila reelección de Kirchner.



Sin embargo, más allá de sus elevados índices de aceptación en la actualidad, hay varios otros temas a tener en cuenta que invitan a dejar abierta la posibilidad de que en 2007 pueda haber un recambio presidencial:

- ✓ En primer lugar, el presidente declaró en una entrevista en 2004 (diario Clarín) que no se candidatearía a una reelección. La confiabilidad de la clase política argentina es bajísima y bien puede desdecirse en el futuro, pero aquella confesión no puede dejar de ser tenida en cuenta.
- ✓ Su exitosa estrategia de consolidación del poder se basó en la confrontación; hoy son demasiados los personajes e instituciones cuestionados y despechados por Kirchner; y si bien en la actualidad están obligados a permanecer recluidos, aguardan agazapados a una situación de menor debilidad relativa para devolverle los golpes.
- ✓ Si bien somos optimistas y creemos que la economía seguirá creciendo, culminó la etapa de expansión a un ritmo del 9% anual; con ella, también terminaron las ganancias fáciles de popularidad del gobierno.

Por todas estas razones, la hipotética reelección de Kirchner en 2007 no puede darse por descontada. Dicho lo cual, debemos abocarnos a intentar develar la incógnita: si no necesariamente será Kirchner, ¿quién podría sucederlo?

Sospechamos que el próximo presidente no surgirá de ninguna de las opciones que hoy emergen como oposición. Dudamos que el frente de centro-derecha en formación (López Murphy – Macri- Sobisch) sea capaz de articular una real alternativa de poder. Mucho menos puede esperarse de Elisa Carrió y los rezagos del radicalismo. Por ende, los potenciales adversarios del kirchnerismo habría que buscarlos, una vez más, en las filas del propio Justicialismo.

Puestos a especular, consideramos que el Ministro Lavagna, si se lo propusiera, podría erigirse en un potencial adversario electoral de sumo cuidado para Kirchner: presenta índices de popularidad comparables a los del Presidente, pero cuenta a su favor con muchos menos detractores y enemigos acérrimos. Además suponemos que una buena mayoría de los caudillos justicialistas del interior (comenzando, desde ya, por Duhalde) podrían inclinarse por apoyar a Lavagna, frente a un Kirchner que los ignoró en demasiadas oportunidades.

Evidentemente, una hipotética presidencia de Lavagna removería en buena medida el lastre que supone para la economía un Presidente con poco *feeling* con la comunidad de negocios. De todos modos, estas especulaciones pueden resultar ociosas pues no hay todavía ninguna certeza (apenas indicios) de la vocación presidencial del Ministro y es muy dudoso su eventual interés en competir con Kirchner. En rigor, la señal más fuerte de que Lavagna podría tener apetencias electorales es el encomio con que el ala política del gobierno trabaja para esmerilar su capital político.

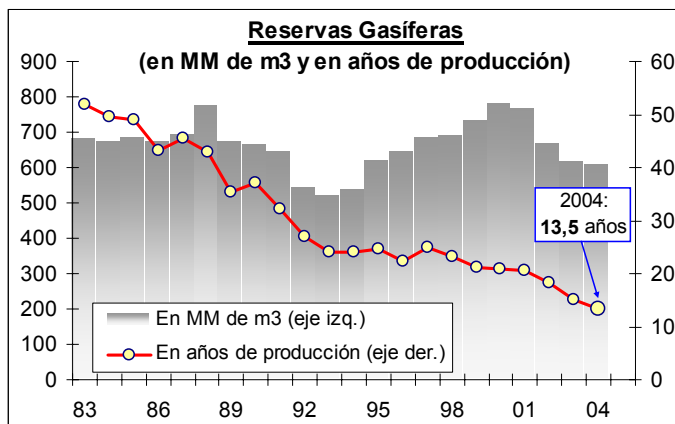
En definitiva, de aquí al 2007, habrá que monitorear atentamente los movimientos en el tablero político local, por cuanto aquellas elecciones pueden ser un determinante crucial del ritmo de crecimiento económico de largo plazo.

Resumiendo, la economía deberá seguir lidiando con un liderazgo político no demasiado constructivo por lo menos hasta el 2007. Las chances de que este período se prolongue hasta el 2011 no son despreciables.

2. La incertidumbre respecto al abastecimiento energético:

Desde 2003, el país flirtea con la amenaza de una crisis energética. Con alguna dosis de fortuna (clima favorable) y no pocos recursos fiscales, se ha logrado sortear con relativo éxito el escenario de parálisis económica por déficit de energía. De todos modos, la ausencia de soluciones estructurales y las consecuentes dudas que siguen existiendo respecto a la fluidez del abastecimiento energético futuro continúan siendo un factor disuasivo importante para la radicación en el país de inversiones industriales intensivas en energía.

La principal incógnita en el panorama energético nacional de largo plazo pasa por la disponibilidad del gas natural. Confiamos en lo que se suponía una dotación amplísima del recurso, los argentinos hemos volcado excesivamente durante los '90 nuestra matriz energética hacia el gas. Creció su importancia en la generación de energía eléctrica y su uso industrial; aumentaron sus exportaciones e inclusive, se impuso como combustible de uso vehicular en la modalidad GNC. Sin embargo, el paso del tiempo ha demostrado que la dotación del recurso no era tan abundante como se presumía. El uso muy intensivo del gas sin que aparecieran nuevos yacimientos ha hecho bajar dramáticamente las reservas nacionales del insumo energético clave. Si veinte años atrás, las reservas nacionales representaban cincuenta años de producción, hoy el ratio Reservas / Producción apenas supera los trece años. Además, si bien es cierto que los esfuerzos en exploración han sido muy pobres en los últimos años, los expertos del sector sospechan que la Argentina ya es un país maduro en la explotación de hidrocarburos y que difícilmente aparezcan nuevos yacimientos "salvadores".



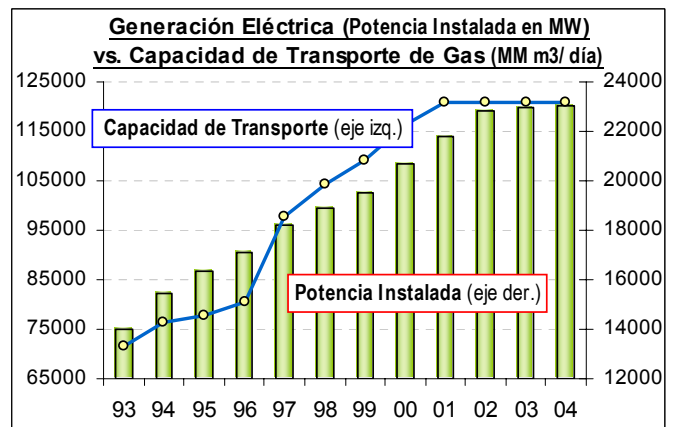
El gas es un recurso que, por sus costos de transporte, solo es transable en distancias internacionales relativamente cortas. Por ello, las alternativas de provisión hay que buscarlas en "el barrio". Precisamente, Argentina tendría a mano una fuente muy abundante del fluido; las reservas de su vecina Bolivia permitirían abastecer el consumo de todo el Mercosur durante más de veinte años. Pero los problemas políticos bolivianos ponen en serias dudas su confiabilidad como proveedor. Por otra parte, en las últimas semanas se ha comenzado a hablar del potencial gasífero de Perú y de la posibilidad de conformar un "anillo energético" regional con el concurso de Chile. Pero las reservas peruanas distan de ser lo suficientemente importantes como para convertirse en un jugador de peso (aunque los expertos admiten que allí los esfuerzos de exploración están en sus primeras etapas y hay margen para sorpresas).

Gas Natural en América Latina: (en miles de millones de m³)

	Reservas			Producción anual	Consumo anual
	Probadas	Probables	Posibles		
Argentina	605	289	n/d	45	38
Bolivia	748	616	427	9	1
Brasil	245	106	n/d	11	19
Perú	244	205	353	2	1
Chile	34	n/d	n/d	1	8

En definitiva, el gas ya no sobra y no está claro que en un futuro pueda conseguirse a precios razonables en la región. Sin embargo, a pesar de la evidencia de que es un recurso crecientemente escaso, su demanda sigue estando exacerbada por un esquema de precios relativos distorsionado en el que razones políticas impiden el sinceramiento de la escasez.

De todos modos, la previsible escasez del insumo clave no es la única fuente de incertidumbre respecto al abastecimiento energético de los próximos años. El déficit de inversión en infraestructura básica plantea otros inconvenientes. En el pasado invierno ya quedó en evidencia que sin inversión en carísimos gasoductos, la limitada capacidad de transporte del fluido constituye un severo cuello de botella (aún cuando el gas estuviera disponible). Y si bien no se prevé un déficit inminente, la potencia instalada de generación eléctrica también resulta escasa para una economía en expansión.



Esta incertidumbre respecto al abastecimiento futuro de energía que, en principio, no es ajena a muchos otros países en el mundo (son pocos los que pueden afirmar con certeza que disponen de energía en abundancia), se potencian en nuestro país por los vicios de la política energética oficial. La administración Kirchner ha optado hasta ahora por un esquema de abierta confrontación con las empresas del sector, en el que las inversiones surgen de la compulsión antes que de la persuasión y de las señales de precios adecuadas. No es claro que este método sea el más indicado para que la oferta energética crezca todo lo rápido que una economía en expansión requeriría.

En síntesis, hoy podemos asegurar que ya no somos un país con la ventaja competitiva de un abastecimiento energético abundante y barato. De todos modos, ni siquiera el objetivo más modesto de contar con energía segura (aunque sea cara) está garantizado: su resolución satisfactoria dependerá del dudoso éxito del peculiar enfoque de política energética que lleva adelante la administración Kirchner.

3. La inseguridad jurídica

La historia argentina de las últimas décadas ofrece a los inversores un argumento de peso para descartar el país como eventual destino de sus fondos: con asombrosa regularidad, un par de veces por década, los argentinos padecemos una feroz crisis, en la que las reglas de juego se subvierten completamente, e inclusive los derechos de propiedad suelen ser puestos en tela de juicio. Naturalmente, esta curiosa costumbre de los argentinos dista de constituir un contexto apropiado para hundir capital a largo plazo.

La notable recurrencia de este fenómeno lleva a uno a preguntarse si no existirá una tendencia innata en los argentinos a incurrir en rupturas de contratos y violaciones de las reglas de juego. No descartamos en absoluto esta hipótesis (más aún: el desdén que a diario los argentinos mostramos por pautas básicas de convivencia ciudadana tenderían a ratificar esta presunción). Sin embargo, el análisis de la existencia de este rasgo cultural en el ser nacional excede holgadamente los alcances de este informe, por lo que dejamos esta tarea a los sociólogos.

Sin perjuicio de lo expuesto, tenemos la sensación de que los argentinos tenemos una oportunidad histórica en la actual coyuntura para comenzar a recuperar credibilidad y estabilidad institucional. El primer paso es comprender que la alarmante inseguridad jurídica de las últimas décadas se ha nutrido en gran medida de la indisciplina en el manejo de la macroeconomía. Más aún: nos animamos a afirmar que el quiebre recurrente de las reglas de juego tuvo en general menos de capricho que de imperio de las circunstancias.

Nuestra hipótesis sostiene que no hay arreglo institucional que permita prevenir crisis financieras y la consecuente ruptura masiva de contratos si las políticas económicas subyacentes siguen siendo manifiestamente inconsistentes. Así como no se puede legislar contra la ley de la gravedad, tampoco puede esperarse que el mero dictado de leyes baste para evitar un colapso, si éste se viene gestando desde hace tiempo por la persistente indisciplina en el manejo de la economía.

Tomemos, por caso, la crisis de fines de 2001. En esa oportunidad, las leyes de Convertibilidad y de intangibilidad de los depósitos estaban condenadas a convertirse en letra muerta, por cuanto los desequilibrios macroeconómicos que se venían acumulando hacían inviable su vigencia. En otros términos, cuando en diciembre de 2001, la corrida bancaria se lanzó sin freno posible, el dólar ya había dejado de valer un peso y la posibilidad de los bancos de responder por el total de las colocaciones en moneda extranjera se había convertido en una utopía.

A nuestro juicio, la clave para terminar con esta secuencia maníaca de violaciones al derecho de propiedad tiene menos que ver con un improbable giro cultural que nos haga a los argentinos más respetuosos de las leyes que con evitar las condiciones que conducen a la gestación de una nueva crisis financiera. Una vez más, la actual coyuntura caracterizada por el respeto de los equilibrios macroeconómicos básicos se convierte en una bendición con derivaciones insospechadas. Puesto en otros términos, la macro sana bien puede convertirse en un insumo clave en la reconstrucción de un clima de seguridad jurídica y respeto de los contratos.

Claro que el país no sólo tiene que remontar el lastre de ese pasado que nos condena. Poco contribuye en el presente,

cierta propensión a la arbitrariedad y a la manipulación de las reglas de juego que se advierte en la Administración Kirchner, vicio en el que sí hay más de capricho que de imposición de las circunstancias. Este vicio oficial quizás pueda explicarse por la peculiar concepción de la "seguridad jurídica" que posee nuestro Presidente. Tiempo atrás aseguró: "Este gobierno será el que más respete la seguridad jurídica. Todas mis promesas serán cumplidas". Evidentemente, el Presidente tiene en mente una definición demasiado restringida del concepto. Por "seguridad jurídica" no puede entenderse tan solo el cumplimiento a las promesas de la gestión en curso, sino -y sobre todo- el respeto a la continuidad jurídica del Estado y la asunción como propias de las obligaciones contraídas por sus predecesores. En todo caso, tales compromisos podrán cuestionarse por incumplibles en las circunstancias que le tocan (como, por caso, el pago de la deuda pública en *default*); pero no desconocer su existencia.

En síntesis, nuestro funesto historial en materia de ruptura de las reglas de juego es, de por sí, un motivo de desconfianza entre los inversores. Pero confiamos en que el mantenimiento de la disciplina macro evitará un nuevo episodio traumático que fuerce otro quiebre de la institucionalidad. De concretarse esta hipótesis, la noción de seguridad jurídica podría ir restaurándose progresivamente. No obstante, debemos reconocer que la Administración Kirchner, con su propensión a las arbitrariedades, también aporta una cuota no despreciable a la sensación imperante de desprecio por la estabilidad institucional.

4. La degradación del stock de capital humano

La agudización del proceso de decadencia de la economía local que se fue verificando en el transcurso de las tres últimas décadas tuvo su correlato en un dramático deterioro de las condiciones sociales. A pesar de alguna mejora marginal registrada entre 2003 y 2004, el país sufre hoy con casi un 29% de la población activa adoleciendo de severos problemas laborales; un 43% de la población viviendo por debajo de la línea de pobreza, y un marcado aumento de la inequidad, con el ingreso del 10% más rico representando casi 32 veces el ingreso del 10% más pobre (tal múltiplo era de apenas 8 hace treinta años). De más está decir que el drama de la erosión de la dignidad humana en vastos sectores de la sociedad condenados a la marginalidad (o, peor aún, a la invisibilidad) trasciende la frialdad de las estadísticas.

Indicadores sociales (1974 / 2004)

	1974	1984	1994	2004
Desocupación + Subocupación	9,2%	10,2%	21,8%	28,7%
Pobreza		5,0%	16,1%	42,7%
Ingresos 10% más rico				
Ingresos 10% más pobre	8,1	14,5	16,5	31,8

Este acelerado deterioro de las condiciones sociales no sólo es lamentable en sí mismo. A los efectos de este trabajo en el que analizamos las perspectivas económicas de largo plazo el fenómeno también adquiere una relevancia obvia, pues la degradación del stock de capital humano que supone semejante aumento de las tasas de pobreza y marginalidad reduce

el crecimiento económico potencial y las chances futuras de desarrollo.

El proceso de formación de capital humano parece estar fallando particularmente en un punto en el que -años ha- la Argentina se destacaba claramente (al menos en el plano regional): la calidad educativa. El deterioro de la educación en el país no sólo tiene que ver con las obvias dificultades y la menor receptividad que encuentra la tarea de los educadores en un contexto social cada vez más hostil. La merma de la calidad educativa también tuvo que ver con decisiones políticas que hoy lucen cuestionables. En 1995, la Administración Menem puso en marcha el Plan Federal de Educación, un programa con el que se pretendía universalizar la educación básica a través de la extensión del período de escolaridad obligatoria. Sin embargo, a los efectos prácticos, la reforma fracasó miserablemente, pues derivó en una evidente relajación de los estándares de exigencia y, a la sazón, en una sensible reducción de la calidad educativa. Si bien resulta difícil la corroboración estadística de este fenómeno, la evidencia anecdótica que transmiten docentes con vasta experiencia en cátedras universitarias lo certifica debidamente.

De todos modos, hay una luz de esperanza de cara al futuro. Así como hemos cuestionado sus vicios, hay que reconocerle a la Administración Kirchner una preocupación superior a la de sus predecesores con respecto a la problemática educativa. Daniel Filmus parece ser un muy buen Ministro de Educación que aspira a devolverle a su área de influencia la importancia que merece y que, en principio, cuenta con el respaldo político y los recursos necesarios para llevar adelante sus proyectos. De hecho, Filmus acaba de presentar en el Congreso una iniciativa para llevar la inversión en Educación al 6% del PBI en el 2010 (en la actualidad: 4,2%).

De todos modos, el daño infringido al stock de capital humano por tantos años de decadencia económica y por los desmanes en la política educativa, sólo podrá ser reparado por una tarea muy paciente y sostenida de revalorización de la materia.

En el interin, queda claro que aquella clase media mayoritaria y bien instruida que caracterizaba a la Argentina y la dotaba de una clara ventaja competitiva regional, ha pasado a ser -en buena medida- parte del pasado. Existen sí, unos cuantos bolsones de talento y excelencia, pero que no alcanzan la masividad y el fulgor de antaño.

5. La incierta vocación emprendedora de la clase empresarial argentina

Debemos hacer referencia finalmente a un último punto que nos invita a morigerar nuestro optimismo de largo plazo. No se trata ya de un factor exógeno condicionante del clima de negocios, como podían ser las dudas que plantea el liderazgo kirchnerista, la incertidumbre respecto al abastecimiento energético o la sensación imperante de inseguridad jurídica. Consiste más bien en lo que aparenta ser una limitante que afecta a quienes debieran protagonizar el proceso inversor que permitiría conducir al país hacia un estadio de mayor desarrollo. Concretamente, nos permitimos dudar de la vocación y la capacidad de la clase empresarial nacional de llevar adelante el esfuerzo de acumulación de capital necesario para que el país crezca en forma sostenida.

Estas dudas encuentran su justificativo en al menos un par de razones. En primer lugar, la escasa gimnasia que tienen los empresarios nacionales en la planificación a largo plazo, pieza clave del proceso de acumulación. Por décadas, el patrón de crisis financieras recurrentes ha obligado a la burguesía nacional a enfocar sus esfuerzos de manera prioritaria en la atención de la coyuntura para ponerse a resguardo de la previsible debacle. Este contexto los empujaba a un esquema de negocios muy conservador, en el que las apuestas a largo plazo estaban vedadas, y en donde solían exigirse altísimas tasas de recuperación a los proyectos de inversión que se llevaran adelante. Ahora que la macro sana remueve la causa excluyente de gestación de las crisis recurrentes, está por verse si el empresariado local logra (¿pretende?) readaptarse y dejar de lado la visión cortoplacista para asumir el compromiso más exigente y menos seductor de trabajar a largo plazo.

Las dudas respecto a la vocación emprendedora de buena parte del empresariado local no sólo son atribuibles a la virtual perpetuación de circunstancias desfavorables para las apuestas de largo aliento. Algunos autores (por caso, el fallecido Jorge Sábato) se animan a identificar también razones culturales o históricas que coadyuvaron a la formación y arraigamiento de este estilo de dirección empresarial. Se le suele atribuir a vastos sectores del empresariado nacional una marcada vocación rentista y cierta preferencia por la especulación financiera en detrimento de la inversión productiva. Este tipo de conductas encontraría sus orígenes en la actitud pasiva propia de la vieja clase terrateniente, que con el tiempo habría ido ganando a otros sectores de las élites empresariales.

En definitiva, lo cierto parece ser que, sea porque las circunstancias históricas así lo imponían, o por una pauta cultural que se preservó en el tiempo, el empresariado nacional se ha ido acostumbrando a las ganancias fáciles y demandantes de escasa inversión. Naturalmente, se trata este de un factor muy poco constructivo para las chances de crecimiento económico sostenido a largo plazo.

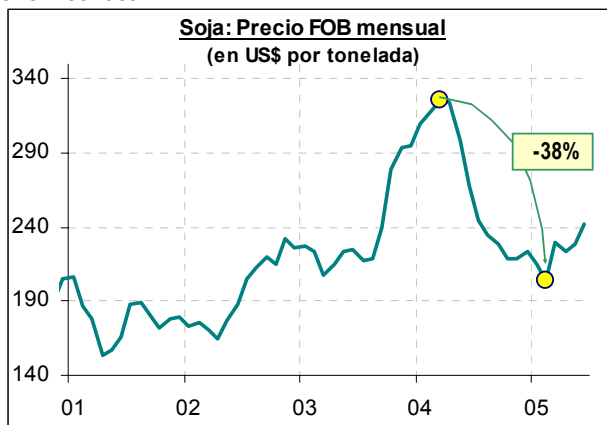
En los últimos trimestres, presenciamos un comportamiento frustrante de la inversión, y hemos encontrado en Kirchner, la falta de gas y la inseguridad jurídica las excusas perfectas para justificar esta evolución decepcionante de la variable clave para el proceso de desarrollo. La duda que nos abruma es la siguiente: Supongamos que Kirchner nos sorprendiera con un súbito giro pro-negocios o, acaso más probable, que en el 2007 lo sucediera un presidente con un discurso económico bastante menos ácido, que preservara la buena salud de la macro y disipara los temores de desabastecimiento energético. En ese hipotético escenario *dorado*, el empresariado nacional, ya sin excusas ¿aprovecharía la oportunidad para lanzarse de lleno a invertir?

Desde ya, conocemos unos cuantos casos auspiciosos de empresarios argentinos emprendedores. Pero está por verse si apenas constituyen las excepciones que confirman la regla. Por ello, creemos que las dudas que despierta la capacidad de la burguesía nacional para llevar adelante el proceso inversor que nos conduzca al crecimiento sostenido se convierte en un factor de peso a la hora de morigerar el optimismo respecto al futuro de la economía local.

La influencia del contexto internacional

A esta altura del trabajo, a muchos puede llegar a llamarles la atención que no hayamos hecho referencia más que tangencialmente a la influencia del contexto internacional sobre la economía local. Particularmente sorprendidos estarán aquellos que consideran que la notable performance económica del 2003 y 2004 descansó primordialmente en una bonanza extraordinaria del escenario externo, una idea que encuentra no pocos adeptos. En efecto, para varios observadores de la realidad nacional, el alto precio de los commodities agrícolas ha sido la causa excluyente de la fortísima recuperación del nivel de actividad. La supuesta soja-dependencia se llegó a exigir hasta el paroxismo, a punto tal que un matutino económico tituló a comienzos de 2004 "La Argentina hoy es soja".

No negamos la importancia del contexto internacional para la evolución de una economía pequeña como la Argentina. Y desde ya, reconocemos que el escenario externo ofreció un estimable *viento a favor* que agregó vigor a la recuperación, en especial a partir de los altos precios agrícolas. De todos modos, creemos que la importancia de este factor ha sido exagerada. No creemos que haya sido el determinante excluyente de la notable performance en 2003 y 2004. Una primera prueba de ello la da el hecho que en el 2º semestre del año pasado el precio de la soja se derrumbó y, sin embargo, ese período coincidió con una violenta aceleración del ritmo de crecimiento económico local.



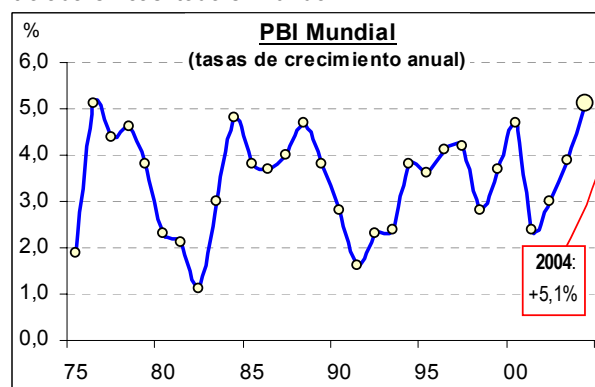
Creemos también que se sobreestima la importancia fiscal de la soja. Las retenciones al complejo sojero sumarían unos US\$1.500 millones en 2005 (0,9% del PBI). Suponiendo su no vigencia en el año en curso, el superávit primario caería a 2,7% del PBI (sin contar el consecuente aumento en Ganancias por la mejora en la rentabilidad del sector). Vale decir, sin las retenciones a la "diosa soja", el fisco perdería la notable holgura fiscal actual, pero se mantendría en una situación de equilibrio presupuestario y no se dejaría de cumplir con la meta comprometida de superávit primario.

Con todo esto, queremos significar que no relegamos al escenario externo (y en particular, el precio de los commodities agrícolas) a un papel meramente accesorio. Pero sí sostenemos que no ha sido, y creemos que no debiera seguir siendo el determinante excluyente del devenir económico local. Nuestra hipótesis es que la Argentina puede ser en buena medida dueña de su destino. Salvo catástrofes externas, el contexto internacional debiera afectar en el margen la performance económica local; esto es, modificar en uno o a lo sumo dos puntos porcentuales a favor o en contra la tasa de crecimiento tenden-

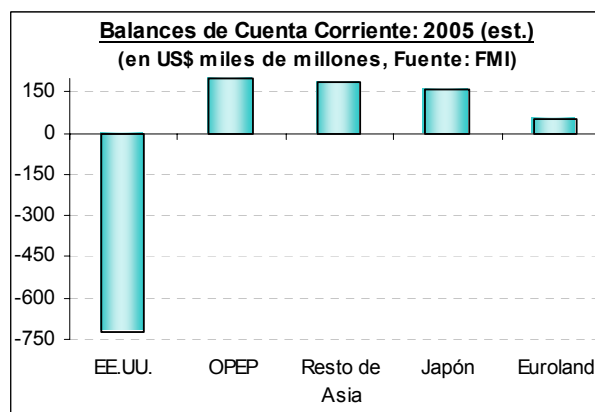
cial. Y más específicamente, respecto a la situación fiscal, el escenario externo, podría afectar la holgura o la comodidad con que cierran las cuentas; pero no sería un determinante excluyente de la existencia de superávit, en la medida que siga estando la vocación política de preservar la disciplina fiscal.

Habiendo precisado el rol que a nuestro juicio asume el contexto externo en la economía local, intentaremos dilucidar su posible evolución en el próximo lustro. Y en este sentido, debemos admitir que la actual coyuntura plantea una enorme incertidumbre de cara al futuro.

A primera vista, la economía global parecería mostrar una marcha realmente virtuosa. En el 2004, y con el liderazgo indiscutible del ágil ritmo de expansión de los EE.UU. se registró la máxima tasa de crecimiento global en 28 años (+5,1%). El dinamismo solo cedió marginalmente en el año en curso (se espera +4,3% al cabo de 2005). Además, la inflación aparece controlada en casi todo el mundo.



Sin embargo, estos logros no ocultan una situación de extrema vulnerabilidad, a partir de los enormes desbalances que presenta la economía global. Concretamente, nos referimos al déficit externo de tamaño sideral que ostentan los EE.UU., cuyo financiamiento demanda un ingreso también sideral (y creciente) de ahorros del resto del mundo.



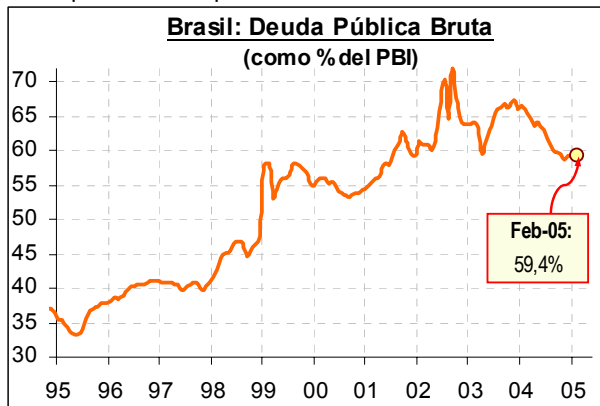
El enorme déficit de cuenta corriente de los EE.UU. (6,4% del PBI y en alza) significa, en buen romance, que los americanos están gastando muy por encima de sus ingresos. El problema se resume en un viejo axioma de vigencia inexorable: "no se puede vivir indefinidamente de prestado". Por ende, los desequilibrios están condenados a corregirse y en algún punto, los consumidores americanos deberán moderar su frenético tren de gasto. Con el resto del mundo desarrollado (v.g. Europa y Japón) aparentemente incapaces de tomar la posta como mo-

tores autónomos del crecimiento global, es probable que cuando se verifique la esperable retracción del consumidor americano, la economía mundial sufra una severa desaceleración.

Más aún: no se puede descartar además, que la corrección de estos desbalances se concrete de manera traumática. Otros frentes vulnerables que presenta la economía americana como su evidente burbuja inmobiliaria, o el marcado deterioro de su situación fiscal, no permiten desestimar la eventual concreción de una verdadera huida masiva de los activos nominados en dólares que derive en una severa crisis financiera. En tal caso, es claro que los mercados financieros globales se verían envueltos en agudas turbulencias.

En suma, esperamos que en algún momento dentro del próximo lustro se verifique la corrección de los inéditos desbalances que presenta la economía global. Ese eventual escenario de menor actividad mundial naturalmente repercutiría sobre nuestras cuentas externas, por cuanto se verían afectadas severamente nuestras exportaciones (tanto en sus precios como en las cantidades). El probable ajuste de los desbalances globales se convierte así en una razón adicional para dudar de la concreción de un salto exportador de nuestro país.

En contrapartida, un menor nivel de actividad global debiera preservar la actual situación favorable en materia financiera con tasas de interés de largo plazo en niveles muy bajos. Sin embargo, el optimismo en este punto podría revertirse en la eventualidad de un ajuste traumático de los desequilibrios. En tal caso, no sería de extrañar un incremento de la aversión al riesgo en los inversores globales y un menor flujo de fondos hacia mercados emergentes. El impacto directo de esta contingencia en nuestro país difícilmente sea desestabilizador, por cuanto –como hemos explicado– las actuales holguras fiscal y externa inmunizan en buena medida al país de los caprichosos vaivenes de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, no se puede descartar un impacto importante por vía indirecta. No podemos olvidar, en este sentido, que, a pesar de las notables mejoras en sus *fundamentals* logradas durante la gestión Lula, Brasil todavía luce particularmente vulnerable a un marcado deterioro de las condiciones financieras internacionales (suba de las tasas de interés). Y, desde ya, una hipotética crisis en el vecino Brasil obligaría a revisar todos nuestros pronósticos optimistas.



En suma, esperaríamos para los próximos años un contexto internacional menos constructivo desde lo comercial, aunque todavía favorable en lo financiero. No obstante, no se puede descartar la hipótesis de una crisis global que nos enfrente a un escenario externo mucho más convulsionado y desafiante.

Conclusión y Proyecciones

Hemos completado hasta aquí un muy extenso recorrido por las fortalezas y debilidades que a nuestro entender presenta la economía argentina en su avance hacia el Bicentenario. Llegó el momento entonces de ponderar la importancia y el peso de cada una de estas fuerzas, para poder emitir un vaticinio respecto a la suerte de la economía en los próximos años.

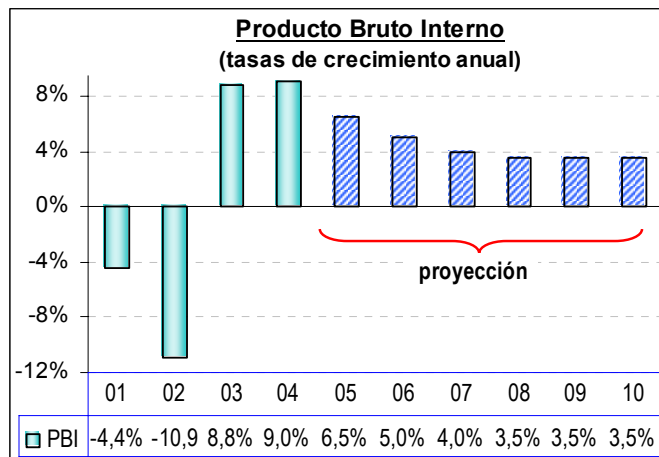
Tal como hemos insinuado a lo largo de este trabajo, nuestra posición de cara al futuro sigue siendo de cauto optimismo. Confiamos en el enorme potencial dinamizador que, a nuestro juicio, entraña una macroeconomía sana, una condición prácticamente inédita en la economía local durante la segunda mitad del siglo XX. Por si no quedó claro de dónde surge tal potencial dinamizador intentaremos dilucidarlo una vez más. En la actual coyuntura, y como nunca antes en las tres o cuatro últimas décadas, quien analice una oportunidad de inversión podrá calcular el flujo de fondos del proyecto con la relativa seguridad de que el mismo no será abruptamente alterado por la irrupción de una crisis financiera. Este cambio radical en las condiciones de negocios justifica por sí solo nuestra presunción de que la economía argentina se embarcará en un proceso de crecimiento sostenido hasta el final de la década.

Sin embargo, debemos admitir que el ritmo de expansión del nivel de actividad bien puede verse moderado por el peso de diversos lastres. La desconfianza que genera el liderazgo kirchnerista en buena parte de la comunidad de negocios, los fundados temores respecto a un posible desabastecimiento energético y el clima imperante de inseguridad jurídica son factores que evidentemente conspiran contra la atracción de inversiones y cuya importancia no puede desestimarse. Asimismo, creemos que también es lícito abrigar dudas respecto a la voluntad y la capacidad del empresariado local de liderar el proceso inversor que nos conduzca al desarrollo. Por todos estos factores, creemos que el ritmo de crecimiento económico en los próximos años será inferior al que potencialmente podría alcanzarse con la corrección de ciertos desajustes. De hecho, no descartamos que la tasa de expansión pueda llegar a acelerarse de manera significativa a partir del 2007, en la eventualidad de un recambio político (o de un giro del propio Kirchner) que contribuya a remover los obstáculos con que choca la inversión.

Procederemos entonces a intentar ponerle cifras tentativas a esta evolución futura de la economía local. Ofreceremos un conjunto de proyecciones hasta el 2010 de las principales variables macroeconómicas: PBI, inflación y tipo de cambio. Sin embargo, antes de ingresar en este terreno, creemos oportuno hacer una importante aclaración.

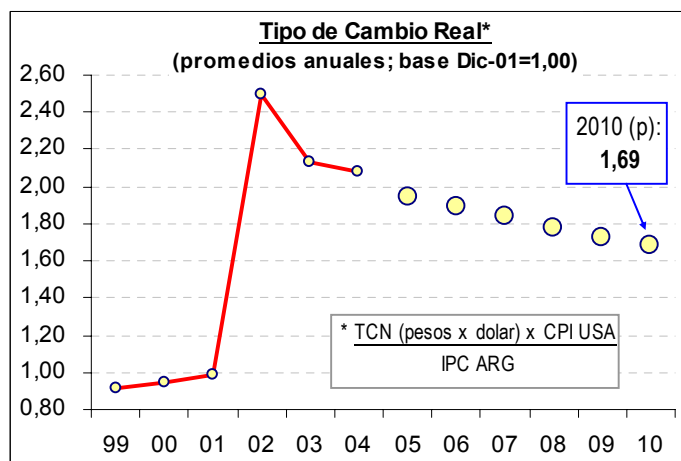
Consideramos que las proyecciones que presentaremos a continuación tienen un valor relativo o meramente accesorio. Nuestro principal aporte con este trabajo (si es que hay alguno) pretende ser un marco conceptual de análisis; una especie de hoja de ruta para el seguimiento y la evaluación de la marcha de la economía argentina. Nos hemos propuesto identificar y exponer aquellos factores que, a nuestro entender, se convertirán en los determinantes más importantes de la performance futura de la economía. En los años venideros, el monitoreo constante de estas variables a la manera de un tablero de control debiera permitir un rápido examen de las perspectivas de la economía local.

Planteada esta necesaria aclaración, ingresamos entonces en el pantanoso terreno de las proyecciones. Prevemos para los próximos años la continuidad del crecimiento de la economía argentina, aunque a un ritmo decreciente. Pronosticamos una desaceleración progresiva en los tres próximos años hasta converger a un ritmo de crecimiento anual del 3,5%.



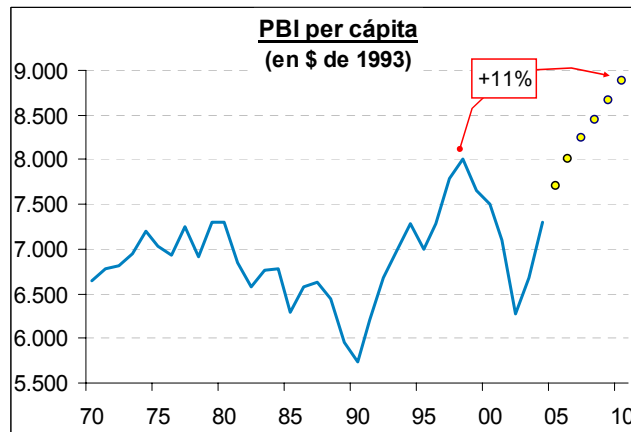
En lo que concierne a la cuestión cambiaria y a la inflación, proyectamos, mal que le pese a la Administración Kirchner, una progresiva (aunque no exagerada) apreciación real del Peso como una contingencia prácticamente inevitable.

Si bien es probable que el tipo de cambio nominal pueda permanecer estable en el largo plazo en un nivel cercano a los \$3,00, la inflación, que se mantendría en niveles algo superiores a los internacionales, iría provocando una reducción paulatina del Tipo de Cambio Real. De hecho, prevemos que hacia el 2010, el TCR Bilateral con EE.UU. caería alrededor de un 15% con respecto a su nivel actual. De todos modos, seguiría estando casi 70% por encima del vigente hacia fines de la Convertibilidad. Vale decir, prevemos una merma en la competitividad cambiaria que los productores locales de bienes transables debieran estar en condiciones de absorber con cierta facilidad mediante mejoras de la productividad.



Teniendo en cuenta estas proyecciones para el nivel de actividad y el Tipo de Cambio Real, podemos inferir que el Bicentenario nos encontraría con un PBI per cápita de alrededor de US\$6.600, un nivel todavía inferior al alcanzado en los mejores

tiempos del "1 a 1" (US\$8.279 en 1998). Sin embargo, medido en pesos constantes, el PBI per cápita de 2010 superaría en casi 11% al de 1998. Una incógnita adicional que se abre con esta evolución proyectada del Ingreso Nacional es su impacto sobre la situación social. Suponemos que este ritmo de crecimiento económico facultaría mejoras sensibles pero que distarían de ser espectaculares en los indicadores sociales. Habrá que ver hasta qué punto la golpeada sociedad argentina acepta un mejoramiento relativamente moroso de su calidad de vida.



Los trabajos de proyecciones económicas suelen ser enriquecidos con la presentación de escenarios optimistas y pesimistas alternativos al base. En esta oportunidad, nos abstendremos de avanzar demasiado en este terreno, precisamente porque preferimos relativizar la importancia de estas especulaciones numéricas, para resaltar la relevancia del marco conceptual de análisis. De todos modos, no dejaremos pasar la oportunidad de afirmar que creemos que la economía argentina estaría en perfectas condiciones de crecer a una tasa promedio cercana al 5% hasta el final de la década, en la medida que a la macro sana se la sepa reforzar y complementar con un clima de negocios más propicio en el que se vayan disipando los distintos factores que espantan inversiones (inestabilidad institucional, desabastecimiento energético, etc.).

En contrapartida, es claro que las cosas pueden salir bastante peor que lo previsto en nuestro escenario base. Por caso, si los desencuentros entre la comunidad de negocios y Kirchner se agudizan y/o si la política energética oficial nos depara en el futuro meses de parálisis económica por desabastecimiento, bien podríamos ingresar a un período de mediocridad caracterizado por un muy bajo crecimiento, aún cuando se sigan respetando los equilibrios macroeconómicos básicos.

De todos modos, debemos advertir que dudamos que el país resista indemne un período prolongado de mediocridad, pues en tal contingencia seguramente se iría verificando la progresiva degradación de la consistencia macroeconómica. Más específicamente, consideramos muy improbable que la buena salud de las cuentas públicas se preserve en la eventualidad de un par de años consecutivos de crecimiento inferior al 2% anual. El hipotético retorno al ya muy conocido terreno de la indisciplina macroeconómica supondría la dilapidación de esta oportunidad preciosa que se le presenta al país para escapar al destino maldito de la volatilidad y la decadencia crónicas.

Epílogo

A lo largo de este extenso reporte, nos hemos esforzado en exponer con la mayor transparencia y objetividad posibles los distintos factores que, entendemos, incidirán en los próximos años sobre la performance de la economía nacional. Así identificamos algunos activos inéditos con que cuenta el país (la consistencia macroeconómica), y también algunos pesados lastres que afectan el clima de negocios y conspiran contra la vocación inversora (como las dudas que despierta el liderazgo político, la incertidumbre del panorama energético y la sensación imperante de inseguridad jurídica). Nuestra intención, acaso demasiado pretenciosa, es que la identificación y el seguimiento de estas variables clave se conviertan en marco conceptual u *hoja de ruta* para el análisis de la evolución futura de la economía argentina.

Claro que esta faceta “positiva” del trabajo, se debe complementar con una “valorativa”; es decir, la ponderación de estos factores; qué importancia relativa se les asigna a cada uno de ellos, juicio que adquiere un carácter más subjetivo y que, desde ya, es materia más opinable.

En particular, nuestro optimismo tiene que ver con la percepción de que la macro sana supone un cambio radical de paradigma y que esa revolución es —a nuestro entender— lo suficientemente significativa como para imponerse a los lastres que afectan las chances de crecimiento. Pero admitimos que la nuestra no es la postura dominante, y que, en cambio, el escepticismo encuentra muchos más adeptos. De hecho, sabemos que algunas de nuestras ideas se alejan bastante de lo que suele pensar el consenso, como por caso, nuestra confianza en la preservación del superávit fiscal o la relativización de la “soja-dependencia”.

Precisamente, por lo provisional y polémico de estas opiniones es que nos proponemos en los años sucesivos y hasta la llegada del 2010 ir revisando sistemáticamente la capacidad explicativa y predictiva de este informe. Confiamos en que el marco conceptual propuesto, o más concretamente, el análisis de la evolución de las variables descritas como fortalezas y debilidades de la economía argentina, nos permitirá explicar tanto los aciertos en las proyecciones como los eventuales desvíos que muy probablemente se irán verificando.

Emprendemos así el camino hacia el Bicentenario, con la ilusión de que esta fecha emblemática nos encuentre embarcados en un sendero de crecimiento sostenido, que nos permita dejar atrás la tendencia a la pauperización y la decadencia que nos ha acompañado durante casi todo el siglo XX.

Proyecciones Económicas: Argentina 2005/ 2010

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PBI Real (variación interanual)	-4,4%	-11%	8,8%	9,0%	6,5%	5,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%
PBI nominal (en \$ miles de millones)	269	313	376	448	514	577	634	690	742	799
PBI nominal (en US\$ miles de millones)	269	99	126	152	176	197	215	233	249	267
PBI per cápita (en US\$)	7.493	2.726	3.451	4.097	4.573	5.062	5.465	5.851	6.206	6.584
Pesos por Dólar (promedio anual)	1,00	3,16	2,97	2,95	2,91	2,93	2,95	2,96	2,98	2,99
Inflación minorista (variación Dic. vs. Dic.)	-1,5%	41%	3,7%	6,1%	9,8%	6,5%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%
Tipo de Cambio Real (prom. anual; Dic-01=1,0)	0,99	2,49	2,14	2,08	1,94	1,88	1,85	1,78	1,73	1,69

Resumen de fortalezas y debilidades de la economía argentina de cara al largo plazo

Fortalezas	Debilidades
✓ Actual disciplina macroeconómica inmuniza contra la gestación de nueva crisis.	✗ Escaso dinamismo exportador
	✗ Liderazgo político poco constructivo.
✓ Buenas chances de preservación de una macro saludable (a partir de la revaloración del superávit fiscal).	✗ Incertidumbre sobre abastecimiento energético.
	✗ Fragilidad insitucional (compensada en parte por la disciplina macro)
	✗ Acelerada depreciación del Capital Humano
	✗ ¿ <i>Animal spirits</i> de la clase empresarial?

Proyecciones Macroeconómicas: Argentina

	2002	2003	2004	2005 (p)	2006 (p)
Cuentas Nacionales					
<i>En pesos, a precios constantes de 1993</i>					
PBI real (variación interanual)	-10,9%	8,8%	9,0%	6,5%	5,0%
Importaciones (variación interanual)	-50,1%	37,6%	40,1%	13,3%	8,5%
Exportaciones (variación interanual)	3,1%	6,0%	8,1%	18,2%	6,0%
Inversión Bruta (variación interanual)	-36,4%	38,2%	34,4%	8,6%	9,5%
Consumo Público (variación interanual)	-5,1%	1,5%	2,7%	5,0%	4,3%
Consumo Privado (variación interanual)	-14,4%	8,2%	9,5%	5,6%	4,2%
<i>En pesos, a precios corrientes</i>					
PBI nominal (en \$ miles de millones)	312,6	375,9	447,6	513,6	577,0
PBI nominal (variación interanual)	16,3%	20,3%	19,1%	14,7%	12,4%
<i>En dólares corrientes</i>					
PBI nominal (en US\$ miles de millones)	98,8	126,4	151,6	176,5	197,3
PBI per cápita (en US\$)	2.634	3.338	3.967	4.573	5.062
Empleo					
Tasa de Desempleo (en % de la PEA; 4T)	20,8%	14,5%	12,1%	10,4%	9,0%
Creación de puestos de trabajo (anual; en miles)	432	1096	546	475	421
Sector Externo					
Exportaciones (en US\$ miles de millones)	25,7	29,6	34,6	38,0	40,7
Importaciones (en US\$ miles de millones)	9,0	13,8	22,4	28,5	31,4
Balanza Comercial (en US\$ miles de millones)	16,7	15,7	12,1	9,5	9,3
Cuenta Corriente (base Caja; en US\$ miles de millones)	12,7	7,9	8,6	5,2	3,0
Cuenta Corriente (base Caja; como % del PBI)	12,9%	6,3%	5,7%	2,9%	1,5%
Sector Público					
Ingresos Tributarios (en \$ miles de millones)	49,7	72,4	98,2	114,4	129,8
Gasto Primario (en \$ miles de millones)	52,8	68,5	87,7	101,9	120,5
Resultado Primario Federal (en \$ miles de millones)	2,2	8,7	17,3	19,6	17,3
Resultado Global Federal (en \$ miles de millones)	-4,5	1,8	11,7	7,8	6,3
Resultado Primario Federal (como % del PBI)	0,7%	2,3%	3,9%	3,8%	3,0%
Deuda Pública Federal (en US\$ miles de millones)	137,3	178,7	182,6	136,0	137,0
Deuda Pública Federal (como % del PBI)	139%	141%	120%	77%	69%
Tipo de Cambio					
Pesos por Dólar (diciembre)	3,52	2,97	2,98	2,90	2,95
Pesos por Dólar (promedio anual)	3,16	2,97	2,95	2,91	2,93
Tipo de Cambio Real (promedio anual; Dic-01=1,0)	2,49	2,14	2,08	1,94	1,88
Precios					
Inflación minorista (variación Dic. Vs. Dic.)	41,0%	3,7%	6,1%	9,8%	6,5%
Inflación minorista (variación interanual promedio)	25,9%	13,4%	4,4%	9,1%	6,7%
Inflación mayorista (variación Dic. Vs. Dic.)	118,2%	1,8%	7,9%	7,3%	5,0%
Indicadores Financieros					
Depósitos Totales (en \$ miles de millones; diciembre)	70,6	89,4	114,9	140,1	160,0
Reservas del BCRA (en US\$ miles de millones; diciembre)	10,5	14,1	19,6	24,5	26,0
Tasa de Interés Pasiva (P.F. a 30 días en \$; diciembre)	22,8%	3,6%	3,1%	4,2%	4,8%
Rendimiento Lebacs (a 12 meses, en \$; diciembre)	46,0%	8,5%	5,9%	8,0%	8,5%

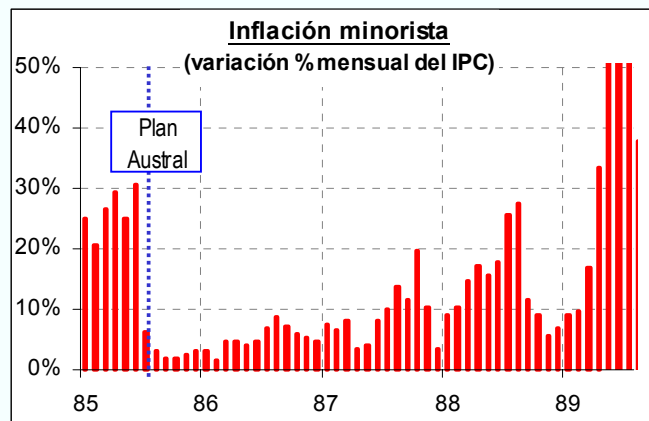
Anexo 1: El fracaso del Plan Austral y la Convertibilidad

En el cuerpo del informe hacíamos referencia a las recurrentes crisis que ha sufrido la economía local, resaltando el hecho de que las mismas no fueron un capricho del destino, sino el resultado natural de la acumulación de importantes desequilibrios macroeconómicos. A modo de ejemplo, presentamos a continuación un breve *racconto* sobre cómo la indisciplina macroeconómica minó la sustentabilidad del Plan Austral y de la Convertibilidad:

El Plan Austral

En un intento por terminar con la inflación crónica, en Junio de 1985 el gobierno de Raúl Alfonsín instauró el denominado "Plan Austral". Con este programa, el gobierno nacional decretó el congelamiento de precios, salarios y tarifas públicas, e introdujo un nuevo signo monetario, el Austral. Además, el plan incluía el compromiso del gobierno de disminuir el déficit fiscal y de terminar con el financiamiento espurio del Tesoro Nacional vía emisión monetaria.

En una primera instancia, el Plan Austral tuvo un éxito rutilante. La inflación disminuyó desde el 30% mensual a un promedio de 3,5% mensual en el año posterior a la instauración del Plan, todo un logro para la evolución galopante que por aquel entonces registraban los precios. El control inicial de la inflación propició un fuerte aumento de la confianza de la población, que se tradujo en un importante repunte de la demanda doméstica. Impulsado por este vigoroso empuje, el PBI creció nada menos que un 7,3% en 1985.



Sin embargo, más allá de su éxito inicial, las inconsistencias que presentaba el Plan no tardarían en manifestarse. A mediados de 1986, empujada por la fortaleza que mostraba la demanda doméstica y por el fuerte crecimiento de la oferta monetaria, la inflación volvió nuevamente a acelerarse. La espiral inflacionaria se disparó a pesar de los desesperados intentos oficiales por contener las subas (Plan Primavera). Finalmente, las autoridades perderían totalmente el control sobre la evolución de los precios, y el proceso terminaría desembocando en la recordada hiperinflación de 1989.

Pero, ¿por qué, luego de su éxito inicial, terminó fracasando el Plan Austral? La respuesta a este interrogante debe buscarse principalmente en la incapacidad de la Administración Alfonsín para cerrar la brecha fiscal (durante los años en que el Plan estuvo vigente, las cuentas públicas promediaron un déficit de 4,5% del PBI). Cabe recordar que, por aquel entonces, la principal fuente de financiamiento del déficit fiscal era la

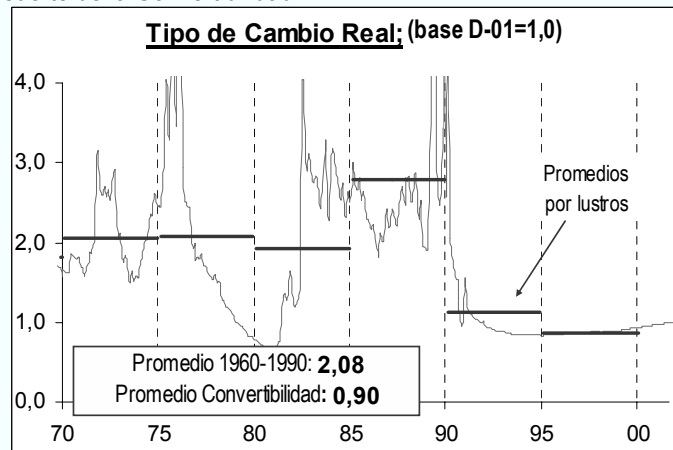
emisión monetaria. El fuerte crecimiento de la oferta de dinero resultante de la monetización de los persistentes desequilibrios fiscales sembró la semilla del severísimo deterioro del cuadro inflacionario que condenaría al Plan Austral al fracaso.

La Convertibilidad

Un par de años más tarde, bajo la presidencia de Menem, Domingo Cavallo pergeñó la "Convertibilidad". Este plan, cuya medida principal era anclar la paridad cambiaria entre el Peso y el Dólar, supuso además todo un conjunto de reformas pro mercado (privatizaciones, desregulación, apertura del mercado de capitales, etc.) que desataron un verdadero clima de euforia entre los hombres de negocios. En este contexto, la estabilidad de precios casi inédita en el país conjugada con las mejoras de productividad y con el fuerte ingreso de capitales foráneos, propiciaron un furioso crecimiento económico: entre 1991 y 1998 el PBI se expandió nada menos que un 40%.

Sin embargo, la Convertibilidad también terminaría sucumbiendo por el peso de sus inconsistencias. En primer lugar, y más allá de la mejora que mostraron las cuentas públicas en los primeros años, a partir de 1994 los desequilibrios fiscales comenzaron a exacerbarse. Dado que, en un intento por no repetir los errores del pasado, la Ley de Convertibilidad prohibía explícitamente la posibilidad de financiar el déficit fiscal con emisión monetaria, la administración Menem recurrió de manera sistemática al endeudamiento para poder sostener su falta de austeridad. Como resultado natural a esta irresponsable conducta, la deuda pública trepó desde US\$69.000 millones a fines de 1993 hasta US\$144.000 millones en diciembre del 2001, despertando fundadas dudas respecto a la posición de solvencia del Estado Nacional.

Además de los desequilibrios fiscales, la Convertibilidad padeció otro desequilibrio tanto o más desestabilizador: el del sector externo. El severo retraso cambiario sufrido durante los años de la Convertibilidad (el Tipo de Cambio Real promedio de los '90 menos de la mitad que el promedio de las tres décadas anteriores), condenó a la economía local a un persistente déficit de Cuenta Corriente. La consecuente dependencia del ingreso de capitales tornaba a la Convertibilidad en un régimen sumamente vulnerable frente a cambios adversos en las condiciones financieras internacionales. La drástica reducción de los flujos de financiamiento hacia mercados emergentes causada por una funesta sucesión de crisis financieras (SE Asiático, Rusia, Brasil) sellaría así de manera inapelable la suerte de la Convertibilidad.



Anexo 2: Proyecciones del ratio Deuda Pública / PBI

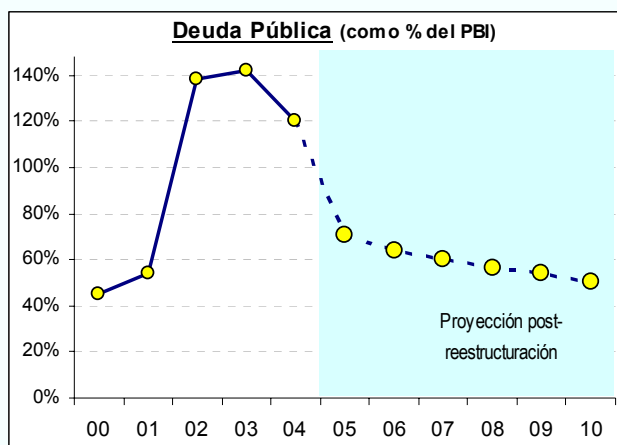
Nos proponemos estudiar qué trayectoria estaría adoptando el ratio Deuda Pública /PBI de aquí al final de la década. A tal fin, debemos adoptar una serie de supuestos sobre la evolución del PBI real, el tipo de cambio real y el superávit primario: Asimismo, también debemos imaginar cuál será la evolución de la tasa de intreés Libor, y el rendimiento que deberá pagar el Estado Nacional para refinancia sus vencimientos de deuda.

En lo que respecta a la futura evolución del tipo de cambio real y del PBI, nos remitiremos a las proyecciones presentadas en el cuerpo del informe. Por su parte, para la tasa Libor imaginamos una trayectoria ascendente, convergiendo a 4,5% hacia el final de la década. Finalmente, suponemos que el gobierno deberá ofrecer un rendimiento del 10% anual para refinanciar aquellos vencimientos que excedan al superávit fiscal.

Supuestos para el Análisis de Sustentabilidad Fiscal (2005-2010)

	05	06	07	08	09	10
PBI real (variación interanual)	6,5%	5,5%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Tipo de Cambio Real (prom. anual, Dic-01=1,0)	1,94	1,88	1,85	1,78	1,73	1,69
Superávit primario (% del PBI)	3,5%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Tasa Libor en US\$ (a 3 meses)	3,0%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%
Tasa de Refinanciación	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Una última conjetura que realizamos es que los bonistas que rechazaron la oferta de reestructuración recibirán eventualmente (¿2007?) un trato similar a quienes aceptaron el canje. En base a todos estos supuestos, el ratio Deuda Pública / PBI mostraría una trayectoria netamente decreciente, convergiendo hacia el final de la década a un nivel cercano al 50%. Vale decir, la conjunción de superávit fiscal, apreciación cambiaria y crecimiento económico haría que, hacia el 2010, el pasivo del sector público retorne a niveles compatibles con la noción de solvencia fiscal.

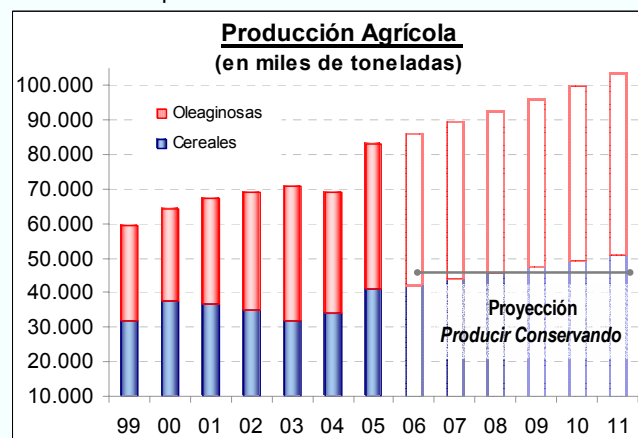


Igualmente, y más allá de que estos números realmente nos invitan a soñar con la posibilidad de que el estado argentino finalmente ingrese en un sendero de sustentabilidad fiscal, no debemos soslayar la posibilidad de que, en el futuro, distintos pasivos contingentes (juicios en el CIADI, futuras indemnizaciones a ex-combatientes, etc.) pasen a engrosar la Deuda Pública de manera significativa. Vale recordar que, según estimaciones del FMI, entre 1992 y el 2001 los pasivos contingentes engrosaron la deuda estatal a un ritmo anual de 1,5% del PBI.

Anexo 3: Sobre los futuros motores de las exportaciones

A diferencia de lo que ocurría durante la década pasada, cuando el severo retraso cambiario nos condenaba a un persistente déficit de Cuenta Corriente, en los últimos años la Argentina ha gozado de una situación realmente desahogada en su frente externo, con los dólares provenientes de las exportaciones cubriendo holgadamente las necesidades comerciales y financieras de divisas. Sin embargo, de cara al futuro, la recuperación de las importaciones, conjugada con el crecimiento que seguramente mostrarán las necesidades financieras externas, irán erosionando esa brecha favorable. De esta manera, y para evitar que en un futuro el frente externo se convierta en un cuello de botella para el crecimiento de la economía local, el país debería protagonizar un verdadero salto exportador que eleve sus ventas externas desde los US\$35.000 millones actuales hasta por encima de los US\$57.000 millones hacia el 2010; es decir, un crecimiento anual no inferior al 10% de aquí hasta el final de la década. Evaluaremos a continuación las chances de que se concrete este escenario.

Por tradición e historia, un primer candidato a convertirse en motor de las exportaciones argentinas sería el sector agrario. De hecho, a partir de una cosecha cercana a 70 millones de toneladas, se estima que el año pasado el complejo granario propició exportaciones por US\$11.500 millones, alrededor de un tercio del total de las ventas externas del país. Para evaluar el potencial de crecimiento de las ventas externas del complejo granario, recurrimos a un trabajo realizado el año pasado por la Fundación Producir Conservando. Allí se estima que, hacia comienzos de la próxima década, la cosecha argentina estaría en condiciones de alcanzar el emblemático umbral de las 100 millones de toneladas, una cifra que hoy luce asequible, máxime si se tiene en cuenta que la producción de la campaña 04/05 habría superado las 84 millones de toneladas.



A partir de estas proyecciones, y suponiendo además que los precios de los productos agrícolas que el país exporta se mantienen en los niveles promedio del 2004, estimamos el monto de divisas que generarían las exportaciones del sector (venta de granos, aceites y desechos) hacia el año 2011. Los resultados obtenidos son realmente desalentadores: A dicha fecha, las exportaciones del agro alcanzarían los US\$16.300 millones, un 40% por encima del nivel del año pasado. En otras palabras, si los precios se mantienen en los elevados niveles del año pasado, durante los próximos años las ventas externas provenientes del agro mostrarían un crecimiento tendencial anual de tan solo 5,0%. De esta manera, si bien se

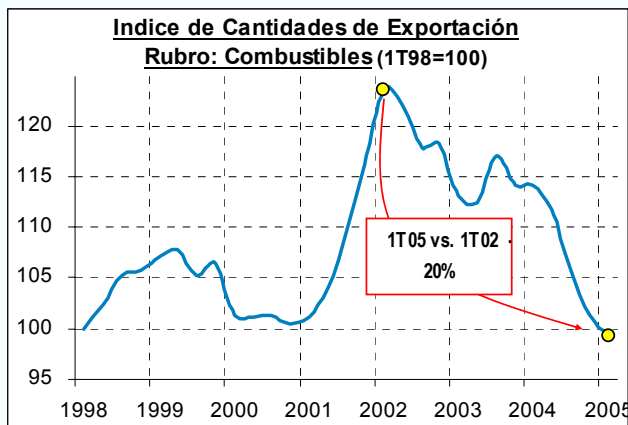
trata de estimaciones tentativas, los datos parecerían sugerir que la economía argentina no podrá confiar en el potencial del sector agrícola como motor del necesario salto exportador.

Exportaciones del complejo granario (en US\$ miles de millones)

	2004 (E)	2011 (P)	Var. 2011 vs. 2004	Crec. anual promedio
Complejo Sojero	7,7	11,1	45%	5,4%
Resto prod. agrícola	3,8	5,1	33%	4,2%
Total	11,5	16,3	41%	5,0%

Además del agro, otro sector que a primera vista parecería presentar posibilidades de convertirse en motor de nuestras ventas al exterior es el energético. Durante los últimos cinco años las ventas externas de petróleo y gas crecieron a un ritmo anual levemente superior al 18%, convirtiéndose así en uno de los sectores exportadores más dinámicos de la economía local. El año pasado el país exportó energía por un monto cercano a los US\$5.500 millones, nada menos que un 16% del total de nuestras ventas externas.

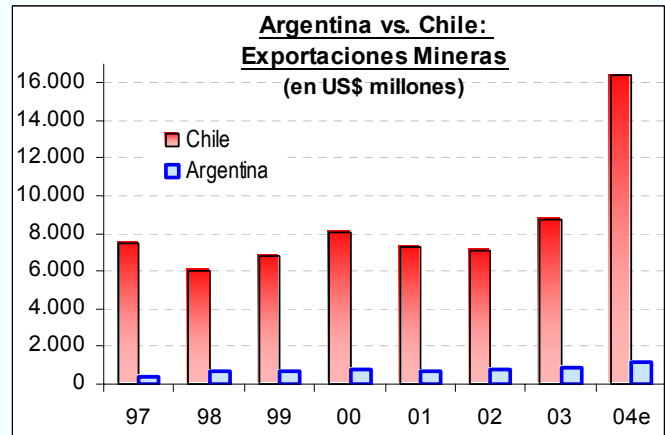
Sin embargo, tras analizar los datos en forma minuciosa, tampoco parecería que este sector pueda llegar a liderar en el futuro el crecimiento de las exportaciones argentinas. En primer lugar, si bien en los últimos años las exportaciones de energía mostraron un altísimo dinamismo, el mismo se explica de manera íntegra por el formidable incremento que tuvieron los precios de los *commodities* energéticos. De hecho, entre el 1T02 y el 1T05 las cantidades exportadas de combustibles cayeron nada menos que un 20%. Al mismo tiempo, y dada la escasez en materia energética que comienza a evidenciarse en el país, un número creciente de analistas ya pronostica que, a un par de años vista, la economía argentina se convertiría en importadora neta de energía. De más está decir que, ante este escenario, difícilmente pueda el sector energético convertirse en motor de las exportaciones nacionales.



Parecería entonces que, más allá del fuerte crecimiento que mostraron durante los últimos años, ni el sector agrícola ni el sector energético poseen el potencial como para liderar el salto exportador que la economía argentina necesita. Por ende, en lo sucesivo, el país deberá confiar en el dinamismo exportador de otros sectores si aspira a evitar que la restricción externa aparezca nuevamente. En este contexto, ¿qué sectores podrían llegar a impulsar nuestras exportaciones?

En primer lugar, y a partir de las fuertes inversiones que se estarían concretando, podemos especular con que el sector minero podría adquirir un dinamismo exportador considerable

en los años venideros. A modo de ejemplo, vale recordar que en Chile, el año pasado el sector minero propició exportaciones por US\$16.000 millones (contra los US\$1.100 millones de Argentina). Si nuestro vecino trasandino fuera un parámetro válido del potencial de desarrollo del sector en la región, no debiera descartarse un aumento sustancial de las exportaciones mineras argentinas (aunque nuestro historial de inestabilidad institucional probablemente ponga un techo a la tasa de crecimiento de un sector que demanda como pocos otros previsibilidad a largo plazo).



Otro sector que, a priori, podría también convertirse en interesante fuente de divisas es el turismo receptivo. En este sentido, una rápida comparación internacional con otros países del Hemisferio Sur revela que, si bien existe margen para un crecimiento importante del sector, de ninguna manera los dólares provenientes del turismo serían suficientes para evitarle al país la necesidad de recurrir al ahorro externo.

Sector Turismo: Comparación internacional (Año 2003)

	N. Zelanda.	Sudáfrica	Argentina	Chile
Ingresos (US\$ MM)	3,0	2,7	2,1	0,8
Ingresos (%PBI)	3,8%	1,6%	1,6%	1,1%
Nº visitas (millones)	2,1	6,8	3,3	1,6

Si, como es probable, las divisas provenientes de la minería y del turismo receptivo no fueran suficientes, la posibilidad del país de independizarse del ahorro externo pasaría a depender de la capacidad nacional de dotar de mayor valor agregado a las exportaciones. En este sentido, nuestras ventajas competitivas en materia de producción agrícola-ganadera bien podrían ser explotadas para incrementar en forma sustancial las exportaciones de MOA con alto valor agregado. Además, el país posee un stock de capital humano que, si bien degradado por la crisis, sigue presentando bolsones de excelencia que le pueden conferir competitividad en una amplia gama de bienes y servicios intensivos en mano de obra calificada.

De todos modos, más allá de estas especulaciones sectoriales, la verdad definitiva sobre el futuro de las exportaciones residirá en la capacidad y la vocación del empresariado nacional para salir agresivamente a vender sus productos al exterior. Atentos a la falta de gimnasia que tienen en esta tarea, no parece haber mayor margen para el optimismo respecto a la posibilidad de que el país concrete un salto exportador.