

# **La Economía Argentina** durante 2004 y evolución reciente

**INFORME ECONOMICO**  
IV trimestre de 2004



## LA ECONOMÍA ARGENTINA DURANTE 2004 Y EVOLUCIÓN RECIENTE

El año 2004 culminó con un vigoroso crecimiento del PIB de 9%, lo que confirma que el cambio de tendencia operado desde el segundo trimestre de 2002 se ha consolidado. De hecho, el alza del producto lleva ya 11 trimestres consecutivos, dando lugar a un crecimiento desestacionalizado que acumula alrededor de un 24% hasta el último trimestre de 2004. Además, los indicadores disponibles sugieren que la actividad ha continuado creciendo (aunque a un ritmo algo menor) durante el trimestre en curso, por lo que a la fecha la economía ha logrado recuperar plenamente la fuerte caída del PIB acumulada entre mediados de 1998 y el inicio de 2002.

El crecimiento ha sido acompañado por un notorio aumento del empleo, y una mejora sensible de los indicadores sociales. A lo largo de 2004 se crearon 677 mil nuevos empleos, lo que implicó que la tasa de desempleo se ubicara a fin de 2004 en 11,7% para el total urbano, la mitad de la tasa que había alcanzado en el pico de mayo de 2002. La recuperación de los ingresos reales ha permitido que, contando desde el primer semestre de 2003 hasta la fecha haya 4,21 millones menos de población pobre. Simultáneamente, se redujo en un 44% el número de indigentes que había en la primera de esas fechas.

El año que cerró se caracterizó también por una moderada tasa de inflación, que registró un 6,1% para 2004, y de este modo se situó por debajo del piso de la banda fijada como meta en el Programa Monetario del BCRA y las proyecciones presupuestarias. La destacable performance fiscal, una política monetaria prudente y el buen desempeño del sector externo completan un cuadro muy favorable en la evolución de las principales variables macroeconómicas durante el año que terminó.

El año 2005, mientras tanto, tuvo un comienzo auspicioso con la exitosa culminación del proceso de reestructuración de la deuda pública. Además de apuntalar expectativas para la evolución económica del año en curso, el ordenamiento financiero de las cuentas fiscales pavimentará el camino para un crecimiento sostenido de mediano plazo, fundamentalmente porque los nuevos compromisos asumidos guardan estricta relación con la capacidad de pago futura de la economía. El logro alcanzado en materia de reducción de los compromisos externos permite concluir con éxito la fase de normalización macroeconómica y recuperación del crecimiento iniciada a mediados de 2002.

De este modo, se inicia el tránsito hacia una nueva etapa donde se plantea un conjunto de desafíos de política económica de naturaleza diferente a los enfrentados hasta ahora. Uno de ellos consiste en consolidar y afianzar la estabilidad macroeconómica alcanzada, preservando un entorno de baja inflación necesario para que los precios relativos cumplan eficazmente su rol clave de proveedores de información adecuada para la toma de decisiones de los agentes económicos. Otro desafío reside en asegurar el crecimiento económico sostenido por medio de un conjunto consistente de políticas macroeconómicas que contribuyan a evitar la volatilidad de las variables agregadas y el carácter especialmente acentuado del ciclo, un rasgo típico de la economía argentina, que documentadamente ha afectado su tasa de crecimiento de largo plazo.

Luego del importante crecimiento alcanzado en los últimos tres años (abril 2002 - abril 2005), las perspectivas para 2005 sugieren una recuperación continuidad de la expansión, aunque naturalmente la tasa de incremento interanual del PIB irá convergiendo gradualmente a niveles compatibles con un ritmo de crecimiento sostenible en el largo plazo. El crecimiento de la tasa de inversión, las consecuentes mejoras en la evolución de la productividad, un panorama holgado en el sector externo, una situación fiscal que se ubicará en línea con los nuevos compromisos asumidos y un manejo prudente en el plano monetario, garantizan para el año en curso la continuidad del entorno de baja inflación, más allá de la reciente aceleración transitoria de los precios. La continuidad del crecimiento y la estabilidad del entorno macroeconómico permiten proyectar nuevas ganancias en la creación de empleos, reducciones adicionales en la tasa de desocupación y, junto a mejoras sostenibles en los ingresos reales de las familias, nuevas caídas en los índices de pobreza e indigencia.

Finalmente, en la medida en que una economía abierta y pequeña como la argentina está sujeta a eventuales perturbaciones de origen externo, resulta de suma importancia monitorear lo que ocurra con el contexto internacional para que, en caso de producirse desarrollos adversos, la política económica procure atenuar sus posibles efectos negativos internos. Más allá de que existen riesgos de diversa naturaleza para la continuidad del sólido crecimiento a escala global, el escenario internacional sigue siendo propicio para el favorable desempeño de la economía argentina. De todos modos, cabe señalar que los importantes equilibrios macroeconómicos alcanzados en el último período y el régimen de flotación cambiaria encuentran a nuestra economía mucho mejor preparada que en el pasado para lidiar con cambios adversos en el contexto global, lo que ha reducido en forma apreciable su vulnerabilidad a los shocks externos.

## I. Evolución durante 2004

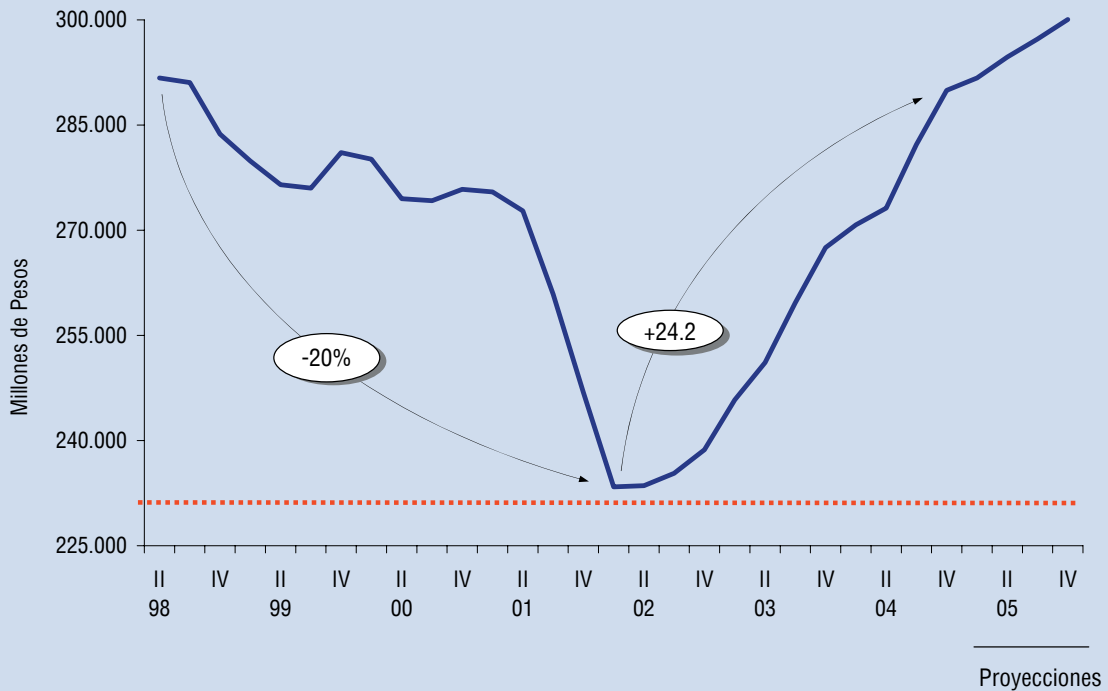
El notable crecimiento de la economía de 9% durante 2004 confirma la tendencia hacia la consolidación del crecimiento de mediano plazo iniciada a mediados de 2002. El PIB había caído un 20% entre mediados de 1998 y el primer trimestre de 2002, y tras acumular un 24% de crecimiento acumulado, ya prácticamente alcanzó el valor pico previo a la recesión (Gráfico 1)<sup>(1)</sup>.

Del lado de la demanda agregada, las variables principales han tenido durante 2003 y 2004 comportamientos relativamente similares. Sin embargo, desde el segundo semestre de 2004 se aprecia cierto cambio en el perfil de evolución del PIB. En ese período, la contribución “aritmética” relativa del consumo al crecimiento del producto fue algo menor que en el promedio de 2004, y las exportaciones netas parecen mostrar una contribución positiva de 13 pp. Estos datos sugieren que hacia el final de 2004 la absorción doméstica (y consecuentemente las importaciones) cedieron posiciones en términos relativos frente a la recuperación de las exportaciones (Gráfico 2).

Pese a cierta desaceleración durante el segundo semestre del año pasado, la contribución relativa de la inversión a lo largo de 2004 fue algo mayor a la del año anterior. Como consecuencia, la participación de la inversión bruta en el producto sigue su tendencia creciente. Medida a precios corrientes, esta relación había alcanzado un máximo del 20,5% del PIB durante el período de la Convertibilidad. El ratio cayó prácticamente a la mitad de ese registro en el primer trimestre de 2002, un valor muy insuficiente incluso al necesario para recomponer el stock de capital que la economía amortiza anualmente. A fines de 2004, este ratio ya se ha recuperado en más de 10 puntos del PIB y observa un valor de 21% del PIB (Gráfico 3).

Del lado de la oferta, en cambio, las variables mostraron algunas diferencias en su comportamiento entre 2003 y 2004.

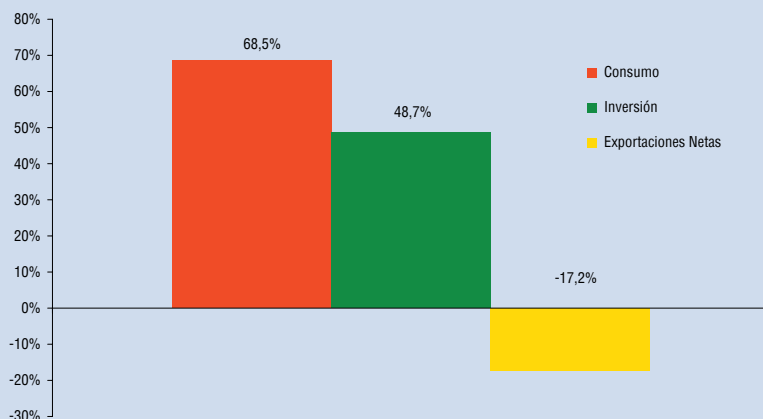
Gráfico 1  
**Producto Bruto Interno**  
A Precios constantes de 1993 - Datos Desestacionalizados



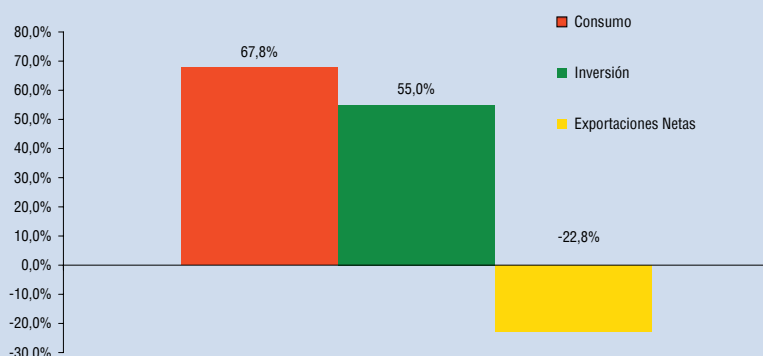
(1) Es más, si se tiene en cuenta la diferencia de precios relativos entre uno y otro año, puede conjeturarse que el PIB haya superado ya esa marca. Al respecto, ver Apartado 1 en el Capítulo de Nivel de Actividad.

## Gráfico 2 Patrones de Crecimiento Comparado

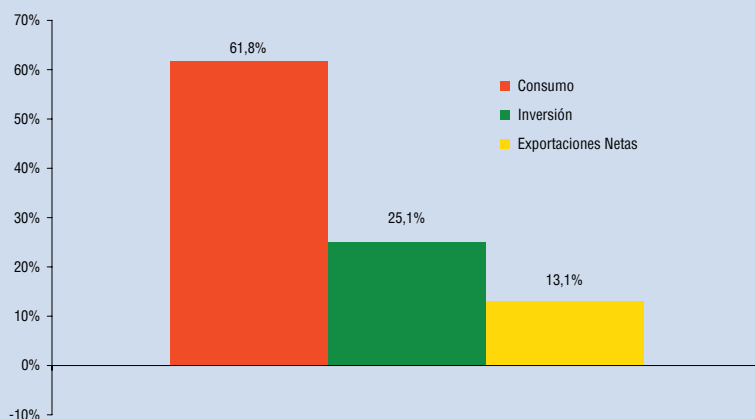
Variación 2003 vs. 2002 - Crecimiento del PIB: 8,8%



Variación 2004 vs. 2003 - Crecimiento del PIB: 9%



Variación 4° Trim.04 vs. 2° Trim.05 - Crecimiento del PIB: 6,1%



Durante 2004 se ha producido una recuperación del crecimiento de los servicios, luego de que en 2003 los bienes, en particular la industria manufacturera y la construcción, fueran los sectores líderes. En 2004 los servicios aportaron aproximadamente un 54% del crecimiento total, contra un 35% en el año 2003. La recuperación en la producción de sectores no transables es evidencia de una generalización del crecimiento, y de que el proceso en curso ha permitido la difusión del crecimiento a un amplio número de sectores de la economía, y no sólo a los favorecidos de manera directa por el tipo de cambio real elevado (Gráfico 4). Además, debe resaltarse el carácter balanceado del crecimiento a nivel territorial, debido fundamentalmente al renovado dinamismo que han experimentado las economías regionales.

A diferencia de lo ocurrido en los noventa, el actual proceso de expansión económica tuvo como consecuencia un importante aumento del empleo y una reducción de la pobreza y la indigencia. Desde mayo de 2002 hasta el último trimestre de 2004, la elasticidad empleo-producto promedió 0,95, permitiendo una recuperación de la tasa de empleo de 6.3 pp. Desde el primer semestre de 2003, hay 4,13 millones de indigentes menos, lo que equivalente al 44% de reducción respecto del nivel inicial. Además, 4,21 millones de personas lograron escapar de la pobreza, una reducción del 23% respecto del punto de partida (Gráfico 5). Durante 2004 se crearon 546 mil empleos, de modo que la tasa se ubica hoy en 39.8%. Estos resultados de 2004 se modifican a la suba cuando se excluyen los planes de empleo, debido a la caída en la cantidad

de beneficiarios de los mismos: sin considerar la evolución de los planes, la creación de empleo fue de 677 mil puestos, lo que sugiere que el proceso de recuperación de las variables sociales ha sido consecuencia no sólo de la aplicación de políticas puntuales de asistencia, sino también de los resultados macroeconómicos positivos que muestra el nuevo patrón de desempeño de

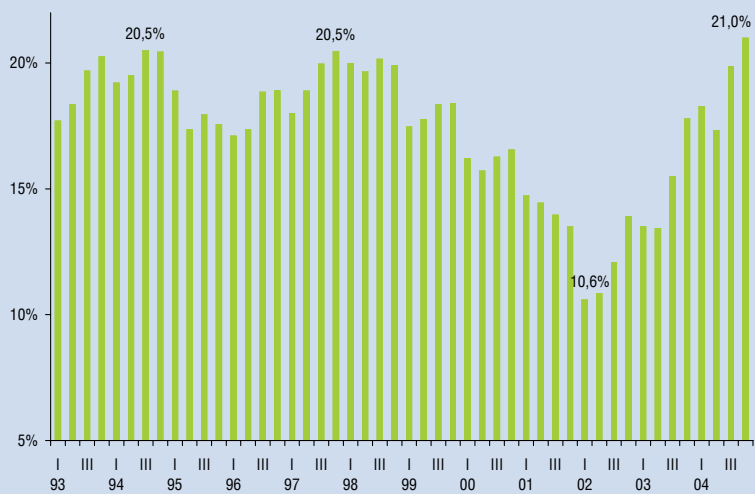
la economía. El crecimiento de la ocupación trajo como consecuencia una caída de 2.5 pp en el desempleo punta a punta para el total urbano, ubicándose en 11.7%, frente al 23,4% de mayo de 2002. Pese a esta fuerte reducción, la tasa de desocupación sigue siendo muy elevada para los estándares de nuestro país y se necesitan permanentes esfuerzos de la política económica para continuar en esta senda de reducción.

En línea con la evolución del empleo, los salarios reales medios aumentaron a lo largo de 2004. Este incremento salarial, conjuntamente con la generación de empleo, impactaron positivamente sobre la evolución de los ingresos familiares, los cuales experimentaron una suba del orden del 11% entre el cuarto trimestre de 2004 e igual período de 2003. Las estimaciones para el segundo semestre de 2004 indican que entre este período y el segundo semestre de 2003, 1,85 millones de personas han escapado de la indigencia, y 2,3 millones han dejado la pobreza.

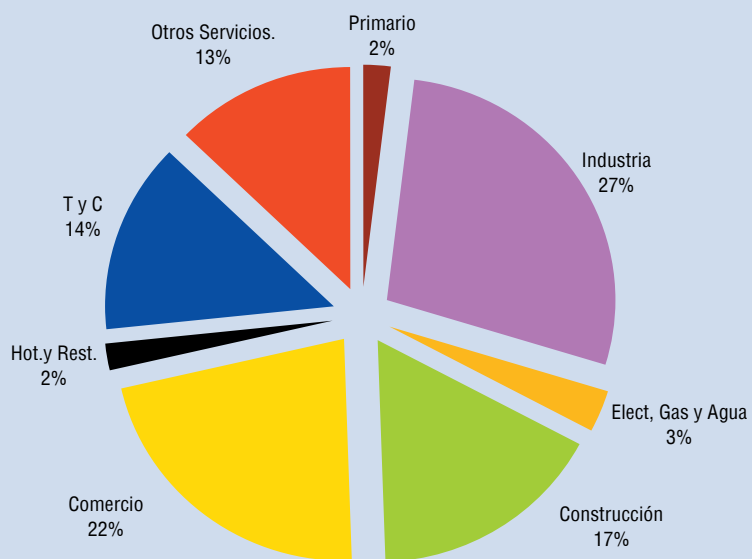
Aun así, los niveles que muestran estas variables siguen siendo históricamente muy elevados y representan una de las más negativas herencias de la implementación de erradas políticas económicas en el pasado y de la debacle a la que condujo la crisis del esquema de Convertibilidad, (ver serie Análisis III: Empleo e Ingresos en el nuevo Contexto Macroeconómico). En este sentido, la resolución de este problema crucial es una de las prioridades de la acción del gobierno y de su política económica.

Los resultados en términos de nivel de actividad y creación de empleo observados durante el año pasado tuvieron como uno de sus fundamentos la implementación de una prudente política fiscal, que ha restablecido después de varias décadas la solidez de la posición financiera del sector público. El año 2004 ha sido muy destacable para las finanzas públicas, al punto que el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero registró un récord histórico al alcanzar un 3,9% del PIB. Además, debido al importante esfuerzo fiscal realizado, por las provincias y municipios, el superávit primario consolidado alcanzó a casi 5,3%.

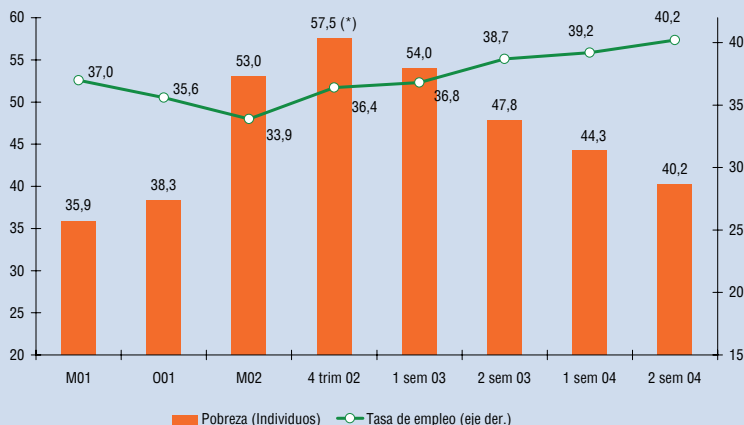
**Gráfico 3**  
**IBIF/PIB a Precios Corrientes**



**Gráfico 4**  
**Contribución a la Variación del Crecimiento del PIB por Sectores**  
**IV Trim. 04 vs. II Trim. 02 - En %**

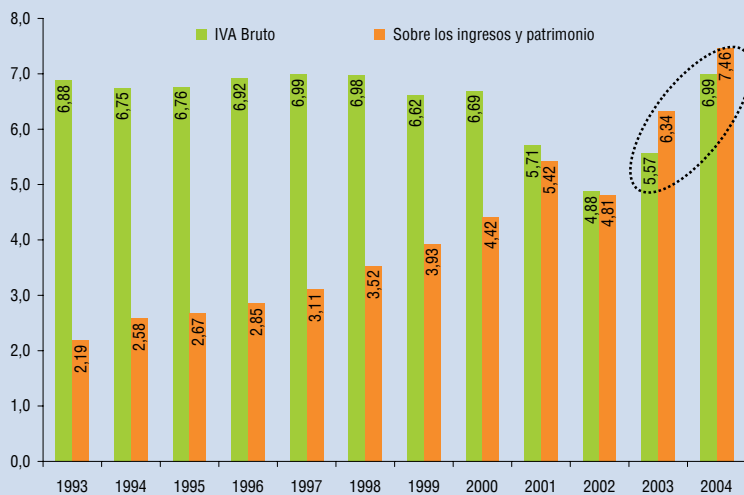


**Gráfico 5**  
**Pobreza y empleo**  
28 aglomerados urbanos de la EPH



(\*) El 4to. trimestre de 2002 corresponde al mes de Octubre de 2002 para Pobreza.

**Gráfico 6**  
**Evolución del Perfil de la Recaudación Impositiva**  
En % del PIB



Tal desempeño tuvo lugar como consecuencia de una muy favorable evolución en los ingresos, que crecieron un 36% en el año. El crecimiento se explica fundamentalmente por el fuerte aumento en la recaudación del Impuesto a las Ganancias (50%), IVA (48%), y los Aportes Seguridad Social (31%). Debe notarse que durante 2004 siguieron ganando terreno los impuestos tradicionales por sobre los no tradicionales (retenciones e impuesto a los débitos y créditos). Los primeros representaron en 2004 el 82% del total, contra un 79% 2003. Por otra parte, durante 2004 se repitió el perfil impositivo de 2003, año durante el cual se produjo un cambio sin precedentes en la importancia de los impuestos al consumo versus los impuestos a la renta y la propiedad<sup>(2)</sup>. La mayor proporción que desde 2003 tienen éstos últimos se debe a una continua elevación en la recaudación de los mismos desde 2002. Estos impuestos ya alcanzan el 7,4% del PIB (Gráfico 6).

Del lado de los gastos, éstos experimentaron un crecimiento del 24%, que se explica esencialmente a partir del crecimiento de las Transferencias a Provincias (49% i.a.), relacionadas algunas de éstas de manera automática con la recaudación nacional. También se produjeron aumentos en las Prestaciones de Seguridad Social (18% i.a. en 2004 y 24% i.a. en el último trimestre de este año), consecuencia de las

sucesivas alza de haberes jubilatorios decretadas por el Gobierno Nacional. Sin considerar la Coparticipación, el gasto total de la Nación se mantuvo estable en un 15,8% del PIB.

El equilibrio alcanzado en las cuentas públicas creó espacio para que una política monetaria muy prudente acompañara el proceso de crecimiento económico, respondiendo a las genuinas necesidades de la evolución de la demanda de dinero por parte del público. Mientras el sector público y el sector financiero (éste último a través básicamente de la devolución de redescuentos recibidos durante la crisis financiera y la colocación de excedentes de liquidez la operatoria de pasivos) operaron

(2) Los impuestos a la renta y la propiedad incluyen principalmente Ganancias, Activos, Ganancia Mínima Presunta, Bienes Personales y Débitos y Créditos en Cuenta Corriente.

como factores de contracción en la creación de base monetaria, la oferta neta de divisas por parte del sector privado fue el principal factor que explicó el crecimiento del dinero primario durante 2004 (Ver Capítulo Dinero y Bancos). Los excedentes entre las fuentes netas de creación de base y su demanda fueron esterilizados por el BCRA a través de la colocación de títulos (LEBAC y NOBAC), cuya vida promedio tendió a extenderse en un contexto de reducidos rendimientos nominales. Cabe señalar, entretanto, que incluyendo el primer trimestre del año en curso, el cumplimiento del Programa Monetario del BCRA lleva ya siete trimestres consecutivos.

Al mismo tiempo, el sistema financiero continúa su firme recuperación, reparando paulatinamente su hoja de balance luego de la profunda crisis experimentada en la fase final de la Convertibilidad y sus consecuencias inmediatas. Los depósitos totales en pesos continúan creciendo sistemáticamente desde mediados de 2002, mostrando un alza durante 2004 de 20% punta a punta. En el mismo período, los préstamos al sector privado se incrementaron un 27%, con un crecimiento neto de todas las líneas de crédito, excepto las de préstamos hipotecarios, en las que las cancelaciones superan todavía levemente a los incipientes otorgamientos brutos. Aún así, las financiaciones al sector privado apenas alcanzan al 8,9% del PIB y están todavía predominantemente concentradas en las de plazos cortos y en los préstamos que financian el consumo de las familias (aunque se ha verificado en los últimos meses una incipiente extensión de los plazos promedio). Al mismo tiempo, se han sucedido significativas mejoras en la calidad de los activos, con una reducción de más de 45% en la participación (14 puntos porcentuales) de los préstamos en situación irregular en la cartera de los bancos. Estos desarrollos son congruentes con la mejora de los indicadores de liquidez y rentabilidad del sistema financiero y, en un contexto en que se han verificado recapitalizaciones, con la paulatina recuperación de su solvencia. En particular, durante todo 2004, los bancos registraron una pérdida de unos \$ 514 M (0,3% del activo), equivalente a sólo la décima parte de la registrada en 2003.

La normalización del entorno macroeconómico también se reflejó en un tipo de cambio nominal relativamente estable respecto de 2003 (\$2,95 promedio en 2003 y \$2,94 promedio en 2004), con una apreciable disminución de su volatilidad durante el año que pasó. A pesar de la estabilidad cambiaria nominal, el tipo de cambio real multilateral se ubicó 5% por encima del valor promedio registrado en 2003, lo que se explica principalmente por la baja internacional del dólar frente a la mayoría de las divisas. De esta manera, se produjo una mejora de competitividad frente a la mayoría de nuestros socios comerciales.

En el frente externo, entretanto, la balanza de pagos ha continuado evidenciando una importante acumulación de reservas, las que a fin de año alcanzaban casi los U\$S 20 mil millones, aproximadamente un 13% del PIB. La cuenta corriente continuó registrando un saldo positivo de 2% del PIB (aunque equivalente a 5,7% del PIB en base caja, es decir, cuando se computan los atrasos de intereses), pese al importante crecimiento de los rubros más sensibles a la actividad económica: importaciones y remesas de utilidades y dividendos. La cuenta financiera revirtió su situación deficitaria, produciéndose ingresos netos por U\$S 2.194 millones, frente a una salida neta de casi U\$S 3.000 M en 2003. El sector privado no financiero (incluyendo errores y omisiones) fue el principal responsable de este cambio, pues transformó una salida neta de casi U\$S 5.500 millones en 2003 en un leve resultado positivo de unos U\$S 390 millones en el año que cerró.

La balanza comercial de bienes y servicios mantuvo un fuerte superávit de casi 8% del PIB, aunque menor al del año anterior, debido a la continua recuperación de las importaciones (+50% i.a) desde los reducidos niveles a que habían caído como consecuencia de la crisis. La coexistencia de elevados superávit comerciales y un proceso de rápido crecimiento y recuperación de las importaciones (algo relativamente inédito en los patrones de desempeño externo de nuestra economía) está explicada, en buena medida, por el muy favorable desempeño de las exportaciones, que crecieron un 17% en 2004. Las mayores ventas externas fueron lideradas, en la primera parte del año, por los mejores precios internacionales de las commodities, que aumentaron 28,7% entre los primeros semestres de 2004 y 2003. El segundo semestre de 2004, en cambio, mostró una buena performance de las cantidades exportadas (12,8% respecto de idéntico período de 2003), en especial de las manufacturas de origen industrial (MOI), que acumularon un 19,3% de incremento respecto del segundo semestre de 2003. En los primeros meses de 2005, la participación de las MOI era ya del 31% de las exportaciones totales (con tasas de incremento interanual en el primer bimestre de 37% en dólares corrientes y 21% en volúmenes).

La favorable respuesta de la oferta interna al dinamismo exhibido por la demanda internacional (la economía global creció 5,1% durante 2004, un récord en los últimos 30 años, y algo similar ocurrió en nuestra región que se expandió 5,8%, su tasa más alta en un cuarto de siglo) permitió una significativa diversificación de destinos de las ventas al exterior. En particular, los mercados no tradicionales pasaron de representar un 2% a un 6% del total de las exportaciones en 2003 y 2004, respectivamente. Por otra parte, el incremento de las exportaciones de manufacturas industriales no ha sido sólo el resultado de la recuperación experimentada por la economía brasileña sino que éstas exportaciones han evidenciado importantes subas también al Nafta, UE, Chile y, aunque por valores menores, a varias economías de Asia.



## 2. De cara al futuro: el éxito de la Reestructuración de la Deuda Pública

A fines de febrero, con la finalización del período de seis semanas abierto para la suscripción de la oferta de canje por parte de los tenedores de títulos en cesación de pagos, culminó exitosamente el proceso de reestructuración de la deuda pública. Del total de deuda elegible por U\$S 81.836 M, el 76,15% (U\$S 62.318 M) aceptó la propuesta efectuada por el gobierno, con lo que Argentina dejó formalmente su situación de default luego de un arduo e inédito proceso de negociación debido a su magnitud y complejidad. Esta elevada tasa de aceptación fue el resultado de una importante participación en todas las jurisdicciones, monedas e instrumentos involucrados. Como contrapartida, se emitirán U\$S 35.261 M de nuevos títulos de deuda (bonos par, cuasi-par y descuento). De este modo, si se adicionan los títulos canjeados a la deuda que ya se encontraba en situación regular, en la actualidad el país ha normalizado el 86% de su stock de deuda pública<sup>(3)</sup> (Ver Cuadro 1).

**Cuadro 1**  
**Resultados Globales del Proceso de Reestructuración de la Deuda Pública**  
 Cifras en millones de US\$

Deuda elegible	81.836	
Deuda canjeada	62.318	
en %	76,2%	
	Deuda "vieja"	Deuda reestructurada
Bonos Par	15.000	15.000
Bonos Descuento	35.405	11.932
Bonos Cuasi-Par	11.913	8.329
TOTAL	62.318	35.261

El importante éxito de la operación de canje puede apreciarse aún más claramente si se tienen en cuenta varios rasgos que tornan verdaderamente inédito al proceso de reestructuración encarado. En primer lugar, se trata de una reestructuración sin precedentes en los mercados financieros internacionales tanto por su magnitud como por la gran cantidad de actores, jurisdicciones, monedas e instrumentos involucrados. El grado de atomización de los acreedores y la existencia de potenciales problemas de coordinación tornó muy complejo el proceso de negociación. Ello requirió que el equipo negociador llevara adelante un mecanismo de consulta que demandó más de setenta reuniones con los diferentes grupos de acreedores a lo largo de varios meses en diferentes países y plazas financieras, trabajando en el detalle del menú de instrumentos ofrecidos para que éste reflejara adecuadamente los perfiles e intereses de los diferentes tenedores de bonos. Este proceso de consulta fue el que permitió delinear una oferta comprensiva, sostenible y viable, que minimizara,

al mismo tiempo, la pérdida de valor para las diferentes partes involucradas en el marco de las restricciones planteadas por la capacidad de pago del país.

Un segundo aspecto que tornó completamente novedoso al proceso de reestructuración encarado fue la estrategia adoptada por las autoridades. En efecto, tal como ha sido enfatizado por el gobierno argentino en numerosas ocasiones a lo largo del prolongado proceso de renegociación, las autoridades tenían a priori dos enfoques posibles para encarar la reestructuración de los pasivos gubernamentales. Una primera opción consistía en repetir el fracasado esquema observado durante la mayor parte de la década del noventa y en anteriores episodios de reestructuración, vale decir, buscar alcanzar una "solución rápida" al problema, priorizando la aceptabilidad de la propuesta por parte del mercado, pero ignorando las restricciones impuestas por la capacidad de pago del país. Es probable que un enfoque de este tipo (en buena medida promovido por actores muy relevantes de los mercados financieros internacionales) hubiese permitido alcanzar un acuerdo en plazos menores a los que finalmente demandó el proceso de canje. Sin embargo, esta primera estrategia –mucho más "fácil", en principio, para las actuales autoridades pero claramente irresponsable e inconsistente desde el punto de vista intertemporal– hubiera ofrecido una salida completamente efímera a la situación de default. Esta falsa reestructuración de las obligaciones hubiera importado un fugaz alivio financiero en el cortísimo plazo, pero la carga en valor presente de los compromisos se hubiese mantenido relativamente inalterada (poniendo en duda su sostenibilidad) lo que habría dejado latente el problema. Esto habría conducido inevitablemente a ulteriores reestructuraciones y a nuevos episodios de crisis, condicionando el crecimiento de la economía, infligiendo nuevas pérdidas de bienestar a la población (y a los propios acreedores) y afectando severamente, una vez más, la reputación y credibilidad de la República.

(3) La liquidación final de la operación, prevista en principio para el 1 de abril, se encuentra pendiente de efectivización debido a la presentación efectuada por un grupo de acreedores que, voluntariamente, decidieron no participar en el proceso de canje (holdouts). Argentina obtuvo un fallo favorable de primera instancia frente a esa presentación. El caso fue apelado y la entrega definitiva de los nuevos bonos emitidos a sus titulares se encuentra demorado hasta la resolución de la Cámara Federal de Apelaciones de Nueva York.

Por el contrario, el enfoque adoptado por las autoridades, mucho más difícil y complejo, implicó en la práctica el rechazo de esta “fuga hacia delante” y buscó alinear los compromisos reestructurados con la verdadera capacidad de pago del país. Se logró así conciliar la noción de “aceptabilidad” por parte de los mercados con la “sostenibilidad” de la propuesta de canje. Este principio general de “ofrecer sólo aquello que se está en condiciones materiales de cumplir” es el único modo posible de manifestar en forma creíble y duradera la voluntad de pago de los compromisos asumidos.

Caben consignar, además, otro conjunto de elementos que tornaron distintivo este proceso de reestructuración. En primer lugar, es importante destacar que el mismo fue llevado adelante en el contexto de un apreciable cambio del “paradigma” vigente en la comunidad financiera internacional en lo que se refiere a la resolución de crisis de deuda soberanas. En efecto, el proceso de reestructuración de la deuda pública argentina no sólo no contó con el aporte de recursos frescos proveniente de los organismos de crédito multilateral sino que se implementó de manera simultánea a una importante reducción de la exposición neta del país frente a sus acreedores multilaterales. De hecho, desde 2002 a la fecha el país ha efectuado pagos netos de capital más intereses a los organismos financieros internacionales por alrededor de U\$S 11.500 M. Este cambio de reglas en los mercados financieros internacionales en favor de una “solución de mercado” a la crisis de la deuda pública fue un dato exógeno para el país e implicó que la quita ofrecida a los acreedores privados fuera necesariamente mayor que la observada en otros procesos de reestructuración de deudas soberanas.

En segundo lugar, la profundidad de la crisis —el colapso de la actividad económica fue mucho más marcado que el experimentado en otras situaciones de default— y sus dramáticos e inmediatos impactos sociales, obligaron a las autoridades argentinas a compatibilizar la obligación de honrar los compromisos financieros resultantes de la reestructuración con la necesidad de atender las urgentes demandas sociales en el corto plazo. Esta situación implicaba que la secuencia de pagos que surgiera de la reestructuración debía resultar mucho menos exigente, particularmente en los primeros años. Consecuentemente la quita implícita en la propuesta, medida en valor actual, tenía que ser mayor a la observada en otras experiencias de cesación de pagos.

En tercer lugar, el enfoque adoptado por las autoridades implicó que, teniendo en cuenta el extendido plazo de los instrumentos de la nueva deuda, la propuesta se debía confeccionar sobre la base de una evaluación cauta y realista del potencial de crecimiento de la economía argentina, del superávit fiscal primario alcanzable y del nivel del tipo de cambio real al cual convergería la economía. De esta manera la capacidad de pago de la economía surgió de un análisis de consistencia macroeconómica centrado en la evolución de las mencionadas variables, con el fin de asegurar la sustentabilidad del proceso, y garantizar una configuración productiva equilibrada, acorde con los objetivos económicos y sociales definidos por el gobierno. Esta orientación también resultó completamente novedosa respecto de experiencias pasadas de reestructuración.

Si la economía argentina logra, no obstante, consolidar los avances manifiestos hacia un crecimiento sustentable, muy probablemente alcance tasas de crecimiento en promedio superiores y con menor volatilidad a la implícita en la propuesta. Es por ello que, con el objetivo de compartir con los tenedores de la nueva deuda reestructurada los beneficios de un eventual crecimiento económico por encima del comprometido en la propuesta, se diseñó un instrumento financiero vinculado a la evolución del PIB que sólo gatilla pagos en caso de que el país cuente efectivamente con los recursos para hacerles frente.

La comprensión del conjunto de estas consideraciones por la gran mayoría de los acreedores es lo que ha permitido compatibilizar la tasa de aceptación alcanzada, muy superior a la esperada a lo largo del proceso de reestructuración, con un esquema sustentable. De cara al futuro, y en la medida en que el principal logro de la reestructuración consistió en la reformulación de los compromisos de deuda de acuerdo a la real capacidad de pago de la economía, puede afirmarse que la economía argentina enfrenta ahora una carga de la deuda muy exigente pero, a diferencia del pasado, afrontable. Aunque se sitúa todavía en valores muy elevados, el nivel y el perfil de la deuda pública han vuelto a ser manejables. De hecho, la relación deuda/PIB representa ahora un 72% del producto, aunque medida en valor presente, esta magnitud constituye un 57% del PIB. Como consecuencia, la carga de intereses que se desprende del nuevo perfil de deuda alcanza actualmente el 2% del PIB.

El Cuadro 2 exhibe la mejora sustancial luego del canje de varios de los indicadores usuales de fragilidad y solvencia. Comparando con los niveles de diciembre de 2001, los pagos de intereses pasaron de representar de un 22% a un 10% de los recursos tributarios, y de constituir un 70% a un 15% de las reservas internacionales. El stock de deuda, entretanto, cayó desde casi un 540% de las exportaciones en diciembre de 2001 a alrededor del 360%. Por último, uno de los indicadores más claros de vulnerabilidad sistémica (vgr. el descalce de monedas entre los pasivos del sector público y sus ingresos) ha experimentado una notable reducción como consecuencia del aumento de la participación de la deuda denominada en pesos desde el 3% al 37% actual.

**Cuadro 2**  
**Deuda pública Pre y Post Reestructuración**  
**Ratios**

	Dec-01	Abr-05 (*)
Servicios de intereses / Exportaciones	38%	9%
Stock Deuda Pública / Exportaciones	544%	364%
Stock Deuda en Moneda Extranjera / Exportaciones	527%	204%
Servicios de Intereses / Reservas Internacionales Líquidas	70%	15%
Servicios de Intereses / Recursos Tributarios	22%	10%
Deuda en pesos / Deuda Total	3%	37%

(\*) Estos valores no hacen referencia a la deuda elegible que voluntariamente no participó en el canje.

Todo ello implica que el servicio de la deuda pública, aunque demandará sostenidos esfuerzos fiscales a lo largo de un período muy prolongado, debería dejar de operar como factor generador de fragilidad sistémica e inductor de permanente incertidumbre, inhibiendo el crecimiento de la economía en el mediano y largo plazo.

La reestructuración encarada permite avanzar en la recuperación de la solvencia fiscal intertemporal y en la progresiva reducción de la carga de la deuda. El reordenamiento de las finanzas públicas y la definición de un panorama fiscal sostenible deberían inducir, ceteris paribus, una mayor rentabilidad proyectada y un escenario de mayor previsibilidad para el sector privado. Por un lado, las menores necesidades de financiamiento del sector público deberían traducirse en una ma-

yor disponibilidad de fondos domésticos para ese sector, evitando los tradicionales efectos de “desplazamiento” (crowding out) provocados por la necesidad de financiamiento del sector público en los mercados de crédito, al tiempo que la reducción de la prima de riesgo país debería posibilitar una disminución de los costos de financiamiento de los proyectos privados en los mercados internacionales. Por otro lado, la definición de compromisos fiscales y externos exigentes pero asequibles otorga previsibilidad al sendero futuro de variables macroeconómicas (presión tributaria) y precios relativos clave (tipo de cambio).

De este modo, al despejar el horizonte y eliminar un factor de incertidumbre, la resolución exitosa de la reestructuración de la deuda tendrá en lo inmediato un impacto favorable sobre las expectativas, contribuyendo a destrabar varias decisiones pendientes de inversión. Por otra parte, desde una perspectiva de más largo alcance, al reforzar los fundamentos de la actual configuración macroeconómica, contribuirá a mejorar las perspectivas de un crecimiento sostenible, balanceado y socialmente inclusivo.

### Nuevos Desafíos I: Consolidar la Estabilidad de Precios

Argentina, al igual que la mayoría de los países latinoamericanos, tiene tras de sí una prolongada historia de inflación crónica, la que luego de conducir a dos episodios hiperinflacionarios a fines de los años ochenta y comienzos de los noventa, fue finalmente erradicada durante la década pasada. Agudización de la puja distributiva, alta variabilidad de los precios relativos con la consiguiente pérdida de importancia de su rol en la asignación de los recursos, fuerte incertidumbre que afectaba negativamente a la tasa de inversión, y la pérdida del valor real de los ingresos tributarios, son sólo algunos de los costos que la inflación crónica le confirió al funcionamiento de la economía, lo que terminó afectando severamente su desempeño y su capacidad de crecimiento.

Uno de los fenómenos que tendían a verificarse durante los recurrentes episodios de crisis de balanza de pagos en el pasado consistía en que generalmente la depreciación de la moneda doméstica daba lugar al inicio de procesos inflacionarios persistentes. En este sentido, uno de los hechos más destacables de la evolución macroeconómica posterior a la salida de la crisis provocada por el derrumbe de la Convertibilidad fue que, luego de la suba de precios provocada por el impulso proveniente de la burbuja cambiaria, la actitud responsable del conjunto de los agentes económicos, junto a la prosecución de coherentes políticas fiscales, monetarias y cambiarias lograron anclar las expectativas y contribuyeron a una rápida estabilización de los pre-

### La aceleración reciente de los precios

A partir del marco descripto, cabe hacer referencia a la aceleración de la inflación ocurrida durante el primer trimestre de 2005. En efecto, desde diciembre de 2004 se ha producido un avance mensual de los precios a un ritmo claramente mayor al del promedio de 2004. La inflación del primer trimestre de 2005 fue de 4%, y la tasa acumulada de los últimos 12 meses alcanza el 9,1% (ver Gráfico 7). Por su parte, la inflación del índice Resto IPC (una proxy de la inflación subyacente) acumuló un alza en el trimestre de 4,6% y un incremento de 9,6% en marzo de 2005 cuando se compara con igual mes del año previo. Sin embargo, un análisis pormenorizado de la evolución de los precios permitiría conjeturar que el fenómeno en curso tendría un carácter transitorio. Este diagnóstico se basa en la observación de un conjunto de hechos que se detallan a continuación.

En primer lugar, durante la primera parte de 2005 se están observando ciertos ajustes pendientes de precios relativos que habían quedado desalineados a la salida de la crisis que precipitó el colapso de la Convertibilidad. En particular, debe tenerse en cuenta que desde 2002 los precios al consumidor han evolucionado muy por debajo de los precios mayoristas, por lo que se verificó una importante reducción de márgenes de comercialización a nivel minorista. En un contexto en que la demanda final se está expandiendo en forma robusta, las firmas que venden al público parecen contar con mayor grado de maniobra (pricing power) para intentar recomponer márgenes y trasladar al público parte de los aumentos de costos que han experimentado. Al mismo tiempo, también se advierte una tendencia reciente a la recuperación de los precios de los servicios respecto del precio de los bienes (ver Gráfico 8).

Gráfico 7  
IPC – Tasas de variación punta a punta

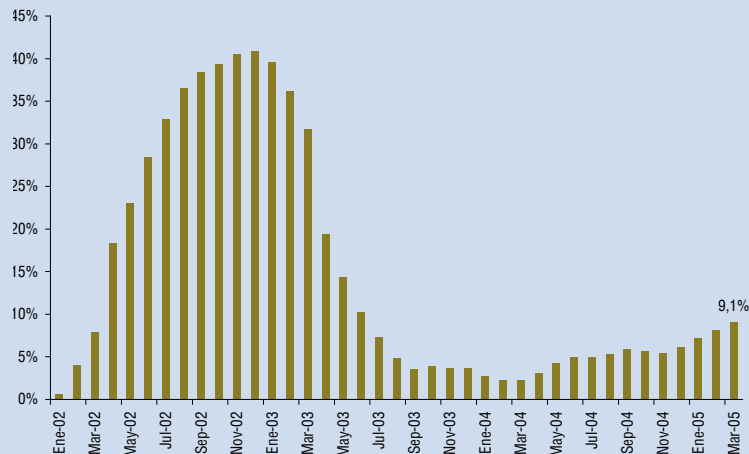
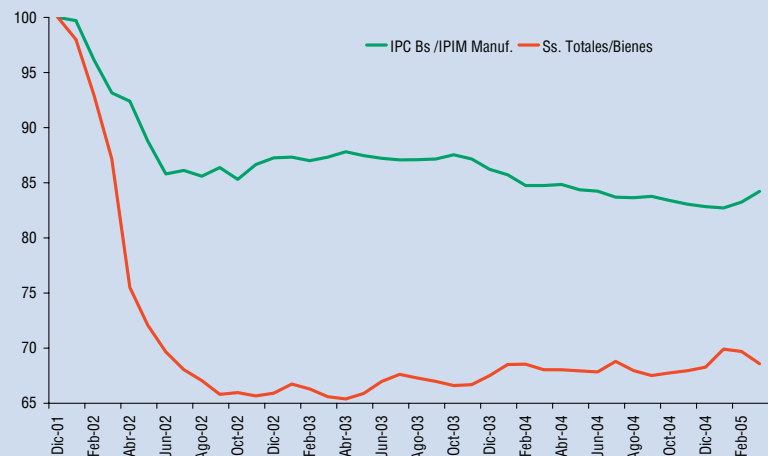
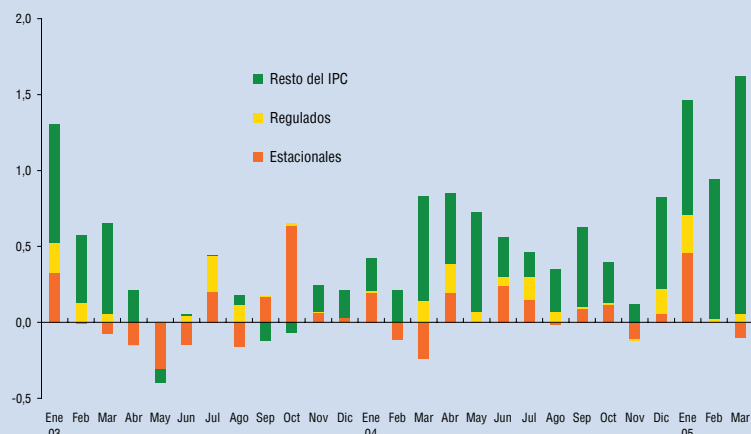


Gráfico 8  
Evolución de Precios Relativos  
Dic 2001 = 100



**Gráfico 9**  
**Incidencias en las variaciones mensuales del IPC-GBA**  
 Según clasificación en categorías



Dado que estos últimos están creciendo, el cambio de los precios relativos se produjo mediante un alza del nivel general de precios y buena parte de este fenómeno se reflejó, incluso, en una suba del índice IPC resto, que aproxima la evolución subyacente. Ello puede inducir a creer que se está verificando un proceso permanente de aceleración inflacionaria. Sin embargo, si los productos cuyo precio relativo está aumentando convergen a su nuevo nivel sin inducir, vía efectos de segunda vuelta, alzas ulteriores en el resto de los precios, la nueva estructura de precios relativos alcanzada debería mantenerse relativamente inalterada sin que el índice general muestre nuevas subas, más allá de la inflación tendencial que suele acompañar a toda economía en crecimiento.

De este modo, estos ajustes pendientes de precios relativos se estarían reflejando en forma transitoria en una mayor tasa de inflación. De hecho, se esperaba que una parte de estos ajustes hubiese tenido lugar durante el año pasado. De allí que la inflación efectiva de 2004 (6.1% punta a punta y 4.4% promedio) se situara por debajo del límite inferior de la banda de entre 7% y 11% fijada como meta inflacionaria en el programa monetario del BCRA y en las previsiones macroeconómicas que acompañan al Presupuesto.

A estos factores debe sumarse la actualización de algunos precios administrados (taxis, cigarrillos, GNC), cuyos aumentos fueron autorizados entre diciembre y enero por el gobierno<sup>(4)</sup>. En el mismo período, deben contabilizarse también alzas estacionales en el rubro turismo y en algunas verduras (ver Capítulo de Precios). En conjunto, estos dos factores explicaron aproximadamente la mitad de la inflación de 1,5% del mes de enero (ver Gráfico 9). Muchas de estas alzas estacionales se vieron acentuadas por el dinamismo exhibido por la demanda privada, algo que también tendió a ocurrir durante marzo con los servicios educativos.

Finalmente, debe recordarse que una parte no menor de los aumentos observados en los índices del primer trimestre de 2005 se debe a incrementos de precios en manufacturas de origen agropecuario, las que han aumentado sus ventas externas, y por lo tanto su grado de transabilidad. Se trata, fundamentalmente, de los lácteos (cuyos precios internacionales exhiben valores elevados) y de las carnes (en los que la suba de precios internacionales se ha verificado en un contexto de reapertura de mercados externos para nuestros productos por el cambio de estatus sanitario). Los elevados valores conseguidos en los mercados externos han sido trasladados en buena medida al mercado interno en un contexto de fuerte recuperación del consumo y, en el caso de las carnes, cierta retracción coyuntural de la oferta.

### Suba Transitoria de Precios vs Inflación Permanente: impulsos y mecanismos de propagación

De todo lo anterior resulta que es muy importante distinguir entre saltos discretos “de una sola vez” del nivel de precios (que pueden provocar aumentos transitorios de la tasa de inflación) y una suba permanente de los mismos, asociada a un proceso inflacionario. Siempre que se verifique un cambio de precios relativos sin que ello se produzca como consecuencia de una baja de determinados precios y la constancia de otros, esto se reflejará en una tasa de inflación transitoriamente positiva. Pero esta

(4) Aunque con menor incidencia, el incremento de otros precios que contribuyeron a la suba del índice general en el primer trimestre fueron los de las cuotas de la medicina prepaga y de los colegios privados. Aunque en la evolución del precio de estos servicios es importante la incidencia de las decisiones gubernamentales, los mismos se encuentran contabilizados por el INDEC dentro del índice resto IPC:

tasa de inflación transitoriamente más elevada no tiene por qué tender a perpetuarse, excepto que haya mecanismos de transmisión que propaguen esos impulsos inflacionarios. En este último caso la existencia de mecanismos de propagación tiende a reproducir la tasa de inflación de los períodos pasados porque todos los precios de la economía buscan ajustarse en respuesta al impulso inflacionario inicial y el proceso puede adquirir inercia propia, (como ha ocurrido en el pasado en la experiencia argentina) dando lugar a un régimen de alta inflación. Estos mecanismos de amplificación, sin embargo, sólo tienden a montarse cuando las conductas adaptativas de los agentes económicos conducen a desarrollar instituciones formales e informales de cobertura (vía expectativas o prácticas indexatorias) frente a un entorno de desequilibrios macroeconómicos recurrentes, percibidos éstos últimos como permanentes.

Típicamente, en la interpretación de los fenómenos inflacionarios de naturaleza permanente se reconoce que una parte de los impulsos inflacionarios pueden tener origen en desequilibrios persistentes de las cuentas públicas, convalidados sistemáticamente por el financiamiento monetario vía emisión. Otro impulso usual lo constituyen los shocks de oferta (vgr. el fracaso de una cosecha, el aumento del precio internacional del petróleo, etc.), o bien la suba abrupta del tipo de cambio en respuesta a una crisis de balanza de pagos, todos fenómenos que pueden operar como disparadores de un alza en el nivel general de precios.

En las actuales circunstancias, los factores tradicionales de impulso inflacionario parecen estar bajo razonable control. La situación de las finanzas públicas es muy holgada, y tras la reestructuración de la deuda pública, la perspectiva es que esta solvencia se mantendrá en el futuro (ver Capítulo Finanzas Públicas). Por otra parte, pese a la importante reducción de la tasa de desocupación y a la eventual existencia de algunas restricciones en la oferta de calificaciones laborales específicas, el mercado de trabajo continúa sobreofertado y puede descartarse que los salarios hayan jugado un rol como factor motorizador de impulsos inflacionarios. Por último, la balanza de pagos, muestra un saludable equilibrio, con una cuenta corriente positiva y una entrada de capitales neta, todo lo cual apunta a una creciente acumulación de reservas y a la ausencia de presiones alcistas sobre los precios provenientes del mercado cambiario (ver Capítulo Sector Externo).

De esta manera, los sólidos fundamentos en la configuración macroeconómica y la ausencia, por tanto, de los mecanismos tradicionales de impulso inflacionario han impedido que se instalen los canales que usualmente darían origen a una aceleración sostenida de la inflación. En cuanto a los mecanismos de propagación, como se dijo, éstos responden a movimientos “de segunda vuelta” y operan tanto a través de la generación de firmes expectativas inflacionarias fundadas en la percepción de desequilibrios macroeconómicos recurrentes como de la generalización de las prácticas indexatorias, formales o informales<sup>(5)</sup>.

Un mecanismo típico a través del cual tienden a propagarse los impulsos inflacionarios es el intento de algunos sectores por recuperar la pérdida sufrida en su ingreso real frente a una aceleración inflacionaria pronunciada. Cabe destacar que en el caso argentino, y en etapas de alta inflación, la indexación de los salarios fue uno de estos mecanismos de transmisión de impulsos provenientes de otros mercados. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que, pese a la existencia de mecanismos de ajuste automático que buscaban preservar el poder adquisitivo de las remuneraciones al trabajo, los salarios reales tendían a deteriorarse en forma sistemática ante cada episodio de aceleración inflacionaria.

De este modo, en las actuales circunstancias y en un contexto de recomposición de la demanda de trabajo, parece apropiado que las negociaciones salariales atiendan adecuadamente la realidad (en términos de productividad y rentabilidad) de los diferentes sectores de actividad económica. Si bien es cierto que en muchos sectores se ha verificado en el último período un incremento de los costos salariales, también lo es que en varias actividades (especialmente las del sector transable) de la economía se ha verificado desde la salida de la Convertibilidad una apreciable reducción de los costos laborales unitarios y un fuerte incremento de los márgenes de ganancia. De este modo, dependiendo de la evolución de su productividad y de los márgenes de rentabilidad alcanzados la situación de los diferentes sectores se presenta muy heterogénea en lo referente a su capacidad para absorber o trasladar a los precios finales eventuales incrementos salariales.

Otro mecanismo característico en procesos inflacionarios establecidos y con una historia prolongada por detrás, era el uso por parte de los agentes económicos de una referencia para actualizar periódicamente sus ingresos nominales (normalmente, el nivel general de algún índice de precios), lo que tendía a coordinar las expectativas de inflación y a realimentar el proceso inflacionario.

Afortunadamente, por las razones antes mencionadas, ninguno de estos mecanismos parecen estar vigentes en la actualidad. Las acciones de la política económica han desestimulado y, en muchos casos, impedido de jure la indexación, al tiempo que

(5) Por ejemplo, la conducta de empresas con capacidad de incidir en la formación de precios en mercados poco competitivos.

el entorno de baja inflación prevaleciente ha restado incentivos a los propios agentes para desarrollar estas prácticas formales o informalmente.

Finalmente, aunque es factible que puedan verificarse algunos cuellos de botella en sectores específicos, tampoco parece posible afirmar que la aceleración inflacionaria reciente esté vinculada con la existencia a nivel global de un desequilibrio duradero entre la oferta y la demanda agregadas, o que se haya llegado al límite de la capacidad productiva de la economía. Además, el aumento proyectado y sostenido de la tasa de inversión, y las continuas ganancias de productividad resultantes de ese proceso permitirán ir expandiendo el producto potencial, en línea con la evolución de una demanda global cuya tasa de expansión irá gradualmente convergiendo a niveles sostenibles en el mediano y largo plazo.

### La respuesta de la política económica

Las circunstancias y argumentos arriba reseñados avalarían el diagnóstico de que la aceleración de la tasa de inflación observada en el primer trimestre de 2005, constituye el resultado de la superposición en un momento del tiempo de un conjunto de factores puntuales en un contexto de fuerte expansión de la economía, y no un fenómeno de naturaleza permanente. Sin embargo, teniendo en cuenta la importancia de mantener bajo control las expectativas de aumentos de precios, especialmente en un país con una historia inflacionaria como la que caracterizó a la Argentina, y procurando evitar que eventualmente pudieran montarse sobre esta aceleración coyuntural mecanismos de indexación formales o informales, las autoridades han encarado un conjunto consistente de acciones de política.

En primer lugar, el Gobierno ha establecido una serie de acuerdos de precios con algunas cámaras del sector privado productoras de alimentos, uno de los rubros que en el último bimestre aportó un mayor impulso a la aceleración transitoria de los precios. Estos acuerdos persiguen un doble fin: por un lado, desacelerar el crecimiento del nivel general del índice, dada la fuerte contribución reciente de los alimentos a la suba del mismo; por el otro, moderar su impacto social negativo, retrotrayendo algunos precios a niveles previos a los resultantes de las últimas subas, sobre todo en aquellos productos que se caracterizan por una ponderación importante en la canasta alimentaria de los sectores de menores ingresos.

Al momento de redactarse este informe, habían sido firmados cinco acuerdos, cuatro durante la segunda quincena de marzo y uno a comienzos de abril. Los sectores privados involucrados son el avícola, los frigoríficos, los productores de lácteos, la industria aceitera, y los supermercados. En general los acuerdos poseen un plazo de vigencia de 90 días a partir de su firma (con la excepción de la industria láctea, que firmó por 150 días), y presentan como meta la rebaja del precio de ciertos productos (salvo la industria aceitera, que se comprometió al mantenimiento de los niveles observados). Los grandes comercializadores, por su parte, se comprometieron a trasladar a los consumidores las rebajas convenidas con los productores.

De manera simultánea a la implementación de estos acuerdos, las autoridades continúan comprometidas con la prosecución del actual marco de políticas macroeconómicas prudentes y responsables, lo que debería contribuir a reducir las expectativas inflacionarias. Por un lado, el BCRA ha tomado nota de la aceleración reciente de las tasas de inflación y ha tendido a cambiar, durante el primer trimestre, gradualmente el sesgo de su política monetaria, sin que ello implique sobrerreaccionar frente a un fenómeno de naturaleza transitoria e impedir el natural ajuste pendiente de precios relativos. En esa dirección, la autoridad monetaria ha llevado adelante un conjunto de acciones dirigidas a reducir moderadamente el estímulo monetario y anunció su intención de ir ubicándose paulatinamente por debajo del techo de la banda fijada en el programa monetario. Junto a una incipiente suba en las tasas de las LEBAC de más corto plazo, el incremento en el corredor de tasas de las operaciones de pasés y el lanzamiento de licitaciones dirigidas a acelerar las cancelaciones de redescuentos por parte de los bancos, durante el primer trimestre del año el BCRA redujo en forma sensible su participación en el mercado de cambios. En esta tarea, la autoridad monetaria recibió una importante colaboración de parte de la Tesorería, que compró prácticamente el doble (US\$ 1.663 millones) de las divisas adquiridas por el BCRA. El conjunto de estas acciones permitieron reducir la base monetaria amplia en unos \$2.275 millones, revirtiendo casi la totalidad del incremento estacional observado durante el mes de diciembre.

Finalmente, en lo que hace específicamente a la política fiscal, debe mencionarse que durante el segundo trimestre se producirá seguramente una importante absorción de recursos provenientes del sector privado debido al usual aumento estacional del superávit primario, originado en los importantes vencimientos impositivos del período. Algo similar ocurrió en el segundo trimestre del año pasado cuando el superávit primario del fisco nacional pasó de alrededor de 3,5% del PIB en el primer trimestre de 2004 a alrededor de 7% del PIB en el segundo cuarto del año. Este año, no obstante, se espera que el impulso fiscal contractivo sobre la evolución del gasto privado tienda a ser menor debido, especialmente, a que en las próximas semanas se

efectivizará un importante pago pendiente de intereses de la deuda reestructurada correspondiente a lo devengado durante 2004 y parte de 2005, y una proporción importante de esas erogaciones será percibida por agentes residentes. Más allá de este efecto, las finanzas públicas continuarán contribuyendo a moderar el ritmo de incremento que exhibe el gasto privado. La mayor disponibilidad de recursos fiscales posibilitará, al mismo tiempo, que la Tesorería continúe desempeñando un rol muy relevante en la mantención de una paridad cambiaria competitiva y estable.

## Nuevos Desafíos II: el Crecimiento Sostenible

Un rasgo típico del comportamiento de la economía argentina ha sido la estrecha correlación negativa existente entre el grado de volatilidad macroeconómica y la tendencia de mediano y largo plazo del PIB. Así, uno de los rasgos distintivos de los fenómenos macroeconómicos en nuestro país fue que los desequilibrios agregados han tendido a exhibir una magnitud, duración temporal y frecuencia, mucho más elevada que la fluctuación típica de las economías desarrolladas. De este modo, las variables fundamentales y los precios relativos clave mostraban una variabilidad e impredecibilidad estocástica muy pronunciada, tornando muy difícil modelar y anticipar su evolución y generando, por ende, en los períodos de desequilibrio macroeconómico niveles de incertidumbre que conducían a la generación de graves fallas de coordinación agregadas.

A diferencia de economías en las que los problemas macroeconómicos son moderados, esporádicos y pasajeros, la propensión a generar en forma sistemática y recurrente episodios de inestabilidad macroeconómica de gran magnitud conducía a los agentes a desplegar conductas permanentes de adaptación microeconómica frente al fenómeno de desequilibrio.

En una economía estructuralmente propensa a generar desequilibrios agregados, la influencia del contexto macroeconómico sobre la estructura microeconómica era entonces mucho más intensa y duradera: dado el riesgo de tomar decisiones erróneas en un contexto volátil y de elevada incertidumbre, la opción de poder revertir decisiones pasadas tenía un elevado premio económico y tornaba rentables conductas conservadoras y defensivas de adaptación permanente a un contexto incierto. Todo ello conducía al marcado acortamiento del horizonte temporal relevante para la toma de decisiones.

De este modo, los agentes tendían a desplegar una elevada “preferencia por flexibilidad”, con consecuencias muy negativas sobre la asignación de los recursos reales y la estructura financiera de la economía y, consecuentemente, sobre el crecimiento. Por una parte, en un contexto incierto y de elevada variabilidad de los precios relativos fundamentales, la reticencia a comprometer recursos por períodos largos tenía consecuencias deletéreas sobre el comportamiento de la tasa de inversión. Pero además, la elevada prima de riesgo implícita entre los rendimientos de corto y largo plazo provocaba la virtual desaparición de los mercados de crédito a plazos prolongados. El bajo compromiso con activos largos como los bienes de capital y la inexistencia de demanda por activos financieros a largo plazo provocaba entonces efectos muy negativos sobre la acumulación de capital y, especialmente, sobre la disponibilidad de financiamiento para los proyectos con mayor capacidad de innovación, afectando seriamente la evolución de la productividad agregada y, en consecuencia, del crecimiento.

Ciertamente, las razones por las que los fenómenos de desequilibrio macroeconómico tendían a tener una recurrencia, una magnitud y una duración temporal muy pronunciada eran de muy variado tipo. Algunas de ellas se encontraban estrechamente asociadas a diversos rasgos estructurales de la economía, vinculados esencialmente con su capacidad de absorber y procesar perturbaciones provocadas por alteraciones exógenas en las variables macroeconómicas fundamentales y/o en los precios relativos clave. Por un lado, la deficiencia en la estructura de mercados e instituciones relacionadas con la actividad económica determinaba que no existieran adecuados mecanismos de autorregulación capaces de atenuar y distribuir en el tiempo esas perturbaciones, tendiendo a amplificar el fenómeno de desequilibrio macroeconómico. Por otro lado, la escasa diversificación y sofisticación de la base productiva provocaba una potencial vulnerabilidad frente a la ocurrencia de shocks de orden agregado, y graves dificultades en el proceso de reasignación de recursos, prolongando el período de ajuste en desequilibrio de la economía. Por último, las propias conductas de adaptación microeconómica de los agentes a un contexto volátil y la emergencia de instituciones de adaptación al mismo (vgr. prácticas de indexación explícitas en contratos con cláusulas de ajuste automático o implícitas en las conductas de los formadores de precios en mercados poco competitivos) tendían a reforzar la intensidad y profundidad de los fenómenos de desequilibrio macroeconómico. En conjunto, estas características determinaban que la economía fuese estructuralmente propensa a generar episodios pronunciados de inestabilidad macroeconómica.

A diferencia de lo que cabía esperar, las políticas de estabilización y reforma estructural adoptadas durante la década pasada tendieron a exacerbar, en lugar de reducir, la variabilidad del ciclo macroeconómico, dando lugar a una sucesión de fases de auge y contracción impulsadas por el comportamiento marcadamente procíclico de los flujos externos de capital privado. La



combinación durante la década pasada de apertura comercial y atraso cambiario y la consecuente generación de tendencias no sostenibles en la cuenta corriente y en la evolución del endeudamiento externo público y privado basadas en expectativas infundadas sobre el ingreso percibido como permanente condujeron, en determinado punto, a severas crisis financieras y de balanza de pagos cuando se revirtió la dirección del flujo de capitales.

Para evitar la reiteración de patrones similares de auge y depresión, se requiere de un crecimiento balanceado, que respete, como tendencia, ciertas proporciones razonables entre los grandes agregados que sean sostenibles en el tiempo. A diferencia de lo ocurrido en experiencias pasadas, los sólidos equilibrios macroeconómicos alcanzados en la actualidad y la existencia de valores realistas para variables clave tales como el tipo de cambio real abren oportunidades para sustentar un crecimiento duradero. Ello debería traducirse en un crecimiento estable en los períodos de normalidad y en una economía mejor preparada para lidiar con cambios adversos en el contexto, evitando episodios de crisis profundas, con consecuencias productivas y sociales devastadoras.

En lo que a la inversión se refiere, es evidente que sólo un proceso sistemático de acumulación de capital y de incorporación de innovaciones garantizará que la economía pueda satisfacer con una oferta creciente de bienes y servicios el aumento de la demanda de residentes y no residentes en un entorno de baja inflación y equilibrio del sector externo. En este último sentido, se requiere de la disponibilidad de un flujo continuo de divisas, que esté generado principalmente en el sector real de la economía. Esto es así porque tanto el comportamiento procíclico de los mercados de capitales internacionales y la alta volatilidad del financiamiento externo, como la propensión de la economía argentina a caer en “trampas de endeudamiento”, enseñan que es necesario evitar una participación desproporcionada del ahorro externo en el financiamiento de la inversión. Ello implica mantener elevados niveles de ahorro interno y, por tanto, un resultado tendencialmente superavitario (o, al menos, equilibrado) de la cuenta corriente del balance de pagos.

Debe notarse que este enfoque no ignora el aporte de los capitales internacionales al proceso de desarrollo, ya que en la medida en que el sector público continúe reduciendo en forma neta su endeudamiento con el resto del mundo, ello debería dejar espacio para que el sector privado pueda recurrir eventualmente al endeudamiento externo, con el fin de financiar inversiones productivas. En todo caso, se trata de asegurar que dichos flujos sean estables en el tiempo, y que permitan al país el acceso a nuevas tecnologías, al tiempo que habiliten la posibilidad de aprovechar oportunidades de financiamiento en los mercados internacionales.

Lo anterior exige un tipo de cambio real lo suficientemente competitivo como para estimular la expansión del sector productor de bienes y servicios transables y tasas de ahorro público y privado congruentes. Una competitividad elevada contribuirá a la generación de los superávits comerciales necesarios para garantizar la solvencia externa, en especial ahora, cuando la reestructuración exitosa de la deuda pública traerá aparejada la reanudación del servicio de las obligaciones financieras. El superávit primario del sector público, por su parte, asegurará que el Estado capture los recursos indispensables para honrar su nueva estructura de compromisos; en tanto que niveles razonables de ahorro privado contribuirán de un modo significativo al financiamiento de la inversión.

Los pilares básicos de la actual administración son plenamente consistentes con el logro de estos objetivos. La recuperación de la solvencia fiscal intertemporal, la reducción del endeudamiento público, el incentivo a la inversión, y la preservación de un tipo de cambio estable y competitivo es el conjunto de premisas que permitirán cumplir con el desafío más importante que enfrenta nuestro país: consolidar un conjunto de políticas que contribuyan a consolidar la actual etapa de crecimiento sostenido y dejar atrás décadas de declinación económica persistente. En otras palabras, Argentina está en condiciones de ir sentando las bases de un verdadero proceso de desarrollo económico socialmente inclusivo.

### Perspectivas para 2005

Los muy buenos resultados macroeconómicos de 2004, sumados a un contexto internacional que sigue presentándose como propicio para el desempeño de la economía argentina, hacen prever que durante el año en curso la actividad económica continuará exhibiendo un crecimiento importante. En tanto la economía comienza a converger a su tasa de crecimiento sostenible de largo plazo, las tasas interanuales de expansión del PIB tenderán, sin embargo, a moderarse naturalmente. Debido a la aceleración del crecimiento en el último semestre del año pasado el arrastre estadístico para este año se sitúa en torno de 3,9%, lo que pone un piso importante para el crecimiento de 2005. Ello, sumado a la evolución trimestral desestacionalizada prevista para la actividad económica sugiere que la economía local debería experimentar un crecimiento de al menos 6% respecto del promedio de 2004.

Del lado de la demanda agregada, este crecimiento debería estar caracterizado por un patrón balanceado en el aporte relativo de cada uno de sus componentes, con nuevos aumentos de la participación de la inversión en el PIB. Del lado de la oferta sectorial, mientras tanto, tenderán a observarse tasas de crecimiento relativamente equilibradas entre las actividades productoras de bienes y las de servicios, tal como ha venido sucediendo durante buena parte de 2004.

En este contexto, las perspectivas fiscales son alentadoras. El Presupuesto Nacional estima un superávit primario de 3,2% del PIB, una meta que en función del nivel de actividad esperado y el reciente ordenamiento de la deuda pública se debería alcanzar sin mayores sobresaltos. A su vez, el superávit fiscal primario permite prever que el sector público volverá a ser un factor contractivo de la base monetaria durante 2005. La solidez de la situación fiscal, la prudencia en el manejo de la política monetaria y las acciones preventivas adoptadas por el gobierno para evitar la formación de expectativas de inflación deberían traducirse, asimismo, en una gradual desaceleración de las tasas de inflación mensuales, luego del alza transitoria en el ritmo de incremento de los precios durante el primer trimestre del año. En este sentido, no se observan factores de peso para modificar los pronósticos de inflación para el año en curso, en base a los cuales se realizaron las proyecciones presupuestarias.

Aún en un escenario caracterizado por una esperable reducción de la elevada elasticidad empleo-producto observada durante los últimos tres años, la continuidad de la tendencia expansiva del PIB debería reflejarse en una continua generación de nuevos puestos de trabajo y en declinaciones adicionales de la tasa de desempleo. Los resultados preliminares del mes de febrero de la Encuesta de Indicadores Laborales, muestran una variación positiva del empleo privado formal de 0,6% promedio de los cuatro aglomerados relevados (GBA, Mendoza, Córdoba y Rosario). Comparado con el mismo mes del año anterior, el empleo presenta una variación positiva del 6,7%. Esta recuperación del empleo, junto a una gradual desaceleración de los registros inflacionarios y a una evolución de los ingresos nominales compatible con la realidad de los diferentes sectores de actividad económica, debería traducirse en nuevas reducciones de las tasas de pobreza e indigencia.

Debido a la reciente reversión que tendieron a exhibir los precios internacionales de las commodities que exporta Argentina, es probable que los precios promedios de las exportaciones puedan ubicarse muy cerca de los niveles de 2004, aunque ello es contingente a la continuidad del escenario de crecimiento global. Los volúmenes exportados por su parte, continuarán exhibiendo un elevado dinamismo, ayudados por el actual desempeño económico de los socios comerciales de la Argentina. Ello permite inferir que los valores exportados volverán a exhibir nuevos récords históricos durante 2005. Por su parte, se prevé que el crecimiento de las importaciones continúe su gradual desaceleración. En este contexto, la cuenta corriente podría experimentar un superávit algo menor al de 2004. La razón es que los efectos de una cuenta comercial levemente menos superavitaria más el aumento de las remesas de utilidades y dividendos, no alcanzaría a ser compensado por la reducción de intereses devengados que permitió la operación de reestructuración de la deuda pública.

Tal como se indicó más arriba, luego de un año muy favorable para la economía global, las condiciones externas continúan siendo favorables para el desempeño de la economía argentina, aunque el panorama económico y financiero internacional presenta algunos importantes factores de riesgo a la baja. Más allá de la reciente alza experimentada por el precio del petróleo en los mercados internacionales, la principal contingencia sigue siendo sin duda la elevada dependencia que exhibe la tasa de crecimiento global respecto del desempeño de la economía de EEUU (aunque en los últimos años ha crecido el aporte de China y otras economías asiáticas). Este patrón desequilibrado de crecimiento ha generado importantes desbalances globales de las cuentas corrientes y desalineamientos cambiarios, que plantean la posibilidad potencial de rectificaciones abruptas que tengan impacto en la tasa de expansión de la actividad económica mundial y en las corrientes financieras globales. Este factor de incertidumbre sobre el desempeño económico mundial tenderá a disiparse en la medida en que el ajuste de estos desequilibrios se produzca en forma suave y gradual, aunque debe destacarse que se plantean a escala global importantes problemas de coordinación para implementar en forma equilibrada y equitativa las correcciones necesarias.

Por su parte, la suba del precio del petróleo no se ha traducido por el momento en una corrección importante al alza de las expectativas inflacionarias, ni en fuertes presiones en los índices de inflación subyacente en las economías desarrolladas (aún cuando éstos han venido subiendo en forma sistemática desde el último trimestre de 2004 y el Comité de Mercado Abierto de la FED ha reconocido en su última reunión la presencia de mayores presiones inflacionarias). No obstante, aunque en términos reales las actuales cotizaciones del crudo son sustancialmente menores que las vigentes en ocasión de los shocks petroleros de la década del setenta, los precios se ubican arriba de U\$S 50 el barril, más de un 60% por encima en términos reales de los existentes en promedio durante 2003. Si bien esta alza repercutiría favorablemente sobre nuestras exportaciones, la persistencia de las subas podrían impactar de manera indirecta a través de una disminución del crecimiento global esperado para 2005.

Por otro lado, esas subas han reforzado la posibilidad de que la FED se vea obligada a intensificar el ritmo por ahora moderado con que ha venido corrigiendo al alza sus tasas de interés de referencia. Si bien las subas han sido graduales, se ha notado ya

cierto efecto negativo sobre el flujo de capitales a los países en desarrollo, y un ciclo alcista más pronunciado de las tasas de interés internacionales podría complicar el financiamiento externo de varias economías de la región.

Cabe destacar, no obstante, que la configuración de robustos equilibrios macroeconómicos básicos (externos y fiscales) y la flotación del tipo de cambio encuentra en la actualidad a nuestra economía mucho mejor preparada para lidiar con cambios adversos en el clima económico global, algo que ha sido reforzado por las modificaciones en la estructura y perfil de las obligaciones como consecuencia de la reciente reestructuración de la deuda pública.