

AHORRAR PARA
//// **CONSTRUIR** ////

AHORRAR PARA CONSTRUIR

Ariel Coremberg

CONTENIDOS



05

INTRODUCCIÓN

1
07

EL AHORRO Y
SUS COMPONENTES

2
09

EL DILEMA DEL
CRECIMIENTO DE LA
ECONOMÍA ARGENTINA

3
13

RASGOS ESTILIZADOS
DEL AHORRO Y LA
INVERSIÓN EN
AMÉRICA LATINA

13

LA FORMACIÓN BRUTA
DE CAPITAL FIJO
EN AMÉRICA LATINA:
TENDENCIA Y PRINCIPALES
HECHOS ESTILIZADOS

15

LA INVERSIÓN EN
INFRAESTRUCTURA EN
AMÉRICA LATINA Y
EL CARIBE

16

LA TASA DE AHORRO
EN AMÉRICA LATINA Y
SU COMPARACIÓN
CON ARGENTINA

19

LOS DETERMINANTES
DEL AHORRO Y LA
INVERSIÓN: ANÁLISIS
COMPARADO

4
23

LOS PATRONES
HISTÓRICOS DEL
AHORRO Y LA
INVERSIÓN EN
ARGENTINA

5
29

INVERSIÓN
NECESARIA
PARA CRECER

30

MODELO DE
CALIBRACIÓN DE
TASA DE INVERSIÓN
NECESARIA PARA CRECER

32

INVERSIÓN NETA Y
POR REPOSICIÓN Y
MANTENIMIENTO

33

LA COMPOSICIÓN DE
LA INVERSIÓN POR
TIPO DE ACTIVO

6
35

CONCLUSIONES
Propuestas de
Política Económica

7
41

BIBLIOGRAFÍA

A
43

ESTADÍSTICO

INTRODUCCIÓN

El desempeño de la economía argentina de los últimos 70 años, y muy especialmente en el último lustro, ha sido francamente decepcionante. El pobre o casi nulo crecimiento económico, la inflación mayor a dos dígitos, la escasa capacidad de generación de empleo de calidad y la pobreza que no baja, más un déficit fiscal crónico con presión tributaria record, son algunos de los síntomas de este estancamiento. Estos resultados se producen en un marco de una creciente fragilidad de la economía argentina a los shocks externos, como lo indican las crisis cambiarias y financieras recurrentes en todos estos años.

Un factor clave de esta vulnerabilidad se origina en la insuficiente tasa de ahorro y por consiguiente de inversión que muestra nuestra economía, provocada, entre otras cosas, por la permanente desconfianza de los agentes económicos en nuestra moneda.

Las cifras de cuentas nacionales indican que la economía argentina exhibe una tasa de ahorro del 10% a precios corrientes, un nivel muy bajo en relación a la de otros países de la región y particularmente insuficientes si se las compara con las que exhiben los países de alto crecimiento del Este asiático, con tasas de ahorro en torno al 35% del ingreso nacional. Lo mismo ocurre con la inversión, con tasas que están por debajo de la mayoría de los países de América Latina y el Caribe.

En relación a la formación bruta de capital fijo, Coremberg (APE 2015) señala que la inversión en

infraestructura es clave para generar crecimiento sostenible, a partir de una mayor competitividad en los sectores exportables y mejoras en el bienestar de los hogares. Mayores niveles de inversión pueden desempeñar un rol importante en la consolidación de los procesos de crecimiento a través de su aporte a la sostenibilidad macroeconómica tanto a largo como a corto plazo.

En dicho estudio se analizan distintos escenarios de inversión conforme a cuatro variables fundamentales: la tasa de crecimiento objetivo, la relación capital/producto, la tasa de depreciación del stock de capital y la productividad total de los factores. Teniendo en cuenta estas variables encuentra que si la productividad de la economía argentina no crece apreciablemente, para sostener una tasa de crecimiento de largo plazo del 5% resulta necesaria una tasa de inversión del 25,2%, un nivel muy superior al observado en estos años.

Por otro lado, no es posible explicar el crecimiento económico sin analizar su relación con el ahorro y la inversión. El aumento del nivel de actividad depende de la formación de capital y ésta, a su vez, necesita del ahorro, que puede provenir de la economía doméstica (ahorro interno) o del resto del mundo (ahorro externo o cuenta corriente) para ser financiado. Por este motivo, la visión de una economía que se expande sólo en base al aumento del consumo no resulta sostenible. Un país que pretenda crecer de manera sostenible debe esforzarse en ampliar la oferta productiva y mejorar la productividad por medio de la inversión, lo cual requiere un esfuerzo financiero doméstico, ya que el

aumento de la inversión financiada con ahorro externo puede ser una rápida salida con altos costos en el mediano plazo debido a la carga que genera el endeudamiento externo. Un patrón de crecimiento sostenible requiere necesariamente de una tasa de ahorro nacional suficiente para financiar la inversión y evitar el desequilibrio del sector externo.

Esto es así, porque el financiamiento externo es un sustituto imperfecto del interno en lo que se refiere a la estabilidad macroeconómica. El ahorro nacional y el externo son diferentes en el sentido de que la absorción de capitales externos puede ser riesgosa para la estabilidad de las cuentas externas, y puede generar costosas crisis macroeconómicas. La volatilidad relacionada con las crisis —que desafortunadamente ha asolado numerosos países de América Latina y el Caribe— genera a su vez un desincentivo para ahorrar en activos locales, porque el valor real del ahorro acumulado suele disminuir después de las crisis financieras. También es un desincentivo para que los inversionistas extranjeros comprometan recursos en la economía nacional, lo cual provoca un aumento del costo de financiamiento. Esto activa un círculo vicioso de bajo ahorro nacional, mayor demanda de ahorro externo, aumento del riesgo soberano y crisis macroeconómicas. Por lo tanto, impulsar el ahorro nacional contribuiría a romper dicho círculo y a poner en marcha una dinámica opuesta y positiva.

En este estudio se propone analizar los factores internos y externos que desalientan el ahorro doméstico argentino, teniendo en cuenta para ello los componentes de raíz macroeconómica como los

que se originan a nivel microeconómico, tanto en los hogares como en las empresas.

Se espera también como resultado de este trabajo revisar y actualizar las series de ahorro e inversión público y privado, equipo durable de producción y construcción de largo plazo de Argentina para disponibilidad de la Cámara Argentina de la Construcción.

El documento presenta las siguientes secciones. En la siguiente sección se presenta el cálculo de las series de ahorro y sus componentes desde el punto de vista de la contabilidad nacional. En la tercera sección, se analizan los principales dilemas del crecimiento económico argentino, de los cuales los patrones de ahorro e inversión, así como los cambios en la composición del ahorro en nacional y externo, público y privado e inversión pública y privada, especialmente en infraestructura son el inicio que explica el fracaso del desarrollo económico de nuestro país. La sección 4 analiza el dilema ahorro-inversión desde el punto de vista de la comparación internacional y en perspectiva con América Latina. La quinta sección analiza los patrones de ahorro e inversión de las últimas 7 décadas en función de las series Patrones macroeconómicos de largo plazo de la base ARKLEMS+LAND del Centro de Estudios de la Productividad. Dado que la inversión en Argentina desde el punto de vista del largo plazo se financio básicamente por el ahorro nacional, la sección 5 presenta un modelo de calibración que permite obtener la tasa de inversión necesaria y por lo tanto de ahorro doméstico para crecer al mismo ritmo que lo hizo Australia en el último siglo. Por último se presentan las conclusiones.

1

EL AHORRO Y SUS COMPONENTES

Para analizar cómo se calcula el ahorro de un país, hay que recurrir a las cuentas nacionales que compilan como se compone el ingreso nacional de un país por el lado de la demanda.

$$GNI=PBI+PNF=C+I+X-M$$

GNI: INGRESO NACIONAL BRUTO (GNI EN INGLÉS)

PNF: INGRESOS OBTENIDOS DEL COBRO NETO DE INTERESES, DIVIDENDOS REMESAS Y UTILIDADES CON NO RESIDENTES. TAMBIÉN DENOMINADA CUENTA DE RENTA DE LA INVERSIÓN EN EL BALANCE PAGOS

C, I: CONSUMO E INVERSIÓN, QUE SE PUEDEN DESAGREGAR EN SUS COMPONENTES PRIVADO Y PÚBLICO

X, M: EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS REALES (TURISMO Y OTROS). COMPONENTES DE LA BALANZA COMERCIAL DEL BALANCE DE PAGOS.

Por lo tanto, es igual a la inversión interna (real). A su vez, el ahorro total se puede descomponer en ahorro interno y externo. El ahorro interno es la suma del ahorro de los hogares y de las empresas más el ahorro de los organismos del sector público. El ahorro externo es el flujo de capitales neto que ingresa en la economía (es decir, el endeudamiento externo neto).

El gráfico 1, reproducido del BID (2016) ilustra estas relaciones fundamentales de la contabilidad nacional. El ahorro total tiene dos grandes componentes: el ahorro nacional bruto y el ahorro externo. El ahorro nacional bruto es el ingreso nacional (ingreso interno bruto o GNI) menos el consumo privado y público (C y G, respectivamente). El ahorro privado es GNI menos impuestos (T) menos consumo privado (C). El ahorro público es impuestos (T) menos consumo público (G). El ahorro externo es igual al déficit en cuenta corriente en la balanza de pagos. Este es el valor neto de las entradas brutas de capital en la economía (definidas como los cambios en pasivos internacionales) y las salidas brutas de capital (definidas como los cambios en la tenencia de activos extranjeros de los residentes).

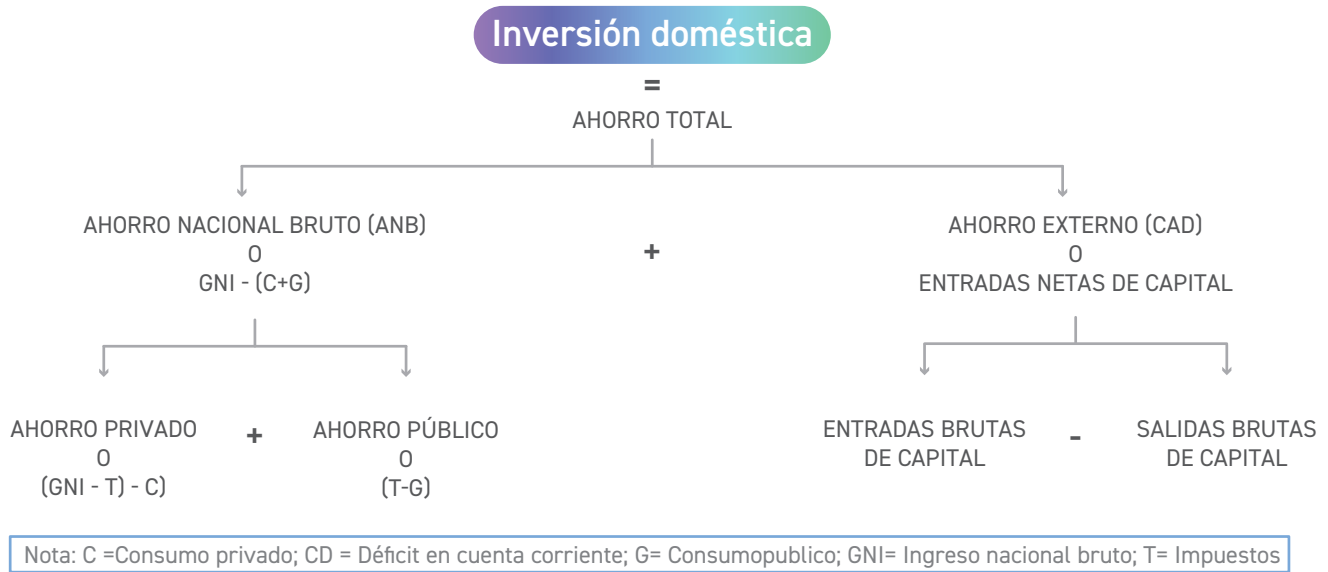


Grafico 1. Relaciones fundamentales de contabilidad del ahorro. Fuente: BID (2016)

Las series de ahorro-inversión para este documento surge de la actualización de las series Patrones Macroeconomicos de largo plazo a precios corrientes de la Economía Argentina corerspondiente al Centro de Estudios ARKLEMS+LAND (<https://arklems.org/patrones-de-crecimiento/>) para el periodo 1950-2018.

La metodología surge de empalmar detalladamente las series de cuentas nacionales y balance de pagos de los diversos años base de las cuentas nacionales e internacionales argentinas, y ajustando los años base según la metodología detallada se puede encontrar en Coremberg, Heymann, Goldzier y Ramos (2007).

2

EL DILEMA DEL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ARGENTINA

Argentina necesita enfrentar definitivamente un viejo dilema no resuelto por décadas que resulta clave para su crecimiento futuro: un sistema económico que permita incentivar la competitividad y el crecimiento, al mismo tiempo que acrecentar y sostener los salarios reales en el tiempo sin recurrir a devaluaciones abruptas que atentan contra su poder adquisitivo y la distribución del ingreso. Para sostener el crecimiento de la economía argentina, se plantea la decisión estratégica de reorientar el perfil del crecimiento hacia la inversión y las exportaciones, pero sin descuidar las fuentes de empleo e innovación productiva.

El desafío es magno si se toma en cuenta que desde 1913 a la fecha, Argentina no logró crecer en forma continua por más de 7 años seguidos, en tanto que su PBI per cápita creció a mitad del ritmo que lo hizo Australia. La comparación con Australia, tradicional en la historiografía económica argentina, se debe a la similitud en dotación de recursos naturales, así como en ingreso per cápita a comienzos del siglo XX. En efecto, de acuerdo a estimaciones del Centro de Estudios de la Innovación, Productividad y Desarrollo (CEIPyD)-ARKLEMS+LAND, Argentina creció un 1% per cápita en los últimos cien años, exactamente la mitad de lo que creció Australia, cuando ambos países compartían similares niveles de vida a comienzos del siglo pasado.

PBI PER CÁPITA RELATIVO CON ESTADOS UNIDOS POR PAÍS

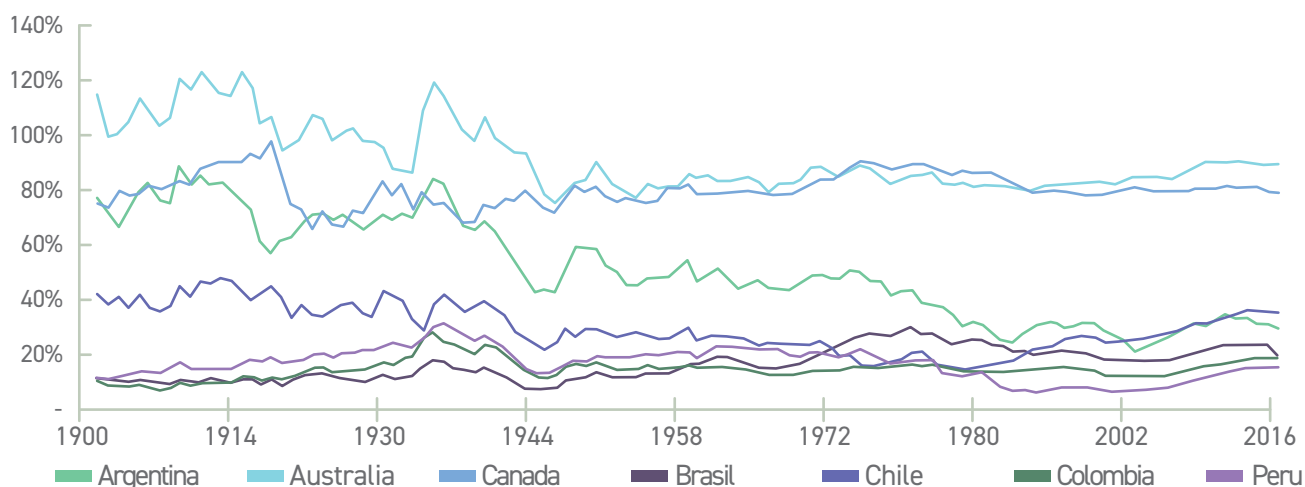


Gráfico 2. Fuente: Centro de Estudios de la Productividad-ARKLEMS+LAND

De acuerdo al gráfico 2, mientras que Argentina, Australia y Canadá a principios del siglo pasado disponían de un PBI per cápita cercano al de los Estados Unidos, hoy Argentina tiene solo un 30% del ingreso per cápita del país del Norte del continente mientras que Australia y Canadá siguen con un PBI similar.

Un crecimiento económico persistente hace una diferencia importante para que una misma generación sienta que el proceso de crecimiento genera una mejora sostenible en su bienestar. Como lo indica el cuadro 1 una tasa de crecimiento continua de 2% per cápita como Australia, le permite duplicar el nivel de vida en una generación (3 décadas). Argentina, creciendo tendencialmente al 1% logra duplicar el PBI per cápita en 70 años.

CRECIMIENTO DEL PBI PER CÁPITA POR PAÍS Y AÑOS NECESARIOS PARA DUPLICARLO

PAÍS	CRECIMIENTO PBI (per cápita)	AÑOS (neces. para dupli.)
ARGENTINA	1%	70
USA	2%	36
AUSTRALIA	2%	34
CANADA	2%	35
BRASIL	2,2%	32
MÉXICO	1,9%	36
CHINA	5,4%	13
INDIA	3%	24
COREA DEL SUR	5,4%	13
JAPÓN	4%	18

Cuadro 1. Fuente: Centro de Estudios de la Productividad-AR-KLEMS+LAND

Asimismo, Argentina fue el país que menor crecimiento de su PBI de la región durante el pasado boom de commodities. De acuerdo al gráfico 1 anterior, varios

países de América Latina crecen en forma persistente desde comienzos de la década de 1990 hasta el presente, sin grandes crisis disruptivas. Argentina junto a Uruguay fueron los únicos países de la región que presentaron tasas de crecimiento negativas de dos durante las crisis de los “drink effects” 1998-2001.

Para mejorar sosteniblemente el nivel de vida de la población de un país resulta necesario crecer continuamente con baja volatilidad y como veremos sostenidas en fuentes tales como el ahorro, la inversión y la productividad. Ello refleja la incapacidad de la sociedad argentina de generar acuerdos y sostener decisiones estratégicas por más de una generación.

Efectivamente, la sociedad argentina está pasando por una gran frustración de la riqueza dado el fin del superciclo de commodities. Aunado a que nuestra sociedad tiene un grave problema de acción colectiva. No nos podemos organizar socialmente y aprovechar los importantes recursos naturales, capital humano y conocimiento disponible de nuestro país para desarrollarnos colectivamente. Parafraseando a Mallon y Sourrouille (1975): no resolvimos todavía como procesar el conflicto distributivo. Ya que cualquier crisis pone en duda la funcionalidad de nuestro sistema democrático. Los períodos de estabilidad macroeconómica parecen hiatos en medio de un proceso histórico continuo de inestabilidad, alta inflación, crecimiento exiguo del PBI y dificultades para generar una moneda que permita incentivar el ahorro doméstico y de esta manera financiar la inversión y mejorar la productividad y competitividad genuina en forma sostenible.

En resumen, Argentina es un país con bajos niveles de ahorro y pobre crecimiento económico: su tasa de ahorro histórico del 20% con casi nula productividad generó un crecimiento decepcionante del 1% de su ingreso per cápita (ver gráfico 3), la mitad de otras economías similares en dotación de recursos naturales como Australia y Canadá.

Si se toma como benchmarking alcanzar la tendencia del crecimiento histórica de Australia, el PBI per cápita de Argentina debería crecer al doble que su tendencia histórica. Esto implica un enorme esfuerzo en términos de una mayor inversión, productividad y exportaciones, cuestión que será tratada en las secciones siguientes.

TASA DE AHORRO E INVERSION Y PIB PER CAPITA ARGENTINO

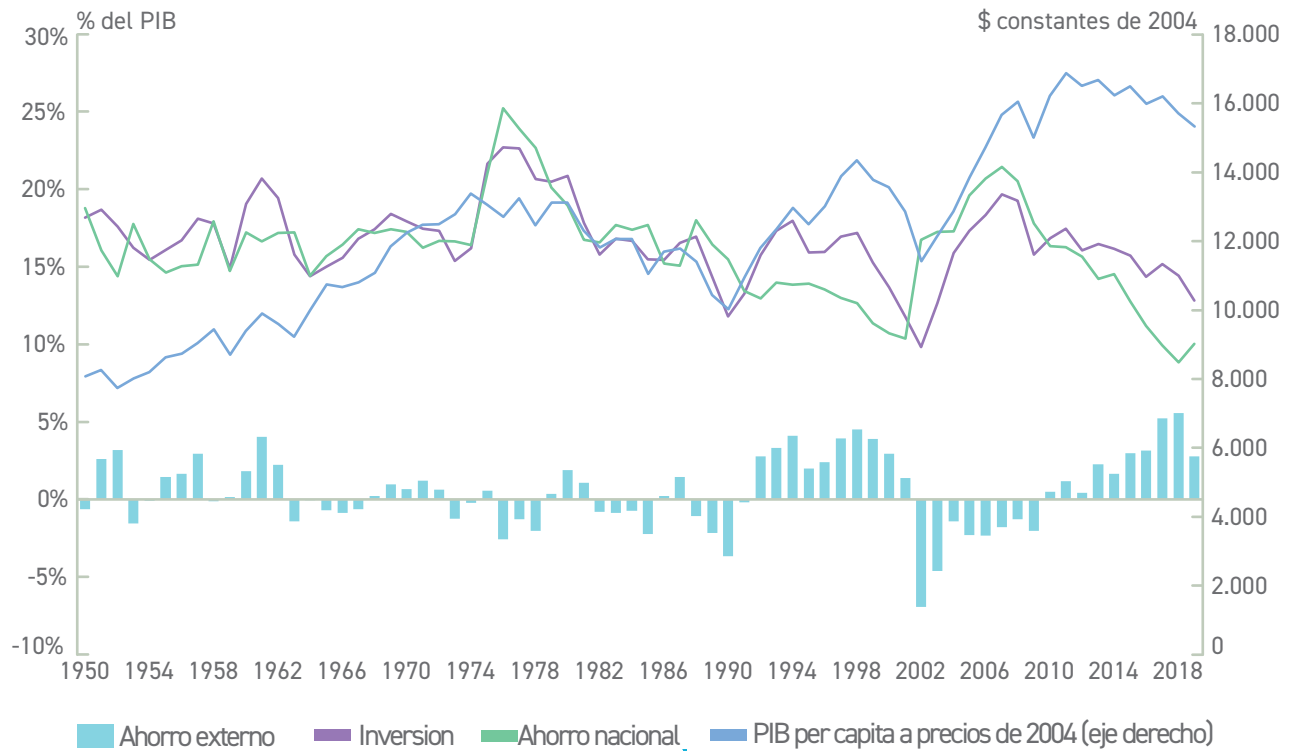


Grafico 3. Fuente: elaboración propia en base a datos del Centro de Estudios de la Productividad-ARKLEMS+LAND

3

RASGOS ESTILIZADOS DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN EN AMÉRICA LATINA

3.1. LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN AMÉRICA LATINA: TENDENCIA Y PRINCIPALES HECHOS ESTILIZADOS

En América Latina y el Caribe la tasa de inversión medida como proporción del PIB ha sido comparativamente baja en relación a otras regiones y países de rápido crecimiento económico.

Los datos recabados por el Fondo Monetario Internacional y complementados con estimaciones de la CEPAL para el periodo 1990 a 2017 indican una tasa de inversión promedio para los países de América Latina y el Caribe en torno al 20%, una cifra bastante inferior a la alcanzada por China y otros países de Asia en desarrollo y las economías más avanzadas del G7. En particular, los datos muestran para China e India niveles de inversión cercanos al 40% del producto, una cifra que duplica la inversión promedio de América Latina y el Caribe.

Los datos permiten distinguir tres grandes ciclos para los países de América Latina, por un lado, el periodo 1990 - 2002 en el cual la tasa de inversión se mantuvo relativamente constante en torno al 20% promedio, luego, entre 2003 y 2009 se advierte una expansión de la inversión que coincide con la mejora en los precios de las materias primas, y finalmente, a partir de 2010 se registra claramente una desaceleración de las tasas de inversión como se indica en el gráfico 4.

Pero no solo las tasas de inversión en América Latina son insuficientes para apuntalar un proceso de crecimiento económico sostenido, sino que además presentan una varianza mayor, en particular si se la compara con los países más avanzados del mundo que presentan una tasa de inversión relativamente estable a lo largo del tiempo (G7).

Otro rasgo de América Latina, es que la inversión es mayoritariamente privada, entre el 75% y el 80% de la inversión la realiza el sector privado, un patrón que se fue acentuando en la última década.

El otro aspecto característico es que la inversión se mantiene sesgada hacia la construcción, el componente que más pesa en el total de la formación bruta de capital fijo y el que menor impacto tiene en la productividad de la economía (CEPAL, 2019). Sin embargo, un elemento positivo es que el componente más dinámico del aumento tendencial de la inversión es el de maquinaria y equipo, que pasó de representar el 22% del total de la inversión en 1995 al 40% en 2016. Esto ha permitido incorporar más contenido tecnológico en la inversión, lo que tiene un efecto positivo a la hora de dinamizar la productividad y el crecimiento.

TASA DE INVERSIÓN PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE Y PAÍSES SELECCIONADOS

En porcentaje del PIB sobre la base de dólares corrientes.

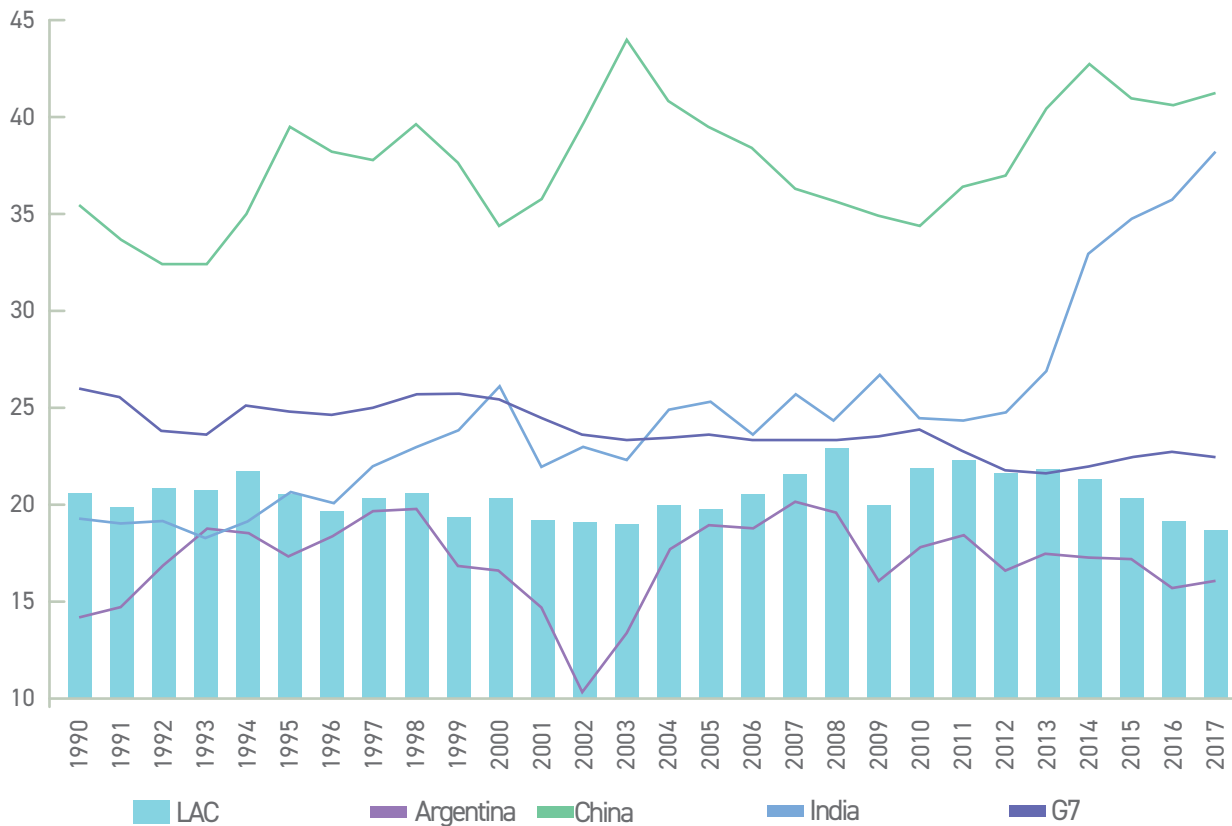


Gráfico 4. Fuente: CEPAL y Fondo Monetario Internacional

La serie muestran también que la evolución de la tasa de inversión en América Latina ha estado marcada por los cambios en las condiciones financieras externas y los ciclos económicos asociados a la evolución de los precios de los productos básicos como se advierte en el gráfico 5. En particular, la serie de inversión refleja especialmente la expansión de la inversión pública asociada al auge de los precios de los commodities, como así también su descenso impulsada por los recortes en los gastos de capital (inversión pública) producto de las recurrentes crisis financieras que atravesó la región.

Como se puede apreciar en el gráfico 5, a partir de 2003 con el auge de los precios de los productos básicos y la mejora en el ingreso nacional de los países productores de materias primas se produjo un aumento sostenido de la inversión que se extendió hasta 2013, sin considerar la baja pronunciada de 2009 provocada por la crisis financiera internacional.

Luego, a partir de la reversión de los precios de la energía, los metales y los productos agrícolas iniciada en 2014 se observa un descenso sostenido en la tasa de inversión que se extiende hasta nuestros días.

Para el caso Argentino los datos muestran una tasa de inversión también baja, incluso inferior al promedio de América Latina. Considerando la serie de cuentas nacionales elaborada por la CEPAL para el periodo 1990 - 2017 a precios corrientes, la tasa de inversión promedio de nuestro país alcanza solo el 17% del PIB, con picos de 20 puntos en los años 1998 y 2007 y tasas muy bajas a principios de los 90 y muy especialmente en los años 2002 y 2003, como consecuencia del colapso que sufrió la economía argentina en la salida de la convertibilidad.

ÍNDICE 2005=100 Y % DEL PIB

AMÉRICA LATINA: PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS Y TASA DE INVERSIÓN 1990 - 2017

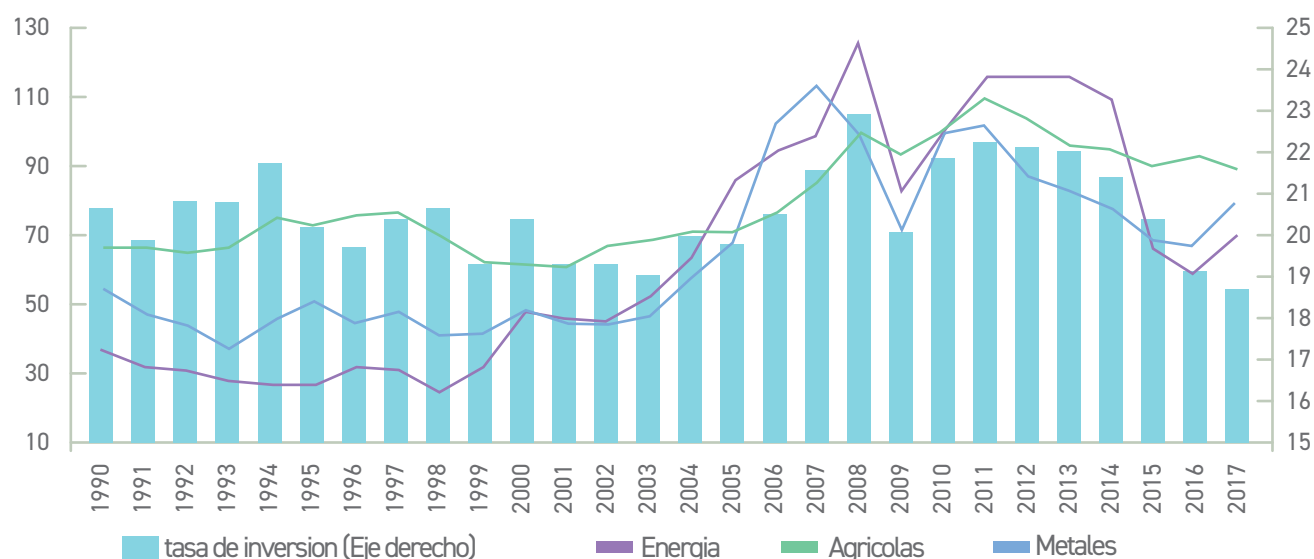


Gráfico 5. Fuente: Elaboración propio en base a datos de CEPAL y Banco Mundial

3.2. LA INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

Desde hace ya un tiempo la inversión en infraestructura constituye uno de los ejes en la agenda de desarrollo de América Latina y el Caribe. Para la CEPAL, la infraestructura tiene un papel clave ya que articula el territorio, da soporte al asentamiento de la población, propiciando la base sobre la que interactúan el resto de los factores de producción. Los servicios en red de la infraestructura energética, de transporte, de telecomunicaciones y de agua potable y saneamiento constituyen un elemento central de la integración del sistema económico, social y territorial de un país, haciendo posible las transacciones dentro de un espacio geográfico y económico determinado.

Por otra parte, la mejora de la infraestructura y sus servicios favorece a la productividad y competitividad de la economía. Concretamente, la inversión en infraestructura eleva la productividad de otros factores

de la producción, mejora la competitividad y amplía la capacidad de exportación. Una infraestructura deficiente, por lo general, se manifiesta en cuellos de botella y otras ineficiencias en los servicios de infraestructura que generan malestar social y entorpecen la inversión, lo cual a su vez se convierte en una traba para el crecimiento actual y prospectivo.

A continuación en el gráfico 6 se exhibe el nivel y la composición de la inversión en infraestructura para un conjunto de países de América Latina para el período 2008 y 2015 a partir de los datos relevados por Infralatom¹. Como se puede observar la inversión en infraestructura para América Latina promedio para dichos años representó el 2,3% del producto, una cifra bastante inferior al 5% que se indica como meta necesaria para consolidar un crecimiento económico sostenible.

¹ Infralatom es un proyecto impulsado por el BID, la CAF y la CEPAL con el objetivo de medir las inversiones en infraestructura en los países de América Latina y el Caribe, reportar su valor, difundir los resultados y promover el análisis de sus impactos. Se trata de recopilar, tratar y validar los recursos destinados a la infraestructura económica (agua y saneamiento, defensa contra inundaciones, energía, riego, telecomunicaciones y transporte) para realizar análisis y estudios, considerando tanto la inversión pública como la inversión privada.

INVERSIÓN PÚBLICA Y PRIVADA EN INFRAESTRUCTURA - EN % DEL PIB PROMEDIO 2008 - 2015

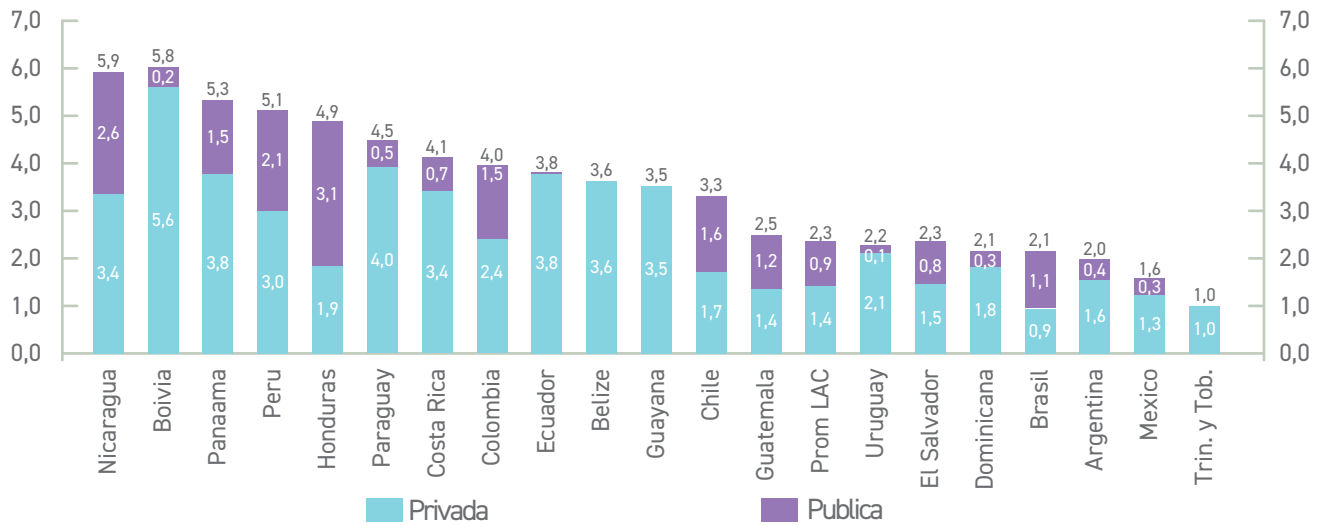


Gráfico 6. Fuente: Elaboración propia en base a datos de Infralatom

En Argentina los niveles de inversión en infraestructura son aún inferiores al promedio de los países de América Latina y el Caribe, representan según la estimación de Infralatom solo el 2,0% del producto,

que según esta fuente de información solo supera a México y Trinidad y Tobago como los países con más bajo nivel de inversión en infraestructura.

3.3 LA TASA DE AHORRO EN AMÉRICA LATINA Y SU COMPARACIÓN CON ARGENTINA

Consistentemente con tasas de formación bruta de capital fijo relativamente bajas en relación a los países y regiones de rápido crecimiento, las tasas de ahorro doméstico en América Latina han sido también insuficientes como se exhibe en el gráfico 7. La brecha en materia de ahorro entre América Latina y

los países de más rápido crecimiento en el mundo es aún mayor que la brecha en inversión. Países como China e India han pasado de tasas de ahorro de entre 23% y 33% en proporción al producto a principios de los 90 a valores record de entre 36% y 50% en 2017.

AMÉRICA LATINA Y PAÍSES SELECCIONADOS: TASA DE AHORRO NACIONAL

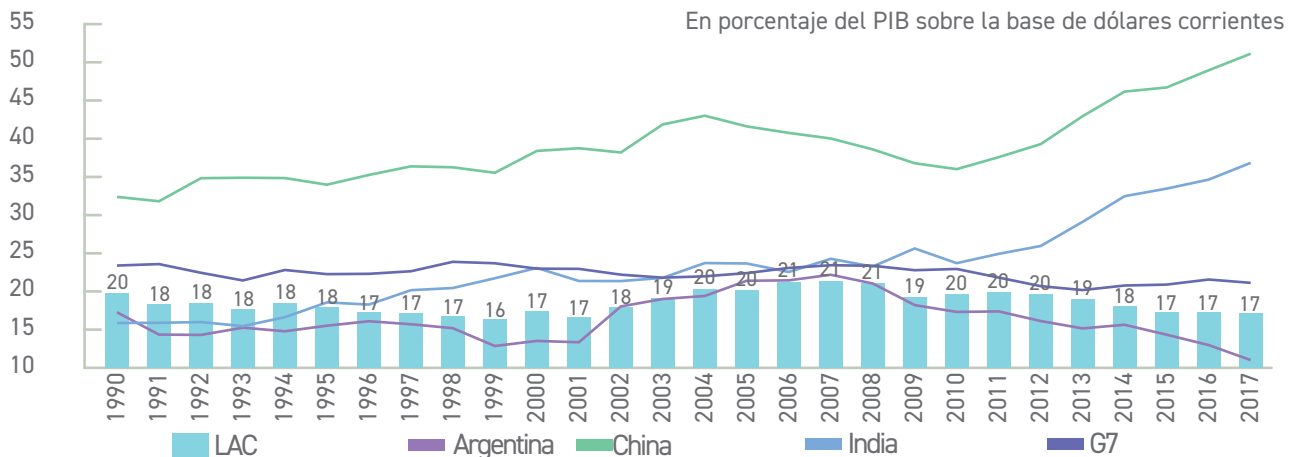


Gráfico 7. Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL y FMI

Claramente, América Latina no ha sido capaz de generar el ahorro nacional suficiente para financiar con sus propios recursos sus bajos niveles de inversión. Por ello, la expansión de la inversión ha dependido en buena medida de la obtención de recursos externos, los cuales suelen estar condicionados por la posibilidad de los países de la región de acceder a los mercados internacionales de préstamos, de títulos de deuda e IED, y por sobre todo, a la disponibilidad de recursos financieros en estos mercados, lo cual depende de factores financieros de carácter global (CEPAL, 2013). En general, los países latinoamericanos y en particular aquellos que no disponen de un mercado de crédito desarrollado, han requerido en mayor o menor medida del ahorro externo para financiar los aumentos en la formación bruta de capital fijo, con las consecuencias que esto ha generado producto de las recurrentes crisis externas que han enfrentado los países de la región.

La serie de ahorro nacional para América Latina elaborada por la CEPAL a precios corrientes y expresados en porcentaje del PIB muestra los mismos tres ciclos de la inversión: un primer período de cierta estabilidad en la tasa de ahorro en torno al 17% que se extendió hasta 2001, una suba entre 2002 y 2012 que coincide con el ciclo

de auge de los commodities, y luego una tendencia decreciente.

También se observa en el gráfico 8 la contribución que ha tenido el ahorro externo al sostenimiento de la inversión en América Latina, primero durante la década de los 90 producto de un volumen mayor IED y luego, desde 2011 hasta 2017 como consecuencia de un largo periodo de abundancia financiera internacional.

El rasgo de mayor contraste entre la coyuntura económica de estos dos subperíodos (1990 -1998 y 2011 - 2017) y 2003-2010 fue la mayor participación del ahorro nacional en el financiamiento de la inversión regional, lo que representó un cambio hacia una mayor sostenibilidad del crecimiento y una menor vulnerabilidad frente a las vicisitudes de los mercados financieros externos. Cuando sobrevino la crisis financiera global de 2008-2009, la menor dependencia al ahorro externo producto del mayor ahorro nacional en los años previos posibilitó en varios países la acción de políticas contracíclicas y que la región en general enfrentara esta contingencia en una mejor condición, con menos pérdidas de crecimiento que en experiencias previas (Manuelito y Jimenez, 2013).

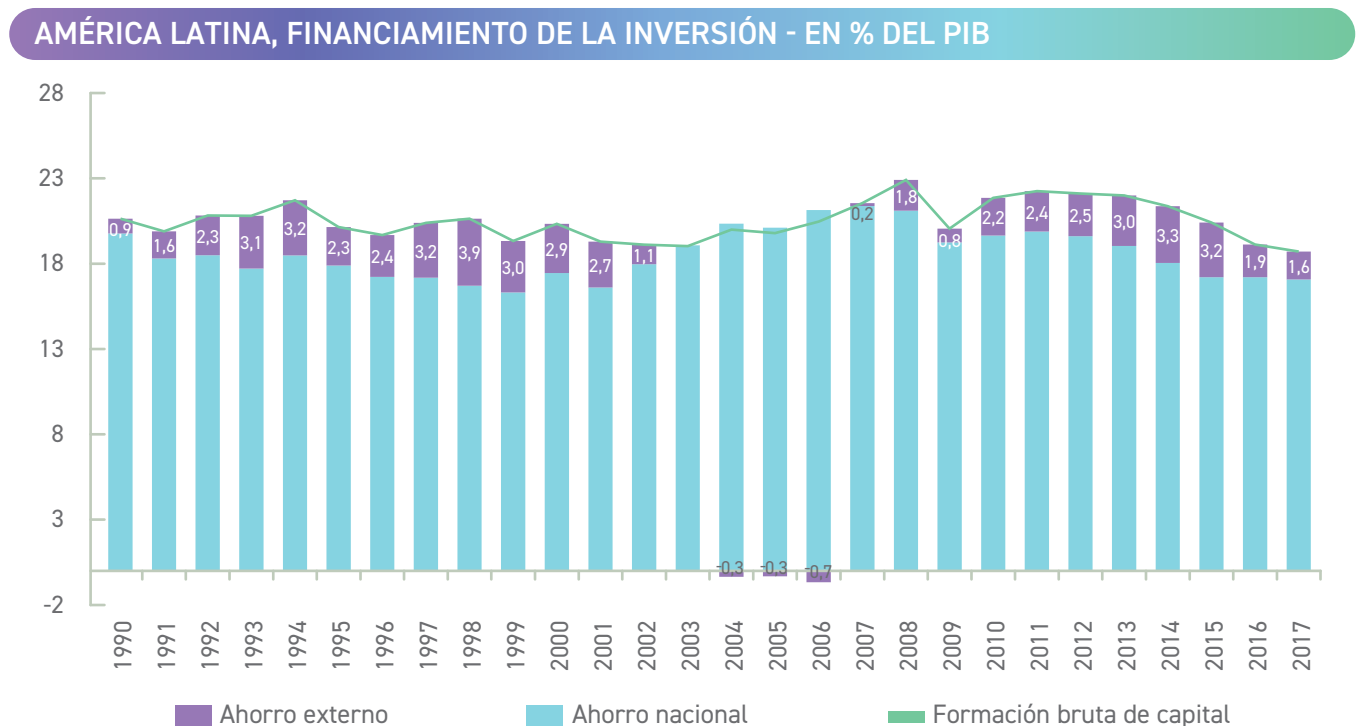


Gráfico 8. Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL

Los datos para nuestro país muestran un nivel de ahorro doméstico también insuficiente y sistemáticamente inferior a los registrados para el promedio de los países de América Latina y el Caribe. En Argentina como en el resto de la región se observa la misma tendencia negativa en la tasa de ahorro, aunque más acentuada (ver gráfico 7).

Los actuales niveles de ahorro nacional que se registran en nuestro país son especialmente bajos, producto del deterioro general del marco macroeconómico y fiscal argentino que ha generado entre otras cosas una enorme acumulación de activos de argentino en el exterior, como lo reflejan las estadísticas de posición financiera internacional elaboradas por INDEC².

Como lo señala Fanelli (2017), que nuestro país sea un país acreedor del resto del mundo es algo anómalo que puede tener dos explicaciones. La primera es que siendo una economía de ingresos medios, se encuentra aún en la etapa de convergencia hacia convertirse en un país desarrollado y, por lo tanto, debería ser un país importador y no exportador de capitales. Una hipótesis alternativa y plausible es que la posición acreedora neta obedece al hecho de que nuestra economía opera dentro de un marco de debilidad institucional que, al impedir el desarrollo de los mercados financieros y la existencia de una moneda creíble, hace que parte del ahorro nacional sea canalizado hacia el exterior.

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL POR SECTOR INSTITUCIONAL

	Prom. 2006 -10	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
En millones de dólares y en % del PIB										
Saldo	32.170	47.767	57.880	61.196	54.837	56.487	48.048	17.332	65.303	
Banco central	41.484	38.785	37.689	27.002	24.763	11.605	26.258	36.685	42.039	
Sociedades captadoras de depósitos	-4.730	-6.809	-5.789	-6.549	-6.797	-9.225	-4.211	-14.463	-3.953	
Gobierno general	-54.900	-53.510	-51.926	-56.991	-62.628	-63.942	-97.623	-135.474	-139.380	
Otros sectores (Familias y Empresas)	50.316	69.301	77.906	97.734	99.499	118.049	123.625	130.584	166.595	
En % del PIB										
Saldo	9,2	9,1	10,0	10,0	9,7	8,8	8,6	2,7	12,6	
Banco central	12,8	7,4	6,5	4,4	4,4	1,8	4,7	5,7	8,1	
Sociedades captadoras de depósitos	-1,5	-1,3	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4	0,8	-2,3	-0,8	
Gobierno general	-17,8	-10,1	9,0	-9,3	-11,1	10,0	-17,5	21,1	-26,9	
Otros sectores (Familias y Empresas)	15,7	13,1	13,4	16,0	17,6	18,4	22,2	20,3	32,1	

Cuadro 2. Fuente: Indec

² La salida de capitales, técnicamente posición de inversión internacional de la Argentina, representa el saldo financiero del país frente al resto del mundo y surge de la diferencia del valor de mercado de los activos financieros y pasivos externos de los residentes.

Esto se observa claramente en la posición de inversión internacional por sector institucional que exhibe el cuadro 2. En particular, la posición acreedora con el exterior está explicada por dos sectores: familias y sociedades clasificadas en el rubro "otros sectores", que mantienen un valor neto en sus carteras altamente positivo y creciente (165.595 millones de dólares en 2018) y el Banco Central que exhibe una posición neta también positiva producto de la acumulación de reservas (42.039 millones de dólares en 2018). Por otro lado, la deuda del sector público es la que explica prácticamente toda la posición deudora neta, dado que acumula de manera creciente pasivos netos por un monto de 139.380 millones de dólares en 2018. Se deduce de lo anterior que la Argentina es un país acreedor neto, fundamentalmente porque el sector privado no financiero (familias y sociedades) tiene su portafolio extremadamente dolarizado, mayormente fuera del sistema financiero.

En todo este periodo los particulares y el Banco Central aumentaron sus tenencias de dólares en un contexto en que la Argentina estaba generando

déficit de cuenta corriente. Esto sólo puede ocurrir porque, de manera simultánea, el sector público se endeudó para conseguir los dólares que los particulares necesitaban para seguir dolarizando su portafolios y el Central aumentar sus reservas. Como señala Fanelli (2017), el resultado final es que mientras el sector privado y el Banco Central acumulan dólares en carteras de muy bajo rendimiento, el sector público se endeuda a tasas altas.

Sin embargo, la posibilidad de acceder al mercado de capitales o, si se quiere, la posibilidad de importar ahorro durante períodos prolongados sin sufrir repentinos reveses o sin incurrir en graves problemas de deuda externa no son infinitas (BID 2019), como sucedió en varias oportunidades en nuestro país. Estas crisis tan reiteradas generan desincentivos para ahorrar en el ámbito local porque el valor real del ahorro se erosiona rápidamente, por lo tanto, las empresas y las familias prefieren canalizar sus ahorros hacia el exterior, comprar bienes durables o aumentar el consumo en vez de ahorrar en el sistema financiero doméstico.

3.4 LOS DETERMINANTES DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN: ANÁLISIS COMPARADO

El desarrollo de los sistemas financieros es un factor determinante del ahorro y por consiguiente de la inversión en las economías más avanzadas del mundo. En general en estos países coexisten diversos instrumentos para canalizar el ahorro de los hogares y las empresas para que puedan ser destinados al financiamiento de inversiones productivas o financiamiento del sector público.

Estos instrumentos cubren un amplio espectro, como el mercado de acciones y bonos de empresas que pueden ser adquiridos por particulares o inversores institucionales, la intermediación financiera que realizan los bancos tomando depósitos de los ahorristas para luego prestar a particulares (préstamos personales, prendarios o hipotecarios) y los ahorros generados por los trabajadores en los fondos de pensión que aportan financiamiento de más largo aliento para la ejecución de proyectos de infraestructura, por ejemplo.

Los sistemas financieros de América Latina son en general menos desarrollados y salvo unas pocas excepciones carecen de la profundidad que presentan en las economías desarrolladas. Como se puede apreciar en el CUADRO 3, la participación del crédito bancario destinado al sector privado es más baja en términos del producto para la mayoría de los países de América Latina, los depósitos en el sistema financiero representan una porción menor en términos del producto, al igual que los ahorros de los fondos de pensión y la capitalización del mercado accionario es también más baja en proporción al PIB.

En todos estos indicadores, Panamá y Chile son la gran excepción. Si bien no llegan a los niveles de los países más avanzados y emergentes, sus índices se muestran por encima del promedio de América Latina. También vale destacar el desempeño que han tenido algunos países de la región en los últimos años, en especial países como Bolivia, Perú y Paraguay que han mejorado en forma ostensible estos

indicadores tan relevantes para impulsar el ahorro y la inversión productiva.

Argentina muestra niveles muy bajos en todos estos indicadores. Su sistema financiero producto de las crisis financieras y la desconfianza generalizada en su moneda representa menos del 18% del producto, el crédito bancario al sector privado no llega al 15% del PIB, la capitalización de las empresas que cotizan en la bolsa es menor al 17% del producto y no existen los fondos de pensión desde la eliminación (estatización) del sistema de AFJPs en 2007. A diferencia de los países avanzados, pero también Chile y Panamá, y más recientemente Perú, Bolivia, Paraguay y en alguna medida Brasil, se observa un considerable aumento en el stock de ahorros acumulados a lo largo del tiempo en bancos y a través de inversores institucionales como son los fondos de pensión o las compañías aseguradoras.

En nuestro país, la inestabilidad macroeconómica y la deficiente protección de los derechos de propiedad de los ahorristas han desalentado la acumulación de

ahorros e impedido un mayor desarrollo de los instrumentos financieros (BID, 2018).

Los sistemas financieros más desarrollados y con mayor escala permiten que los bancos trabajen con un margen menor y de esa manera brindar mayor rentabilidad a los ahorristas y prestar a un costo menor. Por otro lado, una mayor envergadura de los sistemas financieros brinda mayores posibilidades de financiar con moneda local grandes proyectos de infraestructura.

Pero algo que ha sido muy importante en el caso argentino, es permitir una base de financiamiento para el sector público y de esa manera evitar los ajustes extraordinarios por la falta de financiamiento internacional. Un sector público permanentemente deficitario absorbe ahorro que podría ser destinado a financiar proyectos de inversión, pero por otro lado, la existencia de ahorro doméstico suficiente para financiar el déficit público contribuye a una mayor estabilidad y sostenibilidad de la economía dado que se requiere de menos fondos externos que pueden verse interrumpidos por factores globales.

INDICADORES DE DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE CAPITALES

	Depósitos en bancos comerciales		Crédito bancario al sector privado		Capitalización bursátil		Activos de fondos de pensión	
	2004	2017	2004	2017	2004	2017	2004	2017
Corea del Sur	61	130	110	145	56	116	2	27
Malasia	104	120	112	119	146	145	47	60
Australia	68	105	103	141	127	114	68	121
USA	64	81	53	53	133	166	73	135
Alemania	62	81	106	77	42	62	4	7
India	49	66	36	50	55	90	5	1
China	42	51	119	156	23	71	0	1
Panamá	67	65	72	79	28	24	4	0
Bolivia	40	64	41	57	s/d	s/d	20	41
Brasil	43	57	29	59	49	46	13	13
Chile	42	54	63	79	118	106	56	70
Uruguay	44	46	22	25	s/d	s/d	11	23
Perú	21	37	17	41	27	47	11	21
Paraguay	16	32	12	40	s/d	s/d	3	0
México	20	27	12	27	22	36	6	14
Argentina	19	18	9	15	25	17	11	0

Cuadro 3. Fuente: Indec

Por último, la tasa de interés de los depósitos es otro factor clave para desarrollar los sistemas financieros, y de esa manera disponer de crédito para el sector productivo. Lamentablemente en Argentina, la tasa de interés real ha sido negativa durante muchos, algo que indudablemente desa-

lienta el ahorro en el sistema financiero doméstico. Como se puede observar en el gráfico 9 en los sistemas financieros de los países vecinos la tasa de interés real aunque con cierta volatilidad ha sido en general positiva.

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INTERÉS REAL (EN %) DE ARGENTINA Y PAÍSES VECINOS

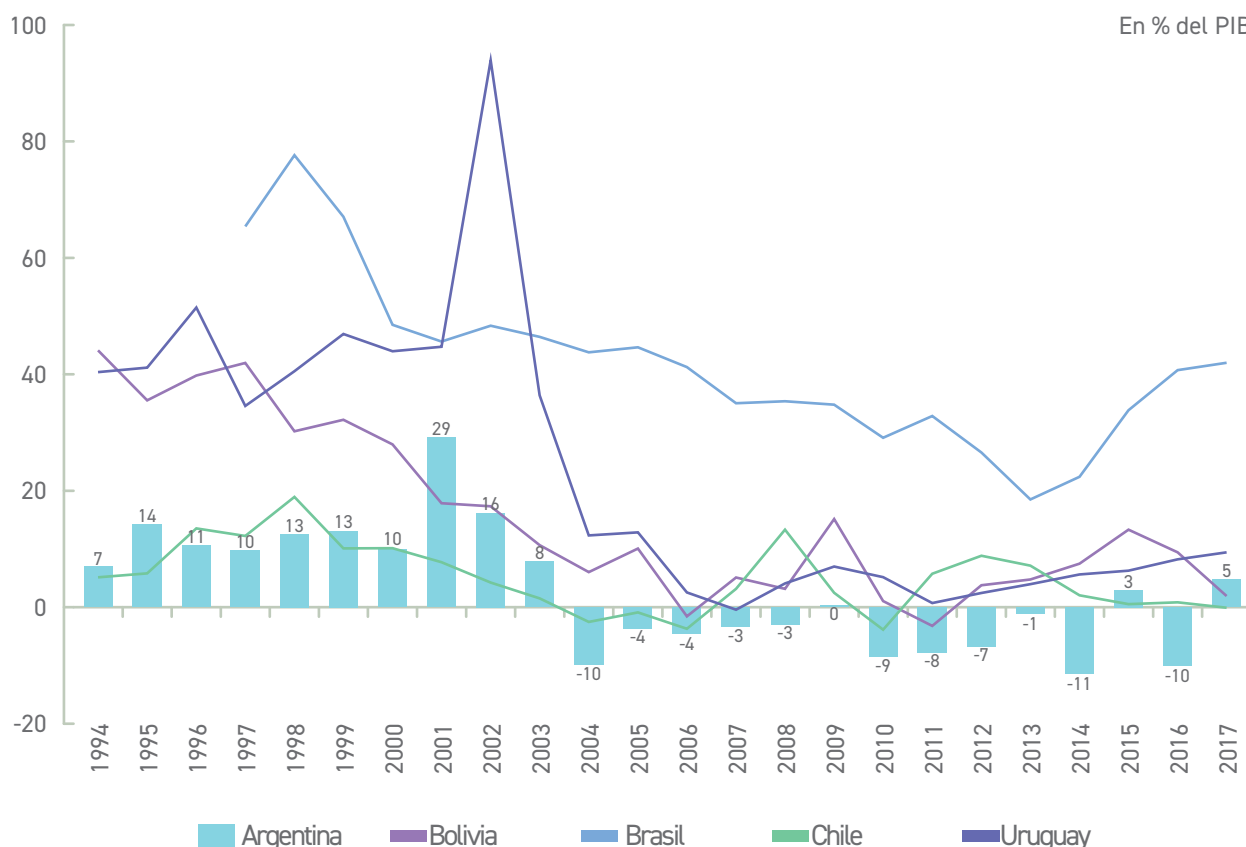


Gráfico 9. Fuente: Elaboración propia en base a FMI

4

LOS PATRONES HISTÓRICOS DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN EN ARGENTINA

Esta sección brinda un repaso de la evolución agregada de las tasas de ahorro e inversión de nuestro país durante las últimas décadas. Este breve análisis permite obtener (o reafirmar) algunas lecciones sobre la relación entre crecimiento, inversión y tasa de ahorro³.

En los años cincuenta y en menor medida los 60 se registró una apreciable acumulación de capital. Con un coeficiente de ahorro del orden de 16,5%, la tasa de inversión a precios corrientes promedió los 17%. Aunque los precios relativos de la inversión fueron disminuyendo, siguieron siendo comparativamente elevados. Como consecuencia, esos gastos en inversión se manifestaron en coeficientes de formación de capital netamente menores en términos físicos, y más pequeños que los observados en períodos posteriores. No obstante, teniendo en cuenta los comparativamente reducidos niveles de partida, la variación proporcional del stock de capital resultó considerable a largo de la década.

Durante esos años la política económica tenía una explícita dimensión sectorial, como uno de sus temas básicos incluía la atracción de inversiones directas en áreas como el petróleo y nuevos sectores industriales. Dentro de las medidas en esa dirección se dieron incentivos especiales a la inversión en actividades consideradas estratégicas, y se reemplazó las restricciones cuantitativas sobre las importaciones

con aranceles bajos para bienes de capital y ciertos insumos estratégicos, y muy elevados para bienes de consumo durables; asimismo, desde un principio se eliminaron regulaciones sobre las transferencias cambiarias por intereses y utilidades. Desde el punto de vista macroeconómico, a comienzos de 1959 se introdujo un drástico programa que el gobierno presentó como un quiebre respecto de las políticas anteriores, y como un ajuste necesario en aras de inducir condiciones de estabilidad que facilitarían la inversión. Esto generó en el trienio 1960-1962 un período de acumulación de capital especialmente intensa para los cánones de la economía argentina. Durante ese lapso se observó una suba de la tasa de ahorro respecto de los años previos. Los ingresos de capitales externos, especialmente a través de mecanismos como las inversiones directas y el crédito de proveedores de maquinarias e insumos, tuvieron una contribución significativa al financiamiento de la inversión (ver gráfico 10) y Anexo con las series de inversión y ahorro en % del PIB).

En la década de los 70 los datos muestran también una apreciable acumulación de capital, en particular de equipo durable de producción (cuya cantidad crece bien por encima de la ocupación, y también a mayor ritmo que el producto), y por lo tanto un aumento de la productividad de los factores. Un indicador significativo fue el fuerte cambio en la composición por origen de la inversión en equipo

³ Esta sección se basa en Coremberg, Goldszier, Heymann y Ramos (2007)

durable: en 1974, el volumen de incorporaciones de bienes de capital importado era más bajo que a comienzos de la década previa, mientras que el de la maquinaria nacional se había incrementado con-

siderablemente. La tasa de inversión aumentó en este período al 19,2% del PIB a precios corrientes y la tasa de ahorro nacional llegó a niveles record para la Argentina superiores al 20% (25% en 1976).

TASA DE AHORRO NACIONAL Y EXTERNO Y TASA DE INVERSIÓN ARGENTINA

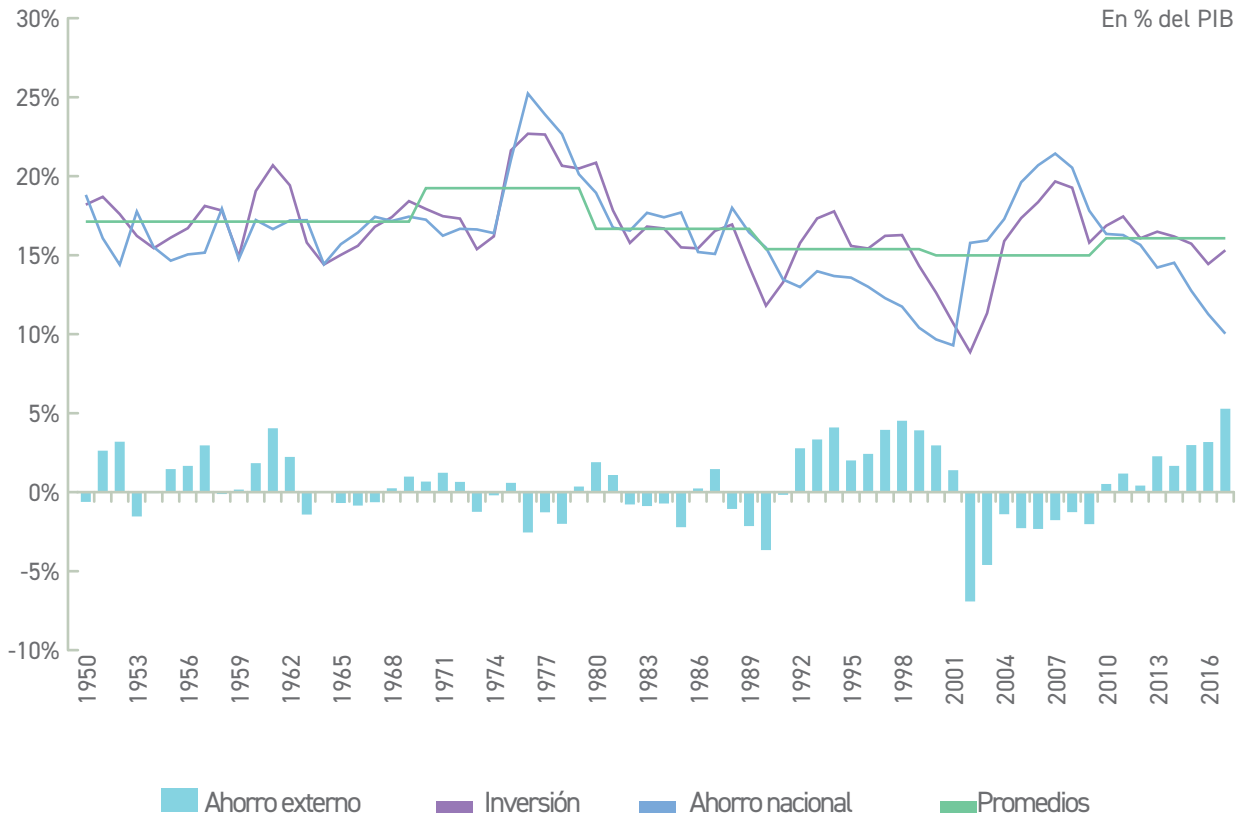


Gráfico 10. Fuente: Elaboración propia.

En los sesenta y la primera mitad de los setenta, la economía mostró un crecimiento, moderado en relación a los países de rápido desarrollo, y también respecto de las aspiraciones de los agentes económicos y de los gobiernos, pero significativo de todos modos. En la acumulación de capital jugaron un papel importante el sector público y las empresas extranjeras. Se registró una expansión apreciable de la infraestructura y se incrementó y diversificó la oferta de productos manufactureros. El ahorro interno acompañó el crecimiento de la inversión, no obstante la relativamente escasa profundidad de los mercados financieros, y las oscilaciones de la política fiscal.

En la década de los 80 producto de la fuerte contracción macroeconómica en un entorno de gran

volatilidad y fuertes restricciones de financiamiento se produjo una caída apreciable en la intensidad de acumulación de activos. En comparación con la década previa, se redujeron netamente los coeficientes de ahorro y de inversión. El ahorro público fue particularmente negativo en la primera mitad de la década; tras una recuperación parcial a mediados del período y volvió a declinar hacia el final en medio de un estallido de las tasas de inflación. Por contraste, el ahorro nacional alcanzó mínimos (del orden de 15% del PBI) en 1985-1987, con un incremento posterior. Tanto la inversión pública como la privada registraron agudos descensos a lo largo de la década. El volumen de formación de capital fijo en 1990 fue menos de la mitad que diez años antes; la disminución fue especialmente marcada en la inversión en equipo durable de producción.

Los años 80 finalizaron con una aceleración inflacionaria que desembocó en 1989 en brotes de hiperinflación marcados por una apreciable contracción del nivel de actividad, y fuertes caídas de ingresos reales, particularmente en los estratos bajos de ingreso. La inestabilidad y contracción macroeconómica se asociaron con muy reducidos niveles de inversión. En 1990, la tasa de inversión agregada (12% del PIB a precios corrientes) fue la menor registrada en la segunda mitad del siglo. Tal vez impulsado por motivos precautorios y por efectos distributivos, el ahorro agregado se sostuvo en niveles más altos (cerca de 15,5% en 1990). El saldo en cuenta corriente resultó, como porcentaje del producto, el más elevado desde 1950, y se correspondió con una cuantiosa salida de capitales privados.

La experiencia de la hiperinflación, como corolario de una historia de extrema volatilidad de precios, generó una intensa demanda por estabilidad, y una aguda insatisfacción con la forma en que venía funcionando la economía. Esto, más las ideas formuladas por el consenso de Washington, generaron un ambiente proclive a las grandes reformas de política económica de los años noventa. Estas reformas incluyeron, entre otras cosas, la liberalización del comercio exterior, las operaciones de privatización que abarcaron prácticamente al conjunto de las áreas de infraestructura y servicios públicos, además de las actividades industriales antes realizadas por el sector público, las modificaciones del sistema impositivo y del régimen provisional, la apertura plena a los movimientos de capitales y el establecimiento de un esquema monetario con fijación estricta del tipo de cambio y estrechos límites a las transacciones internas del banco central. Por su lado, las condiciones externas tuvieron una inflexión favorable, marcada en particular por una mayor oferta internacional de crédito y por subas de términos de intercambio.

Producto de estas reformas, entre 1990 y 1998 la economía mostró una expansión significativa (5,7% promedio anual). La expansión tuvo varios rasgos particulares desde el punto de vista de la acumulación de capital. Una de ellas fue el reducido nivel de los coeficientes de ahorro, que registraron los niveles mínimos de la serie a comienzos de la década, y cuyo promedio en 1991-1998 (15,4% del producto) también fue comparativamente bajo. Esto resultó de relativamente reducidas tasas de ahorro privado con un ahorro público que, si bien se recuperó, no llegó a superar el 1% del PBI (en 1993), y fue netamente inferior a los valores observados en los años sesenta y setenta. Al mismo tiempo, se elevaron las tasas

de inversión, aunque sin alcanzar los máximos previos, tanto en las medidas a precios corrientes como constantes (pese a la disminución de los precios relativos de los bienes de capital, visible en particular en el equipo durable). La transferencia de actividades a través de privatizaciones se reflejó en la composición institucional de las inversiones, sin repercutir demasiado en la tasa de inversión. En un momento de alta actividad como 1998, la tasa de inversión pública (a precios corrientes) fue la mitad de la registrada en la recesión de 1990 que ya marcaba una reducción abrupta respecto de los máximos de mediados de los setenta.

Sin embargo, en una economía donde no operaba el tipo de cambio como mecanismo de ajuste a los shocks externos, el contexto internacional que combinó caídas en los precios de los exportables, una devaluación en Brasil y una depreciación del dólar (la moneda de referencia del peso) comenzó a socavar la sostenibilidad del régimen de convertibilidad y la solvencia del sector público argentino.

La terminación de hecho de la convertibilidad se hizo formal a comienzos de 2002, en medio de una crisis económica y política de grandes proporciones. En el punto más bajo de mediados de ese último año, el producto había caído cerca de 20% respecto del máximo anterior. El desempleo superó holgadamente el 20%, junto con una fuerte caída de los salarios reales. La participación de los salarios en el producto tocó el menor nivel de la serie desde 1950. Los índices de pobreza reflejaron la aguda caída de los ingresos. Al mismo tiempo, se quebró abruptamente el régimen monetario que había estado vigente por una década. La intensa depreciación puso en cuestión al conjunto de las obligaciones denominadas en dólares. Se produjo así una ruptura contractual generalizada. El gobierno interrumpió los pagos sobre sus títulos de deuda, lo que abrió un proceso de reestructuración que llevó varios años, hasta el canje instrumentado en 2005. Los activos y pasivos de los bancos fueron convertidos a pesos, a diferentes tasas para préstamos y depósitos. Por su parte, se abrieron numerosas instancias de renegociación de deudas extra bancarias. En medio de esa perturbación, el crédito se contrajo al límite, mientras que las trabas a la conversión de depósitos en efectivo, mantenidas por varios meses, afectaron a las transacciones cotidianas. La extrema incertidumbre económica y política inducía la salida de capitales por parte de los agentes con recursos disponibles. Ese comportamiento tendía a deprimir el gasto interno, junto con las fuertes restricciones de liquidez en grandes segmentos

de la economía, que también operaban limitando la oferta de bienes y servicios. La sub-utilización de recursos se reflejó en un aumento considerable de la relación capital/ producto y en una intensa caída del indicador de productividad de los factores. En esos años la tasa de inversión a precios corrientes se desplomó llegando a un mínimo del 9% en 2002, sin embargo, el ahorro nacional que había tenido su nivel más bajo en 2001 (9,3%) comenzó a recuperarse.

El brusco cambio de precios relativos que implicó la depreciación de la moneda y los impactos en el sistema financiero estuvieron asociados con modificaciones considerables en las estructuras de ingresos, gastos, y valores reales de activos y obligaciones. Un hecho saliente fue el salto en la participación de las exportaciones en el producto, que creció muy por encima de los registros históricos. Esto implicó un fuerte incremento de la importancia de los flujos de exportación como fuentes de ingresos para el sector público (retenciones), y como factores de inducción de gasto interno a través de la capacidad adquisitiva de los sectores productores de exportables. Asimismo, se elevó apreciablemente el poder de compra interno de los activos privados en dólares. De ese modo, mientras que grandes grupos de la población habían experimentado agudas caídas de ingresos y enfrentaban estrictas restricciones al gasto, otros contaban con recursos de importante magnitud disponibles para efectivizar demanda localmente si decidían hacerlo. Por otro lado, si bien el crédito se había contraído hasta el límite, la contrapartida de la reducción de los salarios reales fue la suba de márgenes unitarios lo que, junto con la reducción del valor real de las deudas bancarias tras la pesificación, facilitó el auto-financiamiento de la oferta.

La fase expansiva que siguió a la crisis fue prolongada e intensa. Entre el mínimo de 2002 y 2007, el PBI se elevó alrededor de 45% (8% anual promedio), lo que implicó un incremento neto de más de 20% respecto del máximo previo de 1998. La evolución macroeconómica del período mostró rasgos propios. Uno de ellos fue el nivel comparativamente alto de los coeficientes de ahorro. La tasa de ahorro nacional se elevó bruscamente en un momento de aguda crisis (de cerca de 9,3 del PBI en 2001 a casi 16% en el año siguiente), como contraparte de la aguda caída de la propensión al consumo privado, probablemente como reflejo de efectos distributivos y de conductas precautorias ante la gran incertidumbre. En todo caso, la

relación de ahorro a PBI continuó elevándose en los años siguientes (hasta alrededor de 20% entre 2005 y 2008), al compensarse una gradual reducción del ahorro privado con un marcado vuelco del ahorro del sector público.

A partir de 2008, y desde 2012 en especial el modelo de crecimiento económico comenzó a exhibir síntomas de agotamiento, a medida que finalizaba el boom de las commodities, lentamente la tasa de inversión comenzó a desacelerarse, en particular la inversión privada. La misma tendencia aunque más pronunciada se reflejó en la serie de ahorro nacional que descendió de valores record registrados a mediados de la década pasada (21,4% a precios corrientes en 2007) a valores muy bajos en 2015 y 2016 (12,8% en 2015 y 11,3% en 2016). Esto se produjo en un contexto de fuerte acumulación de activos de argentinos en el exterior como consecuencia de la desconfianza e incertidumbre de la política económica.

El nuevo gobierno recibió en diciembre de 2015 una situación económica compleja. El tipo de cambio oficial estaba sobrevaluado, lo que dificultaba la exportación de productos argentinos, y había controles cambiarios que impedían la compra y la venta de dólares pero que no lograban frenar la pérdida de reservas del Banco Central. El déficit fiscal era también muy elevado, había alcanzado una magnitud histórica, de las más altas de los últimos 30 años, y había sido financiado mayormente con emisión monetaria. Además, la actividad económica estaba estancada desde hacía cuatro años, en los que se habían creado pocos puestos de trabajo y había aumentado la cantidad de pobres. El déficit comercial era cada vez mayor, y reflejaba la bajísima competitividad de la economía. La mayoría de los precios más importantes se encontraban distorsionados, tironeados por una economía mal regulada y muy reprimida. A pesar de todos los controles la inflación llevaba en diciembre 2015 varios años por encima del 25% anual, según el consenso de las mediciones privadas, las únicas confiables después de que el gobierno anterior decidió, destruir las estadísticas oficiales.

La nueva gestión adoptó medidas tendientes a normalizar la economía, como el levantamiento del cepo cambiario, se puso fin al conflicto con los holdouts que impedía la inserción del país en el mercado financiero internacional a tasas razonables, se corrigieron precios relativos que atentaban contra la inversión y la racionalidad de la economía, se establecieron me-

tas fiscales tendientes a reducir el desequilibrio fiscal para así poder reducir la inflación y recuperar la competitividad de la economía, se consensó una baja de impuestos a nivel nacional y provincial, se recuperó la credibilidad de las estadísticas públicas y se garantizó la independencia del Banco Central. Si bien estas decisiones eran imprescindibles para construir un programa económico sostenible, fueron difíciles ya que no generaron los resultados esperados de manera inmediata.

Si bien la economía comenzó a crecer en 2017 como resultado de una serie de shocks externos e internos, más la falta de coordinación o inconsistencias entre la política fiscal y monetaria evidente, condujo a una severa crisis cambiaria que aceleró la tasa de inflación y afectó la recuperación de la economía.

Por un lado, se produjo una intensa sequía que llevó a una fuerte caída en la producción agrícola, especialmente soja, que impactó principalmente en el segundo trimestre del año. Por otro lado, la suba de tasas de interés más rápida de lo esperado en

EE.UU. redujo la liquidez global y generó salida de capitales y una fuerte volatilidad en los mercados emergentes y la apreciación del dólar a nivel global.

A estos dos shocks iniciales se sumaron otros shocks internacionales ocurridos, que incrementaron aún más la percepción de riesgo de los mercados emergentes por parte de los mercados financieros internacionales. La disputa en materia comercial entre Estados Unidos y China, la crisis de confianza que sufrió Turquía y la creciente incertidumbre política de Brasil repercutieron negativamente en los activos y las monedas de las economías emergentes, incluida la nuestra. En este contexto, hubo un quiebre en el financiamiento a mercados emergentes, y por consiguiente el cierre de los mercados de deuda para nuestro país.

En este contexto el gobierno debió impulsar un estricto programa de ajuste fiscal con financiamiento del FMI que afectó la inversión pública conforme a una meta equilibrio fiscal y derivó en una severa recesión con alta inflación.

5

INVERSIÓN NECESARIA PARA CRECER

Una recomendación usual con vistas a inducir un crecimiento económico sostenido es la inversión. Se afirma que mayores niveles de inversión puede desempeñar un rol crucial en la consolidación de los procesos de crecimiento a través de su aporte a la sostenibilidad macroeconómica tanto a largo como a corto plazo.

El sector construcción cumple un rol clave, tanto por su rol como principal resorte de la reactivación y generador de empleo como pieza fundamental de la inversión. En efecto, la construcción es el bien de capital que más participa en la Inversión Bruta Interna Fija: en promedio un 60% del total de la inversión, siendo las obras de infraestructura uno de sus principales componentes.

Los proyectos de inversión de infraestructura económica y social debidamente financiados brindan un papel fundamental a la hora de retomar y sostener el crecimiento, el empleo y la competitividad de la economía en el largo plazo. En primer lugar, la necesidad de apuntalar el crecimiento de la oferta a los fines de evitar el deslizamiento de la reactivación de la demanda agregada. Asimismo, la necesidad de generar importantes incrementos en la capacidad instalada y en las ganancias de productividad en todos los sectores de la economía, pero especialmente en aquellos sectores que producen bienes exportables que permitan fortalecer no sólo la sostenibilidad del crecimiento sino también la sostenibilidad de las cuentas externas y fiscales. En particular, si el objetivo deseable de la política pública es generar un proceso

de desarrollo económico y social sostenible en el largo plazo con ventajas competitivas dinámicas y no sólo aparentes y mejorar el bienestar de la población resulta clave conocer cuál es el déficit de infraestructura social y económica de nuestro país, en qué tipo de infraestructuras se produce y cómo se distribuye geográficamente.

La tasa de inversión (inversión bruta interna fija (IBIF) /PBI) representa la propensión media a invertir de una economía. Cuánto mayor la proporción de la inversión en la demanda agregada (en volumen físico), mayor será la ampliación de la capacidad productiva o producto potencial de la economía y por lo tanto mayores posibilidades de sostener el crecimiento presente en el largo plazo. Por otra parte, por efecto multiplicador, el crecimiento de la inversión permite aumentar la demanda agregada y por lo tanto incrementar el crecimiento del producto en el corto plazo.

Por lo tanto, para evaluar el efecto de la inversión sobre la capacidad productiva de un país a lo largo del tiempo, alcanzaría con evaluar la tasa de inversión a precios constantes, ya que se supone que esta no estaría influida por los cambios de precios relativos. El análisis de sostenibilidad del crecimiento a largo plazo, que permita sostener un crecimiento vigoroso más allá de las fluctuaciones de corto plazo, debería apoyarse en un impulso relevante y continuado en la tasa de inversión de una economía. En principio, cuanto mayor sea la tasa de crecimiento objetivo que se desee generar una mayor la tasa de inversión.

5.1. MODELO DE CALIBRACIÓN DE TASA DE INVERSIÓN NECESARIA PARA CRECER

El enfoque habitual para analizar la tasa de inversión necesaria para sostener el crecimiento, es aquel que se basa en el enfoque de brechas pero que también se encuentra implícito en el enfoque standard a la Solow así como también de crecimiento endógeno.

La tasa necesaria para sostener un crecimiento vigoroso (g) en el largo plazo está determinada por cuatro variables fundamentales:

1. *Tasa de crecimiento objetivo planteada por el planificador o hacedor de política económica: g . Cuanto mayor sea el crecimiento esperado, mayor inversión necesaria para sostener el crecimiento a largo plazo.*
2. *Relación Capital/Producto: v : denominada ICOR (inversa de la Productividad Media del Capital), expresa las unidades de producto necesarias para generar una unidad de capital. Cuanto mayor sea esta ratio, en otros términos, mayor capitalización de la economía, mayor inversión bruta se necesita para mantener intacto el stock.*
3. *Tasa de depreciación δ : refleja la inversión necesaria para reposición y mantenimiento que permita mantener intacto el stock de capital (en calidad y cantidad), compensando con inversiones las depreciaciones y bajas del equipo e infraestructuras como consecuencia de la obsolescencia técnica y económica. La inversión bruta necesaria para crecer será mayor cuanto mayor sea la depreciación.*
4. *Productividad total de los factores: por lo general, los países que han mantenido un crecimiento continuado y vigoroso han crecido en el largo plazo por virtud de crecimientos de la productividad total de los factores (PTF). Cuanto mayor sea la PTF y en especial la productividad del capital (inversa de v) permite sostener la misma g con menor esfuerzo o tasa de inversión.*
5. *El escenario base parte de calibrar hacia adelante partiendo en general de los datos de las series ARKLEMS y de Cuentas Nacionales para el año 2018. Las simulaciones realizadas se hicieron para un conjunto continuo de variables.*
6. *g : tasa de crecimiento sostenido del PBI: 3.5% anual. Esta tasa de crecimiento de largo plazo refiere al objetivo de disponer de un crecimiento del PBI per cápita del 2%, asumiendo un crecimiento de la población del 1.5%, similar a la que tuvo Australia en el último siglo y del doble (1% per cápita anual) del que pudo generar la economía argentina.*
7. *δ : 5.2% depreciación a stock 2018 estimada.*
8. *v : 3.1 relación capital producto 2018 estimada.*
9. *Tasa de inversión efectiva a precios constantes ARKLEMS 2018: 19%.*

Tasa Inversión Necesaria Para Crecer

		Intensidad de Capital										
		Productividad del Capital										
		v										
		2,10	2,20	2,30	2,40	2,50	2,60	2,70	2,80	2,90	3,00	3,10
g	9,0%	35,1%	36,0%	36,9%	37,8%	38,7%	39,6%	40,5%	41,4%	42,3%	43,2%	44,1%
	8,5%	34,0%	34,9%	35,7%	36,6%	37,4%	38,3%	39,1%	40,0%	40,8%	41,7%	42,5%
	8,0%	33,0%	33,8%	34,6%	35,4%	36,2%	37,0%	37,8%	38,6%	39,4%	40,2%	41,0%
	7,5%	31,9%	32,7%	33,4%	34,2%	34,9%	35,7%	36,4%	37,2%	37,9%	38,7%	39,4%
	7,0%	30,9%	31,6%	32,3%	33,0%	33,7%	34,4%	35,1%	35,8%	36,5%	37,2%	37,9%
	6,5%	29,8%	30,5%	31,1%	31,8%	32,4%	33,1%	33,7%	34,4%	35,0%	35,7%	36,3%
	6,0%	28,8%	29,4%	30,0%	30,6%	31,2%	31,8%	32,4%	33,0%	33,6%	34,2%	34,8%
	5,5%	27,7%	28,3%	28,8%	29,4%	29,9%	30,5%	31,0%	31,6%	32,1%	32,7%	33,2%
	5,0%	26,7%	27,2%	27,7%	28,2%	28,7%	29,2%	29,7%	30,2%	30,7%	31,2%	31,7%
	4,5%	25,6%	26,1%	26,5%	27,0%	27,4%	27,9%	28,3%	28,8%	29,2%	29,7%	30,1%
	4,0%	24,6%	25,0%	25,4%	25,8%	26,2%	26,6%	27,0%	27,4%	27,8%	28,2%	28,6%
	3,5%	23,5%	23,9%	24,2%	24,6%	24,9%	25,3%	25,6%	26,0%	26,3%	26,7%	27,0%
	3,0%	22,5%	22,8%	23,1%	23,4%	23,7%	24,0%	24,3%	24,6%	24,9%	25,2%	25,5%
2,5%	21,4%	21,7%	21,9%	22,2%	22,4%	22,7%	22,9%	23,2%	23,4%	23,7%	23,9%	
2,0%	20,4%	20,6%	20,8%	21,0%	21,2%	21,4%	21,6%	21,8%	22,0%	22,2%	22,4%	
H	horizonte	2050				2040			2029			

Cuadro 4. Fuente: Centro de Estudios de la Productividad-ARKLEMS+LAND

La aplicación del modelo canónico de crecimiento permite obtener resultados relevantes a los fines de evaluar que tasa de inversión es necesaria para sostener distintas hipótesis de crecimiento.

- La tasa de inversión necesaria para sostener un crecimiento del 3.5% anual resulta del 26%, con una relación capital – producto que pasaría del 3.1 actual al 2.8 por virtud del crecimiento procíclico de la productividad del capital y un horizonte de 10 años (2029). Con un horizonte de 20 años (2040), la tasa de inversión necesaria sería del 25.3% y un horizonte de 30 años (2050) sería del 24.6%. Estas menores tasas de inversión resultarían como consecuencia del crecimiento acumulado de la productividad del capital basado en una mayor eficiencia en la utilización del conjunto de los factores productivos (productividad total de los factores).

- Las estimaciones del Centro de Estudios de la Productividad para la tasa de inversión a precios constantes Tornquist para el año 2018 resulta del 19%⁴. Por lo tanto, resulta necesario aumentar el esfuerzo de inversión en 7 puntos porcentuales del PBI para alcanzar y sostener una tasa de crecimiento de largo plazo similar a la de Australia y del doble de la histórica.
- Se pueden plantear diversos ejercicios de simulación: si se acepta que actualmente hay un déficit de infraestructura para aumentar la competitividad necesaria de las empresas, la relación capital producto de largo plazo sería mayor y como consecuencia mayor tasa de inversión necesaria. Por ejemplo, cubrir el déficit de infraestructura implica una capitalización de la economía de 3 vs 2.8, por lo tanto la tasa de inversión sería del 26.7%.

⁴ La tasa de inversión presentada por INDEC resulta del 19.8%, casi un punto porcentual mayor como consecuencia de valuar el volumen físico de los componentes de la inversión a precios de 2004, mientras que la estimada por ARKLEMS (precios constantes Tornquist) permite actualizar los precios relativos de los componentes.

- *La misma tasa de crecimiento 3.5%, es posible sostenerla con una tasa de inversión necesaria menor. Ello puede lograrse con un importante dinamismo de la productividad total de los factores (PTF) o eficiencia de los factores productivos que implique una mayor productividad del capital en el largo plazo: mayor eficiencia y mantenimiento de la infraestructura, innovación tecnológica, y mejoras en la organización productiva en general que permitan aumentar la competitividad genuina sin necesidad de devaluaciones abruptas mediante una aceleración sustancial de las ganancias de productividad de toda la economía. Por ejemplo: un aumento en la PTF que permita reducir el ratio capital-producto de 2.8 a 2.4, implica una tasa de inversión necesaria menor pero más eficiente del 24.6%*
- *Si lo que se pretende es acelerar el ritmo de crecimiento con una inversión más eficiente, es necesario que la productividad crezca sustancialmente. Ello se puede lograr tanto por un aumento de la inversión como por un aprovechamiento de externalidades y calidades del capital y del trabajo, complementariedades y coordinación estratégica entre el sector público y privado.; aunque para que sean sostenibles en el tiempo deberían basarse en mejoras permanentes en la organización del proceso productivo.*
- *Si la economía no creciera, la inversión bruta interna tendría que ser al menos un 16.2% para que no se deteriore el stock de capital.*

5. 2. INVERSIÓN NETA Y POR REPOSICIÓN Y MANTENIMIENTO

La Inversión Bruta Interna Fija representa la inversión que se realiza con el fin de ampliar el acervo de capital instalado y reponer las pérdidas por depreciación del stock existente. Las pérdidas o caídas del stock de capital se producen por la caída de eficiencia del stock de capital que se produce con el paso del tiempo como consecuencia de su uso normal como medio de producción y los retiros de bienes de capital que se realizan por obsolescencia técnica y/o económica como consecuencia del reemplazo de equipos obsoletos o compensando la depreciación. Por lo tanto, la Inversión Bruta Interna se puede desagregar en dos componentes importantes: la inversión por reposición y mantenimiento del stock de capital existente y la inversión neta (que amplía y acrecienta la capacidad productiva o stock existente). En el caso de las construcciones, anualmente se realizan inversión en construcciones edilicias residenciales y no residenciales y de infraestructura. Una parte importante de esas inversiones son refacciones y mantenimiento de edificios e infraestructura existente.

Si la inversión bruta interna cae como consecuencia de una gran crisis económica, como sucedió en el año 2002, puede suceder que la inversión que realice la economía sea menor que la depreciación del

stock existente. En otros términos, las inversiones necesarias para reposición y mantenimiento no sean suficientes y se destruya (estadísticamente) parte del stock (inversión neta negativa). Por eso es sumamente importante que el nivel de la inversión sea suficiente para mantener el stock de capital existente ante el desgaste y caída de productividad de los equipos por el paso del tiempo y obsolescencia sino también sea un nivel suficientemente alto como para no solo reponer y mantener sino también acrecentar el acervo de capital, uno de los principales componentes de la capacidad productiva y el producto potencial de una economía, y de esta manera sostener el crecimiento económico en el largo plazo.

De acuerdo a la base ARKLEMS+LAND del Centro de Estudios de la Productividad de la UBA, la inversión bruta interna a precios constantes para el año 2018 fue del 19% del PBI. Las depreciaciones o necesidades de reposición y mantenimiento por obsolescencia y deterioro normal por envejecimiento del stock de capital representarían un 5.2% del stock. Por lo tanto, la Inversión Bruta Interna del 19%, se desagregaría en cerca de un 3.8% del PBI y la Inversión en reposición y mantenimiento (depreciación) aproximadamente un 16% del PBI.

INVERSIÓN NETA Y POR REPOSICIÓN Y MANTENIMIENTO

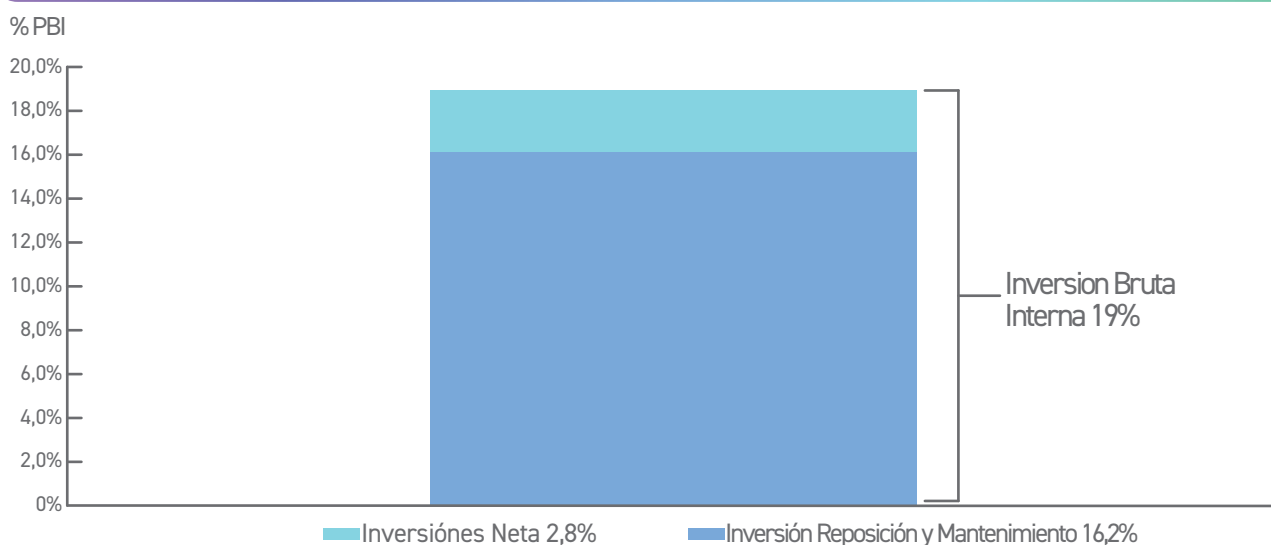


Gráfico 11. Fuente: Centro de Estudios de la Productividad - UBA Base ARKLEMS para CAC (version 5 de agosto 2019)

Si la economía no creciera, la inversión bruta interna tendría que ser al menos un 16% para que no se deteriore el stock de capital. En términos de infraestructura, el foco deberá ponerse sobre los gastos de mantenimiento de las infraestructuras viales, ferroviarias y energéticas existentes, permitiendo un impacto directo en la competitividad y el crecimiento, pero también en la eficiencia y en el ahorro a nivel macroeconómico.

Dado que más del 60% de la inversión macroeconómica es constituida por la inversión en construcción y al importante déficit en infraestructura social y económica, así como déficit habitacional, el esfuerzo inversor en Argentina deberá ser vehiculado por importante crecimiento del sector construcción.

5. 3. LA COMPOSICIÓN DE LA INVERSIÓN POR TIPO DE ACTIVO

La tasa de inversión (inversión bruta interna fija (IBIF) / PBI) representa la propensión media a invertir de una economía. Cuánto mayor la proporción de la inversión en la demanda agregada, mayor será la ampliación de la capacidad productiva o producto potencial de la economía y por lo tanto mayores posibilidades de sostener el crecimiento presente en el largo plazo. Por otra parte, por efecto multiplicador, el crecimiento de la inversión permite aumentar la demanda agregada y por lo tanto incrementar el crecimiento del producto en el corto plazo.

En su versión a precios constantes, esta variable trata de aproximar el incremento de la capacidad de producción de una economía; en tanto que a

precios corrientes, mide el esfuerzo o costo monetario relativo que necesita gastar la economía para lograr el volumen físico de la inversión. Esta distinción resulta importante, ya que introduce una clara distinción entre el impacto que tiene la inversión sobre la oferta agregada y el ahorro total necesario para financiarla, distinción que se origina en la configuración de los precios relativos de los bienes de capital y su correlación con el tipo de cambio real. Por ejemplo, en un contexto de incrementos (reducción) en los precios relativos de los bienes de capital, el esfuerzo de inversión puede resultar mayor (menor) para generar un mismo volumen físico de inversión.

El esfuerzo de inversión (tasa de inversión a precios corrientes) resulta relativamente mayor que el incremento en la capacidad instalada asociado a la tasa de inversión a precios constantes (volumen físico relativo de la inversión respecto del producto) en periodos de depreciación real de la moneda doméstica, como consecuencia de la elevada incidencia del equipo durable importado en el total de la inversión privada, aunque la sensibilidad de esta relación resultaría menor por la importante contribución de las construcciones, bien no transable por excelencia. Por lo tanto, para evaluar el efecto de la inversión sobre la capacidad productiva de un país a lo largo del tiempo, alcanzaría con evaluar la tasa de inversión a precios constantes, ya que se supone que esta no estaría influida por los cambios de precios relativos.

De acuerdo a las cifras de INDEC, las construcciones es el activo que mayor participación tiene en la inversión bruta interna fija: 57,4%: 47% la construcción edilicia y obras de infraestructura y 10,4% corresponden a otro tipo de construcciones tales como las Construcción por cuenta propia, Construcciones agropecuarias y Construcción de pozos petroleros. El 42,6% restante se compone de equipo durable de producción. Este último a su vez se subdivide en maquinaria y equipo con un 30,3% que se divide en partes equivalentes entre origen nacional e importado. El equipo de transporte participa con un 11,8%. 63% de origen nacional y el resto de origen importado.

COMPOSICIÓN DE LA INVERSIÓN POR TIPO DE ACTIVO-AÑO 2017

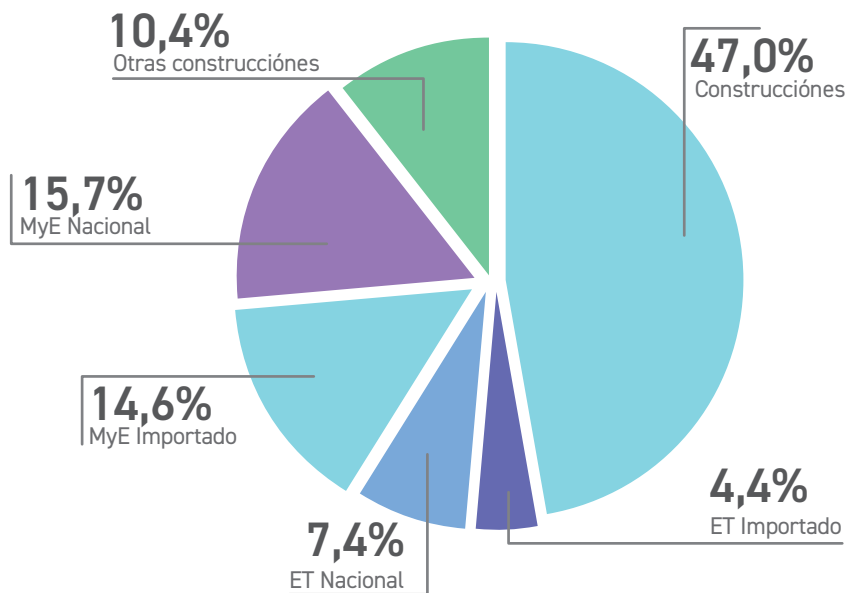


Gráfico 12. Fuente: Centro de Estudios de la Productividad en base a INDEC

6

CONCLUSIONES PROPUESTAS DE POLÍTICA ECONÓMICA

El factor clave del desarrollo económico y social es el ahorro: se ahorra para generar reservas para épocas menos favorables y para disfrutar de un mejor bienestar en el momento de jubilarse, las empresas ahorran para generar inversión y productividad solventando así su rentabilidad y crecimiento futuro, mientras que los Estados ahorran para invertir en la infraestructura necesaria para mejorar el bienestar de los hogares y aumentar la productividad y eficiencia tanto del sector público como del sector productivo.

Como se señaló, Argentina es un país con bajos niveles de ahorro, incluso por debajo del promedio de América Latina, es consistente con su decepcionante desempeño de su crecimiento económico. Su tasa de ahorro histórico del 20% con casi nula productividad generó un crecimiento decepcionante del 1% de su ingreso per cápita, la mitad de otras economías similares en dotación de recursos naturales como Australia y Canadá. En efecto, si bien teníamos el ingreso per cápita similar a estos países, un siglo después apenas si superamos un cuarto del ingreso per cápita de esos países.

De esta manera, ante cada oportunidad se generó una brecha de frustración entre las expectativas de la población de renovar el consumo de tiempos de bonanza pretéritos y recursos disponibles para satisfacerlas.

Por detrás de la escasez de ahorro se encuentra la continua historia de inflación, inestabilidad macroeconómica y financiera, institucional y jurídica que han deprimido los incentivos a ahorrar en moneda doméstica. No solo es escaso el ahorro nacional, sino que no necesariamente se canaliza a fines productivos ya que la mayor parte se canaliza fuera del sistema financiero.

La desconfianza en la moneda ha provocado que gran parte de los ahorros se realice en el exterior, se aplique en inversiones inmobiliarias, en bienes durables o incluso en dólares físicos en cajas de seguridad por fuera del sistema financiero y bancario que es el natural vehículo para que los ahorros de los argentinos se transformen en inversión.

A lo largo de la historia económica el ahorrista argentino no ha percibido un rendimiento real positivo (como consecuencia de la represión financiera descrita) sino para desincentivar la demanda de divisas así como también ha estado sujeto a crisis disruptivas frecuentes que han resultado por lo general en continuos confiscamientos, reprogramación de depósitos, corralitos y otras violaciones de los derechos de propiedad de los ahorristas se comprende la desconfianza del ahorrista argentino hacia bancos y mercado de capitales.

No obstante, cuando se analiza la hoja de balance histórica de los intermediarios financieros, resulta

que el principal deudor del sistema financiero resulta el Estado Argentino. En efecto, excepto por cortos periodos, el Estado ha sido de hecho el principal deudor del sistema financiero, por lo cual los episodios de confiscaciones de depósitos deben entenderse como el último recurso al cual recurre el Estado en cada crisis disruptiva frecuente para resolver sus magnos desequilibrios fiscales una vez agotado la posibilidad de recurrir a más deuda, más tributos o recurrir al impuesto inflacionario.

Esta última descripción de como la incobrabilidad y default de la deuda publica impacta en el ahorro de los argentinos se agrava más aun cuando se toma en cuenta el papel del Banco Central en una economía inestable como la argentina. La función principal de un Banco Central es preservar el poder adquisitivo de la moneda, la estabilidad macroeconómica y ser el prestamista de última instancia de existir una crisis financiera sistémica por incobrabilidad de los créditos otorgados en el sistema bancario. Pero a diferencia de las crisis financieras en países desarrollados como la reciente del año 2009, las crisis bancarias en Argentina se producen en parte como resultado del default del Estado Argentino sea en forma directa a los bancos o indirecta por contagio del default sobre la tenencia de bonos públicos en manos de ahorristas privados.

Un Banco Central cuya política monetaria se adecua a financiar pasivamente el gasto público resulta en la inexistencia de hecho de la figura de prestamista de última instancia dando inestabilidad al sistema bancario, explicando la recurrencia a organismos internacionales no solo para cubrir las necesidades de financiamiento sino también pedir prestado credibilidad y reputación que no disponen las autoridades domésticas.

En definitiva, un Estado ineficiente e insolvente absorbe continuamente el crédito disponible del sistema financiero privado y estatal fondeado con depósitos de los ahorristas argentinos, desplazando la disponibilidad de ahorro para fines productivos. El desahorro público-déficit fiscal crónico produce un agotamiento recurrente de las posibilidades de financiar un nivel de gasto inadecuado: presión impositiva, baja tolerancia a la deuda, desplazamiento (crowding out) del crédito al sector privado impuesto inflacionario y confiscaciones de ahorros como última instancia.

Nadie puede culpar a quienes han sido perjudicados en el pasado por recurrentes crisis financieras

que han evaporado sus ahorros financieros justificando la falta de confianza en el sistema económico y financiero doméstico.

En definitiva, no solo Argentina ahorró poco y discontinuada sino que el escaso ahorro realizado por empresas y hogares no se canaliza necesariamente a la inversión productiva.

La falta de ahorro disponible para inversión implica necesariamente recurrir al ahorro externo para financiar la inversión, que, sin embargo, al ser mal canalizado hacia usos improductivos, resulta en continuas crisis de endeudamiento externo y balance de pagos que impiden un desarrollo económico sostenible.

Otro de los fenómenos que produce la inestabilidad e inflación crónica es el refugio en la emigración y la informalidad.

En efecto, la “salida es Ezeiza”, tan común en los años de regímenes autoritarios continuó durante la democracia con cada crisis disruptiva frecuente. Pero la emigración de capital humano que afecta a la formación educativa de las elites, se le suma la brutal caída en la calidad de la educación primaria, secundaria y universitaria como consecuencia de las continuas crisis fiscales y deterioro de los servicios públicos. Por lo cual, el ahorro en capital humano también sufrió un deterioro continuo en cantidad y calidad.

La inflación e inestabilidad persistente también producen un desincentivo al ahorro ya que provoca comportamientos alternativos que buscan neutralizar sus efectos: ahorrar y operar en moneda extranjera para ajustar transacciones a expectativas inflacionarias ciertas y la salida del sistema formal.

A esto debería agregarse el continuo crecimiento de la informalidad, que hoy alcanzaría niveles extremos si a los trabajadores no registrados se les suma el cuentapropismo, la subdeclaración de ingresos en las relaciones laborales formales, la subdeclaración de ventas y ganancias en diversos impuestos tanto por elusión como de evasión. Estos fenómenos también deterioran la calidad del ahorro privado y acrecientan el desahorro público.

Pero la informalidad también impacta en otro componente del ahorro, que es el ahorro obligatorio y voluntario a los fines previsionales. Si se toma en cuenta las cifras anteriores, menos de la mitad de la población argentina ahorra para su retiro haciendo contribuciones a un sistema jubilatorio. Los hogares sencillamente no ahorran lo suficiente para la jubilación y no compensan la falta de aportes para una jubilación a través de mayor ahorro por otros mecanismos. Además de la baja cobertura de las jubilaciones, la extendida informalidad laboral, el analfabetismo financiero y la falta de confianza en los sistemas financieros y en dificultan seriamente el ahorro de los hogares. Esta situación constituye una crisis en ciernes, que empeorará a medida que la población inevitablemente envejezca. Los sistemas jubilatorios de reparto como de capitalización con administración privada de los fondos han fracasado en Argentina por la inestabilidad macroeconómica y la continua violación de contratos y pérdidas de poder adquisitivo de los ahorros y por lo tanto mucho menos han logrado preparar a nuestro país para la transición demográfica que actualmente vive nuestra sociedad. En otros términos, Argentina no ha aprovechado el bono demográfico, próximo a agotarse, como consecuencia del impacto de la inestabilidad sobre la informalidad de su economía.

Es así que el magro ahorro argentino impacta directamente en la inversión. En efecto, en este documento se demuestra que la tasa de inversión necesaria para crecer como Australia debería ser próxima al 23-24% dependiendo de la eficiencia y productividad con que se utilicen los equipos e infraestructuras. Si bien en los últimos 70 años, la economía argentina generó una tasa de inversión del orden del 20% anual promedio, similar al ahorro nacional, nuestra economía lo hizo con amplias fluctuaciones y volatilidad de la inversión debido a la amplitud magna y alta frecuencia de crisis de magnitud considerable de su PBI. Ello significa que no solo importa alcanzar la tasa necesaria para crecer sostenidamente sino también con baja volatilidad y persistencia.

La economía argentina presenta actualmente un nivel de productividad representado por la productividad total de los factores (PTF) similar a la década de 1950, según cifras del proyecto ARKLEMS + LAND - Centro de Estudios de la Productividad. La baja productividad demostrada por nuestra economía repercute, asimismo, en que el costo de la inversión sea sustancialmente mayor que el impacto sobre el tamaño de la capacidad instalada generada. Por lo cual un elemento esencial a futuro es generar im-

portantes ganancias de productividad para que la inversión sea mayor, sostenida y eficiente.

El desafío es magno si se toma en cuenta que actualmente la tasa de inversión roza el 15%, siendo el 7-8% extra necesario casi equivalente al déficit fiscal consolidado.

Asimismo, la baja tasa de inversión impacto en una baja inversión en infraestructura, aun mas grave si se toma en cuenta la baja calidad de los servicios públicos que esta infraestructura genera.

En efecto, no solo no alcanza el ahorro doméstico o se destina a usos no productivos, sino que la colocación de ahorros a largo plazo que es el principal tipo de fondeo que necesita la infraestructura es lógicamente nulo como consecuencia del enanismo del sistema financiero y del mercado de capitales argentino.

Una cuestión ineludible a plantear es como lograr competitividad mediante inversión en infraestructura sosteniendo y mejorando los salarios reales con baja inflación. Ampliando la taxonomía de Alfredo Canavese, insigne economista argentino especializado en macroeconomía y crecimiento económico, a continuación, se plantean analíticamente los dilemas macroeconómicos y las posibles políticas macroeconómicas que podrían garantizar el crecimiento económico con equilibrio externo.

- a. *Diversificación de Mercados y Productos: la diversificación de mercados para nuestras exportaciones es crucial por varias razones. La principal es que disminuye la dependencia y el riesgo de una caída abrupta de exportaciones por alguna crisis o shocks idiosincráticos de nuestros socios comerciales. Sin duda, es la principal implicancia de focalizar el comercio internacional argentino solo en Brasil. La diversificación de bienes y servicios exportados resulta crucial también para que el país tenga más resiliencia a los shocks de términos de intercambio que afecta a nuestros principales commodities exportables. Pero también resulta primordial, que la estrategia exportadora sea coordinada con la estrategia de negociación internacional.*

- b. *Ampliando la escala del mercado: el aumento del poder adquisitivo de los salarios y por lo tanto del consumo permite ampliar el mercado interno. Sin embargo, a largo plazo las políticas que incentivan la demanda sin un crecimiento importante de la capacidad productiva vía inversión y productividad resultan no sostenibles. Los acuerdos de integración con nuestros socios comerciales, especialmente el MERCOSUR, permiten ampliar la escala del mercado y pensar en términos globales. Una ampliación de la escala de producción por ampliación de mercados reduce los costos fijos medios, permitiendo incrementar la competitividad sin devaluar. Sin embargo, los presentes desacuerdos comerciales con los socios del MERCOSUR y la falta de una clara estrategia comercial dirigida al Asia y el resto del mundo emergente, están afectando la posibilidad de ganar competitividad por esta vía. ¿En ese sentido, resulta imprescindible no esperar a lo que decidan nuestro socios comerciales, especialmente Brasil, y comenzar con negociaciones bilaterales con los grandes bloques, sin que por ello signifique abandonar el ámbito regional, tomando en cuenta los intereses del país. Asimismo, resulta imprescindible que la negociación internacional se adapte a las novedades que ofrezca el escenario internacional.*
- c. *Aumentar el valor agregado de las exportaciones: la columna vertebral de las políticas públicas es aumentar la cuantía y el valor agregado de las exportaciones, que permita mayor resiliencia ante de los cambios adversos en el escenario internacional. Una política de desarrollo productivo coherente implica eliminar el sesgo anti exportador del proteccionismo y propender a incrementar el contenido de valor agregado de las exportaciones aprovechando las ventajas competitivas que el país dispone, pero también generando nuevas ventajas dinámicas y nuevos sectores exportables. El importante crecimiento de las exportaciones de los sectores basados en conocimiento, así como la creciente importancia de la bioeconomía re-*
- sultan auspiciosos, inclusive a nivel regional y generación de empleo calificado. Sin embargo, sin un ambiente macroeconómico estable, ello resultaría imposible.*
- d. *Impulsar la inversión: una mayor inversión, permite aumentar el stock de capital disponible; en especial en infraestructura reduciendo los costos fijos medios del transporte y energéticos y otros costos relevantes que hacen a la competitividad. Sin embargo, tal como probamos en otros estudios, el incremento del stock de capital (especialmente infraestructura) durante la última década fue insuficiente como para sostener el ritmo del crecimiento a largo plazo. Un componente importante es la inversión en capital humano. Mas aun, en Coremberg (2010) se demuestra que el valor del capital humano supera con creces la magnitud del capital fijo. El gasto en educación creció sustancialmente durante la pasada década, sin embargo, la calidad de la misma se ha deteriorado notablemente a tal punto de que nuestro país cae significativamente de ranking en las evaluaciones educativas internacionales como el PISA. Al igual que con la infraestructura, énfasis en la calidad educativa resulta imprescindible para recuperar la calidad de nuestra educación principal impulsor de la cohesión y bienestar social pero también del desarrollo económico.*
- e. *Más inversión en infraestructura: el país se encuentra con un déficit de infraestructura magno tanto económica, de ahí la escasa competitividad estructural de la economía argentina, como social, dada el impresionante nivel de pobreza estructural. La inversión pública tanto en capital físico como humano durante la década anterior tuvo un incremento significativo inicial pero concomitante con una magna caída en la calidad de los servicios de infraestructura. Dada la importancia del mismo, Coremberg (2018), resulta importante un marco de asignación de inversión pública creíble e independiente de la autoridad política cuyos criterios de decisión sean*

estrictamente técnicos y con énfasis en la inversión eficiente en el mantenimiento del stock de infraestructura, además de su crecimiento, que permita hacer más con menos tal como señala recientemente el BID (2018). Pero para hacer más con menos, resulta indudable que el énfasis debe realizarse no solo en la cuantía de la inversión pública sino también en la eficiencia y calidad de los servicios que genera la operación de la infraestructura.

- f. *Alentar el ahorro doméstico: Una condición ineludible para restablecer e incentivar el ahorro doméstico y la demanda de financiamiento para proyectos de inversión de largo plazo e inclusive la innovación tecnológica es la posibilidad de que los argentinos puedan ahorrar a tasas reales de interés positivas en una unidad de cuenta doméstica que permita preservar el valor de la moneda sin recurrir a la dolarización de los pasivos y las carteras. De otra manera, para incentivar la inversión en el actual contexto de inflación e incertidumbre que genera la falta de credibilidad y reputación de la política económica incrementada por la trágica destrucción del sistema estadístico en el pasado reciente, significa recurrir a mecanismos distorsivos para garantizar rentabilidades draconianas en contra de los salarios y el empleo. No se puede lograr un crecimiento consistente sin financiamiento legítimo de la inversión que se base en una mayor fortaleza del ahorro doméstico privado, canalizado a través del sistema financiero y una profundización del mercado de capitales con una regulación prudencial adecuada. El actual descalce del sistema financiero así como la descapitalización de bancos públicos a favor del Tesoro implica un importante crowding out sector privado, la introducción de riesgo país en el sistema financiero, así como su virtual estatización, conspirando el financiamiento de la actividad productiva. Resulta una condición imprescindible: un instituto de estadísticas y un Banco Central creíble, consistente, con capital humano e independiente del poder político.*
- g. *Gasto Público Sustentable y Reducción Carga Tributaria: La actual dominancia fiscal de la política monetaria, restó instrumentos y autonomía a la política económica. Por lo tanto, resolver el déficit fiscal, aún en forma gradual, mediante la combinación de aumentos relativos menores en el gasto público, mayor eficiencia en el mismo, redistribución y racionalidad social en la distribución de los subsidios energéticos y al transporte, permitirá reorientar recursos a la inversión en infraestructura legítimamente financiada no sólo con mayores recursos propios sino también con créditos multilaterales de bajo costo de financiamiento vedados hace años. Asimismo, una mejor asignación de recursos más eficiente, permitiría, parafraseando nuevamente al BID (2018) hacer más con menos generando el ahorro público que el país necesita. Un nivel de gasto sustentable y correctamente asignado por programas clave sin recurrir a ajustes horizontales que conspiran contra la eficiencia y el capital humano del sector público, permitiría bajar la presión impositiva logrando la solvencia fiscal, reduciendo la carga de intereses de la deuda pública y aliviando la presión tributaria al sector privado.*
- h. *Protección a las personas y no a los puestos de trabajo: readecuando la normativa laboral para una Argentina del siglo XXI. Las innovaciones disruptivas y la inserción en las cadenas globales de valor implican necesariamente una mayor rotación de puestos de trabajo. Por lo tanto, resulta imprescindible para incentivar exportaciones de elevado valor agregado y de aquellas intensivas en empleo que el mercado de trabajo acompañe la mayor flexibilidad de la estructura productiva orientada a la exportación que significa la inserción en el comercio internacional.*
- i. *Productividad: una mayor eficiencia en la organización productiva, así como la innovación tecnológica incorporada en mejores bienes de capital o generadas endógenamente por el*

aparato productivo permiten ahorrar costos e incrementar la productividad (sinónimo de la competitividad no precio). No obstante, de acuerdo a nuestras estimaciones del proyecto ARKLEMS, las ganancias de eficiencia e innovación de la última década (resumidas en la variable Productividad Total de los Factores) fueron nulas. La productividad presentó una tendencia negativa, con altibajos, desde mediados de la década de 1970 y en el presente el nivel de eficiencia de la economía argentina resulta equivalente al de mediados del siglo XX. Reconstruir la credibilidad del sistema estadístico, mejorar la previsibilidad, reputación y coordinación de la política económica es clave para bajar la inflación. Una vez logrado y mientras suceda la transición hacia el régimen de baja inflación, la productividad y la inversión son condiciones fundamentales para incrementar la producción, lograr una mayor competitividad sin afectar el poder adquisitivo de los salarios y evitar recurrir a devaluaciones magnas y abruptas para restablecer la competitividad precio perdida.

En síntesis, para generar un mayor crecimiento con equilibrio externo resulta necesario una Agenda que permita resolver definitiva

la fragilidad macroeconómica del país. El escaso ahorro nacional está en el centro de los dilemas a partir del cual se podría encontrar la punta del ovillo de nuestra decadencia.

Políticas de Desarrollo productivo, así como cambiarias no son sustitutos de la estabilidad y consistencia macroeconómica. La coordinación y sustentabilidad de la política fiscal, monetaria y de ingresos y el restablecimiento de la credibilidad e independencia del Banco Central tienen un impacto muchísimo mayor sobre el dinamismo de las exportaciones y la inversión que los incentivos micro.

Resulta clave, por lo tanto, incentivar el ahorro privado en moneda doméstica creíble, sustentando cuentas fiscales en ahorro e inversión pública eficiente que permita reducir la máxima presión fiscal soportada por empresas y hogares. El fortalecimiento institucional, la independencia de poderes y el respeto a la propiedad privada y los contratos permitirían reconstruir la confianza largamente perdida del ahorrista en el sistema financiero y el mercado de capitales argentino.

7

BIBLIOGRAFÍA

BID (2018): Mejor gasto para mejores vidas Cómo América Latina y el Caribe puede hacer más con menos. Editado por Alejandro Izquierdo, Carola Pessino y Guillermo Vuletin. Banco Interamericano de Desarrollo Washington D.C.

BID (2019): Ahorrar para desarrollarse: cómo América Latina y el Caribe puede ahorrar más y mejor / editado por Eduardo Cavallo y Tomás Serebrisky.

Coremberg, Ariel (2007): El Déficit de Infraestructura En Argentina. Cámara Argentina de la Construcción.

Coremberg, Ariel (2010): The Economic Value of Human Capital and Education in an Unstable Economy: the Case of Argentina. The International Association for Research In Income And Wealth (IARIW), 31st General Conference, St-Gallen, Suiza, Agosto 22-28, 2010. <http://www.iariw.org/papers/2010/8cCoremberg.pdf>

Coremberg, Ariel (2015): Midiendo La Productividad y Las Fuentes del Crecimiento de la Economía Argentina. El proyecto ARKLEMS+LAND en Libro "Progresos En Medición de la Economía". Asociación Argentina de Economía Política. Editorial Temas. Editor: Ariel Coremberg. Abril 2015

http://www.aaep.org.ar/publicaciones/download/medicion_economia.pdf

Coremberg (2018): La cuenta satélite de los servicios de infraestructura: Una nueva manera de medir la infraestructura en América Latina con base en los casos de Argentina, Brasil y México Fuentes, métodos y resultados. Septiembre 2018. <https://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/9160/La-cuenta-satelite-de-los-servicios-de-infraestructura.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Coremberg (2018): Cuánto necesita exportar Argentina para crecer en el largo plazo. Centro de Estudios de la Innovación, Productividad y Desarrollo-I+E

Fanelli, José María (2017): La posición de inversión internacional argentina como espejo de identidad, Red Sudamericana de Economía Aplicada

Mallon, Richard y Juan Sourrouille (1975): Política Económica en una Sociedad Conflictiva", Amorrortu.

Manuelito, Sandra y Jiménez, Luis Felipe (2013): Rasgos estilizados de la relación entre inversión y crecimiento en América Latina, 1980-2012, CEPAL.

Wierny, Marisa Ariel Coremberg, Ramiro Costa, Eduardo Trigo, Marcelo Regúnaga (2015): "The Argentinean Bioeconomy -Scope, present state and opportunities for its sustainable development". Bolsa de Cereales de Buenos Aires. <http://www.bolsadecereales.com/ver-bioeconomia-580>

Volkswagen (2017): Shaping the transformation together. ANNUAL REPORT 2017

ANEXO ESTADÍSTICO

TASA DE AHORRO E INVERSIÓN A PRECIOS CORRIENTES (EN % DEL PIB)

	CONSTRUCCIÓN		EQUIPO DURABLE		TOTAL PRIVADA		PÚBLICA		NACIONAL		EXTERNA		TOTAL		PRIVADA		PÚBLICA	
	<i>Tasa de inversión</i>								<i>Tasa de Ahorro</i>									
1950	13,10%	5,10%	18,20%	-	-	18,80%	-0,60%	18,20%	-	-								
1951	12,30%	6,40%	18,70%	-	-	16,10%	2,60%	18,70%	-	-								
1952	11,80%	5,80%	17,60%	-	-	14,40%	3,20%	17,60%	-	-								
1953	11,00%	5,20%	16,20%	-	-	17,80%	-1,50%	16,20%	-	-								
1954	10,70%	4,80%	15,40%	-	-	15,50%	-0,10%	15,40%	-	-								
1955	10,30%	5,80%	16,10%	-	-	14,60%	1,50%	16,10%	-	-								
1956	10,20%	6,50%	16,70%	-	-	15,10%	1,70%	16,70%	-	-								
1957	9,60%	8,50%	18,10%	-	-	15,20%	3,00%	18,10%	-	-								
1958	10,40%	7,40%	17,80%	-	-	17,90%	-0,10%	17,80%	-	-								
1959	7,70%	7,30%	14,90%	-	-	14,80%	0,20%	14,90%	-	-								
1960	8,00%	11,10%	19,10%	-	-	17,20%	1,80%	19,10%	-	-								
1961	8,60%	12,10%	20,70%	0,133	0,074	16,70%	4,00%	20,70%	0,122	0,045								
1962	8,00%	11,40%	19,40%	0,131	0,063	17,20%	2,20%	19,40%	0,167	0,005								
1963	7,50%	8,30%	15,80%	0,101	0,057	17,20%	-1,40%	15,80%	0,17	0,003								
1964	6,90%	7,50%	14,40%	0,092	0,052	14,40%	0,00%	14,40%	0,147	-0,003								
1965	7,30%	7,70%	15,00%	0,103	0,047	15,70%	-0,70%	15,00%	0,142	0,015								
1966	8,10%	7,50%	15,60%	0,111	0,045	16,40%	-0,80%	15,60%	0,155	0,009								
1967	9,20%	7,60%	16,80%	0,107	0,061	17,40%	-0,60%	16,80%	0,13	0,044								
1968	10,00%	7,40%	17,40%	0,105	0,069	17,20%	0,20%	17,40%	0,124	0,048								
1969	10,90%	7,50%	18,40%	0,118	0,066	17,40%	1,00%	18,40%	0,123	0,051								
1970	11,20%	6,80%	17,90%	0,112	0,067	17,30%	0,70%	17,90%	0,121	0,052								
1971	11,20%	6,30%	17,50%	0,112	0,063	16,20%	1,20%	17,50%	0,134	0,028								
1972	10,40%	6,90%	17,30%	0,107	0,067	16,70%	0,70%	17,30%	0,145	0,021								
1973	9,10%	6,30%	15,40%	0,099	0,055	16,60%	-1,20%	15,40%	0,167	-0,001								
1974	10,20%	6,00%	16,20%	0,104	0,058	16,40%	-0,20%	16,20%	0,162	0,002								
1975	14,40%	7,20%	21,60%	0,156	0,06	21,00%	0,60%	21,60%	0,255	-0,045								
1976	14,20%	8,50%	22,70%	0,145	0,081	25,20%	-2,50%	22,70%	0,248	0,004								
1977	12,50%	10,10%	22,60%	0,146	0,081	23,90%	-1,30%	22,60%	0,188	0,051								
1978	12,90%	7,80%	20,70%	0,129	0,078	22,70%	-2,00%	20,70%	0,189	0,038								
1979	12,90%	7,60%	20,50%	0,14	0,065	20,10%	0,40%	20,50%	0,18	0,022								
1980	14,20%	6,70%	20,80%	0,154	0,054	19,00%	1,90%	20,80%	0,183	0,007								
1981	12,10%	5,70%	17,80%	0,131	0,048	16,70%	1,10%	17,80%	0,195	-0,027								
1982	10,70%	5,10%	15,80%	0,115	0,042	16,60%	-0,80%	15,80%	0,205	-0,039								
1983	11,40%	5,50%	16,80%	0,123	0,045	17,70%	-0,90%	16,80%	0,207	-0,03								
1984	10,70%	5,90%	16,70%	0,126	0,041	17,40%	-0,70%	16,70%	0,199	-0,025								
1985	9,30%	6,20%	15,50%	0,114	0,041	17,70%	-2,20%	15,50%	0,177	0								
1986	10,00%	5,40%	15,40%	0,11	0,044	15,20%	0,20%	15,40%	0,141	0,01								

	CONSTRUCCIÓN	EQUIPO DURABLE	TOTAL PRIVADA PÚBLICA			NACIONAL EXTERNA		TOTAL PRIVADA PÚBLICA		
			<i>Tasa de inversión</i>					<i>Tasa de Ahorro</i>		
1987	10,70%	5,80%	16,50%	0,116	0,049	15,10%	1,50%	16,50%	0,155	-0,004
1988	10,70%	6,20%	16,90%	0,121	0,049	18,00%	-1,10%	16,90%	0,195	-0,015
1989	8,00%	6,30%	14,30%	0,109	0,034	16,50%	-2,10%	14,30%	0,187	-0,023
1990	7,10%	4,70%	11,80%	0,088	0,031	15,50%	-3,70%	11,80%	0,166	-0,011
1991	8,20%	5,10%	13,30%	0,111	0,022	13,50%	-0,20%	13,30%	0,133	0,001
1992	9,30%	6,50%	15,80%	0,14	0,018	13,00%	2,80%	15,80%	0,123	0,007
1993	10,70%	6,60%	17,30%	0,156	0,017	14,00%	3,30%	17,30%	0,131	0,008
1994	10,50%	7,30%	17,80%	0,162	0,016	13,70%	4,10%	17,80%	0,131	0,006
1995	9,70%	5,90%	15,60%	0,142	0,014	13,60%	2,00%	15,60%	0,145	-0,009
1996	9,30%	6,10%	15,40%	0,142	0,012	13,00%	2,40%	15,40%	0,141	-0,011
1997	9,50%	6,70%	16,20%	0,149	0,014	12,30%	3,90%	16,20%	0,119	0,004
1998	9,50%	6,80%	16,30%	0,15	0,013	11,70%	4,50%	16,30%	0,119	-0,001
1999	8,60%	5,70%	14,30%	0,13	0,013	10,40%	3,90%	14,30%	0,126	-0,022
2000	7,60%	5,00%	12,60%	0,117	0,01	9,70%	3,00%	12,60%	0,113	-0,017
2001	6,80%	3,90%	10,70%	0,098	0,009	9,30%	1,40%	10,70%	0,139	-0,046
2002	5,20%	3,70%	8,90%	0,082	0,006	15,80%	-6,90%	8,90%	0,193	-0,035
2003	6,60%	4,70%	11,30%	0,103	0,01	15,90%	-4,60%	11,30%	0,169	-0,01
2004	7,90%	6,30%	15,90%	0,145	0,014	17,30%	-1,40%	15,90%	0,15	0,023
2005	8,40%	7,10%	17,30%	0,154	0,02	19,60%	-2,30%	17,30%	0,166	0,03
2006	9,00%	7,50%	18,40%	0,16	0,024	20,70%	-2,30%	18,40%	0,157	0,049
2007	9,20%	8,60%	19,70%	0,171	0,025	21,40%	-1,80%	19,70%	0,171	0,043
2008	9,30%	8,20%	19,30%	0,167	0,026	20,50%	-1,30%	19,30%	0,168	0,038
2009	7,90%	6,30%	15,80%	0,129	0,029	17,80%	-2,00%	15,80%	0,158	0,021
2010	8,30%	7,10%	16,90%	0,14	0,028	16,30%	0,50%	16,90%	0,124	0,04
2011	8,70%	7,30%	17,50%	0,145	0,03	16,30%	1,20%	17,50%	0,153	0,01
2012	8,30%	6,30%	16,10%	0,136	0,025	15,70%	0,40%	16,10%	0,147	0,009
2013	8,30%	6,50%	16,50%	0,137	0,028	14,20%	2,30%	16,50%	0,128	0,014
2014	8,00%	6,20%	16,20%	0,134	0,028	14,50%	1,70%	16,20%	0,136	0,009
2015	7,80%	6,10%	15,70%	0,13	0,028	12,80%	3,00%	15,70%	0,137	-0,009
2016	6,60%	6,30%	14,40%	0,12	0,024	11,30%	3,20%	14,40%	0,142	-0,029
2017	7,30%	6,30%	15,30%	0,125	0,029	10,00%	5,30%	15,30%	0,13	-0,029

Cámara Argentina de la construcción

AHORRAR PARA CONSTRUIR

autor Ariel Coremberg

diseño Hey, Baires!