

Recursos naturales, políticas y desempeño macroeconómico en la Argentina 2003-2012

La favorable evolución de los términos del intercambio del período 2003-2012 influyó significativamente sobre la aceleración de la tasa de crecimiento de la Argentina. A partir de ello el trabajo analiza la relación entre la bonanza y el desempeño macroeconómico en general y especialmente pretende determinar si existen efectos colaterales negativos que suelen asociarse a shocks positivos de términos del intercambio tales como la enfermedad holandesa o la voracidad fiscal. Se describe analíticamente el caso básico que presenta la literatura, las especificidades de los países especializados en bienes agrícolas y las condiciones que deben ser monitoreadas para evitar que el shock positivo se convierta en una maldición para el crecimiento. Se analiza la evidencia sobre la Argentina en términos de los cambios en los procesos de ahorro e inversión, los cambios estructurales, los efectos sobre la volatilidad macroeconómica y sobre la distribución de la riqueza. El trabajo cierra con algunas reflexiones respecto de cómo mejorar el conjunto de políticas económicas que tienen efectos sobre el manejo del shock de recursos naturales.

JOSÉ MARÍA FANELLI

Investigador principal del CEDES y profesor de la Universidad de Buenos Aires y UDESA.

RAMIRO ALBRIEU

Investigador asociado del CEDES y profesor de la Universidad de Buenos Aires.

I. INTRODUCCIÓN

EN EL PERÍODO 2003-2012 LA ARGENTINA experimentó tasas de crecimiento elevadas, que sólo son comparables a las observadas en la primera década del siglo pasado, cuando el país cumplía su primer centenario y parecía tener un futuro promisorio que, desafortunadamente, luego se realizaría sólo en forma parcial. Uno de los factores decisivos en esta aceleración del crecimiento fue la favorable evolución en los términos del intercambio, inducido por la mayor demanda de China y de otros países de Asia Emergente. De hecho, el *boom* de términos de intercambio –localizado en 2007-2012– se destaca en términos históricos en dos dimensiones: por su duración, comparte el primer puesto con el episodio inmediato posterior a la segunda guerra mundial; por su magnitud, sólo es comparable con el máximo histórico de 1948. Es natural, en consecuencia, que haya gran interés por evaluar dos aspectos que ligan a esta bonanza con el desempeño macroeconómico: el

2. SOBRE ENFERMEDADES, MALDICIONES Y OTROS PELIGROS

primero, si el crecimiento en un contexto de bonanza se sostendría en escenarios menos beneficiosos; el segundo, si existen *efectos colaterales* negativos que suelen asociarse a *shocks* positivos de términos del intercambio, como la enfermedad holandesa o la voracidad fiscal.

Este trabajo aborda la segunda cuestión con el foco puesto en los desafíos de política macroeconómica que corresponden al caso argentino. Con el objeto de precisar conceptualmente los vínculos entre crecimiento, recursos naturales y políticas, en la *sección 2* recurrimos a la literatura sobre la *enfermedad holandesa* y la *maldición de los recursos naturales*. Nuestra estrategia será describir analíticamente el *caso básico* que se analiza en esa literatura, luego le agregaremos las especificidades de los países especializados en bienes agrícolas (como la Argentina) e identificaremos en base a ello las condiciones que deben ser monitoreadas por el *policy maker* a los efectos de minimizar la probabilidad de que un *shock* positivo en el sector de recursos naturales se convierta en una *maldición* para el crecimiento. En las secciones siguientes analizaremos la evidencia sobre la Argentina, en términos de los cambios en los procesos de ahorro e inversión (*sección 3*), los cambios estructurales (*sección 4*), los efectos sobre la volatilidad macroeconómica (*sección 5*) y sobre la distribución de la riqueza (*sección 6*). El trabajo se cierra con algunas reflexiones respecto de cómo mejorar el conjunto de políticas económicas que tienen efectos sobre el manejo del *shock* de recursos naturales.

El interés por el vínculo entre recursos naturales (RN) y crecimiento tiene una larga tradición. En América Latina se expresó con gran fuerza en la posguerra a partir de la hipótesis sostenida por Prebisch (1950) y Singer (1950) respecto de que la especialización en recursos naturales podía retrasar el desarrollo debido a la existencia de un deterioro secular en los términos del intercambio. Asimismo, varios teóricos del desarrollo postularon que las actividades primarias no promueven la industrialización debido a su reducida capacidad para generar eslabonamientos productivos hacia atrás y hacia delante e incentivar el aprendizaje y la innovación. Estos argumentos han sido formalizados e integrados en la teoría del crecimiento que, como resultado, hoy pone mucho más énfasis en el papel de los rendimientos crecientes. Argumentos en la misma línea juegan un rol importante en las “nuevas” teorías del comercio internacional y la geografía económica, que postulan que una economía puede desarrollar ventajas comparativas endógenas, no necesariamente ligadas a su dotación de factores, y que los fenómenos de aglomeración pueden ayudar en ese desarrollo (Venables, 2008).

Una de las formas que ha tomado el debate sobre especialización productiva y RN se asocia a la *enfermedad holandesa* (EH)¹. El propósito básico de la literatura sobre la EH es determinar bajo qué condiciones el descubrimiento de un RN puede llevar a equilibrios de largo plazo donde el segmento transable no-RN (la *industria*) reduce su participación en la economía debido a un empeoramiento de su competitividad. A partir de los trabajos pioneros de Corden (CORDEN y NEARY 1982 y CORDEN 1984) las investigaciones pusieron al descubierto la forma en que el *shock* puede generar tanto desequilibrios macroeconómicos de corto plazo como transformaciones permanentes en la estructura de la economía.

[1] El aparato analítico de la EH se estructuró a partir de los esfuerzos por contestar los interrogantes planteados por el descubrimiento de grandes yacimientos de gas en Holanda, que tuvieron como resultado colateral la pérdida de competitividad de la industria.

Las implicancias de estos fenómenos para el crecimiento fueron exploradas en los trabajos sobre lo que se denominó la Maldición de los Recursos Naturales (MRN), iniciados por AUTY (1993) y las conclusiones se extendieron empíricamente a través de los trabajos de SACHS y WARNER (1995, 2001). Estos autores encontraron que los países en que los RN explican una alta proporción de las exportaciones o del valor agregado tienden a crecer menos. Sin embargo, estos hallazgos no fueron posteriormente corroborados y se acepta actualmente que no puede darse por sentado que la especialización en RN sea necesariamente una maldición para el crecimiento; las consecuencias dependen críticamente del contexto específico (véase LEDERMAN y MALONEY 2007; COLLIER y GOLDERIS 2007²).

En lo que resta de esta sección, en primer lugar, describimos el caso estándar o básico que suele considerarse en los estudios de EH y MRN y planteamos algunas diferencias que hay que tener en cuenta en el caso de que los RN involucrados sean tierras agrícolas. En segundo lugar, examinamos los vínculos entre crecimiento y RN. Organizamos el análisis tomando en cuenta cuatro dimensiones que consideramos clave del proceso de interacción entre crecimiento y *shock* de RN: proceso ahorro/inversión/financiamiento; cambio estructural; volatilidad macroeconómica y distribución de la riqueza. Para cada una de estas dimensiones identificaremos las condiciones que deberían monitorearse desde la política macroeconómica para evitar que un *shock* positivo de RN devenga en una maldición para el crecimiento.

[2] Al tratar de identificar cuáles son los factores del contexto que influyen para convertir los RN en maldición o bendición, la literatura sobre la MRN enriqueció significativamente el marco conceptual del crecimiento al introducir: los rendimientos crecientes, la geografía, las ventajas comparativas endógenas, la volatilidad macroeconómica, las instituciones y la economía política. Dada la cantidad de factores involucrados, a la hora de evaluar el papel de un factor específico se hace necesario controlar por un conjunto importante de variables. Como la disponibilidad de datos es limitada, realizar económicamente ese control es difícil y los resultados suelen ser poco concluyentes. Por ello los estudios detallados de casos siguen siendo insustituibles, sobre todo para analizar episodios en que ocurren *shocks* de gran magnitud.

El caso básico en los estudios sobre EH y MRN es el de una economía especializada en la exportación de recursos naturales y que cuenta con una estructura económica dividida en tres sectores: no transable, transable RN y transable no-RN o *industria*. Se asume que el sector RN tiene rendimientos no crecientes y que lo contrario ocurre con un buen número de actividades *industriales* que, además, tienen potencial para desarrollar ventajas comparativas dinámicas o endógenas.

El sector RN registra un auge debido al descubrimiento de nuevos yacimientos o a un *shock* favorable en los términos del intercambio (aumento en el precio de las exportaciones). Los recursos naturales involucrados son usualmente del tipo localizado (*point-source*) y no renovable, como la minería y el petróleo. Se trata de recursos que pueden generar rentas sustanciales, con beneficios muy concentrados en la hoja de balance del propietario del RN.

El *shock* positivo puede ser transitorio o permanente. Las consecuencias de los *shocks* transitorios son menos importantes para el crecimiento y si lo son es básicamente de forma indirecta, a través de la volatilidad macroeconómica que generan. Por lo tanto, siempre que no lo hagamos notar explícitamente, se asume que el *shock* que recibe el sector RN es permanente.

El *shock* tiene entidad para afectar el crecimiento porque:

- > Induce un **incremento significativo en la riqueza** que afecta el gasto agregado.
- > Genera un **exceso de oferta de divisas** que influye en el tipo de cambio real y, por ende, en la competitividad de la economía y la asignación de recursos entre sectores productivos.
- > **Aumenta los ingresos del sector público**, sea porque el Estado es propietario del recurso, sea porque éste recibe regalías o grava las exportaciones de RN.
- > Tiene asociados **conflictos distributivos** que se originan en la puja de diferentes segmentos de la sociedad por apropiarse de las rentas extraordinarias.

Si nos apartamos del caso básico y nos concentramos en los países cuyos recursos naturales se concentran en la agricultura aparecen algunas diferencias que es importante tener presente al aplicar el esquema conceptual y los resultados de la literatura al caso argentino. Específicamente, si el recurso no es de tipo *point-source*:

- › Los cambios de precios internacionales tienden a ser más importantes que los *descubrimientos de RN* como fuentes de *shocks*.
- › La oferta del RN, al no ser *point-source*, no tiende a concentrarse en una localidad dentro del país y, típicamente, puede expandirse por la incorporación de productores marginales ante un incentivo de precios positivo.
- › El Estado no suele ser productor agropecuario y, por ende, para apropiarse de la renta debe recurrir a impuestos; sin embargo, la rentabilidad del productor marginal pone un límite a la presión tributaria.

¿Por qué la política macroeconómica debe interesarse en este proceso? Después de todo, si el funcionamiento de la economía de mercado se asemejara al paradigma de equilibrio general, la preocupación por definir *condiciones de monitoreo* para un mejor manejo del *shock* a través de las políticas sería ociosa: luego de ocurrido el *shock*, los mercados y las firmas se encargarían de asignar los recursos de la mejor manera, al tiempo que las rentas quedarían distribuidas entre la población en función de los derechos de propiedad y otras reglas de asignación que ya estarían definidas e incluidas en el marco institucional de la economía, *antes* del *shock* y que no serían cuestionadas *después* de ocurrido el mismo.

En las economías emergentes, no obstante, hay tres rasgos estructurales que suelen impedir que las rentas extraordinarias fluyan hacia su mejor uso, acelerando el crecimiento: (i) las *fallas de mercado* –sobre todo financieros– que obstaculizan la asignación de los fondos extra creados por la bonanza; (ii) las *deficiencias en las organizaciones* –privadas y públicas– que

distorsionan los incentivos y la coordinación; (iii) la *inestabilidad en el marco institucional* debido a que, con frecuencia, la puja por la apropiación de rentas *post-shock* se traduce en cambios inesperados en las reglas de juego.

Bajo estas condiciones, los vínculos entre el *shock* de RN y el crecimiento distarán de ser directos. De hecho, la literatura sobre el tema ha demostrado que los canales a través de los cuales operan esos vínculos pueden ser muy complejos. En vistas de las características de la economía argentina, analizaremos a continuación esos canales en función de las cuatro dimensiones ya mencionadas:

A. Ahorro / inversión / financiamiento: el ritmo de acumulación puede variar en función de las características del *shock* y de cómo se asignen los recursos extra creados por él, lo que depende críticamente de la presencia de fallas en los mercados financieros, la distribución de derechos de propiedad del RN y las políticas públicas.

B. Cambios estructurales: son disparados por las modificaciones de precios relativos inducidas por el *shock* y pueden favorecer o perjudicar el desarrollo de actividades con rendimientos crecientes y de ventajas comparativas endógenas por efecto de la EH.

C. Volatilidad macroeconómica: las variaciones en la riqueza, el gasto y los precios relativos pueden aumentar la volatilidad e, incluso, generar turbulencias financieras.

D. Distribución de la riqueza: las pujas entre sectores para apropiarse de las rentas creadas por el *shock* de RN genera externalidades negativas para toda la economía, que operan a través de la inestabilidad en las reglas de juego.

Valiéndonos de estas cuatro dimensiones identificaremos en lo que sigue un conjunto de condiciones a monitorear en el período *post-shock* en economías en que los RN juegan un papel protagónico y veremos qué ocurrió en la Argentina en esta década de bonanza externa.

3. RECURSOS NATURALES Y EL PROCESO DE AHORRO, INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO EN LA ARGENTINA 2003-2012

Los desafíos identificados en la literatura

El incremento de la riqueza inducida por el *shock* debe reflejarse en un aumento del flujo de ingresos futuros. Si ese aumento se destinara totalmente al consumo, este sería permanentemente mayor, hasta que se agotara el recurso descubierto o se revirtiera el incremento de precios. Si el RN es tierra –que es renovable– y el incremento de los precios fuera para siempre –por ejemplo, porque hubo un corrimiento irreversible en la demanda mundial– el incremento del consumo sería también sostenible para siempre. Pero es poco realista esperar que a largo plazo los aumentos de precios no tiendan a revertirse, al menos parcialmente, a medida que se expanda la oferta del RN por la incorporación de tierras marginales o intramarginales sin utilizar. La expansión del área cultivada disparada por el *shock*, no obstante, hasta cierto punto puede asimilarse al descubrimiento de un nuevo *stock* de recursos en la medida que implica un aumento genuino de la riqueza natural asociado al incremento de valor de las tierras marginales. Nótese que la expansión de la frontera agrícola implica que no habrá renta en la tierra marginal, ya que no habrá excedente sobre los costos y beneficios normales.

¿Por qué podrían malograrse los efectos positivos que podrían tener estos factores en términos de crecimiento? Las distorsiones más relevantes se comentan a continuación.

Primero, existen distorsiones en el proceso de ahorro e inversión. Para que el flujo incremental de consumo creado por el *shock* no se agote o se distribuya de manera óptima en el tiempo, la economía debería seguir una regla asociada a la hipótesis del consumo permanente, lo que requiere ahorrar parte de los ingresos extra del *shock* en el presente. Si no existieran fallas de mercado financiero, esto ocurriría naturalmente: el sector favorecido por el *shock* ahorraría en función de sus preferencias, colocaría los fondos en el sistema financiero y éste se encargaría de asignar los fondos a quienes tuvieran los mejores proyectos³.

Como muchos países emergentes –entre ellos la Argentina– se caracterizan por la falta de profundidad financiera, a los sectores con superávit (los favorecidos con el *shock* de RN) no suele resultarles fácil canalizar sus excedentes hacia los sectores que cuentan con los mejores proyectos y, con frecuencia, una parte sustancial de los recursos termina colocado en inversiones de muy bajo rendimiento (bienes raíces; activos externos líquidos). Los sistemas subdesarrollados suelen serlo, en parte, porque las regulaciones financieras son de baja calidad. Por otro lado, si es fácil cambiar las reglas de juego en la situación *post-shock*, no habrá credibilidad en los derechos de propiedad y los favorecidos por la bonanza o por la redistribución que realice el Estado en base a ella tratarán de colocar sus fondos a resguardo de otras leyes enviando capitales al exterior, en detrimento de la inversión productiva doméstica. Por lo tanto, luego de ocurrido el *shock* la probabilidad de que los recursos extra que se coloquen en el sistema se asignen mal suele ser alta.

En lo que hace a la inversión, si el *shock* es de magnitud considerable y los fondos prestables aumentan sensiblemente en poco tiempo, es difícil que las organizaciones del sistema financiero estén en condiciones operativas aptas para incrementar de manera rápida y eficiente la capacidad para analizar proyectos de inversión y la probabilidad de repago de los créditos. Asimismo, cuando el flujo de ingresos aumenta de manera inesperada y significativa, es más probable que se cometan errores al evaluar el valor de la riqueza o que firmas con una estructura organizacional poco sofisticada destinen los beneficios extra que se acumulan en sus balances a financiar proyectos poco rentables. Bajo estas condiciones, aumenta la probabilidad de mala asignación y formación de burbujas en los precios de los activos.

[3] Incluso, el *shock* podría generar en un primer momento un déficit de cuenta corriente si las inversiones necesarias para explotar los RN o las nuevas oportunidades en el sector no transable fueran extraordinariamente buenas. Para financiar el déficit también se necesitarían mercados financieros que funcionen bien.

Las decisiones de consumo también pueden generar distorsiones en el proceso de ahorro-inversión. El sector privado suele ser miope al decidir y tiende a no ahorrar lo suficiente para el retiro o a no tomar en cuenta el nivel de vida de las generaciones futuras. Las políticas públicas que incentivan el ahorro previsional o regulan la seguridad social están orientadas a solucionar este problema y es evidente que los esfuerzos deberían ser mayores cuando ocurre un *shock* de RN que incrementa el ingreso de forma inesperada. Un instrumento utilizado por países con cierto orden fiscal a los efectos de tomar en consideración los intereses de las generaciones futuras, son los fondos soberanos de riqueza. Estos fondos son importantes en Noruega y algunos países petroleros.

Las distorsiones pueden presentarse también en la asignación del gasto público y la carga tributaria. Una porción significativa de los ingresos extra suelen ir a la caja fiscal y el Estado suele estar sometido a presiones políticas y sufre de deficiencias organizacionales que hacen difícil seguir la regla del consumo permanente y/o invertir correctamente los excedentes. Más específicamente, en lo que hace a la inversión, la calidad de las políticas y organizaciones públicas influye en la asignación de los recursos extra del *shock* porque: buena parte de la acumulación de capital humano es financiada por el Estado; la inversión en infraestructura depende tanto de la inversión pública como de políticas para coordinar inversiones privadas que demandan planificación pública; existe racionamiento de crédito y ello hace que la eficiencia del Estado para apoyar a los emprendedores o las familias con necesidades de vivienda contribuyan decisivamente a determinar cuán eficiente y legítimamente se utilizará la riqueza extra generada por el *shock* permanente.

Las distorsiones en el mercado de trabajo también son habitualmente señaladas como una traba para canalizar correctamente los beneficios del *shock*: la informalidad y las trampas de pobreza suelen impedir que los sectores excluidos se favorezcan con los incentivos para acumular capital humano que genera la mayor riqueza en RN. Hay evidencia de que la acu-

mulación de recursos y el capital humano, lejos de ser sustitutos son complementarios. El gobierno aparece en el cuadro porque los sindicatos del sector formal suelen ser muy activos en tareas para la apropiación de rentas, por ejemplo, a través de presiones al Estado para obtener exenciones tributarias generosas para trabajadores formales –que agravan la segmentación en el mercado de trabajo e impiden romper con la dualidad estructural–, o presiones para aumentar el empleo público de baja productividad. Asimismo, cuando el Estado cuenta con fondos adicionales se incrementan los beneficios esperados de invertir esfuerzos para apropiarse de rentas por parte de los capitalistas amigos y la clientela política en general.

En suma, de la literatura surge que en lo relativo al proceso de ahorro, inversión y financiamiento, para evitar que la bonanza se convierta en una maldición en vez de un aliciente para la acumulación, en el período *post-shock* debería monitorearse (a) los cambios en el coeficiente de ahorro e inversión y movimientos de capital; (b) las distorsiones inducidas por fallas en el mercado financiero; (c) la asignación del gasto público a partidas con efectos intertemporales significativos.

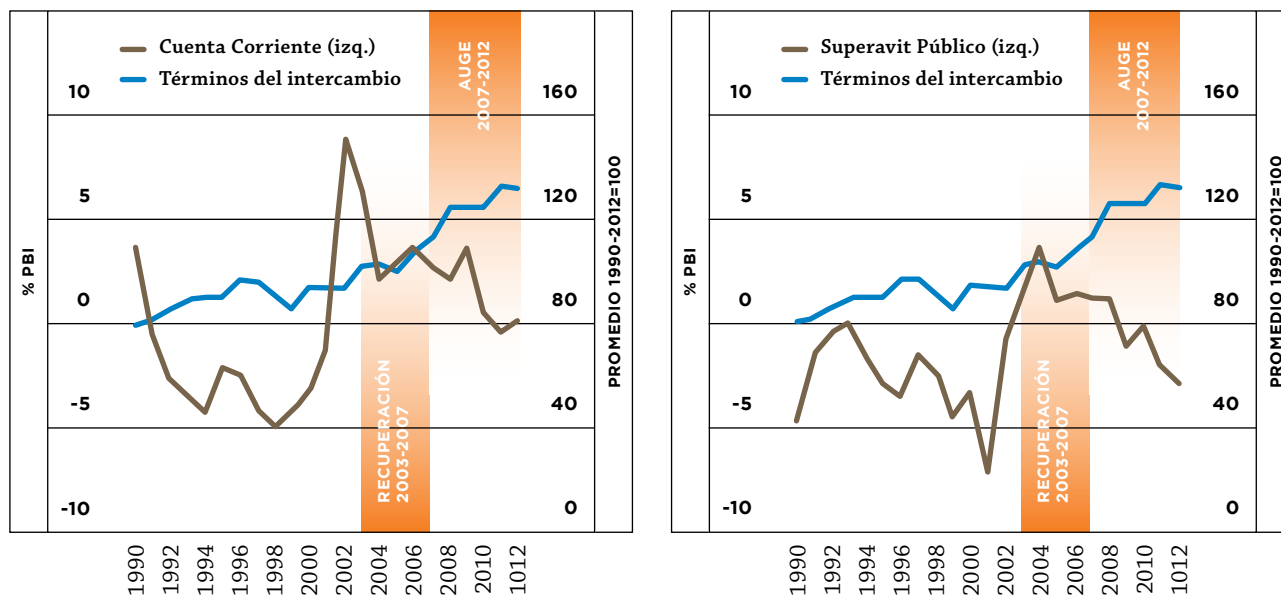
El caso argentino

La tasa de ahorro nacional aumentó de manera significativa en la última década. La relación ahorro nacional/PBI pasó de un promedio del 15% en los años noventa al 23,5% en el período 2002-2012. La inversión también se recupera, aumentando de 18% a 20,5% del PBI. Como el ahorro subió más que la inversión, la economía mostró un excedente de cuenta corriente durante el período.

¿Hay cambios en la trayectoria de las variables antes y después de 2007? La pregunta es relevante porque el período de auge en los términos del intercambio se hace evidente a partir de ese año. El *Gráfico 1a* es revelador en relación con este punto. La evolución antes y durante el auge es bien diferente: mientras el superávit de cuenta corriente se mantiene en el período anterior al *boom*, con posterioridad al año

GRÁFICO 1

Evolución del superávit de cuenta corriente y público



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y MECON.

2007 el saldo positivo de cuenta corriente se reduce y termina por desaparecer en 2011. Esto indica que los términos del intercambio y el ahorro neto del país se mueven en sentidos contrarios.

La porción (b) del gráfico revela que la erosión del superávit fiscal tuvo un papel central en la generación de este resultado: en el momento en que comienza el auge de términos del intercambio, el gobierno mostraba un superávit fiscal importante, pero cuatro años después, en 2011, ese superávit había desaparecido.

Sería difícil argumentar que esta evolución de los superávit se debe a un *boom* de inversiones gatillado por el *shock* de RN. Luego de alcanzar un máximo en 2007, el coeficiente de inversión se deteriora. En parte ello se debe al impacto de la crisis financiera internacional en 2009, pero luego de pasado ese impacto el coeficiente no se recupera. Esto nos dice que el deterioro se explica en primer lugar por el incremento en el gasto de consumo: luego de alcanzar un máximo de 27% del PBI en 2006-2007, durante el auge de términos del intercambio el ahorro nacional se desploma y termina por ubicarse en menos del 22% del PBI en 2012.

Estas cifras indican que el efecto de expansión del gasto que marca el enfoque de la EH ha sido muy significativo en el período de auge, pero con un sesgo hacia el consumo. Este hecho estaría marcando que la economía encontró dificultades para canalizar el ahorro hacia la inversión, sea en el sector transable o en el no transable. En la *Sección 2* vimos que las fallas de mercado suelen tener un papel protagónico cuando ocurre esto y el caso argentino no parece ser la excepción. Como discutiremos más adelante, durante todo el período que estamos analizando, el sector privado privilegió la acumulación de activos externos en sus portafolios, lo cual se observó primero en un fenomenal drenaje de divisas (el monto de la salida neta de capitales del período se ubica en el 3% del PBI al año) y, luego de fines de 2011 cuando nuevos controles del gobierno imposibilitaron la compra de dólares para ahorro en el mercado formal, en la aparición de una brecha de dos dígitos entre el valor de la divisa en este mercado y el informal.

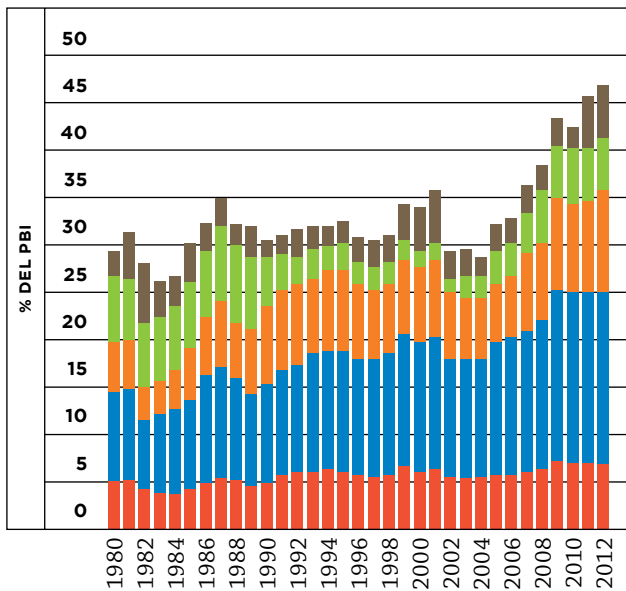
Esta preferencia por activos externos en un contexto en que las tasas de interés internacionales fueron muy bajas sugiere que los agentes consideraban que

las inversiones físicas o financieras en la Argentina no eran suficientemente rentables, una vez corregidas por riesgo. Bajo estas circunstancias, no sorprende que el crédito de largo plazo siguiera sin aparecer y que el crédito como porcentaje del PBI nunca llegara a superar el 15%, que la trayectoria del crédito al consumo haya sido más vigorosa que en el caso de otros créditos y que la inversión haya sido básicamente financiada por retención de utilidades. La evolución de la IED también revela que los incentivos para implementar nuevos proyectos de inversión fueron débiles: como se discute más abajo, las firmas extranjeras mostraron poca vocación por ir más allá de la reinversión de utilidades y la Argentina resignó varios puestos en el *ranking* latinoamericano de IED (representaba 11% de las inversiones externas en América del Sur en 2005 y apenas 5,5% en 2011, ver CEPAL 2012).

El *Gráfico 2a* exhibe la trayectoria del gasto público total y su composición. A pesar de que la trayectoria del gasto es creciente durante todo el período que estamos analizando, en el período previo a 2007 la relación gasto público total/PBI no supera los máximos históricos y el incremento representa una recuperación del terreno perdido con la crisis de 2001, en particular, por la fuerte caída de los salarios durante la misma. La situación post-2007, en cambio, es inédita: la participación del gasto en el producto alcanza máximos históricos y llega a superar el 40%. Es interesante notar, además, que luego del *shock* el Estado pasa a liderar la creación de empleo, a diferencia de lo ocurrido en el período previo al auge de términos del intercambio (*Gráfico 2b*). Esto implica que el incremento del gasto no se debe solamente a una variación de los precios relativos a favor de los no transables; hay también un incremento

GRÁFICO 2

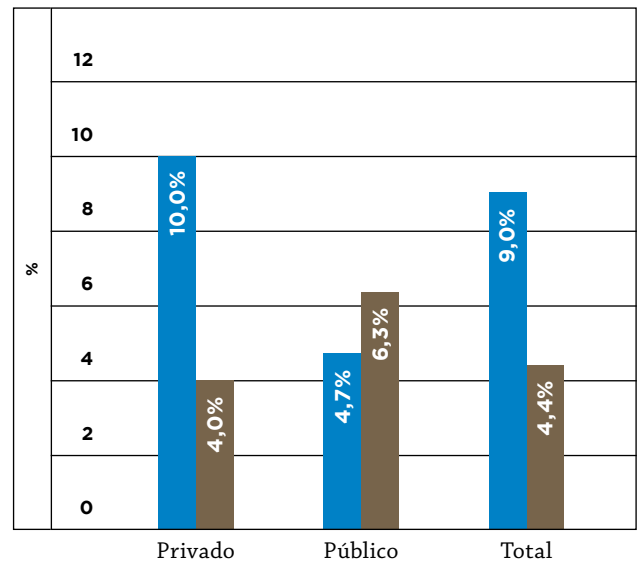
(a) Evolución y composición del gasto público total (% del PBI)



- Servicio de la deuda
- Subsidios
- Previsión social
- Gastos sociales (exc. previsionales)
- Funcionamiento

Fuente: Elaboración propia en base a datos de ASAP e INDEC

(b) Creación de empleo público y privado



- 2003-2006
- 2007-2012

real en el empleo. En otras palabras, encontramos aquí evidencia consistente con un *efecto gasto* muy fuerte asociado al *shock* que probablemente se relaciona más con los factores de economía política señalados por la literatura de la MRN que con el efecto de precios relativos enfatizados por la EH.

En lo relativo a la asignación de fondos en la etapa de auge, los incrementos más significativos se observan en los rubros de políticas sociales y de protección social, en el sistema de seguridad social y en los subsidios a la energía y el transporte. Durante el período se instituye la Asignación Universal por Hijo y la tasa de cobertura de adultos mayores pasa del 70% al 90% a través de la incorporación de nuevos jubilados que no habían realizado aportes. El gasto por este rubro se ubica en un máximo superior al 10% del PBI en 2012. Este nivel no podría haberse alcanzado sin el incremento en la recaudación tributaria que se produce durante el auge.

De esto se sigue que el gasto público y las partidas asignadas a rubros con implicancias intertemporales y distributivas de largo alcance experimentaron cambios significativos, particularmente durante el período del auge. Estos cambios estuvieron acompañados de mudanzas en las reglas de juego (como en el caso del sistema jubilatorio) que crearon derechos de propiedad genéricos y aumentaron, en consecuencia, la probabilidad de que aparezcan fenómenos de sobre-apropiación de rentas. Esos fenómenos se asocian con la definición de derechos de propiedad para grupos genéricos, que compiten por apropiarse del *common pool* de recursos generados por el *shock*, como se explica más adelante.

Es importante destacar que el incremento del gasto público es la causa básica de la desaparición del superávit fiscal ya que la recaudación registró una evolución robusta. La expansión de los subsidios económicos a la energía y el transporte juegan un papel clave en ese incremento y llegan a representar alrededor de 4% del PBI. De hecho, los ingresos del sector público aumentan de forma espectacular durante la década, absorbiendo

una gran proporción de las ganancias de términos de intercambio del período. Por supuesto, no se trata sólo de las retenciones a las exportaciones, ya que éstas dan cuenta de entre un cuarto y un tercio del incremento en la presión tributaria post-crisis.

En definitiva, la evidencia revisada muestra que el proceso de ahorro, inversión y financiamiento adolece de debilidades y que esas debilidades se profundizan, sobre todo, a partir del período de auge de los términos del intercambio que comienza en 2007. Ni las políticas públicas ni las fallas del mercado financiero ayudaron a canalizar los recursos hacia proyectos de inversión de alta rentabilidad. No se hizo un fondo soberano, se creó empleo público y se incrementaron gastos en el sistema de seguridad social y en subsidios poco eficientes.

El crecimiento del gasto y la erosión de la competitividad generaron desequilibrios fiscales y externos que, al persistir en el tiempo, generaron creciente inestabilidad macroeconómica bajo la forma de aceleración de la inflación y desaceleración sensible del crecimiento. Hacia fines de 2011, se hizo evidente la necesidad de dar una respuesta de política a esos desequilibrios. La opción elegida por las autoridades, lejos de orientarse a una reducción decidida de los subsidios y un mayor control del impulso fiscal y monetario a la demanda de bienes, consistió en implementar un esquema que consolidó la estrategia de discrecionalidad en las políticas de intervención acompañada de cambios de significación en las reglas de juego. Esto incluyó la consolidación del impuesto inflacionario como mecanismo de financiación del déficit fiscal, un rígido pero discrecional control sobre todo tipo de compras de divisas extranjeras y medidas de represión financiera que se tradujeron en niveles de riesgo país cuatro veces más altos que los observados en los países vecinos. Esta evolución es consistente con los síntomas de distorsión identificados en la literatura de la MRN.

4. RECURSOS NATURALES Y EL CAMBIO ESTRUCTURAL EN LA ARGENTINA 2003-2012

Los desafíos identificados en la literatura

Los modelos de EH mostraron que un *shock* favorable de RN puede inducir transformaciones estructurales en la economía en la medida que cambian el peso de cada uno de los tres sectores ya identificados. Los impulsos de cambio discurren por dos vías: el *efecto gasto* y el *efecto reasignación de recursos*.

El efecto gasto se activa por el incremento en la riqueza y el ingreso, que aumentan la demanda agregada. El componente importado de la oferta agregada puede responder a este aumento de la demanda con cierta velocidad y sin que se produzcan variaciones de precios significativas porque la oferta de importaciones es muy elástica para un país pequeño. La oferta de bienes no transables, en cambio, normalmente sólo puede satisfacer la expansión de la demanda a costos marginales crecientes, lo que se refleja en incrementos de precios. El movimiento de precios relativos en favor de los no transables se traduce en una apreciación del tipo de cambio y una pérdida de competitividad de los sectores transables que no forman parte del sector de RN favorecido por el *shock*.

El efecto de reasignación de recursos se produce porque, al caer la rentabilidad relativa del segmento transable no-RN, el capital, el trabajo y el financiamiento se reasignarán a favor del sector RN y del no transable, lo que reducirá el tamaño del sector transable no-RN o *industria*.

Si no existieran fallas importantes de mercado, institucionales o en las organizaciones no habría enfermedad: en el nuevo equilibrio el sector no transable se expandiría en relación al transable, debido al achicamiento de la industria, pero se trataría de un reajuste natural de la estructura económica a la situación *post-shock*. Intervenir para impedir la reasignación de recursos y gastos sería sub-óptimo. De aquí que frecuentemente se afirma que la EH no es, realmente, una enfermedad.

Obviamente, no hay economías que estén libres de fallas, pero hay fallas que no son relevantes para la cuestión que nos ocupa. Por lo tanto, una pregunta clave es ¿en qué aspectos del cambio estructural *post-shock* debería centrar su atención el hacedor de políticas? La literatura sobre la EH presenta dos argumentos básicos a este respecto.

El primero se relaciona con la retracción de actividades transables no-RN con rendimientos crecientes. La *industria* puede incluir un buen número de actividades que generan rendimientos crecientes. Esto puede deberse a la presencia de economías de escala (estáticas o dinámicas) y a externalidades tecnológicas y pecuniarias; factores que, a su turno, promueven el desarrollo de encadenamientos productivos tanto hacia delante como hacia atrás y permiten que la economía cuente con una matriz de insumo producto más sofisticada y capaz de dar lugar a complementariedades e innovaciones. Bajo estas circunstancias, la erosión de la competitividad por un cambio de precios relativos puede ser particularmente dañina porque según HAUSMANN y RODRIK (2003) y muchos otros, las exportaciones tienen un papel especialmente importante a la hora de descubrir nuevas actividades con rendimientos crecientes. En este contexto, un achicamiento de la *industria* implica una menor tasa de crecimiento del ingreso per cápita *para siempre* al perderse fuentes de generación de rendimientos crecientes. Asimismo, se reduce la probabilidad de desarrollar ventajas comparativas endógenas y, con ello, la capacidad de mantener una oferta fluida de divisas para el crecimiento. El valor presente de esta pérdida de ingreso potencial puede acumularse rápidamente hasta sobrepasar el beneficio del *shock* y devenir en una maldición.

La literatura insiste, no obstante, en que identificar actividades con rendimientos crecientes y que tienen mayor potencial para generar complementariedades y ventajas comparativas dinámicas no es sencillo. Por ejemplo, a veces se asume que una mayor proporción exportada de RN significa automáticamente menor dinamismo. Sin embargo, hay actividades RN que crean incentivos para incorporar tecnología, innovar,

generar nuevas formas de organización y establecer nuevos encadenamientos productivos, como lo señala BISANG (2011) en relación con la agricultura argentina. Por otra parte, identificar la enfermedad no es lo mismo que contar con el remedio. Las externalidades, por tomar este caso, implican que los precios de mercado no reflejan bien la información y, por ende, para corregir la distorsión en los incentivos y hacer efectivos rendimientos crecientes que son sólo potenciales se requieren políticas públicas bien diseñadas.

La segunda razón para que las políticas públicas se ocupen del cambio estructural es que existan limitaciones en la *capacidad de absorción* del *shock* que dan lugar a la formación de cuellos de botella (V. VAN DER PLOEG y VENABLES, 2010). Si la inversión se incrementa luego del *shock*, una parte de los insumos de capital provendrá de la economía local y este hecho presionará también sobre el sector no transable, ya que muchos insumos no pueden importarse. Los cuellos de botella suelen presentarse con particular fuerza en: (a) infraestructura porque puede ser intensiva en mano de obra y construcciones civiles; (b) el sistema nacional de innovación, por la falta de recursos calificados; y (c) inversiones que son intensivas en demandas de coordinación por parte del gobierno, debido a la mala calidad y/o corrupción en los organismos de programación y planeamiento, por ejemplo, en energía.

Los desequilibrios de corto plazo inducidos por una débil capacidad de absorción pueden generar efectos irreversibles cuando interactúan con las actividades de rendimientos crecientes. Por ejemplo, la falta de inversión en infraestructura o un incremento exagerado en el precio de los no transables y la mano de obra, podrían hacer que los productores locales en condiciones de explotar rendimientos de escala perdieran la oportunidad de beneficiarse con la expansión de la demanda interna inducida por el *shock*, siendo desplazados por importaciones. Al no estar en condiciones de incrementar su producción, no pueden alcanzar una escala mínima que les permita reducir sus costos hasta niveles competitivos. La oportunidad perdida

hiere el crecimiento de manera permanente. Adicionalmente, como ya se dijo, los segmentos informales usualmente cuentan con poca capacidad para responder a incentivos para aumentar las calificaciones por estar atrapados en trampas de pobreza y el sistema financiero puede asignar mal. Si estas limitaciones, además de obstaculizar la acumulación en general, afectan a la *industria* con rendimientos crecientes en particular, los efectos se potencian.

Cuando las políticas públicas son de calidad, el gobierno canalizará los recursos extra del *shock* hacia la creación de infraestructura (puertos, caminos, sistema nacional de innovación) que faciliten el desarrollo de *clusters* y actividades de exportación. Mejor infraestructura implica menores costos para la *industria*, expansión de la producción y, por ende, una mayor explotación de las externalidades. Si las políticas son de mala calidad, el Estado se apropiará de las rentas extra creadas por el *shock*, pero no invertirá en infraestructura y terminará extrayendo recursos del sector RN sin favorecer a la industria. La peor situación, obviamente, se produce cuando la política favorece actividades industriales que no están en condiciones de generar rendimientos crecientes y ventajas comparativas endógenas y se extraen recursos de un sector de RN que sí cuenta con capacidad de innovar. También puede ocurrir que el hacedor de políticas, preocupado por generar empleo y producción en la *industria*, fije un nivel de inversión pública que supere la capacidad de absorción de la economía y, a pesar de construir infraestructura, dañe la competitividad al sesgar los precios a favor de los bienes no-transables.

Cuando existen limitaciones marcadas en la capacidad de absorción del *shock*, VAN DER PLOEG y VENABLES (2011) aconsejan que el Estado dosifique la inversión y, para ello, genere un fondo de *estacionamiento* para las rentas incrementales de forma de invertirlos pausadamente, sin presionar sobre la oferta de bienes no transables y sus precios. Si la mano de obra calificada o la infraestructura pública son limitantes centrales de la capacidad de absorción, el Estado debería estacionar los fondos y liberarlos dosificadamente para

convertirlos en gasto en inversión, educación y salud. Sin embargo, si el limitante es un sistema financiero mal regulado o la falta de capacidad del Estado para coordinar, la solución propuesta por estos autores no será suficiente: habrá que actuar también sobre los limitantes en el campo organizacional y de políticas y regulaciones.

Si las políticas públicas tienen éxito en asignar los recursos extra del auge de RN a actividades con rendimientos crecientes, ello debería reflejarse en las mediciones habituales de contabilidad del crecimiento como una evolución muy positiva de la productividad total de los factores (PTF). Si, por el contrario, el país cae presa de la EH porque tiene *malos precios relativos*, esto no ocurrirá.

Si el cambio estructural en una economía aquejada por la EH puede tener las consecuencias que acabamos de apuntar sobre la capacidad de crecer, se sigue que es necesario agregar las siguientes condiciones al conjunto a monitorear: (a) la evolución de las actividades transables (actividades con rendimientos crecientes y complementariedades y trayectoria de la PTF) y (b) la identificación de cuellos de botella, tanto en infraestructura como en bienes de capital con fuerte componente no transable, en inversiones intensivas en coordinación (*clusters*, grandes proyectos) y en mano de obra calificada.

El caso argentino

De la revisión de la literatura surge que la evolución de los diferentes segmentos del sector transable es clave para el cambio estructural. En la Argentina el sector con presencia significativa de actividades transables más importante por su participación en el valor agregado es la industria, mientras que la agricultura cumple una función esencial como proveedora neta de divisas. El sector energético, por su parte, tiene participación relevante en el valor agregado, pero pasó de proveedor a demandante de divisas. La evolución de estos segmentos transables en la etapa post-convertibilidad exhibe particularidades que tienen tanto

semejanzas como diferencias con las predicciones que surgen del caso estándar de la EH. En particular, la evolución del sector transable RN fue muy inferior a lo que podía preverse, mientras que la del sector de Manufacturas de Origen Industrial (MOI), que es transable no-RN, fue superior.

Las diferencias con las predicciones del modelo estándar están asociadas con dos factores básicos: primero, las políticas públicas implementadas en el período (cuyo carácter es consistente con los síntomas de la MRN); segundo, la dinámica evolución de ciertos bienes transables regionales, alimentada por el *shock* de RN positivo que recibe el MERCOSUR. Los Gráficos 3 y 4 aportan evidencia que da fundamento a estas afirmaciones.

Como se observa en el Gráfico 3a, el valor exportado sube de manera sustancial en todos los rubros de exportación en la etapa bajo análisis, pero el ranking es liderado por las exportaciones MOI, en contra de lo que podría esperarse, dado el *shock* de términos del intercambio favorable a los RN y el peligro potencial de contraer la EH.

Adicionalmente, el cuadro que muestra los volúmenes exportados es muy distinto al de los valores y difiere claramente de lo esperado en función del caso estándar: no sólo el componente más dinámico es el de las manufacturas de origen industrial sino que las cantidades exportadas de productos vinculados con los RN se estancan o caen y esto ocurre con intensidad durante el período de auge; en efecto, mientras las exportaciones MOI crecen en volumen un 40% entre 2007 y 2012, las de energía se desploman y los productos primarios y las MOA dejan de crecer o caen levemente luego de 2007. Como resultado, la contribución de los productos primarios a los ingresos por exportaciones no creció en 2007-2012, a pesar del cambio en los precios relativos a su favor. Asimismo, en un contexto en que la participación de las manufacturas de origen agropecuario en las exportaciones totales aumentó sólo levemente, hubo una sustitución casi de uno a uno en la participación de los combus-

tibles y las manufacturas de origen industrial en las exportaciones; el porcentaje de participación de los primeros pasa de 12,4 a 8 y las segundas de 31 a 34,1. Así, si bien los ingresos de divisas por exportaciones en 2012 fueron 2,8 veces los de 2003, si restamos el efecto precios esa cifra se reduce a 1,8. En ese escenario contra-fáctico el superávit de cuenta corriente hubiese desaparecido en 2008 y no en 2011.

La decepcionante evolución del sector energético trae a colación un segundo aspecto central: los cuellos de botella que limitan la capacidad de absorción de la economía. La producción de energía descende en términos absolutos: de 37,2 millones de m³ a 32,2 en el caso del petróleo crudo y de 50.890 millones de m³ a 44.122 en el caso del gas natural entre 2007 y 2012. Este hecho determinó que, a partir de 2011, reapareciera un cuello de botella tradicional: la restricción

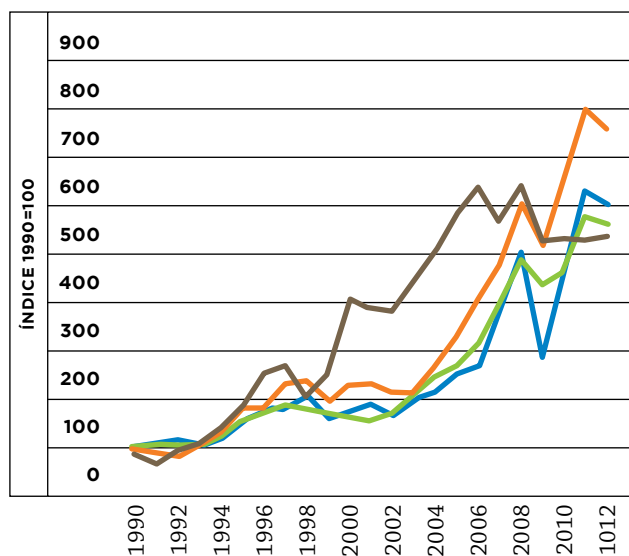
externa. Y la reacción del gobierno, como dijimos, fue reprimir las importaciones, con fuertes efectos recesivos sobre el nivel de actividad.

Más allá del sector energético, también se observaron restricciones importantes de capacidad de absorción en el área de infraestructura y mano de obra calificada. Los sucesivos documentos de los ex-secretarios de energía y agricultura y los trabajos sobre diagnóstico de crecimiento (SANCHEZ y BUTLER 2007, CHISARI ET AL. 2007, PNUD 2011, FANELLI, 2012) mostraron de manera clara las restricciones que pone la infraestructura para aprovechar las oportunidades de inversión. Oportunidades abiertas no sólo para el sector transable en general, sino para el sector de los transables regionales en particular, cuya demanda se vio favorecida por el *shock* positivo recibido por los países vecinos de la Argentina, particularmente Brasil. Por ejemplo,

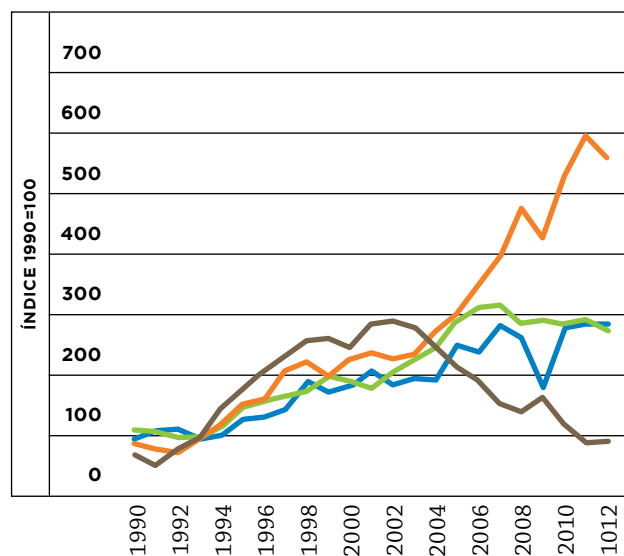
GRÁFICO 3

Exportaciones en valor y volumen por sector 1990-2012

(a) Valor exportado (1990=100)



(b) Volumen exportado (1990=100)



- Primarios
- Manufacturas agropecuarias
- Manufacturas industriales
- Combustibles

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

los desarrollos en servicios (*software*) y en industrias innovadoras encontraron limitaciones en la oferta de ingenieros y trabajadores con las calificaciones requeridas (LÓPEZ y RAMOS, 2011). Hay dos hechos observados en el período bajo análisis que son compatibles con una escasez de trabajo de mayor calificación: la tasa de desempleo entre trabajadores con educación terciaria fue mucho más baja que para el resto y los incrementos en los salarios de los trabajadores formales fueron los que lideraron las subas reales (FANELLI, 2012).

El enfoque de EH brinda valiosas pistas a la hora de explicar las divergencias entre la experiencia argentina y el caso básico de la literatura. Según vimos, las investigaciones sobre la EH revelaron que las transformaciones estructurales son disparadas por los cambios en los precios relativos que induce el *shock*, que favorecen al sector transable RN y al sector no transable por la vía de los efectos gasto y reasignación de recursos. En el caso de la Argentina, si bien el efecto gasto favorable a los no transables estuvo presente, el cambio de precios relativos a favor de los sectores transables RN fue amortiguado o eliminado por las políticas públicas. El *Gráfico 4a* muestra la evolución de los precios relativos medidos localmente de la agricultura y la energía: debido a las retenciones a las exportaciones y los subsidios al consumo de energía, los precios recibidos por el productor doméstico fueron muy inferiores a los internacionales. No resulta extraño, por lo tanto, que el efecto de reasignación de recursos haya estado ausente: la inversión en energía cayó, mientras el componente de maquinaria y equipo no fue excesivamente dinámico (FANELLI, 2012).

La manipulación de precios por la vía de subsidios en contra del sector transable RN potenció el *efecto gasto* a favor de las actividades no transables, que el caso estándar asocia con el incremento en el ingreso y la riqueza. Es natural, por ende, que en el período de auge de los términos del intercambio 2007-2012 el producto del sector no transable haya crecido a tasas muy superiores al transable (6,6% contra 3,9%), de manera que la participación de este último en la economía disminuyó. A la vez, las presiones de demanda en el sector no

transable se tradujeron en tasas de inflación anuales de dos dígitos para el sector, un par de puntos por encima del crecimiento de los precios del sector transable. Un hecho que incidió negativamente es que a partir de 2007 se ocupa la capacidad instalada y la economía pasa a operar por sobre su capacidad en el momento en que las políticas sesgan la demanda a favor del sector transable, que es el que enfrenta la mayor falta de capacidad de absorción, al tiempo que los subsidios a la energía colocaron la balanza del sector en rojo, dando lugar a la reaparición de la restricción externa.

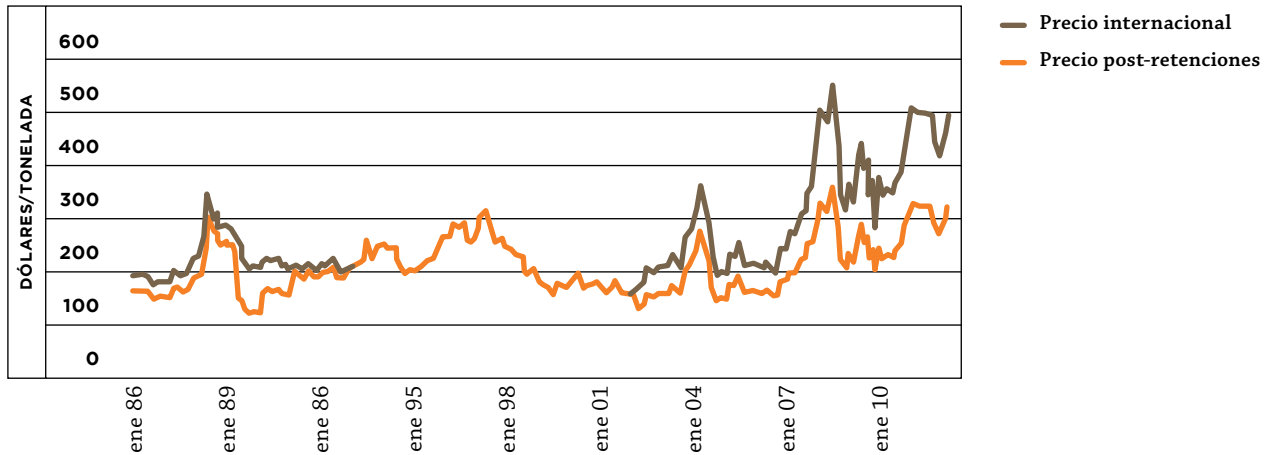
¿Por qué en este contexto anti-competitivo aumentaron las exportaciones MOI? La apreciación del real y la expansión del nivel de actividad en Brasil (que disfrutaba su propio *boom* de RN) fueron críticos: la mayor parte del aumento en las MOI se explica por las ventas de la industria automotriz a ese país. Como esas exportaciones se realizan en el marco de un régimen especial, este hecho sirve para resaltar la importancia de los bienes transables regionales. El coeficiente de correlación entre las exportaciones a Brasil y el nivel de actividad en ese país desde la vigencia del MERCOSUR se ubica en 0,7.

La importancia del comercio basado en transables regionales para la competitividad argentina queda en evidencia cuando se examina la evolución de la productividad. Las estimaciones de TIMMER y DE VRIES (2009) para el período 1990-2005 muestran dos hechos estilizados para la Argentina. El primero es que efectivamente los sectores transables son *especiales*, en el sentido de que son los más dinámicos en términos de productividad. El segundo es que los sectores asociados a los recursos naturales registraron incrementos en la productividad mayores que en la industria. De hecho, es en la agricultura y la minería donde la Argentina ha estado en condiciones de sostener un proceso de *catch up* tecnológico: la brecha con Estados Unidos se achicó en los últimos años, pero no sucedió lo mismo en la industria. Si la Argentina no exportara industria a los socios regionales, la dinámica de la productividad industrial no deja mucho margen para el optimismo en relación a ganar competitividad en

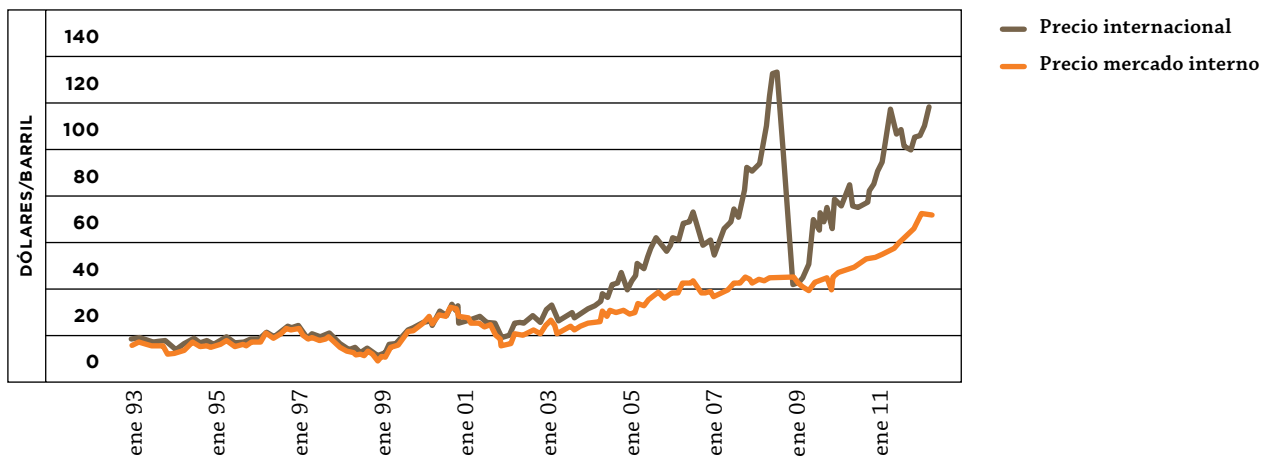
GRÁFICO 4

Precios relativos sector transable

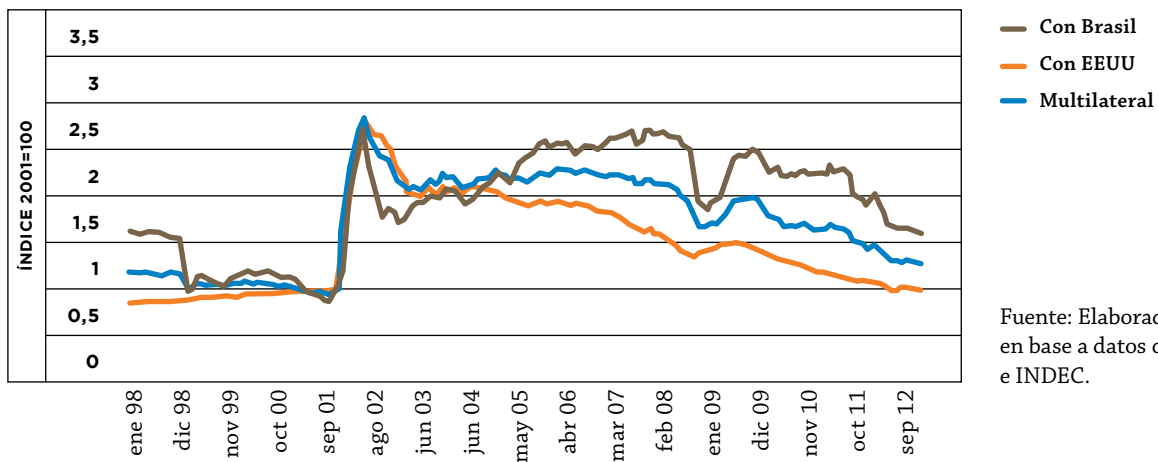
(a) Precio local y externo de la soja



(b) Precio local y externo del petróleo



(c) Tipo de cambio real



Fuente: Elaboración propia en base a datos de MECON e INDEC.

relación a la economía global. La evolución de la PTF es consistente con este gráfico: a pesar de la aceleración del crecimiento, no se revierte el estancamiento de esta variable (PNUD 2011).

En suma, si bien los factores de cambio estructural identificados en la EH estuvieron presentes, los mismos fueron parcialmente amortiguados por las intervenciones del gobierno para cambiar los precios relativos en contra de los sectores RN favorecidos por el *shock*. Es fácil racionalizar los objetivos perseguidos por las autoridades con la manipulación de precios relativos en base a los argumentos de la literatura sobre MRN: los subsidios a la energía y las retenciones a las exportaciones tenían el objetivo explícito de redistribuir los beneficios de la bonanza y de pasar parte de las rentas extraordinarias desde el balance de los propietarios de los RN al balance del Estado. Asimismo, se buscó beneficiar con energía y alimentos baratos a amplios sectores de la población. Más allá de la validez de los objetivos fijados por el gobierno para sus políticas, lo cierto es que hubo muy poca voluntad por controlar la evolución de las mismas cuando se hizo evidente que el costo era creciente y que probablemente esas políticas se tornarían insostenibles. Por ejemplo, mientras en un comienzo los subsidios eran muy inferiores a la recaudación por retenciones a las exportaciones, con el paso del tiempo se hicieron bastante superiores. En 2012, por ejemplo, la recaudación por retenciones era 2,4% del PBI y los subsidios económicos superaban el 3,8%. Probablemente, la incapacidad o falta de voluntad de las autoridades por revertir este proceso se debió a dos hechos. Por un lado, luego de 2007, se hizo claro que los términos del intercambio estaban experimentando un auge más que una recuperación y ello creó la percepción de que un *ajuste* fiscal era innecesario. Por otro, se hizo muy difícil revertir el proceso de incremento del gasto público debido a que, al definirse nuevos derechos de apropiación genéricos como en el caso de los jubilados, se produjo el fenómeno de sobre-apropiación de rentas asociado con la existencia de un *common pool* de recursos. A la hora de crear derechos de apropiación es central evaluar

si son sostenibles. Por ejemplo, ya antes de entrar en la etapa de *envejecimiento*, la Argentina está gastando más del 10% del PBI en el sistema de seguridad social. Sin dudas bajo esas condiciones es más difícil canalizar recursos a la inversión pública en infraestructura y capital humano, rubros que favorecen en primer lugar a las generaciones futuras.

Así, las políticas no ayudaron al cambio estructural y, paradójicamente, el efecto de sobre-apropiación llevó a que reapareciera la amenaza del *stop-and-go* y de la restricción externa en un contexto de auge de los términos del intercambio. Brasil ayudó sensiblemente a la competitividad argentina por la vía de la apreciación de su moneda y aumento en el nivel de actividad. Esto pone de manifiesto el hecho de que es posible ganar competitividad para el sector transable no-RN aún durante un auge de RN si se toma en cuenta el carácter regional del *shock* positivo de RN. Claro que una situación en la que la inversión es débil y los costos internos aumentan no parece la más apropiada para explotar esta ventana de oportunidad. El desempeño macroeconómico argentino en 2012, cuando Brasil apenas creció un 1% y recuperó algo de competitividad externa vía depreciación del real, fue decepcionante.

5. RECURSOS NATURALES Y VOLATILIDAD MACROECONÓMICA EN LA ARGENTINA 2003-2012

Los desafíos identificados en la literatura

Los *shocks* de RN pueden afectar negativamente el crecimiento si aumentan la volatilidad macroeconómica o si generan inestabilidad sistémica y crisis: existe una amplia literatura que documenta los efectos deletéreos sobre el crecimiento que tienen estos fenómenos (CEPAL, 2008). Para nuestros objetivos importa señalar los siguientes puntos.

Primero, el efecto *diversificación*. Aún si la *industria* no contara con actividades de rendimientos crecientes, su desaparición o achicamiento por efecto del cambio en los precios relativos tendría el efecto colateral de hacer a la economía más dependiente de los ingresos por exportación de RN en la situación *post-shock*. Como los precios de los productos primarios son más volátiles y el portafolio exportador estaría menos diversificado, tanto el flujo de oferta de divisas como los ingresos del sector público devendrían más volátiles. Por supuesto, si no hubiera fallas de mercado, se podría recurrir a los mercados financieros y de derivados para cubrirse ante la mayor volatilidad. Como los mecanismos de cobertura disponibles en el mercado son hartos limitados e imperfectos, se necesitan políticas macroeconómicas específicas para suavizar los *shocks* de RN y evitar que la maldición venga de la mano de la volatilidad y las crisis.

En el plano fiscal, los autores recomiendan fondos anticíclicos para suavizar *shocks* de RN y reglas fiscales diseñadas para evitar que el gasto sea procíclico (véase FANELLI, 2010). Un gasto procíclico potencia la volatilidad inducida por los RN, ya que parte de los ingresos extra del *shock* son apropiados por el gobierno.

En el plano monetario, es natural que se recurra al manejo de reservas y a la esterilización con el objeto de cortar la correa de transmisión entre las variaciones en los flujos de divisas y las condiciones monetarias internas. La evidencia indica que es muy difícil que un país especializado en exportaciones de RN pueda evitar intervenir en el mercado de cambios (CHANG 2007).

Aún cuando en los papeles se mantenga un sistema de flotación con objetivos de inflación, las autoridades están siempre preocupadas por la evolución del tipo de cambio real. La intervención cambiaria para evitar la apreciación de la moneda luego de un *shock* positivo, no obstante, tiene límites muy precisos. Una esterilización a gran escala puede resultar en tasas de interés que terminen incentivando entradas de capital y apreciando la moneda. El caso de Brasil es ilustrativo (ALBRIEU y FANELLI, 2011). En relación con esto, la evidencia indica que los instrumentos monetarios no suelen contar con poder de fuego suficiente para amortiguar un *shock* de magnitud y que es vital la colaboración de la política fiscal para generar un superávit durante la etapa de auge. El caso de Chile es relevante en este punto (CÉSPEDES y POBLETE, 2011).

Además, los movimientos de capital pueden ser más volátiles en una economía sujeta a *shocks* de RN. El incremento de la riqueza nacional en la etapa *post-shock* aumenta el valor de las garantías que se pueden utilizar para tomar crédito y ello genera trayectorias procíclicas en el crédito, tanto de origen interno como externo (MANZANO y RIGOBON, 2007). La literatura sobre crisis financiera presenta abundancia de ejemplos de los desequilibrios que suelen producirse debido a una expansión muy rápida del crédito acompañada de: errores en la percepción del valor real del colateral; falta de experiencia en la evaluación de riesgos; malas regulaciones financieras. Esto se potencia si el *shock* positivo de RN se produce en un contexto de tasas de interés internacional bajas y libre movilidad de los flujos de capital. Los dos tipos de crisis más frecuentes son, en el sector privado, las burbujas de precios de los activos y, en el público, el sobreendeudamiento. Por supuesto, si los flujos de capital externo son procíclicos, la probabilidad de que se produzcan estas distorsiones se refuerza. Políticas de regulación macro-prudencial –desde el diseño anticíclico de las provisiones bancarias y el capital requerido hasta medidas de desincentivo a las entradas de capital– son usualmente utilizadas para suavizar los *shocks*.

El incremento en las entradas de capital debido al efecto de mayor disponibilidad colateral puede constituirse en una fuerza que presione el tipo de cambio real restando competitividad al sector transable no-RN. Esta presión sobre el tipo de cambio real será independiente de la asociada con la EH y el efecto gasto, pero vendrá a sumarse a la misma, con lo que se profundizará el efecto reasignación a favor de la colocación del capital y el trabajo en el sector no transable.

En un contexto así, para evitar que la volatilidad macroeconómica o la inestabilidad financiera frustren el crecimiento en la etapa posterior al *shock*, parece plenamente justificado monitorear las siguientes condiciones: (a) el grado en que las políticas monetaria y fiscal son anticíclicas y (b) el grado en que las políticas son sostenibles (sustentabilidad de la deuda pública, flujos de capital y precio de los activos, tipo de cambio real y diversificación de exportaciones).

El caso argentino

En lo relativo a la posición ante el ciclo económico, ya hemos visto que la política fiscal fue muy expansiva durante todo el período, si se la juzga por la evolución del gasto público. Como el gasto se incrementó sistemáticamente y la economía estuvo siempre en expansión, excepto en el período posterior a la caída de *Lehman Brothers*, la política fiscal sólo resultó anticíclica en este último período, cuando se produce una retracción en la actividad económica. De cualquier forma, es importante distinguir entre la etapa anterior y posterior a 2007. Antes de ese año, la economía aún no había llegado a colocarse sobre la tendencia de largo plazo, los términos del intercambio no habían alcanzado cifras récord, la relación gasto público/PBI estaba por debajo de sus máximos históricos y el sector público mostraba un fuerte superávit primario que se utilizó en parte para amortizar deuda con organismos internacionales. En ese contexto, la política fiscal en su conjunto probablemente no estaba excesivamente fuera de línea. Cuando la economía se recupera de la desaceleración de 2009, en cambio,

el panorama es totalmente diferente: la expansión del gasto en el marco de una economía que disfruta de un auge en los términos del intercambio resulta extremadamente procíclica y pone el nivel de actividad por encima de la tendencia.

Como en buena medida el incremento del gasto se explica por la expansión de los subsidios, el gasto provisional, el incremento en el empleo público y los salarios en un contexto de fuertes presiones sectoriales por la apropiación de rentas extraordinarias, esto abona la hipótesis ya adelantada de que luego de 2007 se presentan síntomas de la MRN: la política deviene procíclica porque se tratan los recursos del *boom* como si fueran un *common pool* a ser repartido, dando lugar a un fenómeno de sobre-apropiación que termina por traducirse en déficit fiscal y creciente desbalance en la cuenta energética.

La política monetaria fue en general pasiva durante todo el período, pero exhibió características cambiantes. En la etapa pre-auge predominó una estrategia de auto-aseguramiento con acumulación de reservas y esterilización parcial del efecto monetario, que se tradujo en presiones inflacionarias. En el máximo de su trayectoria, las reservas llegaron a representar 15% del PBI en 2007 y ello permitió que la economía contara con un auto-seguro muy efectivo al momento de desatarse la crisis internacional disparada por la caída de *Lehman Brothers*. Las autoridades estuvieron en condiciones, así, de recurrir a las reservas –complementadas con la depreciación del peso– para amortiguar el efecto impacto de la crisis.

Cuando la crisis internacional amaina y la economía vuelve a expandirse, sin embargo, no se imprime a la política monetaria un sesgo anticíclico. Esto es un resultado directo del hecho de que el fenómeno de sobre-apropiación de rentas alimenta el gasto público y, como consecuencia, la política fiscal pasa a dominar decididamente a la monetaria. El proceso es ya conocido: la puja por apropiación de rentas entre sectores se traslada al gasto público que tiende a convalidar pasivamente las demandas, esto aumenta el déficit fiscal

y, como el gobierno no cuenta con acceso a mercados voluntarios de financiamiento, el déficit pasa a financiarse crecientemente con recursos del Banco Central. En un marco así, el Banco Central no puede conservar una autonomía excesiva. De aquí que, observada desde esta perspectiva, la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central en 2012 puede interpretarse como un instrumento más de la política fiscal y, también, como un indicador de que las instituciones estaban experimentando los síntomas de la MRN.

Sobre-apropiación significa que los actores pujan por obtener más recursos que los existentes. A nivel macroeconómico esto se expresa como una demanda agregada que presiona de manera permanente sobre la oferta; sea porque la demanda sube o porque la oferta agregada se corre a la izquierda debido a presiones de costos, particularmente salariales. Por ello no sorprende que la inflación se haya mantenido alta durante todo el período del auge posterior a 2007. Si las autoridades hubieran buscado crear cierto espacio de autonomía para la política monetaria, el primer paso habría tenido que ser el de eliminar la dominancia de la política fiscal sobre la monetaria y ello, a su vez, habría requerido definir reglas consistentes para el manejo del *shock* de RN, controlando los síntomas de la MRN. El sistema político no estuvo en condiciones establecer reglas de ese tipo y, en consecuencia, de la mano de un desequilibrio fiscal creciente y procíclico, la economía volvió a internarse en el terreno del *stop-and-go*: la constante presión de demanda se tradujo en aumento de importaciones, que llegaron a crecer a tasas cercanas al 40% anual durante la reactivación de 2010. El efecto de sobre-apropiación fue tan significativo que la economía se topó con la restricción externa en pleno auge de los términos del intercambio. En 2011, como ya se dijo, el superávit de cuenta corriente estuvo ausente por primera vez desde 2002.

Pasemos ahora a la sustentabilidad. La sustentabilidad de las políticas también muestra transformaciones a través del tiempo y, como regla general, tiende a debilitarse durante el período de auge post 2007 debido al carácter procíclico que adoptan. El cuadro, no obstante, dista de ser uniforme: más arriba señalamos como

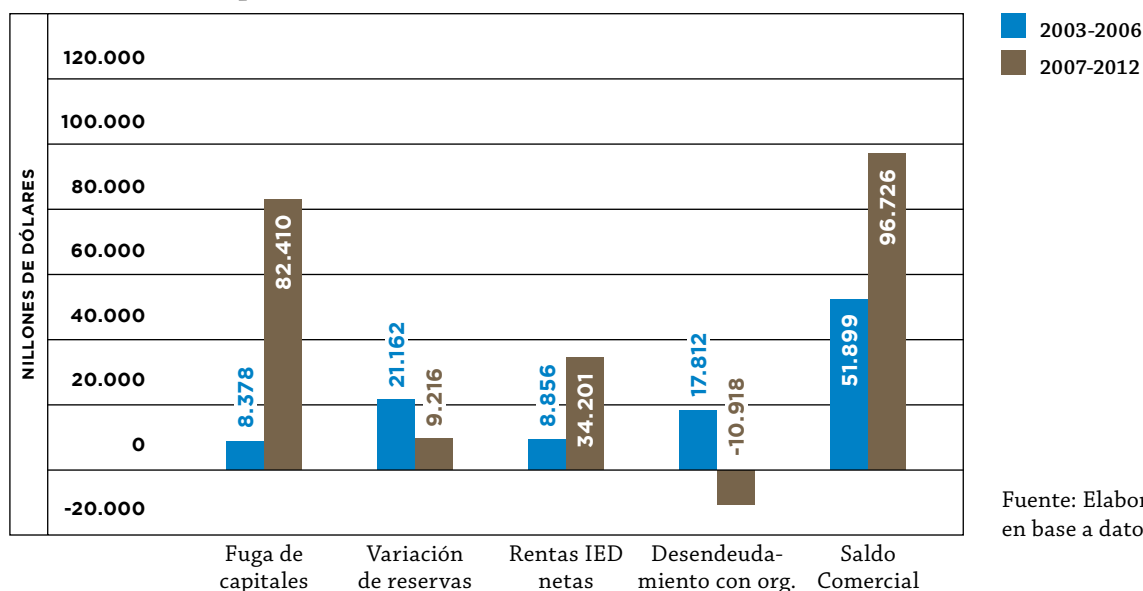
aspectos a monitorear la sustentabilidad de la deuda pública, el tipo de cambio real y los flujos de capital y estas variables no se movieron en igual sentido.

La sustentabilidad de la deuda pública es el factor que mostró la mejoría más marcada. La relación deuda pública/PBI pasa de 166% en 2002 a 41,5% a mediados de 2012. Obviamente, la reestructuración de la deuda luego de la crisis de la convertibilidad tuvo un papel importante, pero no debemos olvidar que el gobierno utilizó parte de los superávits primarios acumulados para repagar deuda. Adicionalmente hubo también una suerte de renegociación encubierta de los contratos de deuda indexada en la medida que la corrección por CER comenzó a diferir de la inflación medida por las provincias y el gobierno tomó posesión de los fondos de jubilación privada, con lo que se redujo la deuda neta. El resultado final es que, hacia mediados de 2012, la deuda con el sector privado y el sector externo era de sólo 18,7% del PBI.

Como el éxito en reducir el endeudamiento público se logró no sólo en base a superávits sino, también, por la redefinición de los derechos de propiedad en el marco de los esfuerzos de las autoridades por hacerse de fondos para satisfacer las demandas de distintos sectores a través del gasto público, puede conjeturarse que la reducción de la deuda pública neta fue en parte un efecto colateral positivo de los síntomas de la MRN ya comentados. Pero más allá de esta conjetura, lo cierto es que la inestabilidad de los derechos de propiedad tuvo un costo en otro plano de la sustentabilidad: los movimientos de capital. El *Gráfico 5* registra los movimientos de capital antes y después de 2007. Este año es clave desde el punto de vista institucional porque a partir del mismo se produce una serie de eventos que agregan inestabilidad a las reglas de juego financieras: la estatización de las pensiones, la intervención en el INDEC, la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central, la represión discrecional de las importaciones y los cambios frecuentes y no anticipados en las reglas para adquirir dólares, en el marco de un severo control de cambios (bautizado popularmente como *cepo*).

GRÁFICO 5

Movimientos de capital (mill. de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Como se observa en el gráfico, en los años que siguen a 2007, en que hubo mayor inestabilidad en las reglas de juego y en que la evolución del sector externo empeora, la salida de capitales es muy superior. En el período 2003-2006, la salida de capitales privados absorbe una parte pequeña del superávit comercial y buena parte de él se destina a acumular reservas y reparar deuda. Se trataba de políticas muy sensatas: era razonable que la Argentina buscara auto-asegurarse en la medida que estaba saliendo de una gran crisis, mientras que la amortización de deuda es consistente con una asignación intertemporal suave de las rentas extra aportadas por los términos del intercambio en recuperación. El cuadro que surge del gráfico, para el período posterior a 2007 es muy diferente: la salida de capitales se multiplica varias veces y pasa a absorber buena parte de los ingresos extraordinarios de divisas que genera el auge de precios de los RN, al tiempo que la acumulación de reservas se reduce y termina la etapa de *desendeudamiento*: la deuda deja de caer. Nótese, por otro lado, el peso que adquieren los pagos al exterior en un contexto en que la inversión extranjera directa era muy débil.

En síntesis, nuestro análisis sugiere que, mientras la etapa 2003-2006 es compatible con una administración sustentable de las rentas, la etapa posterior a 2007 configura un panorama más afín al de un país bajo la influencia de la MRN.

La reacción del sector privado, en este sentido, parece más sensata que la del gobierno: acumula activos externos durante el auge y en un contexto en que las políticas económicas devienen menos sostenibles. Esta conducta privada es consistente con la suavización del consumo a largo plazo y es consistente también con acciones para cubrirse a corto plazo de los riesgos de una crisis macroeconómica: es sabido que, en la Argentina, el nivel de actividad y la cotización del dólar covarían negativamente. Por supuesto, cuando las acciones privadas de cobertura de riesgos macroeconómicos reemplazan a las políticas anticíclicas del sector público, el resultado puede ser muy regresivo desde el punto de vista distributivo: en la crisis, los pobres que no tienen capacidad de ahorro y de acumular dólares no cuentan con cobertura ante la caída de sus ingresos. En este sentido, los fondos anticíclicos públicos del tipo del que existe en Chile parecen más consistentes con políticas de sesgo pro-

6. RECURSOS NATURALES, DISTRIBUCIÓN Y ECONOMÍA POLÍTICA EN LA ARGENTINA 2003-2012

gresista. Es atinado indicar en este contexto que, de hecho, esto implica que la contracara de la sobreapropiación generada por la MRN durante la etapa de bonanza, son la pobreza y la exclusión durante los períodos recesivos o de crisis.

Por último, durante la etapa del auge el tipo de cambio real también exhibe una evolución que es poco consistente con la sostenibilidad. Sobre todo, cuando se lo juzga desde el punto de vista de la competitividad. FRENKEL y RAPETTI (2011) estiman que los costos laborales medios unitarios en dólares crecieron un 12% al año entre 2007 y 2010, para ubicarse en niveles similares al promedio de la convertibilidad. Si recurrimos a las estimaciones de tipo de cambio real efectivo que realiza el BIS para 64 países, vemos que el índice de la Argentina deflactado por el IPC alternativo presentado por el Congreso se apreció casi un 30% entre enero de 2010 y enero de 2013.

Los desafíos identificados en la literatura

Los *shocks* positivos de RN generan desafíos distributivos de gran magnitud. La visión de que las rentas generadas por los recursos naturales deben beneficiar a todos tiene una larga tradición (GEORGE, 1879). La literatura registra gran variedad de conflictos por la apropiación de estas rentas, que incluyen desde sectores excluidos hasta grupos de interés del mundo de la empresa y de la política, así como a las generaciones futuras que son afectadas al utilizarse recursos no renovables.

La forma que tome la puja distributiva depende de manera determinante del contexto. Esto es, de la estructura económica y de distribución de la riqueza, de la calidad de las organizaciones y las instituciones y de las prácticas políticas. Las instituciones y la política entran en el cuadro justamente porque la decisión de cómo repartir no es, obviamente, neutral y genera conflictos que pueden resolverse de mejor o peor forma y en línea o no con lo que la sociedad desea. Por supuesto, para minimizar la posibilidad de que se produzcan fenómenos de conflicto que dañen el crecimiento son vitales: la transparencia en las decisiones públicas; el monitoreo en el uso de fondos y la rendición de cuentas por parte de las autoridades. Ninguno de estos requisitos puede cumplirse si el marco institucional no es el adecuado y ello es, justamente, lo que genera un vínculo entre *shock* de RN, crecimiento e instituciones. No sorprende, por ende, que los trabajos sobre MRN hayan ido incorporando crecientemente elementos institucionales y de economía política a la hora de evaluar los factores que determinan si un país estará o no en condiciones de beneficiarse de un *shock* positivo de términos del intercambio.

Evaluar de manera sistemática las cuestiones institucionales y de economía política estudiadas en la literatura sobre la MRN excede este trabajo. Sólo nos interesa aquí llamar la atención sobre el hecho de que un mal manejo del conflicto distributivo afecta el crecimiento. En este sentido, bastará con mencionar los siguientes fenómenos, relacionados con la redistribución de flujos y de *stocks*.

La literatura sobre la MRN enfatiza sobre todo cómo se asignan los *flujos* de renta. Hay tres argumentos que sobresalen y que no necesariamente se excluyen. El primero es el de TORNELL y LANE (1999), que argumentan que existe un efecto de *voracidad* por el cual la puja entre sectores por apropiarse de la renta –que en línea con lo que mencionamos se considera un *common pool* de recursos– puede llevar a una *sobreapropiación* de rentas que termina por erosionar las fuentes del crecimiento. El segundo es el que dice que los partidos políticos en el poder buscarán asignar los recursos extraordinarios de forma de maximizar la posibilidad de mantenerse en el poder, antes que asignar esos recursos de forma de acelerar el crecimiento. El tercero afirma que, en la medida que los *shocks* reducen la necesidad del gobierno de recurrir a la tributación, ello debilita los incentivos del ciudadano a controlar al gobierno. En otras palabras, como el control de la transparencia en los gastos del gobierno es un bien público, se agrava el problema típico de *free riding* que afecta a ese tipo de bien. Esto desmejora la provisión de bienes públicos que pasan a ser una restricción operativa del crecimiento.

Si bien la literatura no lo enfatiza, es fácil ver porqué los *stocks* tienen un papel destacado en el caso de *shocks* permanentes. Cuando el *shock* de RN es permanente, se sigue que un *shock* positivo crea riqueza nueva. La adición a la riqueza es igual al valor presente neto de los flujos de ingreso generados por el *shock*. En principio, ese incremento de riqueza se refleja en el balance (aumento en el patrimonio neto) de los dueños (públicos o privados) del RN. Por lo tanto, cuestionar quién tiene derecho a apropiarse de las rentas es equivalente a cuestionar los derechos de propiedad definidos con anterioridad al *shock*.

Las autoridades pueden satisfacer los reclamos por apropiación de rentas, simplemente tasando a los ganadores y mejorando los ingresos de otros grupos que no ganaron con el *shock*. Sin embargo, cualquier asignación de flujos que decida el gobierno sufre de la amenaza de inconsistencia intertemporal: los favores políticos del beneficiado o el voto de la clientela deben

efectivizarse en el presente y, si el gobierno cambia de opinión en el futuro, no hay reaseguro respecto de que los flujos no serán reasignados a otros beneficiarios. Esto crea incentivos para que los beneficiarios actuales presionen para que el Estado defina derechos de propiedad sobre la nueva riqueza en su favor, de forma que se les garantice con mayor seguridad que sus beneficios no serán eliminados. En las sociedades más rudas y primitivas la redefinición de derechos de propiedad puede tomar la forma de expropiación de parte de la riqueza de los propietarios del RN y su transferencia a nuevos propietarios. En las sociedades modernas, donde se respetan las reglas constitucionales, la redefinición de derechos de propiedad toma formas más complejas.

Nótese, no obstante, que los nuevos propietarios beneficiados por la redefinición de derechos pueden no ser personas específicas sino categorías de ciudadanos o entidades políticas: *los jubilados, los pobres, la industria nacional o las provincias*. Es normal que, luego del *shock*, se creen derechos de apropiación que favorecen a *los jubilados* por la vía de incorporar beneficiarios sin aportes suficientes al sistema y que se financie la operación con impuestos a las rentas extraordinarias. Otras veces se otorgan por ley nuevos subsidios permanentes a *la industria nacional* (desgravaciones) financiados también con impuestos a la renta extra de RN, utilizando el argumento de que es necesario favorecer al sector no-RN. El problema de la definición de derechos de propiedad para categorías genéricas es que se genera un problema de *common pool localizado*, ya que los individuos dentro de la categoría lucharán por apropiarse de una parte mayor de la renta (definiendo diferentes tipos de jubilación; industrias más o menos dinámicas, etc.). Esto último afecta al crecimiento en la medida que la asignación no necesariamente mejorará la situación de las actividades con mayor potencial para los rendimientos crecientes o para diversificar las exportaciones. Cuando se definen derechos de propiedad genéricos, los beneficiarios actúan con la lógica del *common pool* y ello puede resultar en una *sobreapropiación*.

Las consecuencias pueden ser muy desequilibrantes: la sobre-apropiación de un *stock* genera pasivos para el Estado (como cuando las jubilaciones son muy generosas) que pueden llevar a una situación de insostenibilidad de la deuda pública y a ajustes fiscales que pueden erosionar gravemente la inversión pública y, con ello, el crecimiento. En realidad, la definición de derechos de propiedad basados en un *shock* de RN puede llevar a situaciones de inconsistencia agregada grave. Esto ocurre porque normalmente se definen derechos de propiedad que asumen que los flujos de renta extraordinaria se mantendrán permanentemente en el futuro, sin definir al mismo tiempo mecanismos para la extinción de esos derechos de propiedad ante una eventual desaparición de las rentas. Si la renta extraordinaria es apropiada por el dueño privado, esta *extinción* de los derechos ocurre naturalmente ya que si el precio del RN cae o el recurso se agota, el patrimonio neto privado se reduce automáticamente. En cambio, los derechos adquiridos por *los jubilados* no desaparecen porque ocurra un *shock* negativo de RN. Este punto es clave cuando las autoridades toman equivocadamente un *shock* transitorio por uno permanente.

Otra instancia muy común de redefinición de derechos de propiedad consiste en asignar RN en manos del Estado (petróleo, tierras fiscales) a capitalistas amigos. En este caso, a diferencia del ejemplo de Tornell y Lane, las rentas no generan un *common pool* ni efecto voracidad porque el Estado define derechos de propiedad privada. Por lo tanto, no hay sobre-apropiación. El problema para el crecimiento es de eficiencia y de legitimidad política. En efecto, por un lado, no necesariamente los *stocks* quedarán en manos de quienes pueden darle un mejor uso y, por otro, la percepción de corrupción y amiguismo pueden llevar a conflictos e inestabilidad política⁴.

En síntesis, parece razonable agregar a las condiciones a monitorear en una economía sujeta a *shocks* RN las siguientes: (a) iniciativas post-*shock* para redistribuir ingresos; y (b) redefinición post-*shock* de derechos de propiedad pública o privada (individuales o genéricos).

El caso argentino

El análisis realizado sugiere que la implementación de nuevas políticas y de cambios en las instituciones económicas con objetivos distributivos constituyó más la regla que la excepción dentro de las estrategias de manejo de las demandas distributivas, durante el período en que la economía gozó de la bonanza de términos del intercambio. Estas iniciativas involucraron instrumentos que operaron tanto sobre los flujos de ingreso como sobre los *stocks* de riqueza.

En lo que hace a los flujos, hemos visto que las políticas distributivas fueron muy activas y actuaron a través de: el incremento en la presión tributaria; aumento del gasto con una asignación que privilegió las políticas sociales y el sistema de seguridad social; subsidios generalizados a la energía y el transporte y aumentos en el empleo público. También coadyuvaron en igual sentido las políticas para el mercado de trabajo que se tradujeron en fuertes recuperaciones del salario real. La sobre-apropiación de flujos fue tan fuerte que, además de absorber el muy fuerte incremento de la presión tributaria, el incremento del gasto obligó a las autoridades a recurrir al impuesto inflacionario y, también, a valerse de un mecanismo novedoso de recaudación que actuó como una especie de efecto Olivera-Tanzi en reversa: los mínimos no imponibles, las categorías del impuesto a las ganancias y los balances de las empresas no fueron ajustados en relación con la inflación y ello generó recaudación extra. Por supuesto, el costo de esta estrategia en términos de incertidumbre es alto: la presión tributaria efectiva

[4] Los trabajos aplicados y teóricos han identificado diversos mecanismos que se han estado utilizando para asegurar la legitimidad en el reparto de rentas: reparto de dividendos generados por la inversión de RN a todos los ciudadanos por igual; transferencias con sesgo pro-pobre como las transferencias condicionadas realizadas en México, Brasil y otros países de la región; otorgamiento de subsidios (a la energía, al consumo de alimentos, etc.) financiados con rentas. La distribución inter-generacional, en tanto, ha llevado a la acumulación de fondos de riqueza soberano –como en el caso noruego–; o al repago de deuda soberana (Argentina).

termina siendo una función de la inflación, un hecho que no juega a favor de la eficiencia del proceso de ahorro/inversión/financiamiento ni de la seguridad jurídica.

Anteriormente se argumentó que los *shocks* de RN crean riqueza y ya mostramos evidencia de cómo cambió la posición financiera internacional neta de la Argentina. Pero cuando se trata de cuestiones distributivas, también es interesante tomar en consideración lo ocurrido con el valor de la propiedad. El *Gráfico 6* muestra la evolución del precio de la tierra en la zona núcleo de la pampa y del metro cuadrado en el barrio norte de Buenos Aires.

Como se ve, los valores se multiplican varias veces. Y esto ocurre aún cuando la presión tributaria sobre el sector agropecuario fue enorme y el crédito hipotecario fue casi inexistente, lo que reduce significativamente la probabilidad de formación de burbujas. Esta evidencia sugiere que un *shock* de RN, en ausencia de políticas de redistribución, tiene potencial para inducir diferencias de ingresos entre los distintos segmentos sociales tan marcadas que podrían resultar poco digeribles en una sociedad democrática. Sin embargo, también hay que considerar que un incremento tan fuerte de la riqueza en poco tiempo es una tentación de gran calibre para el oportunismo político. Así, el *shock* de RN, al tiempo que genera incentivos para la redistribución genera también mejores oportunidades para los *rent-seekers* de la política: hay más para repartir y, como dice el refrán, *el que reparte se queda con la mejor parte*. Es justamente cuando se toma en cuenta este punto que aparece en toda su dimensión el aporte de la literatura sobre la MRN: las políticas redistributivas de mala calidad pueden erosionar la capacidad de la sociedad para sacar ventaja de la bonanza e introducir no sólo nuevas distorsiones distributivas ilegítimas sino, también, frustrar la posibilidad de que las rentas extraordinarias del *shock* sean canalizadas hacia la inversión productiva y el crecimiento.

Como dijimos, una de las fuentes de inestabilidad durante un *boom* de RN está dada por el hecho de que, al aumentar el valor de los activos que pueden usarse como garantía para los créditos, aumenta la probabilidad de que se produzca una expansión excesiva del crédito y de las entradas de capital. Esta fuente de inestabilidad, sin embargo, no fue muy operativa en la Argentina. ¿Por qué? Un argumento plausible es que la falta de seguridad de los derechos de propiedad sobre los *stocks* de riqueza más que compensó el efecto riqueza inducido por el *shock*. La evidencia en relación con esto no es escasa.

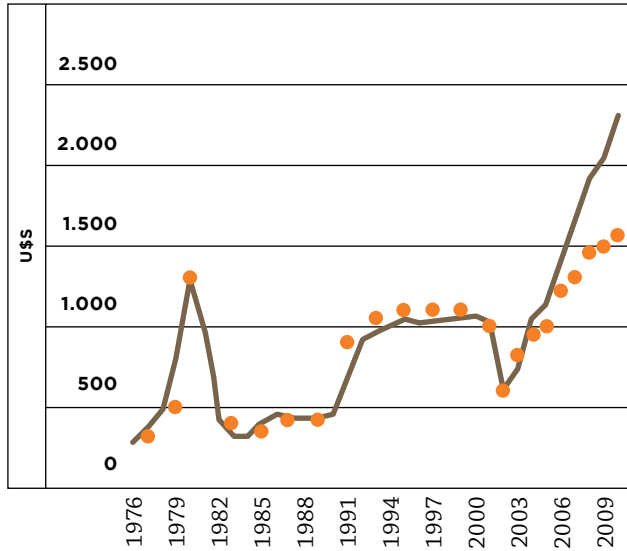
En primer lugar, es bastante llamativo que el gobierno no haya ganado acceso a los mercados voluntarios de capital a pesar de que: el coeficiente deuda pública/PBI es muy bajo y la presión tributaria subió más de diez puntos porcentuales del PBI. Esto indica que la inseguridad jurídica impidió que las autoridades sacaran provecho de sus éxitos. Seguramente en esto tuvo incidencia el hecho de que existan pasivos no consolidados o contingentes bajo diferentes formas: juicios de jubilados, jubilaciones futuras, juicios en el CIADI o negociaciones pendientes con el Club de París y los *holdouts*.

En segundo lugar, es sorprendente que un país que mostró una de las tasas más altas de crecimiento de América Latina en el período 2003-2012 no haya recibido un flujo mayor de inversión extranjera directa. En términos netos, la remisión de utilidades fue superior en promedio a la inversión extranjera directa. Además, la evolución fue dispar y empeoró junto con la pérdida de sustentabilidad de las políticas. Como muestra el *Gráfico 7*, hasta la aplicación de los controles hacia fines de 2011 la remisión de utilidades supera ampliamente a la reinversión en el período del auge de los términos del intercambio. Durante el año 2009 esto podría atribuirse a las turbulencias internacionales, pero luego el fenómeno continúa a pesar de que la situación se normaliza y la economía crece. Este sesgo de desinversión fue muy notable en el sector energético y se relaciona directamente con reglas de juego que, a través de la fijación de precios,

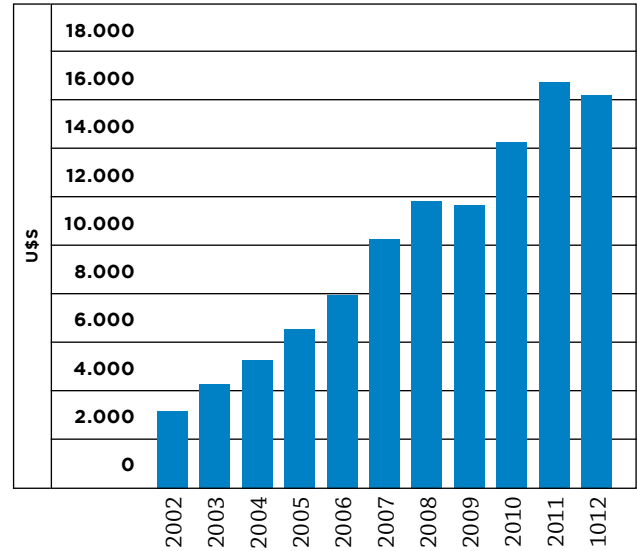
GRÁFICO 6

Precio de la propiedad (en U\$S)

(a) Departamentos (valor del metro cuadrado)



(b) Campos (valor hectárea en zona núcleo)

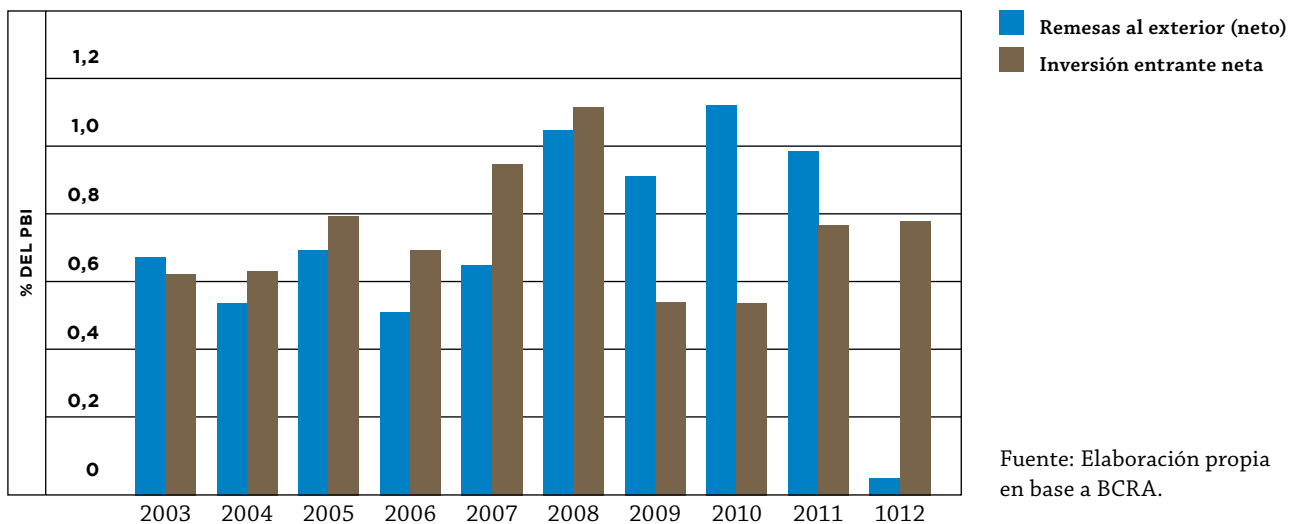


- CABA
- Barrio Norte, nuevos

Fuente: MECON y Compañía Argentina de Tierras S.A.

GRÁFICO 7

Inversión extranjera directa y remisión de utilidades (% del PBI)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

7. REFLEXIONES FINALES

privilegiaron los objetivos distributivos por sobre los de eficiencia y rentabilidad de las inversiones. La expropiación de YPF, desde este punto de vista, sólo es una instancia más de redistribución de *stocks*, en línea con las operaciones que implicaron la estatización de los fondos de las jubilaciones privadas y el uso de reservas del Banco Central. Por supuesto, la dramática caída de las remesas en 2012 se relaciona con los controles aplicados a partir de finales de 2011. Como las remesas no pueden realizarse hay un forzado aumento en la *reinversión* de utilidades. Una victoria pírrica si se toma en cuenta que ningún país que reprime el giro de utilidades puede esperar gozar de un *boom* de nuevas inversiones externas.

En síntesis, la experiencia argentina sugiere que los efectos de sobre-apropiación que aparecen cuando las rentas extraordinarias se tratan como un *common pool* pueden ser lo suficientemente severos como para inducir a las autoridades a redefinir derechos de propiedad sobre activos muy importantes en el intento de satisfacer las demandas sectoriales excesivas.

Consideramos que nuestro análisis ha aportado evidencia relevante en relación con dos puntos. El primero es que los *shocks* de RN son un factor determinante clave de la dinámica macroeconómica de la Argentina. El segundo es que la literatura sobre la EH y la MRN aporta un marco conceptual que es útil para comprender el vínculo entre RN y crecimiento, aún cuando hay que tener cuidado al aplicar las conclusiones basadas en el caso básico o estándar debido a que la dotación de factores de la Argentina tiene un sesgo a favor de la agricultura y el caso estándar se basa en recursos de tipo *point-source*.

Además de estas dos conclusiones, consideramos útil presentar las siguientes reflexiones sobre los desafíos que plantean los *shocks* de RN a la Argentina, a modo de cierre del trabajo.

1. La Argentina se favoreció de un *shock* positivo sustancial en los términos del intercambio.

El auge que hemos analizado ha sido uno de los más significativos en la historia del país. Además, como toda la región recibió *shocks* similares, el país se favoreció con la demanda de sus productos industriales, sobre todo desde Brasil. Esto implica que mantener un tipo de cambio real competitivo, libre de la EH, traería consigo un beneficio doblemente positivo: promovería un cambio estructural más favorable al sector transable no-RN y permitiría beneficiarse con la demanda de vecinos enriquecidos.

2. El vínculo entre *shock* de recursos naturales y crecimiento sostenido es muy frágil.

En la Argentina no puede darse por sentado que las rentas extraordinarias asociadas con un *shock* positivo de términos del intercambio encontrarán de forma más o menos espontánea los canales para fluir hacia la inversión productiva, la acumulación de capital humano o las actividades transables con capacidad de generar rendimientos crecientes y de desarrollar ventajas competitivas endógenamente. Las fallas de mercado, la debilidad de las instituciones económicas y la baja capacidad de gestión de las políticas son clave en relación con esto.

3. El proceso de ahorro/inversión/financiamiento está muy distorsionado

Buena parte de los recursos de la bonanza se canalizaron hacia la acumulación de activos en el exterior, mientras las empresas multinacionales optaron por una estrategia signada por la muy baja reinversión de utilidades. Asimismo, la inversión en infraestructura y energía se retrasó marcadamente y no acompañó la aceleración del crecimiento. Para este resultado fueron clave: el subdesarrollo financiero, la inseguridad jurídica relativa a los derechos de propiedad tanto públicos como privados y la mala calidad de las políticas públicas relativas a subsidios al transporte y la energía e inversión pública.

4. Los shocks de RN generaron riqueza, parte de esa riqueza se redistribuyó, pero hay síntomas claros de que la MRN está presente en la economía.

La maldición de los recursos naturales encuentra su origen en la sobre-apropiación de rentas y se reflejó en un deterioro sistemático de la calidad de las políticas, durante el período del auge posterior a 2007: los superávits gemelos desaparecieron; la política monetaria abandonó la estrategia de auto-seguro; la política fiscal devino fuertemente procíclica; los subsidios a la energía y el transporte crecieron exponencialmente hasta hacer desaparecer el superávit energético y superar la recaudación por retenciones; la presión tributaria aumentó de la mano de mecanismos muy distorsivos que operan con la inflación como aliada.

Bajo estas circunstancias, parece evidente que el reto para la Argentina es utilizar los recursos de la bonanza para compatibilizar dos factores que es mucho más difícil compatibilizar en sociedades menos ricas en recursos: la inversión para el cambio estructural pro-competitivo con la equidad. Enfrentar este reto es un trabajo, antes que nada, para el sistema político: se trata de construir el marco institucional para implementar políticas que privilegien tres objetivos:

- > Evitar el fenómeno de conflicto y sobre-apropiación que se produce cada vez que el país se ve favorecido por un *shock* de RN y termina, paradójicamente, en una crisis macroeconómica.
- > Impulsar el cambio estructural y desarrollar nuevas ventajas competitivas, apalancándose sobre la bonanza para ganar potencia pero evitando que el cambio estructural sea determinado por la EH o la MRN.
- > Redistribuir para mejorar la situación del tercio de la población que está excluido y no goza de las mismas oportunidades de los otros dos tercios, pero hacerlo sin destruir el espíritu emprendedor, la inversión o la infraestructura del país y sin ensanchar el conjunto de oportunidades para los oportunistas de la política.

REFERENCIAS

- ALBRIEU R. y FANELLI J.M. (2011). *Notas sobre macroeconomía y opciones de política: la Argentina y Brasil comparados*, Boletín Informativo Techint, Nro 335, Mayo-Agosto.
- AUTY R. (1993). *Sustaining Development in Mineral Economies: The Resource Curse Thesis*. London: Routledge.
- BISANG R. (2011). *Agro y recursos naturales en Argentina: ¿enfermedad maldita o desafío a la inteligencia colectiva?* Boletín Informativo Techint 336 Septiembre-Diciembre.
- BONELLI R., FANELLI J.M. y LÓPEZ A. (2007). *Competitividad, integración regional y crecimiento*. EN BONELLI, FANELLI Y LÓPEZ (eds.), *Diagnóstico de crecimiento para el Mercosur: la dimensión regional y la competitividad*. Disponible en <http://www.redmercosur.net/diagnostico-de-crecimiento-para-el-mercosur-la-dimension-regional-y-la-competitividad/publicacion/74/es/>
- CEPAL (2008). *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008 (LC/G.2386-P)*, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.08.II.G.2.
- CEPAL (2012). *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2011*.
- CÉSPEDES L. y POBLETE F. (2011). *Política fiscal en países exportadores de bienes primarios: la experiencia chilena*. En FANELLI, JM, JIMÉNEZ, JP y O. KACEF (eds.), *Volatilidad macroeconómica y respuestas de política*. Documento de proyecto, CEPAL Chile, disponible en http://www.eclac.org/publicaciones/xml/9/44219/Volatilidad_macro_completo.pdf
- CHANG R. (2007). *Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America*. FLAR documento de trabajo 1274, Disponible en https://www.flar.net/documentos/1274_Roberto_Chang.pdf
- CHISARI O.O., CORSO E.A., FANELLI J.M. y ROMERO C.A. (2007). *Growth Diagnostics for Argentina*, mimeo, Washington, BID.
- COATZ D., GARCÍA DÍAZ F. y WOYECHESZEN S. (2011). *El rompecabezas productivo argentino: una mirada actualizada para el diseño de políticas*. Boletín Informativo Techint 334 Enero-Abril.
- COLLIER P. y GODERIS B. (2007). *Commodity Prices, Growth, and the Natural Resource Curse: Reconciling a Conundrum*, The Center for the Study of African Economies, University of Oxford.
- CORDEN W M. (1984). *Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation*, Oxford Economic Papers, Oxford University Press, vol. 36(3), pags. 359-80, Noviembre.
- CORDEN W.M. y NEARY J.P. (1982). *Booming sector and de-industrialisation in a small open economy*, Economic Journal, 92, 825-848.
- FANELLI J.M. (2010). *Volatilidad, Ciclo y Política Fiscal en América Latina*. Mimeo, CEDES-CEPAL.
- FANELLI J.M. (2012). *La Argentina y el desarrollo económico en el siglo XXI ¿Cómo pensarlo? ¿Qué tenemos? ¿Qué necesitamos?* Siglo Veintiuno Editores.
- FRENKEL R. y RAPETTI M. (2011). *La principal amenaza de América Latina en la próxima década: ¿fragilidad externa o primarización?* Mimeo, CEPAL.
- GEORGE H. (1879). *Progress and Poverty: An Inquiry into the Cause of Industrial Depressions and of Increase of Want with Increase of Wealth: The Remedy*. Disponible en <http://www.henrygeorge.org/pcontents.htm>
- GRUPO DE EX-SECRETARIOS DE ENERGÍA (2011). *Una política de Estado para el sector energético*. Documento electrónico disponible en <http://sitio.iae.org.ar/index.php/actualidad/ex-secretarios-de-energia>
- HAUSMANN R. y RODRIK D. (2002). *Economic Development as Self-Discovery*, NBER Working Papers 8952, National Bureau of Economic Research.
- LEDERMAN D., y MALONEY W. F., eds. 2007. *Natural Resources: Neither Curse nor Destiny*. Washington, DC: World Bank.
- LÓPEZ A. y RAMOS D. (2011). *Los servicios intensivos en conocimiento: ¿una oportunidad para diversificar la estructura exportadora de la Argentina?*, Boletín Informativo Techint 336 Septiembre-Diciembre.
- MANZANO O. y RIGOBON R. (2007). *Resource Curse or Debt Overhang*. In Natural Resources: Neither Curse nor Destiny, ed. D. Lederman and W. F. Maloney. Washington, DC: World Bank.
- VAN DER PLOEG F. y A. VENABLES J. (2010). *Harnessing windfall revenues: Optimal policies for resource-rich, developing economies*, Oxcarre Research Paper 9, University of Oxford.
- SACHS J. y WARNER A.M. (1995). *Natural Resource Abundance and Economic Growth*, NBER Working Paper No. 5398
- SÁNCHEZ G. y BUTLER I. (2009). *Competitiveness and Growth in Argentina: Appropriability, Misallocation or Disengagement?* En Growing Pains. Binding Constraints to Productive Investment in Latin America.
- TIMMER M. y DE VRIES G. (2009). *Structural change and growth accelerations in Asia and Latin America: a new sectoral data set*, Cliometrica, Journal of Historical Economics and Econometric History, Association Française de Cliométrie (AFC), vol. 3(2).
- TORNELL A. y LANE P.R. (1999). *The Voracity Effect*. American Economic Review 89(1): 22-46.
- VENABLES A. (2008). *Rethinking Economic Growth in a Globalizing World: An Economic Geography Lens*, en M. SPENCE, P. ANNEZ y R. BUCKLEY (eds), *Urbanization and Growth*, Commission on Growth and Development, World Bank.