



La recuperación de la inversión en la Argentina después de la crisis

Alejandro Plaza

Fundación PENT

Síntesis

- Al cierre del año 2005 la Inversión casi se ha recuperado por completo en proporción a un PBI que ya superó su máximo de 1998 (en valores nominales).
- El esfuerzo inversor es más intenso después de la crisis, aunque logra como resultado una inversión real relativamente menor.
- La participación de bienes de capital en la Inversión Bruta Fija ha aumentado, pero aún no alcanza los niveles de los años noventa.
- Un dato significativo es que la tasa de Ahorro Bruto Interno creció significativamente, contribuyendo a un aumento del financiamiento interno de la inversión.
- La importancia del financiamiento de la inversión por Ahorro Externo, en cambio, ha caído hasta cambiar de signo: actualmente existe un excedente de Ahorro Nacional sobre la inversión.
- Las posibilidades de financiar el crecimiento de la inversión con Ahorro Externo están limitadas por una tasa de expansión de las importaciones de bienes de capital mayor a la de las exportaciones netas del resto de los rubros.
- A su vez, las posibilidades futuras de financiar el crecimiento de la inversión con Ahorro Nacional están limitadas a la evolución del gasto, tanto público como privado. El primero depende del nivel de actividad y la política fiscal. El segundo, del nivel de actividad y la tasa de ahorro.

La evolución general y el contexto

En 1999 la economía argentina había alcanzado su mayor nivel de inversión. A partir de entonces empezaría a mostrar una dinámica inversora en permanente retracción. Durante 1999 y 2000, en efecto, cayó la Inversión Bruta Fija (IBF) valuada a precios corrientes y a precios constantes, tanto en valores monetarios como en proporción del Producto Bruto Interno (PBI) (ver gráficos 1 y 2). Era la recta final del camino que conduciría a la crisis de la Convertibilidad y de toda la arquitectura sobre la cual se había estructurado el funcionamiento de la economía argentina durante una década.

El colapso, sin embargo, no fue inmediato. Durante los dos años que

siguieron la inversión cayó a una tasa relativamente constante, cercana al 10% anual. En el tercer trimestre del 2001 la economía argentina se asomó al precipicio y la inversión cayó a una tasa más alta: 17% con respecto a igual trimestre del año anterior. En enero del año siguiente se produce la devaluación del peso frente al dólar, quebrando el tabú de la regla cambiaria y la inversión se redujo en un porcentaje que oscila entre el 15% y el 30% contra igual trimestre del año anterior dependiendo del indicador que se tome para medirlo ⁱ.

Durante el 2002, ya en el foco de la tormenta, los indicadores mostraron una caída de la inversión contra igual trimestre del año anterior en torno al 40%, la mayor retracción de toda la crisis.

Una vez completado el camino descendente de la Inversión Bruta Fija (IBF), que significó una caída

Gráfico 1: Inversión Bruta Fija en pesos corrientes
(tendencia dada por la media móvil de los cuatro últimos trimestres. Fuente: INDEC)

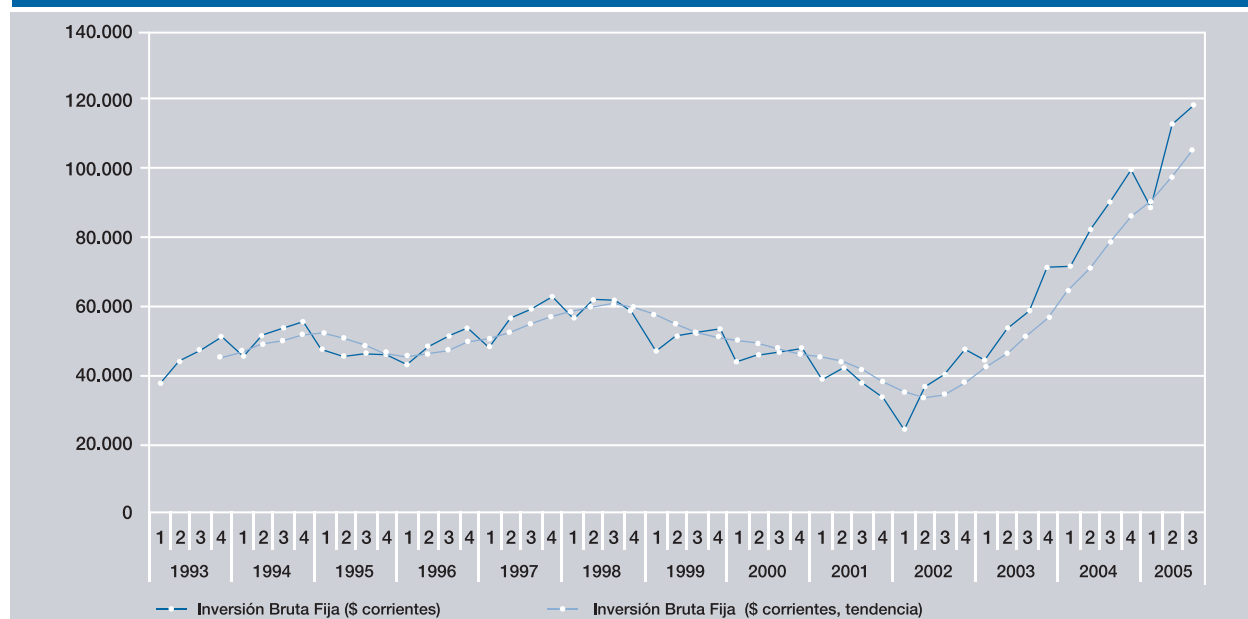
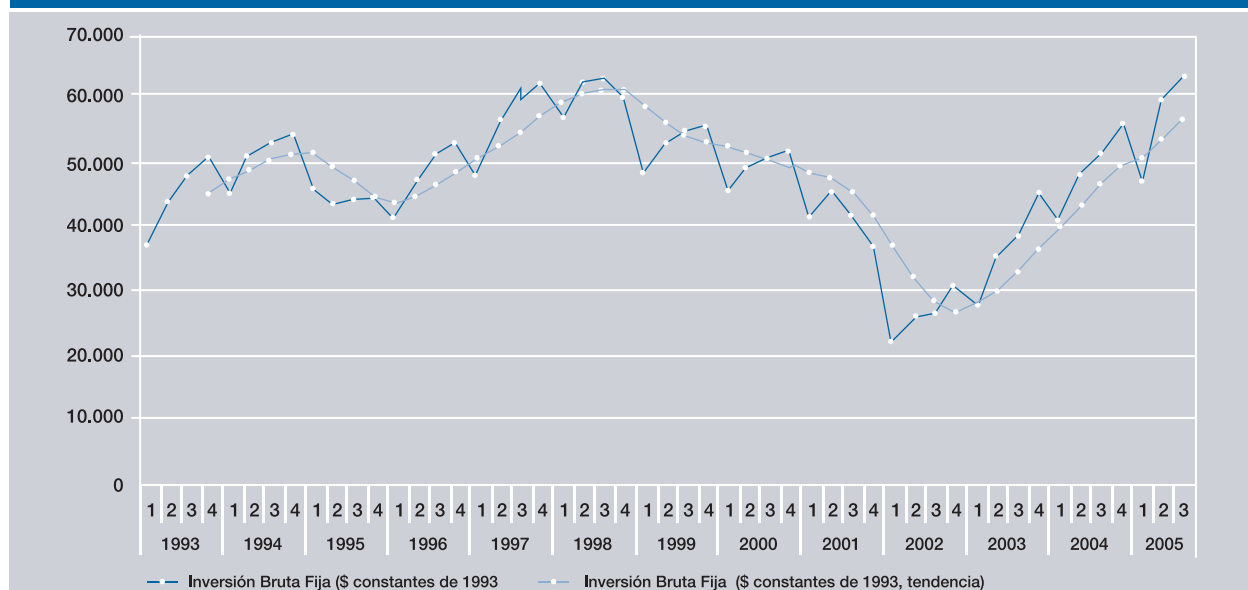


Gráfico 2: Inversión Bruta Fija en pesos constantes de 1993
(tendencia dada por la media móvil de los cuatro últimos trimestres. Fuente: INDEC)



acumulada de 57% entre el tercer trimestre de 1998 y el cuarto del 2002 ⁱⁱ (ver gráfico 3), la situación planteaba un gran interrogante: ¿Se trataba de una caída libre que llegaba a su fin en un nuevo nivel de equilibrio, o bien un piso a partir del cual la economía argentina se recuperaría inexorablemente?. Las respuestas a esta pregunta eran variadas, pero en los medios de comunicación predominaba la más cauta y menos optimista. Había temores con respecto a una posible (aunque improbable e insensata) combinación de política monetaria y fiscal expansivas, que evocaban otros tiempos históricos y se hacían presentes en la memoria colectiva argentina. La principal inquietud de entonces residía en que el pass through de la devaluación hacia los precios domésticos, alimentado por una política expansiva de los medios de pago o del gasto público, podía dar nueva vida en la Argentina al espectro de un fenómeno de alta inflación. Pero ese fenómeno nunca llegó. De la mano de un salto en las exportaciones; un nivel de consumo reprimido por un salario real debilitado y la incertidumbre de las familias sobre sus ingresos, las consecuencias fueron bien diferentes. En primer lugar, se recuperó el nivel de actividad sin presiones inflacionarias que excedieran lo requerido por un cambio de precios relativos de considerable magnitud. En segundo término, el sistema

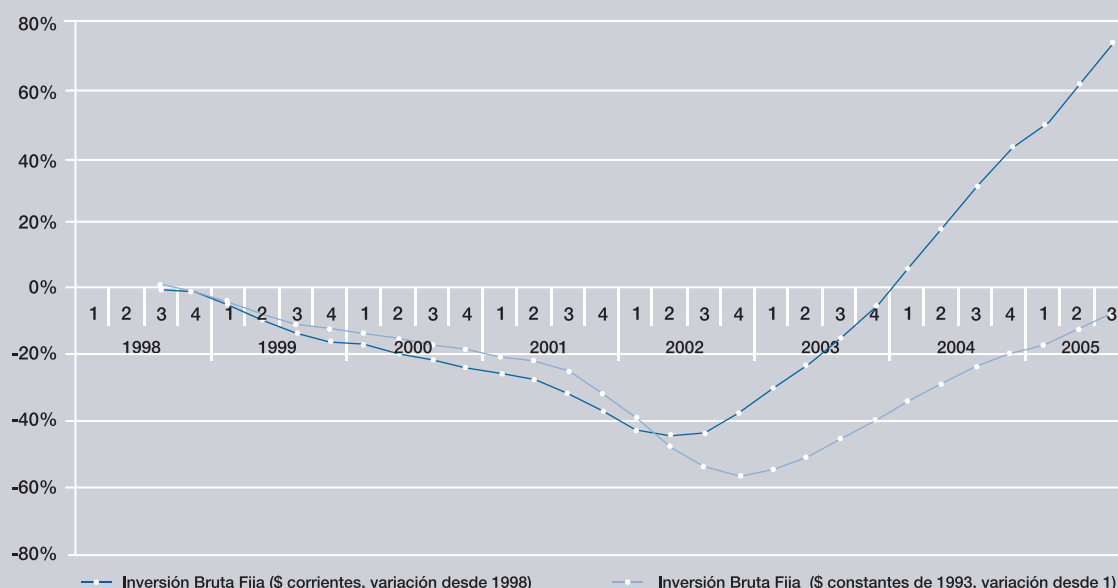
bancario y financiero lograba una salida relativamente ordenada de la severa crisis de 2001/2002 ⁱⁱⁱ. El sistema lograba así recuperar una razonable liquidez, al tiempo que las tasas de interés y la rentabilidad se encaminaban hacia valores normales.

¿Cuál ha sido la evolución de la Inversión Bruta Fija (IBF) desde entonces? La IBF creció tanto en términos monetarios ^{iv} como en proporción al Producto Bruto Interno (PBI) ^v. Esta evolución implicó un crecimiento sostenido, que acompañó la evolución de las exportaciones. Durante el primer trimestre de 2004 la inversión ya había superado su marca de 1998, pero sólo en términos nominales, ya que en términos reales el cambio de los precios relativos la colocaba aún 35% por debajo del nivel máximo alcanzado en 1998.

Al cierre del tercer trimestre de 2005 la inversión real aún seguía por debajo del pico de 1998, aunque recuperó la mayor parte de lo perdido.

Llegados a este punto y considerando la evolución

Gráfico 3: Variación de la Inversión Bruta Fija acumulada desde el tercer trimestre de 1998
(calculada sobre los promedios anuales de la Inversión Bruta Fija trimestral en pesos corrientes y en pesos constantes de 1993)



general de la IBF reseñada más arriba, se plantea otra pregunta: ¿Cuál es el verdadero nivel de la inversión? ¿Se ha recuperado totalmente? La respuesta debe desdoblarse en sus dos componentes: el esfuerzo realizado y el resultado obtenido. El esfuerzo que realiza

la economía para invertir se ha recuperado totalmente como lo indica la tasa de inversión medida a precios corrientes; pero aún no ocurre lo mismo con el resultado de ese esfuerzo, como lo indica la tasa de inversión ^{vi} medida a precios constantes de 1993.

La evolución de la tasa de inversión

La tasa de inversión es un buen indicador de la acumulación de capital físico que realiza una economía teniendo en cuenta su tamaño y también es uno de los determinantes principales de su capacidad para crecer. En la tasa de inversión, por lo tanto, está una de las claves que permitirían dilucidar si la recuperación del PBI está acompañada por un nivel de inversión suficientemente vigoroso para sostener en el tiempo dicho crecimiento.

Desde 1998 hasta lo peor de la crisis, la Inversión Bruta Fija (IBF) cayó más que el Producto Bruto Interno (PBI), lo que se manifiesta como una caída en la tasa de inversión desde 20% en 1998 hasta cerca de 11% en 2002. Desde entonces la tasa de inversión no ha dejado de crecer y ya ha recuperado la mayor parte del terreno perdido.

Gráfico 4: Tasa de Inversión a precios corrientes
(tendencia dada por media móvil de los cuatro últimos trimestres. Fuente: INDEC)

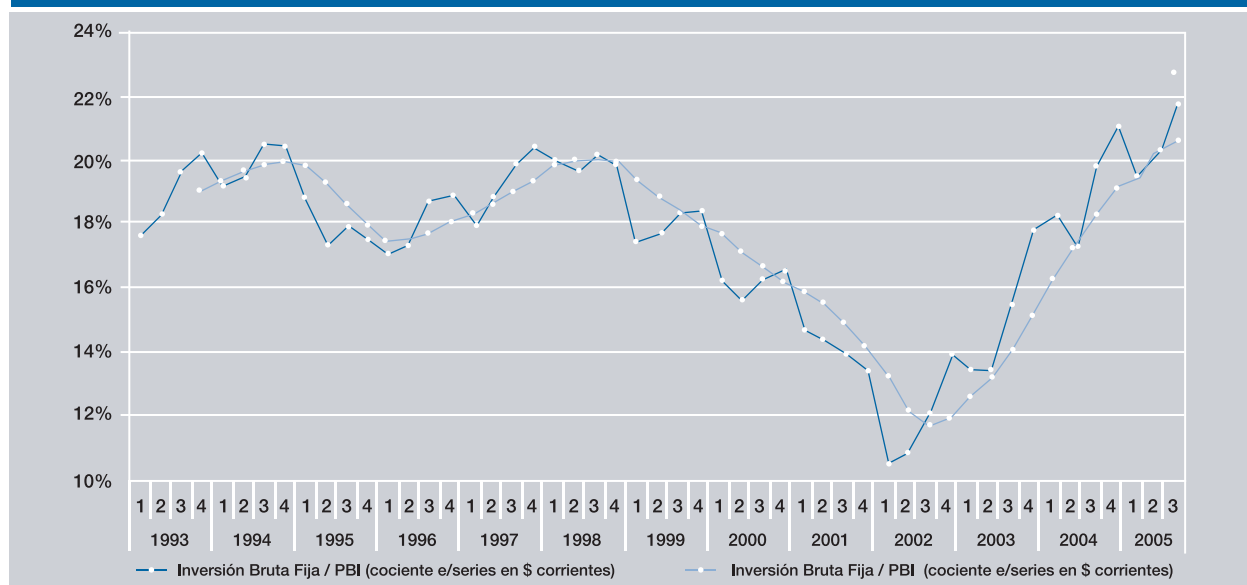
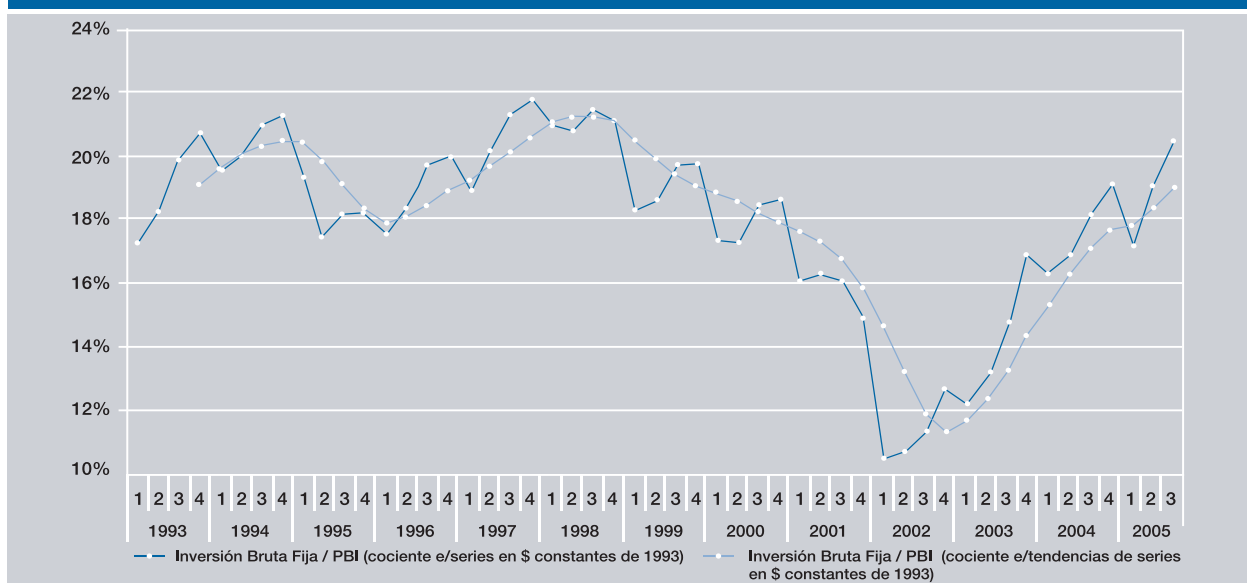


Gráfico 5: Tasa de Inversión a precios constantes de 1993
(tendencia dada por media móvil de los cuatro últimos trimestres. Fuente: INDEC)



Como se señaló anteriormente, la tasa de inversión se recuperó totalmente si se la mide en pesos corrientes, pero en pesos constantes de 1993 se advierte que

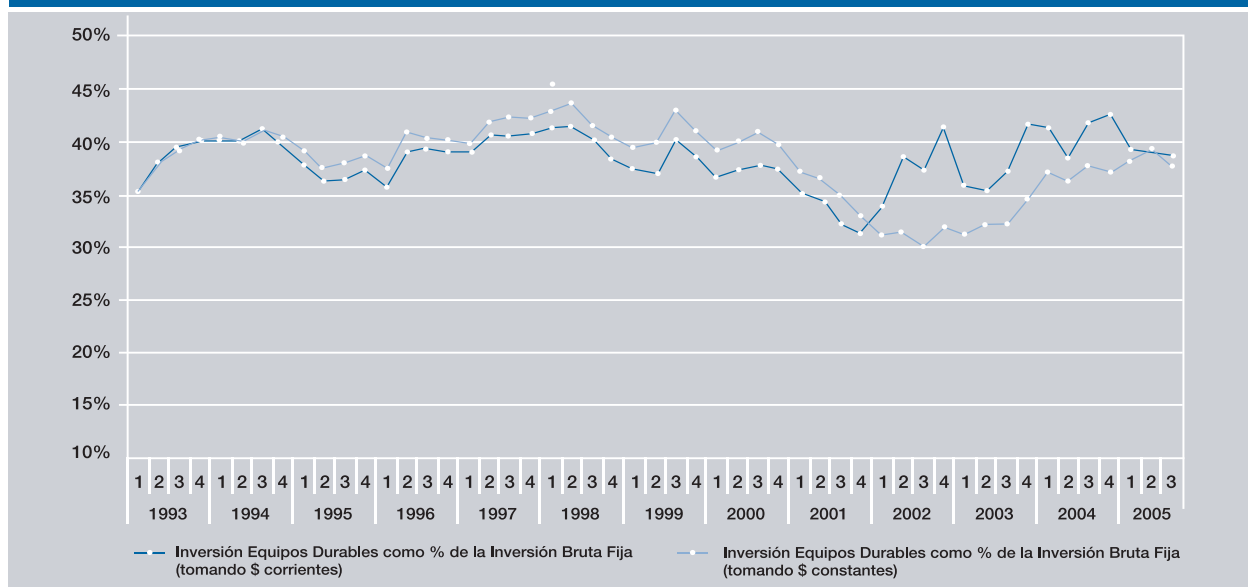
debería subir aún más para lograr el mismo resultado. Sobre este indicador también pesa el efecto de la evolución de los precios, que se analizará más adelante.

La composición de la inversión

De todo el capital físico acumulado, sólo una parte está directamente vinculada a actividades productivas clásicas ^{vii}: se trata de los Bienes de Capital ^{viii}. La participación de éstos últimos sobre el total de la

Inversión Bruta Fija es un indicador de cuán fuerte es la contribución de la inversión al aumento de capacidad productiva.

Gráfico 5b: Composición de la Inversión Bruta Fija (IBF): Inversión en Bienes de Capital como % de la IBF (porcentajes calculados a precios corrientes y constantes de 1993. Fuente: INDEC)



La participación de los Bienes de Capital sobre el total de la Inversión Bruta Fija se ha mantenido cercana al 40% hasta finales del año 2000. Con la crisis, este cociente cae hasta un mínimo de casi 30%, pero se recupera rápida (y casi totalmente) con la tasa de inversión y el PBI si se lo mide a valores corrientes, pero no si se lo toma a precios constantes. Esto implica que mientras el esfuerzo inversor ^{ix} ha sido progresivamente orientado hacia actividades productivas clásicas, el resultado de inversión real en bienes de capital ^x ha sido más

modesto: aún se encuentra por debajo de los niveles alcanzados durante 1998.

En este punto, cabría preguntarse también si la composición de bienes de capital en la Inversión Bruta Fija aún no ha alcanzado valores históricos porque aun tiene margen para continuar subiendo, o bien si ya se trata de un nivel de equilibrio consistente con los actuales precios relativos.

El papel de la evolución de los precios

Como se indicó anteriormente, una parte significativa de la recuperación del PBI y la inversión se corresponde con la evolución del sistema de precios: Para poder separar las magnitudes reales de las nominales debe entonces prestarse atención a dos aspectos diferentes: los precios

implícitos en la evolución del PBI y la inversión bruta fija por un lado, y los precios relativos entre ambos por otro.

La evolución del nivel general de precios medido por el deflactor del PBI en ningún momento superó en más de

10% al de 1993; pero al llegar a 2002, se dispara con un crecimiento de 10% en el primer trimestre de ese año y de 30% en el segundo. La suba continúa hasta el

presente, aunque a una velocidad más baja, acumulando aproximadamente un 75% desde la devaluación (ver gráfico 6).

Gráfico 6: Índices de precios implícitos en el Producto Bruto Interno (PBI). Inversión Bruta Fija (IBF) y de precios relativos entre IBF y PBI (calculado sobre valores trimestrales en \$ corrientes y \$ constantes de 1993)

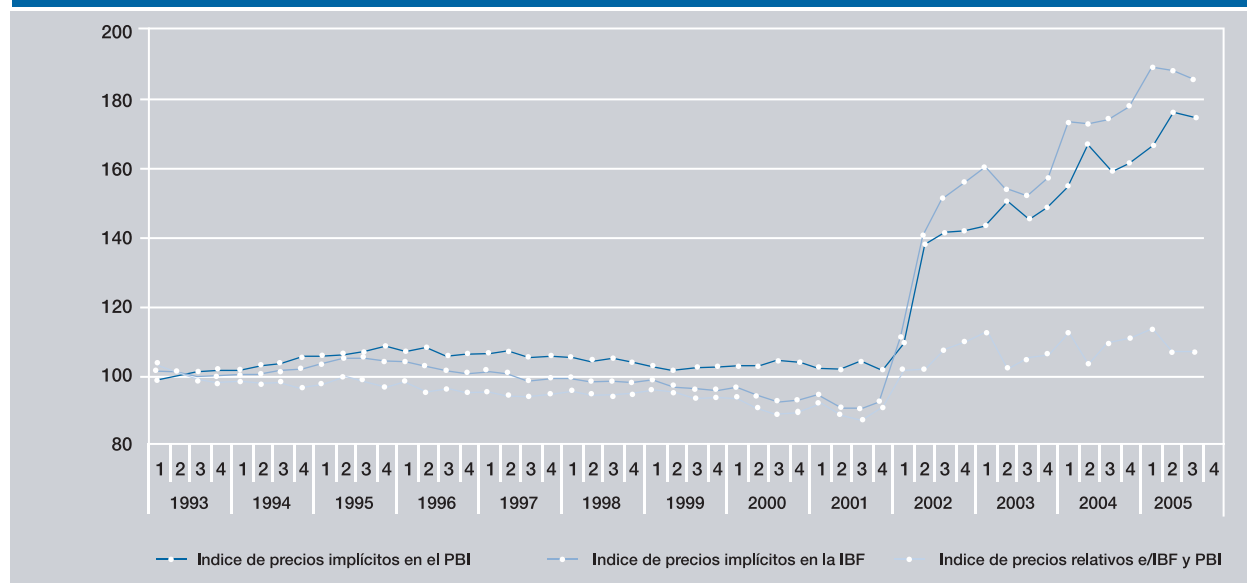
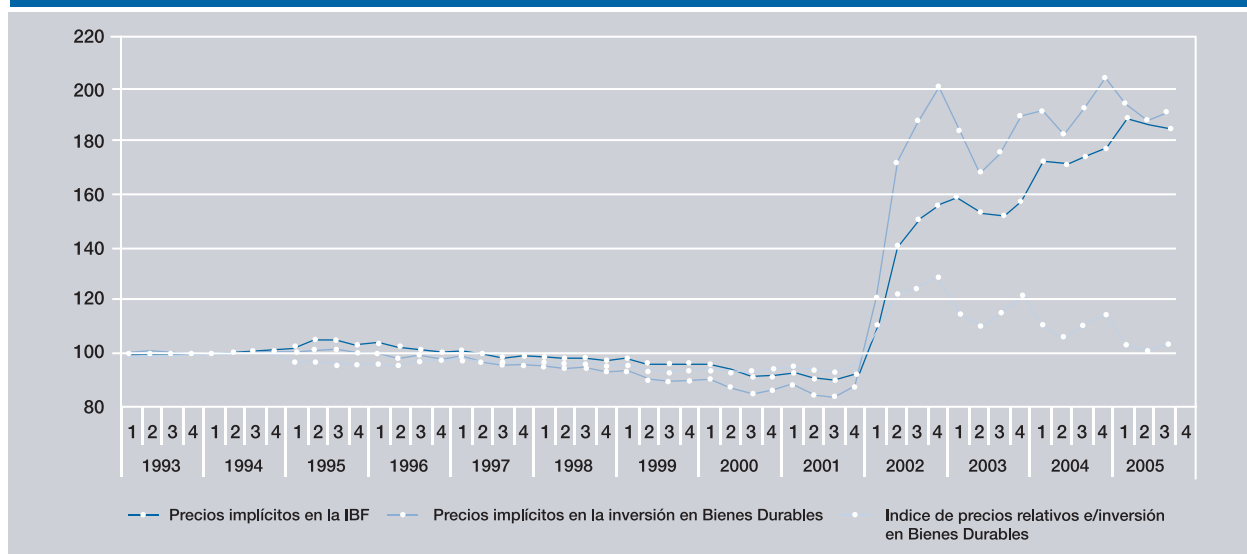


Gráfico 6b: Índices de precios implícitos en la Inversión en Bienes de Capital, la Inversión Bruta Fija (IBF) y de precios relativos entre inversión en Bienes de Capital e IBF (calculado sobre valores trimestrales en \$ corrientes y \$ constantes de 1993)



Por otro lado, si se observa la evolución de los precios implícitos en la IBF, a grandes rasgos se advierte una evolución similar a la del PBI (una sensible estabilidad desde 1993, un gran salto en los dos primeros trimestres de 2002 de 10% y 30% respectivamente y un posterior crecimiento de los precios implícitos, acumulado hasta el día de hoy un porcentaje de similar cuantía al del PBI).

Sin embargo una observación más atenta permite ver una ligera apreciación ^{xi} implícita en la IBF que llega hasta finales de 1995, momento en el que se inicia una depreciación que mantendrá los precios implícitos de la IBF ligeramente por debajo de la base del año 1993 hasta la salida de la Convertibilidad (ver gráfico 6). Desde 1993 hasta el último trimestre de 2001, en efecto, el índice de precios implícitos en la IBF acumuló

una caída de 10% y hasta entonces había mostrado una evolución siempre descendente. Este comportamiento evidencia que la depresión de la actividad inversora se adelantaba tres años al comienzo del derrotero descendente del PBI.

La evolución de los precios implícitos en el PBI con relación a los de la IBF ^{xii} está contenida en el índice de precios relativos entre IBF y PBI, de gran importancia para caracterizar la transformación del esfuerzo inversor en inversión real que realiza la economía argentina.

En la medida en que el nivel de precios implícitos en la IBF aumenta en relación a los precios implícitos en el PBI, una misma tasa de inversión ^{xiii} (que significa el mismo esfuerzo inversor

macroeconómico), resulta en una menor inversión real relativa ^{xiv}.

Esto se ve en la evolución del índice de precios relativos, que al caer desde 1993 hasta 2001 (ver gráfico 6), muestra un costo relativamente bajo de invertir durante la segunda mitad de los '90 y un pasaje brusco a la situación opuesta durante 2002, manteniéndose desde entonces aproximadamente 7% por encima del año base.

Del mismo modo, y a un nivel de mayor detalle, se puede advertir que el índice de precios relativos entre la inversión en bienes de capital e Inversión Bruta Fija, después del salto del 2002 empezó a descender. Esto explica que puede subir la inversión real en bienes de capital ^{xv} al tiempo que se mantiene aproximadamente constante su participación en términos corrientes (ver gráfico 6b).

La tasa de ahorro y el financiamiento externo

El financiamiento de la inversión tiene dos orígenes: el Ahorro Bruto Nacional y el Ahorro Externo ^{xvi}. Durante la mayor parte de la década de los '90, la inversión no llegaba a ser completamente financiada por el Ahorro Bruto Nacional (SBN); por lo tanto, la brecha de financiamiento se cubría con ahorro externo, principalmente a través de la cuenta capital (deuda). A lo largo de esa década, dicha brecha se expandió hasta alcanzar entre 4% y 5% del PBI ^{xvii} y fue fácilmente

financiada con ahorro externo ^{xviii} (ver gráfico 7).

Tras la crisis de 2001 la situación se invierte: el ahorro nacional pasó a superar el nivel de la inversión, dejando un excedente ^{xix} que alcanzó un máximo equivalente a 9% del PBI durante el primer trimestre del 2003.

Gráfico 7: Inversión Bruta Fija y Ahorro Bruto Nacional
(valores trimestrales en \$ corrientes)

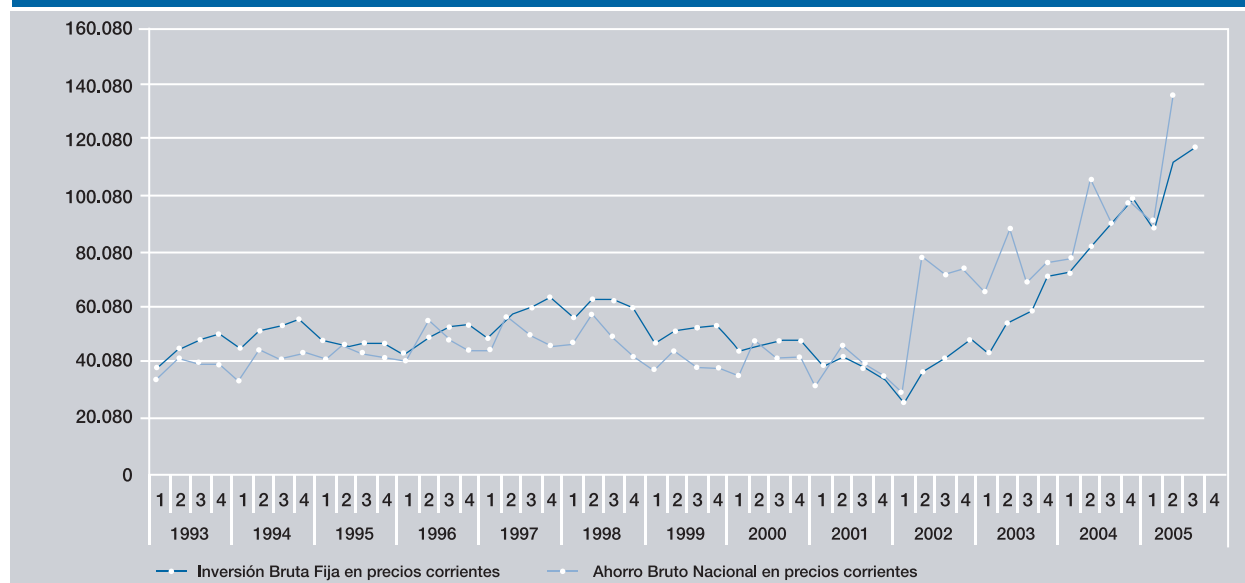
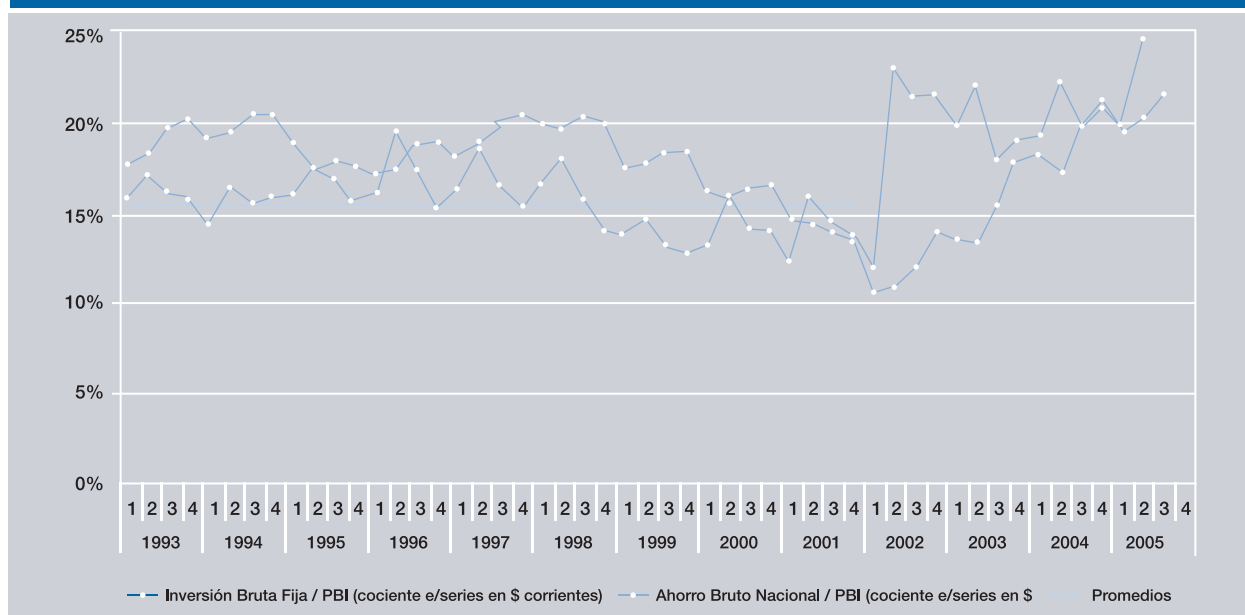


Gráfico 8: Inversión Bruta Fija y Ahorro Bruto Nacional como porcentaje del PBI
(calculado sobre valores trimestrales en \$ corrientes)



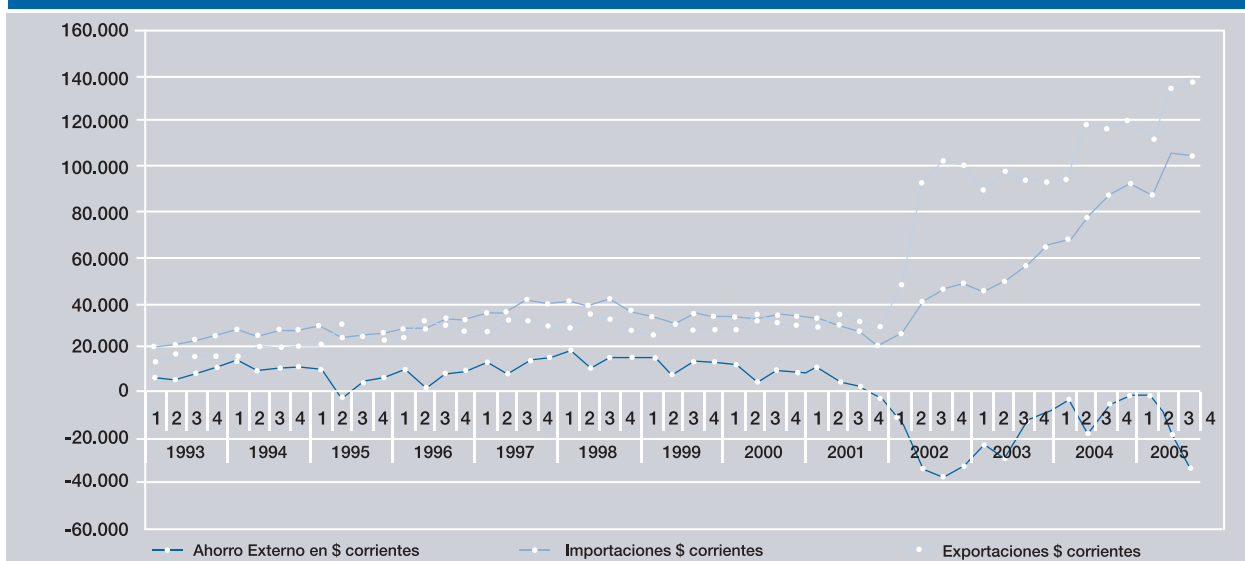
La fuerte recuperación del Ahorro Bruto Nacional desde la crisis obedece, en consecuencia, a la espectacular suba de la tasa de ahorro y al crecimiento del PBI reseñado más arriba. De los dos factores mencionados el primero es el más importante, porque es el que impulsa el Ahorro Bruto Nacional como porcentaje del PBI.

El crecimiento de la Tasa de Ahorro^{xx} no es gradual sino que se produce bruscamente entre el primer y segundo trimestre de 2002^{xxi} superando sus valores históricos

previos a la crisis (ver gráfico 8). Este cambio podría ser estructural ya que su permanencia en el tiempo es significativa. Por otro lado éstas son circunstancias históricamente particulares ya que el cambio en el nivel de la tasa de ahorro se produce al mismo tiempo en el sector privado y en el sector público y en proporciones semejantes.

Con relación a las fuentes de Ahorro Externo puede verse en el gráfico 9 que las exportaciones funcionaron

Gráfico 9: Exportaciones, Importaciones y Ahorro Externo
(calculado sobre valores trimestrales en \$ corrientes)



como un ariete que produjo un brusco empujón en los dos primeros trimestres de 2002, tras lo cual alcanzaron altos niveles que persisten en el tiempo. Las importaciones han respondido más lentamente, pero están mostrando un crecimiento inducido por el crecimiento del ingreso y la inversión. En función de esta dinámica, el superávit comercial ^{xxii} pasa de su “pico” de 2002 a cerca de la mitad ^{xxiii} en el tercer trimestre del 2005. Si al superávit comercial se le descuenta la remuneración a factores del exterior ^{xxiv} se ve que el margen es muy pequeño y que puede anularse fácilmente durante 2006. De esta manera, el exceso de Ahorro sobre la Inversión está cerca de desaparecer mientras las importaciones sigan creciendo a este ritmo, indicando que el periodo de ahorro excedente ^{xxv} puede

estar llegando a su fin.

Los dos puntos discutidos sobre el Ahorro Bruto Nacional y el Ahorro Externo implican límites a las posibilidades de una ampliación de la capacidad productiva mediante una Inversión Bruta Fija (IBF) creciendo a una tasa por encima del PBI: Las posibilidades de uso del Ahorro Externo para financiar la IBF se encuentran potencialmente limitados por la posibilidad de realizar importaciones de bienes de capital por encima de las exportaciones netas del resto de rubros ^{xxvi}. Las posibilidades de lograr un Ahorro Nacional suficientemente significativo para financiar mayor IBF dependen de que se mantengan tasas de ahorro superiores a las de la última década.

Conclusiones

En un clima de franca recuperación económica, todos los indicadores vinculados directamente con la recuperación de la inversión (Inversión Bruta Fija, PBI, Tasas de Inversión ^{xxvii}) muestran la contundencia del fenómeno.

Un análisis más detallado del periodo post-crisis nos permite evaluar las condiciones en las que se está realizando el esfuerzo inversor e incorporar algunos matices:

1) Desde comienzos de 2002 se observan precios de bienes y servicios destinados a la inversión relativamente más altos que los del resto de la economía. Esta sobrevaluación implica una inversión real algo menor al 22% que se calcula tomando precios corrientes; tomando precios constantes de 1993 la inversión alcanza 19% del PBI durante el tercer trimestre del 2005.

2) La participación de bienes de capital ha crecido dentro de la composición de la Inversión Bruta Fija, pero no alcanza aún los porcentajes que marcó durante los noventa.

3) La dependencia del ahorro externo no sólo ha desaparecido después de la crisis, sino que se ha producido un excedente de Ahorro Bruto Nacional por encima de las necesidades de financiar Inversión Bruta Fija. Este excedente se observa como un superávit de la cuenta corriente impulsado por exportaciones netas positivas récord y sólo moderadas por la remuneración a factores del exterior.

4) Las importaciones crecen a una tasa superior a la que lo hacen las exportaciones, reduciéndose así el saldo positivo de la cuenta corriente y el excedente de ahorro externo.

5) La Inversión Bruta Fija ha crecido mucho, pero el ahorro interno ha crecido más. La explicación es el brusco aumento de la tasa de ahorro doméstica.

Una evaluación balanceada de estos elementos nos lleva a las siguientes consideraciones:

- La inversión podría seguir creciendo hasta alcanzar, o incluso sobrepasar, sus niveles históricos más altos, dependiendo de la existencia de oportunidades de negocios y de la capacidad de los agentes locales para captarlas.
- Sin embargo debe considerarse que la posibilidad de financiar semejantes niveles de inversión está sujeta a la disponibilidad de Ahorro Total.
- El financiamiento con Ahorro Bruto Interno depende totalmente de la posibilidad de sostener la actual Tasa de Ahorro, que se encuentra en niveles históricos muy altos. Si se analiza la posibilidad de financiar la Inversión con Ahorro Externo el límite estará dado por las posibilidades de importar bienes de capital por encima de las exportaciones netas del resto de los rubros del comercio exterior.

Cabe plantearse entonces si es posible que la economía argentina continúe en la actual senda de altísimo crecimiento económico; aumento de capacidad productiva a tasas de inversión crecientes y reducción de su vulnerabilidad financiera mediante un gradual desendeudamiento externo.

Una respuesta fundada exigiría determinar si los fundamentos señalados pueden sostenerse en el tiempo y responder preguntas tales como: ¿Será capaz la economía argentina de mantener las actuales tasas de ahorro por encima de sus marcas históricas? ¿Si no lo fuera, qué medidas de política deberían tomarse para no hipotecar el potencial acoplamiento de Argentina a la economía mundial? ¿La composición de la inversión está suficientemente orientada a la producción? ¿Se lograrán

las exportaciones necesarias para obtener las divisas suficientes que financien la inversión manteniendo la actual política de desendeudamiento externo? ¿Es probable un shock externo debido a una caída brusca de los precios de nuestras exportaciones o el surgimiento de barreras para-arancelarias de magnitud? ¿Qué pueden hacer los actores locales para evitar los consecuentes shocks sobre la inversión o estar preparados para resolverlos de un modo no traumático?

Breve nota metodológica

Como indicador del nivel de actividad se ha empleado el Producto Bruto Interno (PBI) a precios de mercado.

La Inversión Bruta Fija (IBF) y el PBI tienen un comportamiento estacional. Para evitar los problemas que puede introducir la estacionalidad en los análisis de mediano o largo plazo, se procedió a desestacionalizar las series tomando medias móviles de las series trimestrales: se asigna a cada trimestre el valor promedio de los últimos cuatro trimestres.

Cuando se calculan tasas de variación se utilizan varias alternativas de cálculo: variación porcentual contra igual trimestre del año anterior de la serie original y desestacionalizada, a precios corrientes y en \$ constantes de 1993.

La tasa de inversión (IBF/PBI) se calcula como el cociente entre la Inversión Bruta Fija ambas tratadas del mismo modo (\$ corrientes o constantes de 1993, series originales o desestacionalizadas), es decir:

IBF valuada en \$ corrientes / PBI valuado en \$ corrientes (ambas series originales)

IBF valuada en \$ corrientes / PBI valuado en \$ corrientes (ambas series desestacionalizadas)

IBF valuada en \$ constantes de 1993 / PBI valuado en \$ constantes de 1993 (ambas series originales)

IBF valuada en \$ constantes de 1993 / PBI valuado en \$ constantes de 1993 (ambas series desestacionalizadas)

Los índices de precios implícitos en el PBI fueron calculados como:

$100 \times \text{PBI valuado en \$ corrientes} / \text{PBI valuado en \$ constantes de 1993}$ (ambas series originales)

$100 \times \text{PBI valuado en \$ corrientes} / \text{PBI valuado en \$ constantes de 1993}$ (ambas series desestacionalizadas)

Los índices de precios implícitos en la IBF fueron calculados como:

$100 \times \text{IBF valuada en \$ corrientes} / \text{IBF valuada en \$ constantes de 1993}$ (ambas series originales)

$100 \times \text{IBF valuada en \$ corrientes} / \text{IBF valuada en \$ constantes de 1993}$ (ambas series desestacionalizadas)

Los índices de precios relativos entre IBF y PBI fueron calculados como:

$100 \times \text{Índice de precios implícitos en la IBF} / \text{Índice de precios implícitos en el PBI}$ (ambos índices s/series originales)

$100 \times \text{Índice de precios implícitos en la IBF} / \text{Índice de precios implícitos en el PBI}$ (ambos índices s/series desestac.)

- i Ver el cálculo de los distintos indicadores en las notas metodológicas.
- ii Esa caída llega a 45% si se considera la inversión valuada a precios corrientes.
- iii Durante lo peor de la crisis el sistema había acumulado inconsistentes regulaciones, se había expuesto a riesgosos vacíos legales y adoptado muy originales convenciones contables creadas ad-hoc, no resultantes de una meditada táctica para superar la crisis sino del imperio de la urgencia.
- iv La inversión crece tanto en términos corrientes como en pesos constantes de 1993.
- v Se define a la tasa de inversión como el cociente entre la Inversión Bruta Fija (IBF) y el Producto Bruto Interno (PBI). Ver nota metodológica.
- vi Ver nota anterior y/o anexo metodológico.
- vii Hacemos esta distinción ya que la componente de Construcciones dentro de la Inversión Bruta Fija puede estar destinada a turismo, sistemas de almacenamiento, transporte, instalaciones industriales, etc., pero no identificable con una actividad productiva específica.
- viii Bienes compuestos por “Máquinas y Equipos” y “Material de Transporte”. El resto de la Inversión Bruta Fija está compuesto por Construcciones.
- ix Medido mediante el cociente entre Inversión en Bienes de Capital y el total de la Inversión Bruta Fija, valuados a precios corrientes.
- x Medido mediante el cociente entre Inversión en Bienes de Capital y el total de la Inversión Bruta Fija, valuados a precios constantes de 1993.
- xi Apreciación menor al 5% que alcanza su pico entre los años 1995 y 1996.
- xii Ver notas metodológicas
- xiii Calculada como IBF/PBI a precios corrientes, ver notas metodológicas
- xiv Una inversión real menor a la que hubiera correspondido a la misma tasa de inversión si no hubieran cambiado los precios.
- xv Medido por el cociente entre la Inversión en Bienes de Capital y la Inversión Bruta Fija, ambas a precios constantes de 1993.
- xvi Conceptos de Cuentas Nacionales.
El Ahorro Bruto Nacional es aquella parte del Ingreso Bruto Nacional (PBI – Remuneración de los factores del exterior) que no es destinada al consumo y por lo tanto se ahorra.
El Ahorro Externo esta compuesto por los ahorros del resto del mundo y que pueden financiar Inversión local. El Ahorro Externo puede calcularse a partir de los resultados de la Balanza de Pagos. Las importaciones, neteadas de las exportaciones constituyen el rubro más importante del Ahorro Externo.
El Ahorro Bruto Total es la suma del Ahorro Nacional y el Ahorro Externo.
La Tasa de Ahorro es el Ahorro Bruto Nacional sobre el PBI.
- xvii Resultado tomando medias móviles. Tomando valores trimestrales la brecha alcanzó valores mayores.
- xviii El espacio que separa ambas curvas puede interpretarse como el Ahorro Externo.
- xix Este excedente corresponde a un ahorro externo negativo.
- xx Tasa de ahorro medida como Ahorro Bruto Nacional / PBI a precios corrientes en términos porcentuales.
- xxi La Tasa de Ahorro pasa de 12% en el primer trimestre de 2002 a 23% en el segundo
- xxii Exportaciones menos importaciones.
- xxiii Se pasa de un pico de cerca de \$ 26.000 millones a \$8.000 millones en el tercer trimestre de 2005.
- xxiv Remesas de utilidades y pagos de intereses contraídos con agentes del exterior.
- xxv Si existe un excedente de Ahorro Nacional sobre las necesidades de inversión, no hay necesidad de recurrir al Ahorro Externo: Este último es negativo. Si en cambio el Ahorro Nacional no cubre las necesidades de financiamiento de la Inversión, debe recurrirse al uso de Ahorro Externo (positivo).
- xxvi Neteados de remuneración a factores del exterior
- xxvii Todos estos indicadores en sus diferentes variantes de cálculo a precios constantes de 1993 o precios corrientes, considerando valores trimestrales o suavizados mediante medias móviles anuales de valores trimestrales muestran una clara e inequívoca recuperación.

ofrece una selección de trabajos analíticos sobre temas fundamentales de la agenda pública nacional, en un formato breve y orientado al público general.

PENT, a través de esta serie de publicaciones aporta una perspectiva académica independiente, que sirve para generar políticas viables, consensuadas e informadas, tendientes a fortalecer las instituciones argentinas y las perspectivas de desarrollo del país.

© **Fundación PENT**

Los juicios y opiniones expresados en los documentos de trabajo de la Fundación PENT son exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen a la institución que los publica.

Propietario: **PENT Fundación** | Director: **José María Ghio**

Un puente hacia el progreso

PENT es una fundación independiente, apartidaria y sin fines de lucro creada en Julio de 2002 para promover el bien común y el fortalecimiento de la democracia.

Su misión es contribuir con ideas y propuestas al diseño de estrategias para el progreso de la Argentina y su mejor inserción en el mundo.

Ofrece una mirada de largo plazo a los problemas estructurales del país.

Trabaja por el fortalecimiento de la calidad y el desempeño de nuestras instituciones.

Propicia una inserción exitosa en la economía mundial y la recuperación de la cohesión socioeconómica interna.

Brinda respuestas interdisciplinarias desde lo social, lo económico y lo político-institucional, con un fuerte énfasis en la política pública.

Busca - a través de nuestras investigaciones, publicaciones y actividades - incentivar y enriquecer el debate público comprometido, destinado a construir consensos y a influir en la toma de decisiones de una amplia audiencia.

Creando puentes

- entre investigadores y tomadores de decisiones
- entre el corto y el largo plazo
- entre lo público y lo privado
- entre la Argentina y el mundo

