

II. Macroeconomía en recuperación: la Argentina post-crisis

Oscar Cetrángolo, Daniel Heymann y Adrián Ramos

Resumen

Este capítulo se centra especialmente en la recuperación que siguió a la aguda crisis del fin de la convertibilidad, en una descripción analítica que comienza con una enumeración de las particularidades que la distinguen de otras fases similares, frecuentes en la inestable economía argentina. Al respecto, en un marco de un intenso crecimiento del producto, se destacan aspectos relacionados con el sostenimiento del tipo de cambio alto para todo el período, la importancia del crecimiento de las exportaciones y la coexistencia de superávits fiscal y comercial que permitieron, aún con una demanda interna creciente, mantener un nivel alto de ahorro.

Una segunda parte destaca ciertos aspectos del comportamiento macroeconómico: la descripción de primeros signos de repunte, la evolución de las decisiones de inversión y la búsqueda de autonomía por parte del Estado, entre otros. Finalmente, se analizan ciertas perspectivas abiertas durante el período estudiado en relación a temas como la inflación, la inversión de largo plazo y el ahorro necesarios, destacando especialmente la necesidad de una convergencia gradual hacia una trayectoria sostenible de cantidades y precios.

1. Introducción

Así como fue intensa la crisis de la economía argentina a fines de la década pasada y comienzos de ésta, también lo ha sido la posterior reacción. La crisis manifestó inconsistencias en las decisiones previas, públicas y privadas, en un proceso que llevó a una generalizada ruptura de contratos y promesas, bruscas caídas en producción e ingresos y considerables redistribuciones de riqueza. Si bien hubo signos de desorganización económica, en el lapso de algunos meses se fueron recomponiendo los mecanismos de intercambio y producción. Más adelante, se conformó una prolongada y rápida expansión. En el transcurso de esta fase expansiva, se fueron generando nuevas preguntas sobre los comportamientos que facilitarían el tránsito hacia un sendero de

crecimiento sostenido, en que se potencie la acumulación de recursos productivos y se atienda también a las cuestiones distributivas. En esta “búsqueda de la tendencia”, se plantearon cuestiones acerca de instrumentos y criterios de gestión, que permitieran conciliar flexibilidad ante contingencias con previsibilidad sobre horizontes de tiempo ampliados.

La crisis asociada con la ruptura del régimen de la convertibilidad ha sido extensamente discutida.¹ Este trabajo se concentra en la recuperación. En la sección siguiente, se describen rasgos particulares de la etapa de expansión, asociados con aspectos salientes de la macroeconomía del período. La tercera sección presenta comentarios sobre preguntas y disyuntivas que se fueron planteando a lo largo de esa expansión. En la última sección, se esbozan algunas perspectivas sobre el funcionamiento macroeconómico.

2. Características de la recuperación

La recuperación de la economía argentina, luego del colapso de la convertibilidad a fines de 2001, presentó ciertas particularidades que la distinguen de otras fases de tipo similar registradas en la historia económica del país. Esas características corresponden a rasgos de comportamiento específicos, que se comentan más adelante.

a) Fluctuación comparativamente intensa

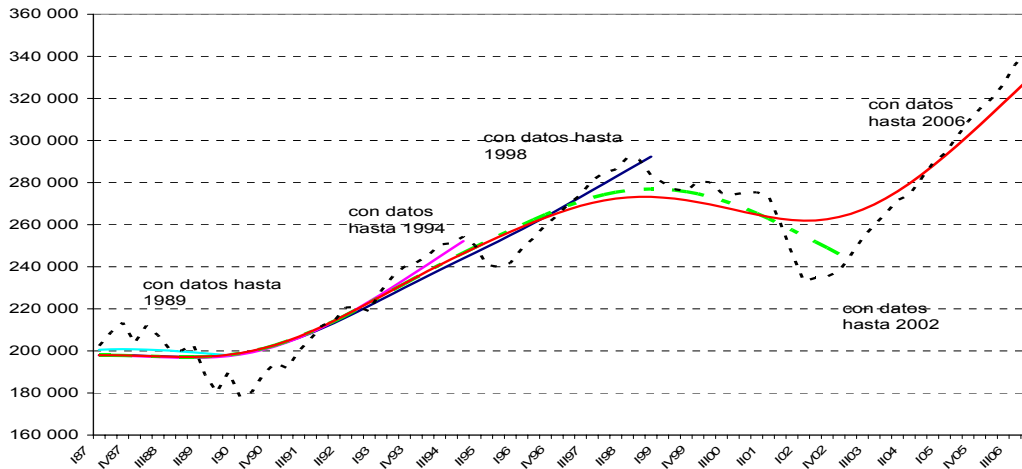
Los ciclos de la actividad en la Argentina no corresponden a la imagen de vaivenes transitorios alrededor de una tendencia lineal bien definida. Las tendencias mismas (indicadas, por ejemplo, por los usuales “filtros” interpoladores) marcan visibles cambios en la velocidad y, aun, en el signo, de sus movimientos. Indicadores de niveles tendenciales del producto en un determinado momento muestran revisiones considerables, cuando se las recalcula utilizando datos posteriores a ese momento (véase gráfico II.1).

Las fluctuaciones de los años recientes se destacan por su amplitud aún dentro de una experiencia de aguda volatilidad macroeconómica. De hecho, tanto la recesión asociada con el régimen de la convertibilidad, como la posterior recuperación se encuentran entre las más intensas de la historia del país en más de un siglo, dentro de un conjunto de episodios que abarca la crisis de 1890, la contracción durante la primera guerra mundial, la depresión de los años treinta y la perturbación hiperinflacionaria de finales de los ochenta. Si la medición se efectúa sobre el PIB por habitante (a efectos de tener en cuenta los grandes diferenciales de los ritmos de incremento de la población a lo largo del intervalo de tiempo), la caída de la actividad entre 1998 y 2002 es de magnitud comparable a la observada luego de 1929, y solo ligeramente menor a la de 1890-1891. Recíprocamente, la recuperación 2002-2007 (suponiendo para este último año un crecimiento similar a las proyecciones de consenso) ha sido la segunda mayor en el conjunto de episodios, contando sobre un período de cinco años tras el mínimo cíclico, con una suba del PIB per cápita superior a aquélla registrada en el conjunto de la larga expansión 1963-1974. En una comparación entre el nivel de actividad transcurridos cinco años luego del mínimo y aquél registrado en el máximo anterior (de manera de que los incrementos se midan “netos” del repunte

¹ Véase, por ejemplo: Damill y Frenkel (2003), Fanelli (2002), Fanelli y Heymann (2002), Galiani, Heymann y Tommasi (2003), Hausmann y Velasco (2002), Heymann (2006), Machinea (2002), Mussa (2002), Perry y Servén (2002), Powell (2002).

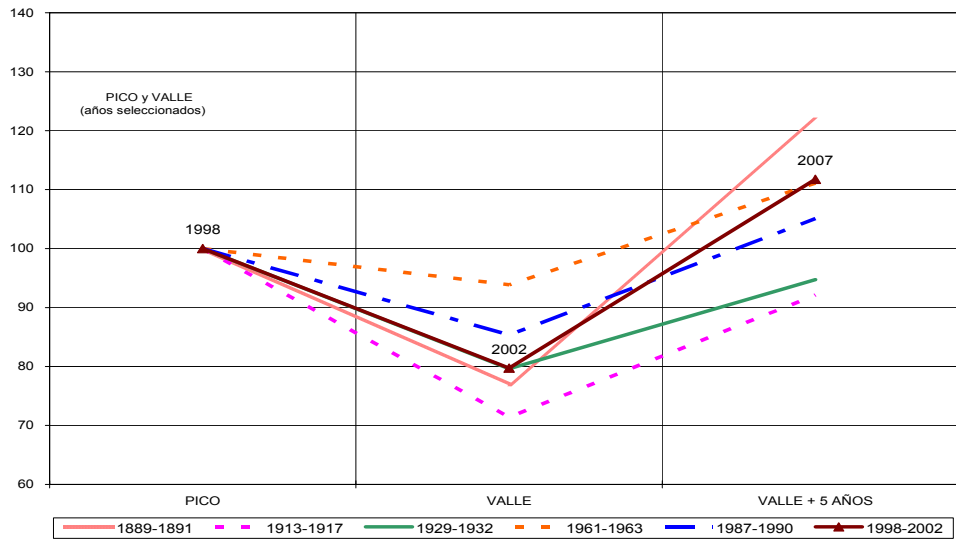
hasta alcanzar los valores previos) también se aprecia que la expansión en curso ha sido comparativamente intensa² (véase gráfico II.2).

GRÁFICO II.1
PIB A PRECIOS CONSTANTES. ESTIMACIONES DE TENDENCIA HP



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

GRÁFICO II.2
PRODUCTO POR HABITANTE. FASES CÍCLICAS



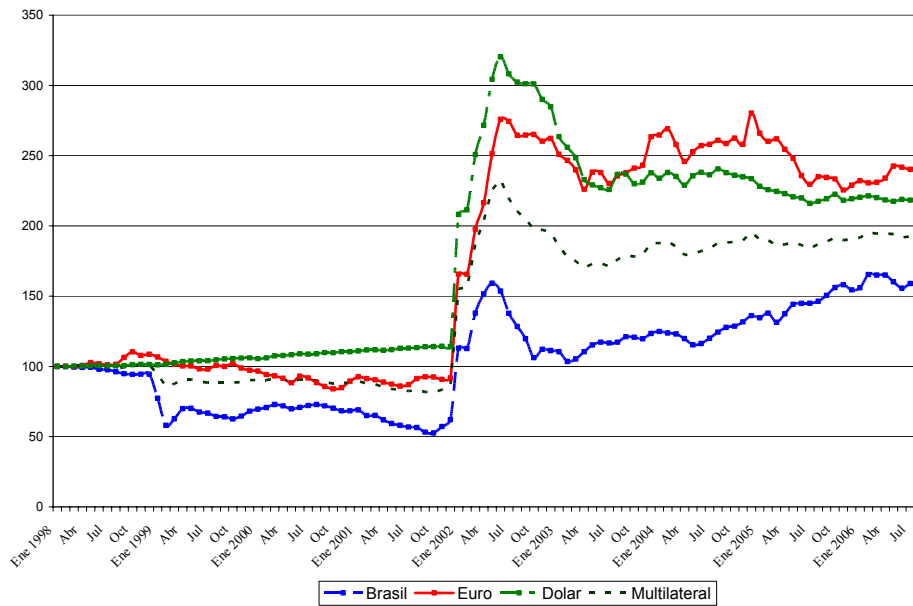
Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

² Esta evolución pone en debido contexto a los apelativos aplicados a la recuperación como mero rebote (en algunas ocasiones calificado como “de gato muerto”; véase Hanke, 2003; Forbes, 2005; Zarazaga, 2006). Como ilustración de otra experiencia de salida de crisis, la recesión chilena de 1981-1983 implicó una caída del PIB total de 16,5% (magnitud similar a la de la recesión argentina); cinco años luego del mínimo, el nivel de actividad agregado era 10,7% superior al máximo anterior (alrededor del 22% en el caso considerado en el texto).

b) Devaluación real y tipo de cambio comparativamente alto

La recuperación estuvo asociada con una marcada descompresión del gasto interno, a partir de los muy bajos niveles del pozo de la crisis. También fue expansiva la demanda externa, que absorbió mayores volúmenes a precios más altos. Al mismo tiempo, el tipo de cambio real permaneció en valores históricamente elevados tras la devaluación (gráfico II.3). La configuración de una demanda interna en rápido aumento, mejoras en los términos del intercambio externo y altos precios reales de las divisas, marcó la evolución macroeconómica del período y determinó temas destacados de política económica.

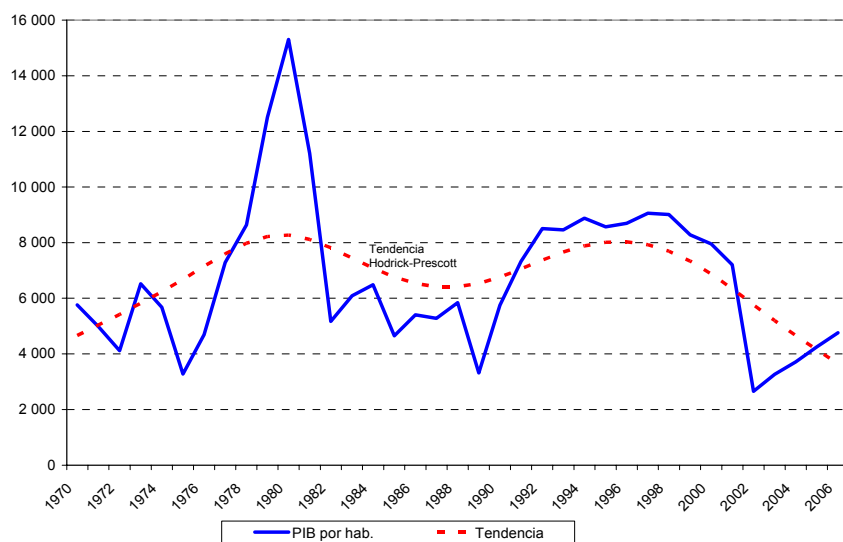
GRÁFICO II.3
TIPO DE CAMBIO REAL
(Índice enero 1998=100)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

El efecto combinado de las variaciones del tipo real de cambio y de la actividad real se aprecia en los movimientos del PIB medido en dólares (gráfico II.4). No obstante la recuperación de la actividad real por encima de los máximos previos, el poder de compra del producto en términos de esa moneda (corregido por las variaciones del IPC de EE.UU. para facilitar la comparación en el tiempo) siguió siendo inferior a los promedios históricos.

GRÁFICO II.4
PIB PER CÁPITA EN DÓLARES DE 2000 Y TENDENCIA HP

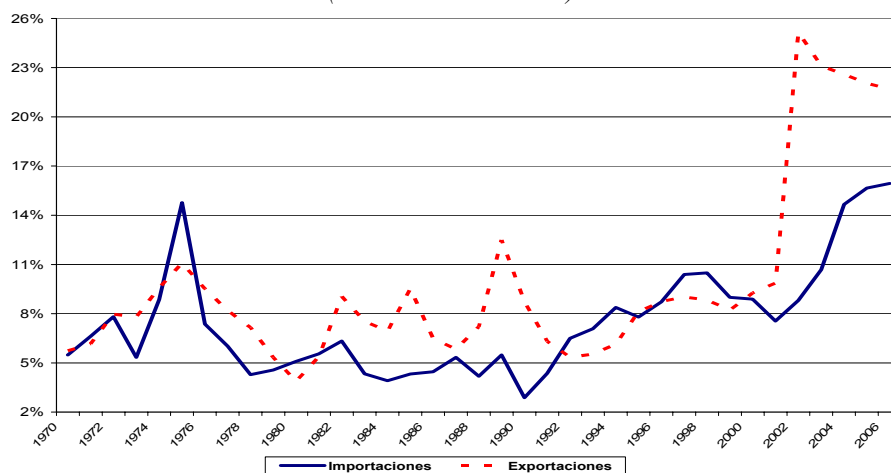


Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

c) Mayor peso del comercio exterior en la oferta y demanda agregada

La evolución de precios y cantidades aludida repercutió en el fuerte cambio en la participación del comercio exterior en los agregados macroeconómicos (gráfico II.5). Así, tanto las importaciones como, sobre todo, las exportaciones, alcanzaron valores en relación al producto netamente más altos que sus registros históricos. La estructura del gasto agregado a precios corrientes reflejó también este fenómeno. En 1998, las exportaciones de bienes y servicios representaron un 15% del consumo privado (10% en 1993); para 2006, el coeficiente superaba el 40%. Ese abrupto incremento manifestó el crecido peso de las exportaciones en la generación de ingresos (parte de los cuales fueron captados por el sector público a través de la aplicación de derechos) y como fuente directa e indirecta de demanda.

GRÁFICO II.5
COEFICIENTES DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES A PIB
(En dólares corrientes)

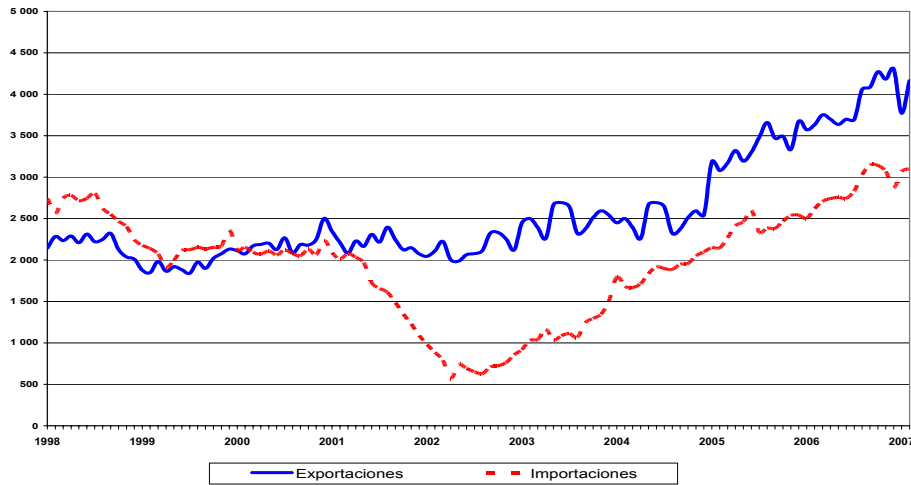


Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

d) Superávit comercial y mayores volúmenes de exportación

La holgura externa en un contexto de rápida expansión fue una característica saliente del período, y contrastó marcadamente con anteriores episodios. El empuje de las exportaciones permitió que se mantuviera un apreciable excedente comercial a pesar del intenso repunte de la demanda por importaciones (gráfico II.6).

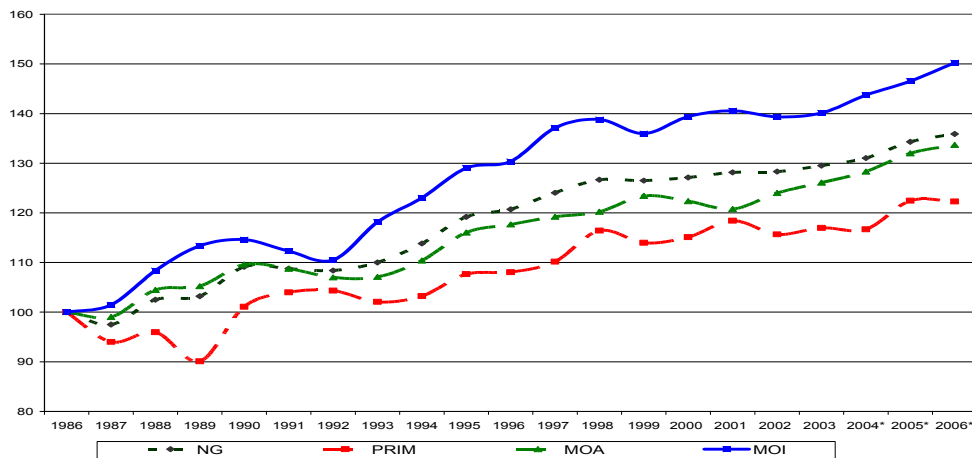
GRÁFICO II.6
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES MENSUALES
(En millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

El comportamiento de las exportaciones resultó, por un lado, de la continuación de una tendencia creciente de los volúmenes, tras una interrupción en el lapso 1998-2002 y, por otro, de mejoras en los precios. Las cantidades exportadas fueron elevándose en el último par de décadas (con un aumento de 350%, o 7,8% anual, entre 1986 y 2006), y mostraron oscilaciones menos intensas que las de la actividad interna (gráfico II.7).

GRÁFICO II.7
EXPORTACIONES
(Índices de calidad)



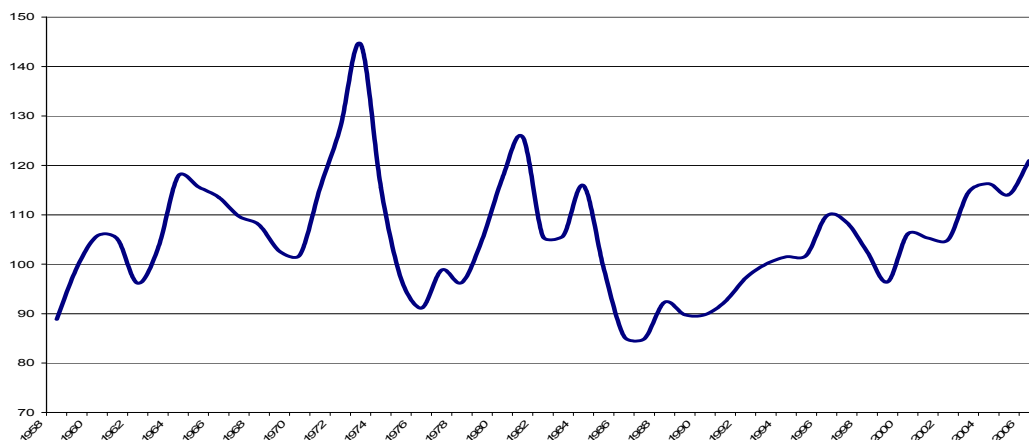
Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

Los aumentos de exportaciones en el período reciente fueron especialmente marcados -tanto en valores como en volúmenes- en las manufacturas de origen agropecuario, y también resultaron significativos en bienes manufacturados de origen industrial. En términos de la contribución al incremento agregado de valores vendidos a lo largo del período, entre los productos primarios se destacaron las subas en mineral de cobre; las observadas en aceites y subproductos de la industria oleaginosa, y en las carnes dentro de las MOA, y los automotores, productos químicos y plásticos y las manufacturas de metales en las MOI. Asimismo, hubo alzas considerables en las ventas de carburantes. Estos rubros dieron cuenta de más de la mitad de la variación agregada en el valor exportado sobre el intervalo 2001- 2006 (Bianco, Porta y Vismara, 2007). Por otro lado, se observaron incrementos porcentuales significativos en bienes agroindustriales como productos lácteos, derivados del azúcar, preparados de hortalizas y frutas, y bebidas. De la misma manera, se observó un aumento significativo de las exportaciones de servicios reales, en rubros como turismo (que se recuperó con fuerza luego de una retracción en 2002) y servicios empresariales y de computación (que en conjunto rondaron los 1 500 millones de dólares en 2006, comparados con alrededor de 500 millones a comienzos de la década).

e) Mayores términos del intercambio

La suba de los términos de intercambio aportó al mantenimiento del superávit comercial. Así, aunque el saldo físico positivo del comercio exterior fue disminuyendo a partir de niveles extremadamente altos,³ los valores del excedente fueron sostenidos por los efectos de precios. Los términos del intercambio alcanzaron niveles altos en una comparación histórica (gráfico II.8).

GRÁFICO II.8
TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO
(Índice base 1993=100)

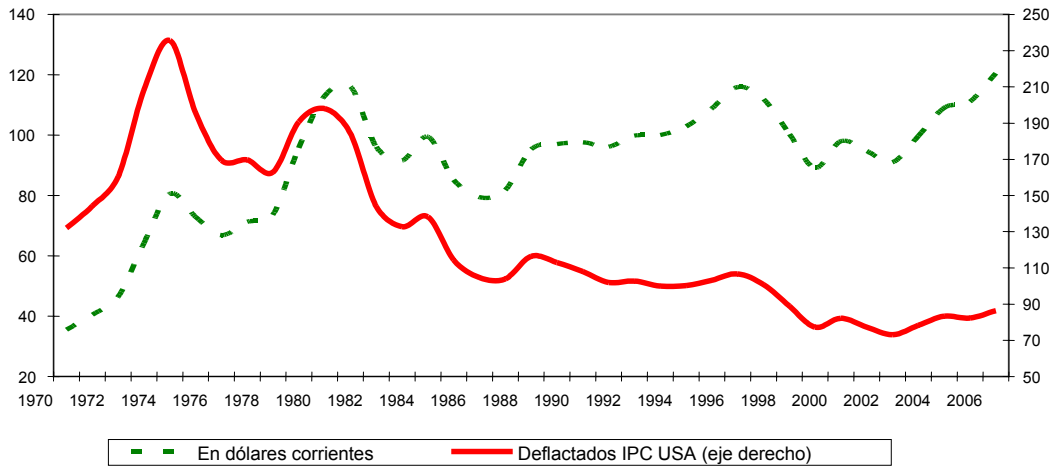


Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

El repunte de los precios de exportación fue significativo (gráfico II.9); sin embargo, si se corrige por la inflación internacional (indicada por ejemplo por el IPC de EE.UU.), los valores de 2006 fueron todavía más bajos que a mediados de la década previa. Esto se compensó con la caída observada en ese intervalo en los precios medios de importación, no obstante los aumentos de los últimos años.

³ El saldo comercial en bienes y servicios, medido a precios constantes, fue cerca de 8% del PIB en 2002, y de 2% en 2006; este resultado positivo contrastaba de todos modos con los déficit registrados durante la década previa.

GRÁFICO II.9
PRECIOS DE EXPORTACIÓN
(Índices base 1993 = 100)

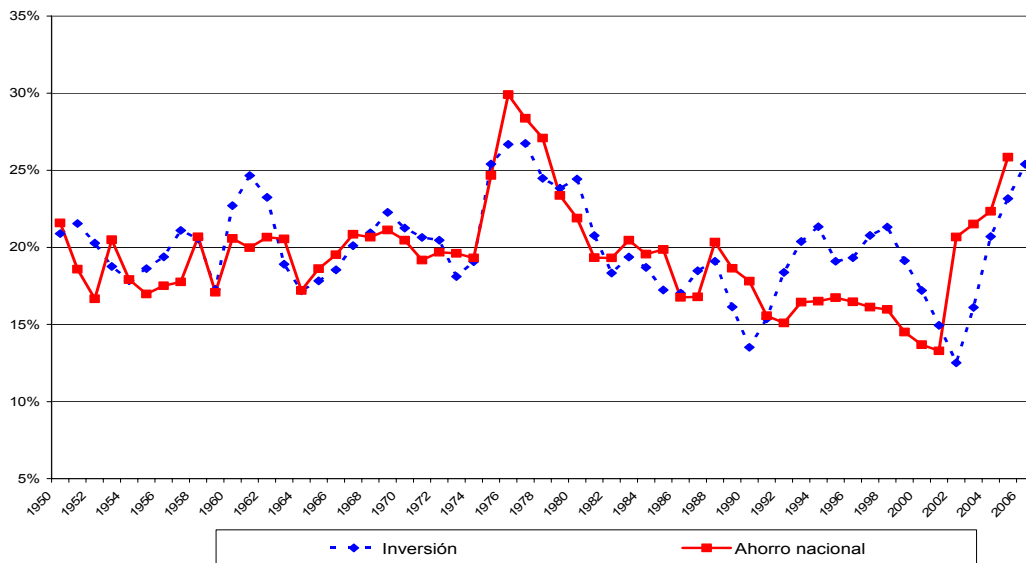


Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

f) Inflexión y superávit en la cuenta corriente del balance de pagos

En el período de crisis, la inversión mostró una abrupta caída. Al mismo tiempo, en 2002, se observó un salto en la tasa de ahorro, asociado con una masiva salida de capitales. Durante la recuperación, el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos se mantuvo superavitario, es decir que, en el agregado, el repunte de las inversiones fue financiado con holgura por el ahorro nacional. Ese comportamiento fue netamente distinto del observado en la fase expansiva de comienzos de los noventa, donde se combinaron alzas en la inversión con coeficientes de ahorro inferiores a los del lapso previo, que resultaron en una rápida transición de superávit a déficit en la cuenta corriente (gráfico II.10).

GRÁFICO II.10
AHORRO NACIONAL E INVERSIÓN
(A precios corrientes, porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

Desde el punto de vista de los flujos del balance de pagos, los resultados de la cuenta corriente reflejaron el impacto de amplios cambios, tanto en los movimientos comerciales como en los vinculados con los retornos sobre activos y deudas (véase el cuadro II.1). El vuelco de la cuenta corriente entre 1998 y 2002 (de más de 23 mil millones de dólares, holgadamente más de 15% del PIB de 1998) se asoció en gran medida con el agudo descenso de las importaciones. Por su parte, el sostenimiento del superávit en 2002-2006 tuvo como base principal el fuerte incremento de las exportaciones (explicado en proporciones similares por movimientos de precios y cantidades), con contribuciones significativas de la reducción del déficit por intereses (resultante de las reestructuraciones de deuda que tuvieron lugar en el período)⁴ y del saldo menos negativo de los servicios reales; estos efectos compensaron la suba de las importaciones y de las utilidades y dividendos sobre inversiones extranjeras en el país. En el período 1998- 2006 en su conjunto, la gran inflexión de la cuenta corriente reflejó sobre todo, el impacto de las exportaciones de mercancías (en este lapso, con un mayor peso del efecto de volúmenes) y, en menor grado, de los intereses y los servicios reales; en cambio, tanto las importaciones de bienes como las utilidades de las empresas radicadas en el país se elevaron con respecto a los valores del máximo cíclico de la década anterior.

CUADRO II.1
CONTRIBUCIONES AL CAMBIO DE LA CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE DE PAGOS
(Variaciones en miles de millones de dólares)

	1998-2002	2002-2006	1998-2006
Cuenta Corriente	23,2	-0,7	22,5
Exportaciones	-0,8	20,9	20,1
Importaciones	21,1	-24,1	-3,1
Servicios reales	2,9	0,5	3,4
Intereses	-2,6	6,6	4,0
Utilidades y dividendos	2,5	-4,5	-1,9

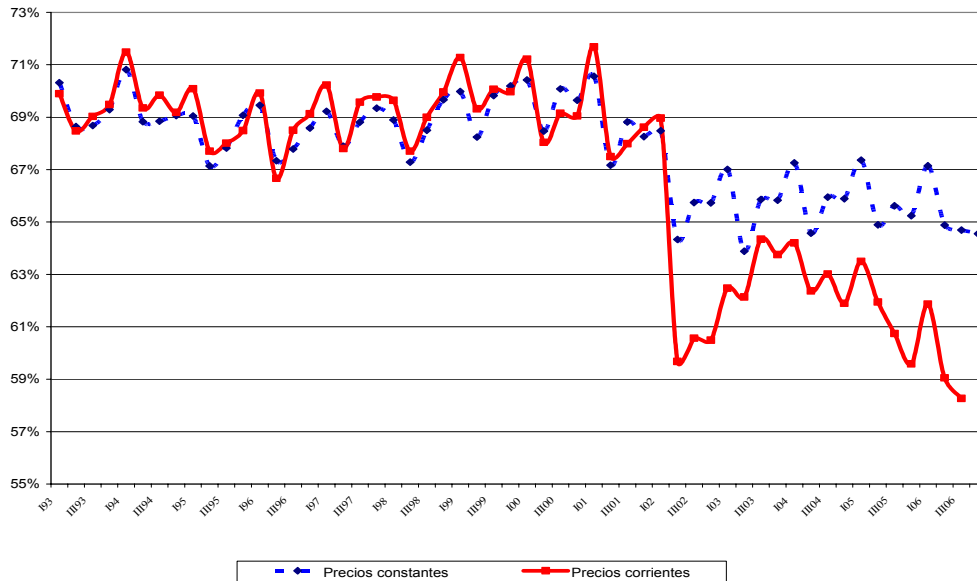
Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

g) Tasas de ahorro comparativamente altas y recuperación de la inversión

Un fenómeno relevante del período fue el sostenimiento del ahorro privado luego de la crisis. En ésta se contrajo abruptamente el consumo, aun más que el producto. Durante la recuperación repuntó marcadamente el consumo, pero a un ritmo que no superó al del nivel de actividad. Así, la relación de consumo a PIB (sobre todo en la medición a precios corrientes, pero también a precios constantes) permaneció bien por debajo de los registros de la década anterior (gráfico II.11). A esto se agregó la contribución del ahorro público (véase más adelante), de manera que los coeficientes de ahorro mostraron valores históricamente altos, aunque menores que aquéllos de países con procesos de intensa acumulación de activos.

⁴ Dado que las estadísticas del balance de pagos registran movimientos devengados, esa reducción aparece en el ítem de intereses en el momento en que se formalizó la re-estructuración, aunque los pagos por servicios de los títulos sujetos a canje se hubieran interrumpido previamente, al declararse el *default*. Por otro lado, las mediciones de los flujos de intereses y de los *stocks* de deuda (pública y externa) excluyen a los *holdouts*, o sea a los títulos que, por decisión de los tenedores, no formaron parte de la operación de canje.

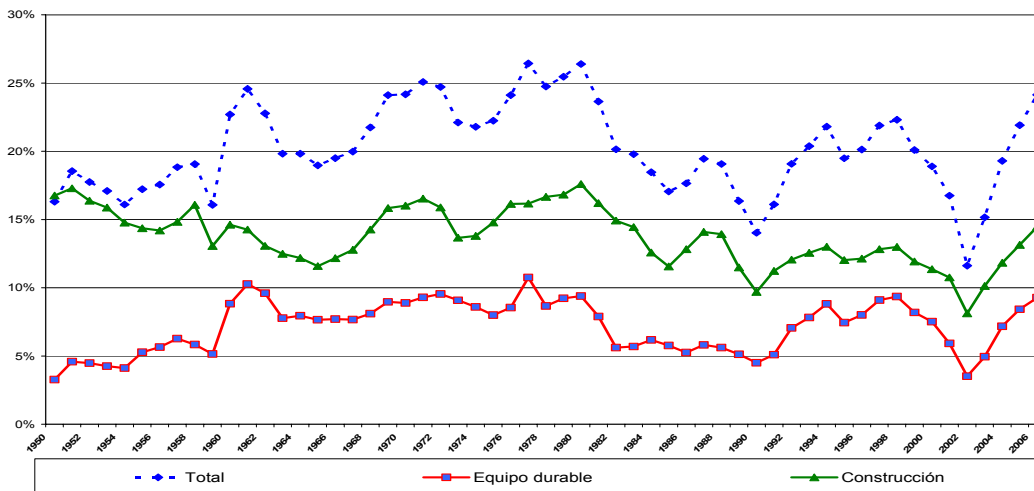
GRÁFICO II.11
CONSUMO PRIVADO
(Porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

En la evolución de las tasas de inversión a precios corrientes, operó el aumento de precios de los bienes de equipo tras la devaluación. De cualquier forma, también se apreció una considerable reanimación en los volúmenes, especialmente en la construcción, pero asimismo en el equipo durable de producción. En el promedio de 2006, el coeficiente de inversión en maquinarias y equipos de transporte a PIB a precios constantes, aunque sin llegar a los niveles máximos previamente alcanzados, registraba valores comparativamente elevados dentro de la serie (gráfico II.12).

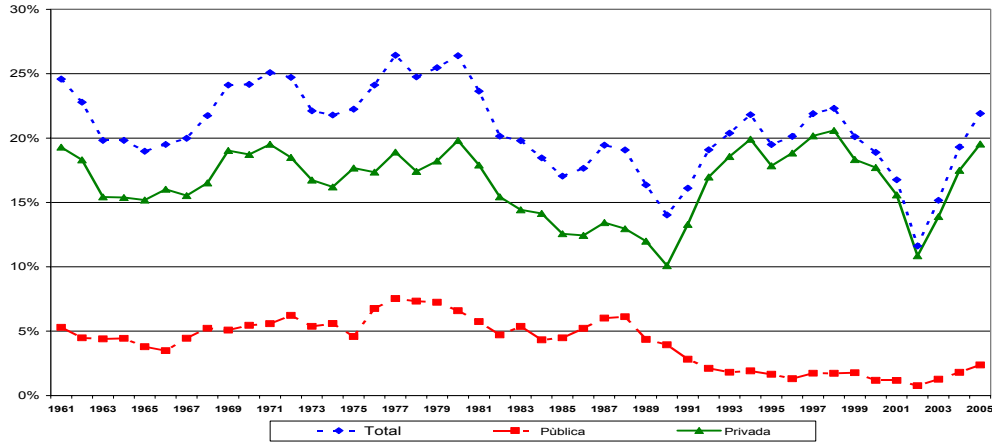
GRÁFICO II.12
TASA DE INVERSIÓN A PRECIOS CONSTANTES
(Porcentaje del PIB, índice Tornqvist)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

La recuperación de la inversión se manifestó en aquella generada por el sector privado y, con gran intensidad a partir de muy reducidos niveles, en la que llevó a cabo el sector público (gráfico II.13).

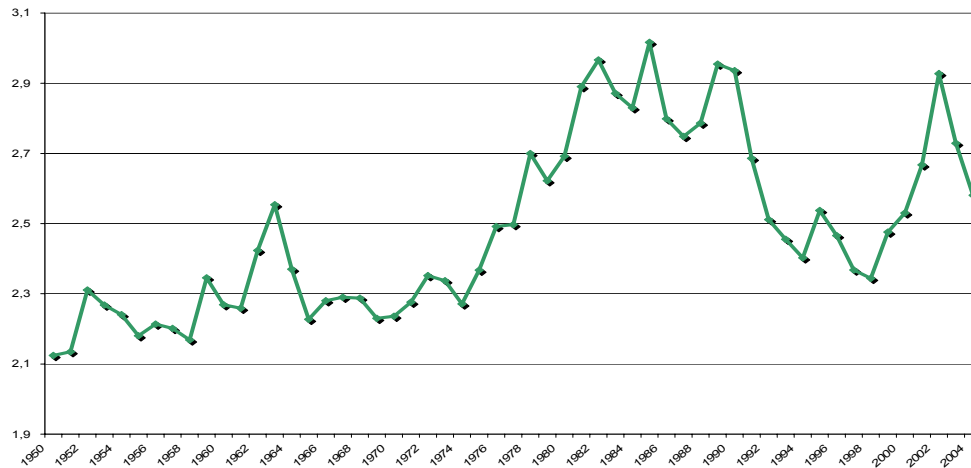
GRÁFICO II.13
TASA DE INVERSIÓN POR TIPO DE COMPRADOR EN ARGENTINA



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

Los movimientos de la inversión y del nivel de actividad implicaron una disminución de la relación capital-producto respecto del mínimo cíclico. Hacia 2006, ese coeficiente mostraba valores similares a los de períodos expansivos de la década previa (gráfico II.14).

GRÁFICO II.14
RELACIÓN CAPITAL PRODUCTO EN ARGENTINA
(Capital neto)



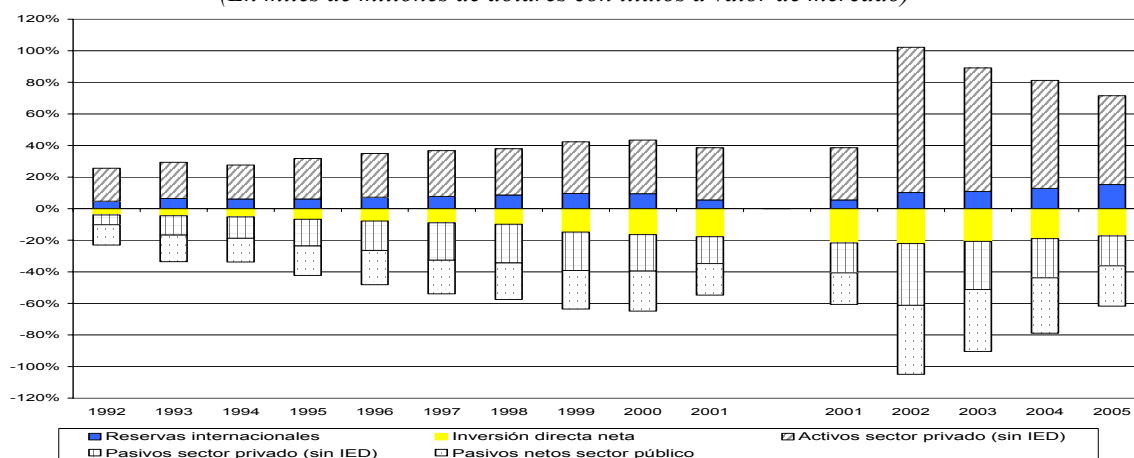
Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

h) Cambios en la posición patrimonial externa

La acumulación de superávit en la cuenta corriente del balance de pagos y las quitas a raíz de renegociaciones de deuda (especialmente aquella del sector público) se reflejaron en una modificación apreciable de la posición externa. Por otra parte, varió la estructura de activos y pasivos, mientras que la depreciación real incrementó el poder de compra interno de las

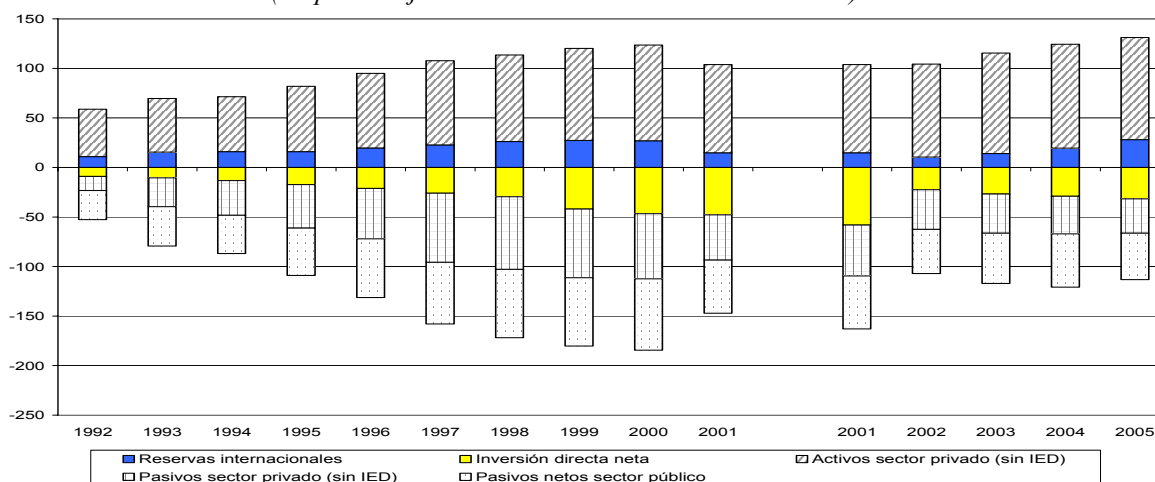
cantidades denominadas en moneda extranjera. Se observaron, en particular, caídas en la deuda externa del gobierno (si bien ésta siguió siendo apreciable como proporción del PIB), mientras que los activos financieros del sector privado contra el exterior permanecieron en valores muy significativos, aunque fueron reduciendo su significación relativa al producto al aumentar el valor de éste en términos de dólares (gráficos II.15 y II.16).

GRÁFICO II.15
POSICIÓN DE LA INVERSIÓN INTERNACIONAL
(En miles de millones de dólares con títulos a valor de mercado)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

GRÁFICO II.16
POSICIÓN DE LA INVERSIÓN INTERNACIONAL
(En porcentaje del PIB con títulos a valor de mercado)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

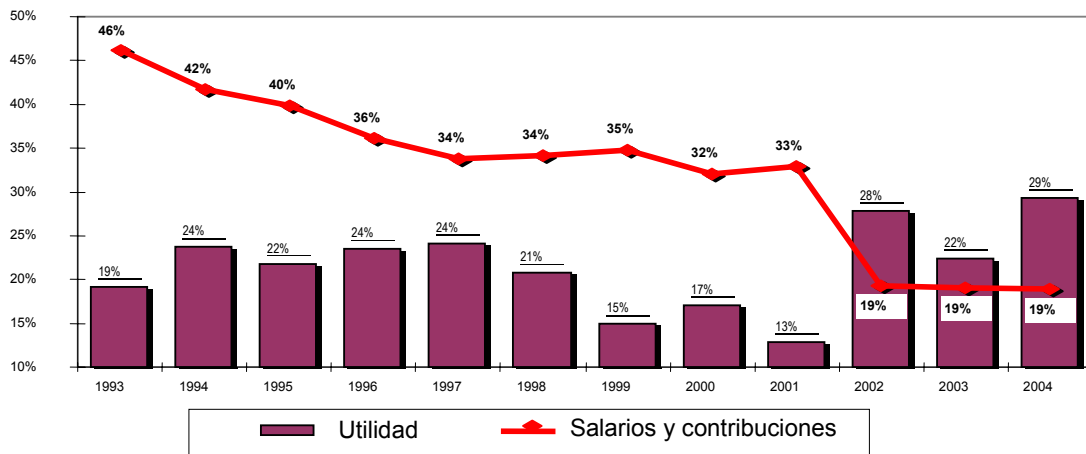
Nota: a partir de diciembre de 2001, la deuda externa del sector privado no financiero se estima en función del relevamiento del BCRA.

i) Revaluaciones de activos, condiciones de liquidez fluidas

La crisis de 2001/2002 trastocó el conjunto de relaciones financieras y contractuales y, en primera instancia, estuvo asociada con un agudo reforzamiento de restricciones de liquidez, que se manifestó en la intensa retracción de la demanda. Al mismo tiempo, la devaluación incrementó

bruscamente el valor de los activos externos líquidos del sector privado (de altos ingresos), mientras que la conversión a pesos de préstamos bancarios licuó deudas de empresas y familias. La reducción en términos reales de los flujos de servicios sobre obligaciones internas se combinó con un aumento de los márgenes para mejorar los flujos de caja de las firmas (gráfico II.17). Esto facilitó la auto-financiación de la actividad, en un contexto de estrechez en la oferta de crédito.

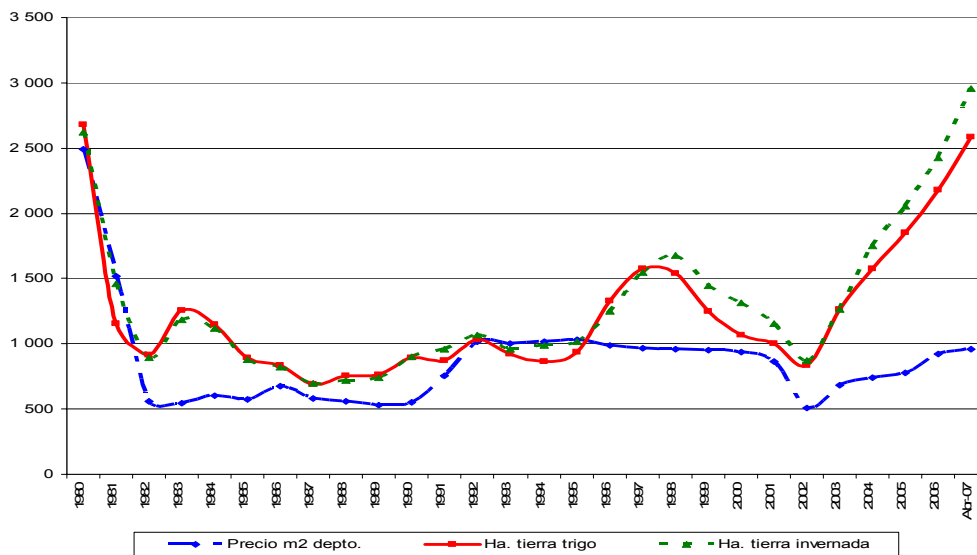
GRÁFICO II.17
GRANDES EMPRESAS
(Porcentaje del valor agregado)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

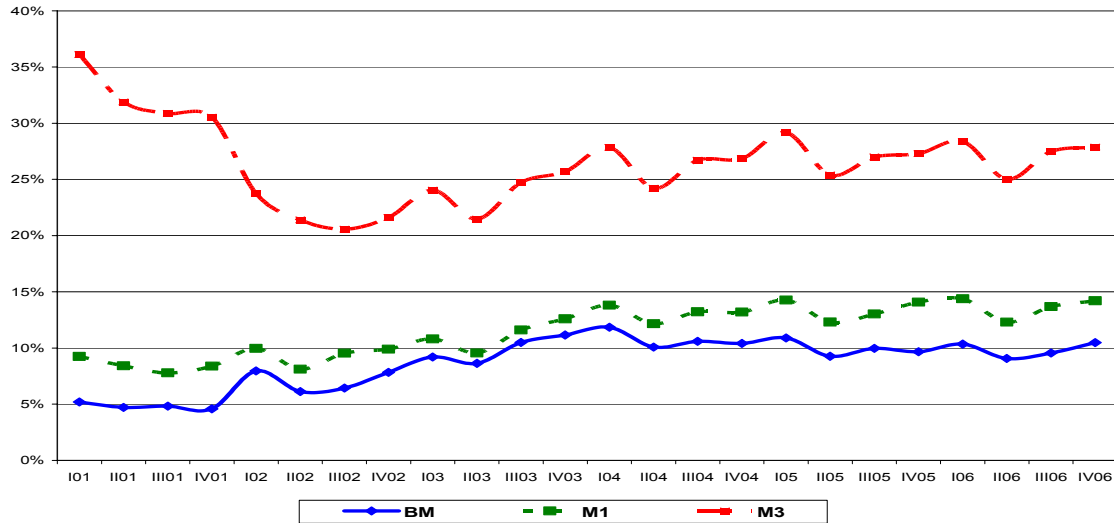
Por otro lado, a lo largo de la recuperación se observaron amplias subas del valor de activos como los inmuebles, rurales y urbanos que, en ciertos casos, llegaron a superar los niveles previos a la crisis (gráfico II.18).

GRÁFICO II.18
PRECIOS DE LOS INMUEBLES RURALES Y URBANOS
(En dólares de 2000)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

GRÁFICO II.19
AGREGADOS BIMONETARIOS. COEFICIENTES DE LIQUIDEZ

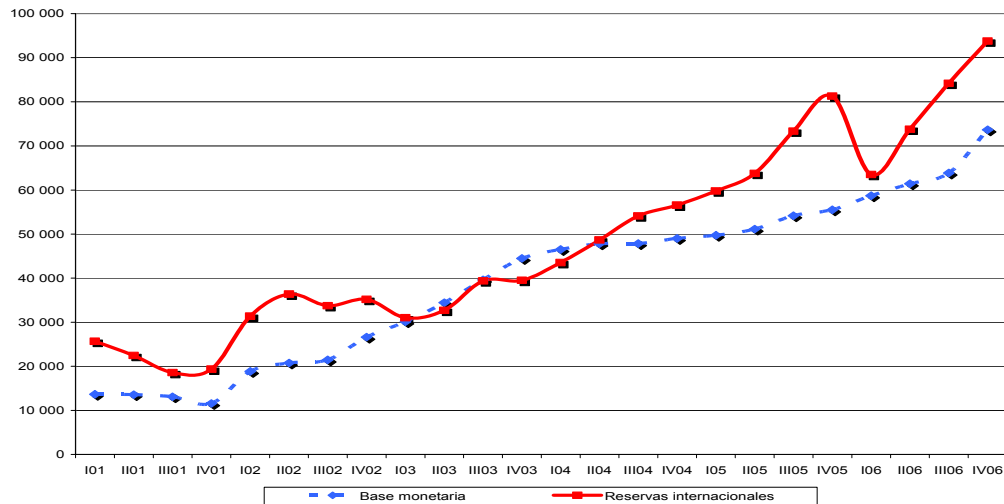


Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

Nota: BM = Circulación monetaria + Depósitos entidades financieras en BCRA; M1 = Billetes y monedas + Cuentas corrientes (hasta IV01 incluye cuentas corrientes en dólares); M3 = M1+ Cajas de ahorro y Plazo Fijos (hasta IV01 incluye cajas de ahorro y plazo fijo en dólares).

La pesificación de los depósitos disminuyó en forma apreciable el valor en dólares de esos activos pero, al irse restableciendo la disponibilidad de los recursos, a medida que se fueron levantando las restricciones al uso de fondos en los bancos, las tenencias de liquidez en moneda nacional quedaron en niveles considerables. Por otro lado, el sector privado manifestó una sostenida demanda de activos líquidos internos, mientras que el valor nominal del producto aumentaba con rapidez. El señoreaje asociado con la expansión de la demanda por base monetaria, y la colocación de deuda por el Banco Central tuvieron como contrapartida una cuantiosa acumulación de reservas (gráficos II.19 y II.20).

GRÁFICO II.20
RESERVAS Y BASE MONETARIA
(En millones de pesos)



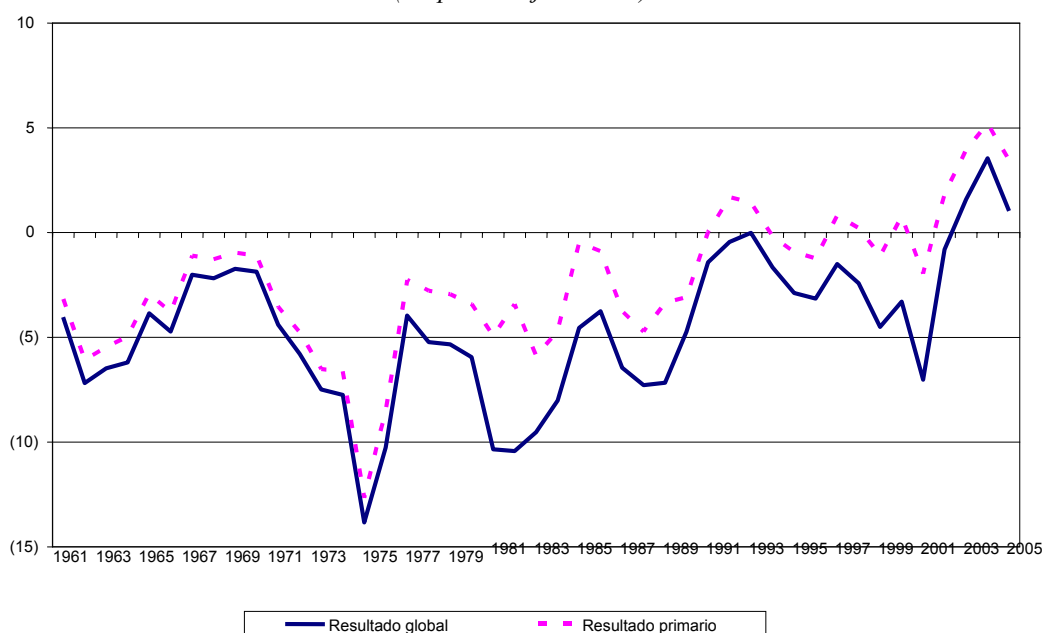
Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

La conversión a pesos de activos y pasivos bancarios implicó una gran emisión de deuda pública. Sin embargo, la interrupción de pagos sobre los pasivos pre-existentes, primero, y la reducción y postergación de obligaciones, después, se combinaron con la generación de superávit primarios de manera que el sector público operó sin tensiones financieras.

j) Superávit fiscales y reestructuración de la deuda pública

La evolución de los flujos fiscales reflejó modificaciones de comportamiento, así como una prolongación de tendencias que se venían definiendo desde un par de décadas atrás y que, con grandes altibajos, habían implicado ajustes en las necesidades de financiamiento del sector público (gráfico II.21). Véase, por ejemplo, Carciofi (1990) y Cetrángolo y otros (1997). La generación de considerables superávit primarios y de excedentes financieros fue una característica destacada del período, que alcanzó tanto a las cuentas de la Nación como las provinciales (si bien la evolución de las cuentas consolidadas estuvo influida de manera determinante por el comportamiento del sector público nacional).

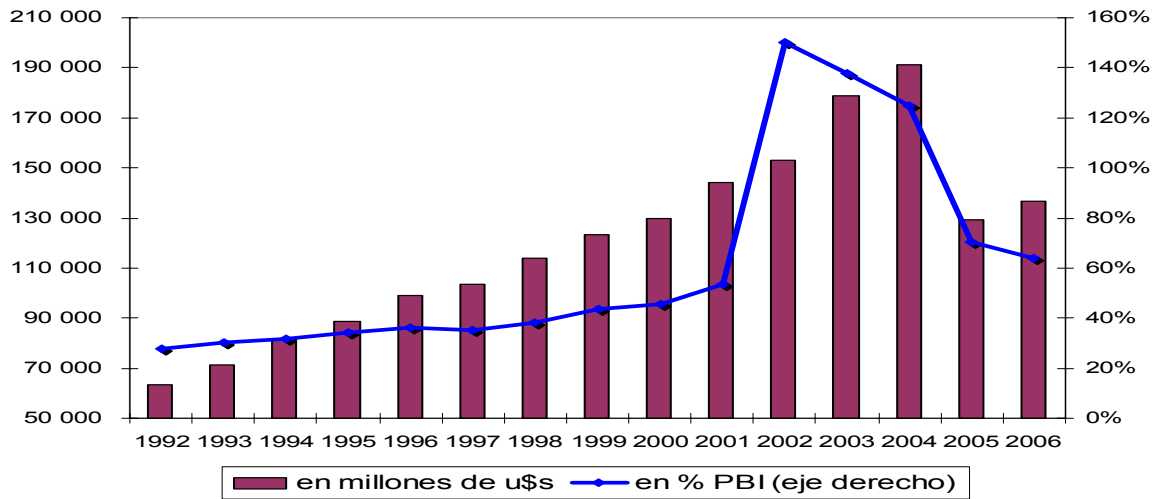
GRÁFICO II.21
RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO
(En porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

Por otro lado, tras un proceso no exento de tensiones, el gobierno reestructuró su deuda instrumentada en bonos, de un modo que alivió los flujos de pagos futuros. Las percepciones acerca de la mayor solidez financiera del sector público se reflejaron en valores decrecientes, hasta niveles históricamente bajos, de las primas de riesgo incorporadas en los rendimientos de los nuevos títulos (gráfico II.22).

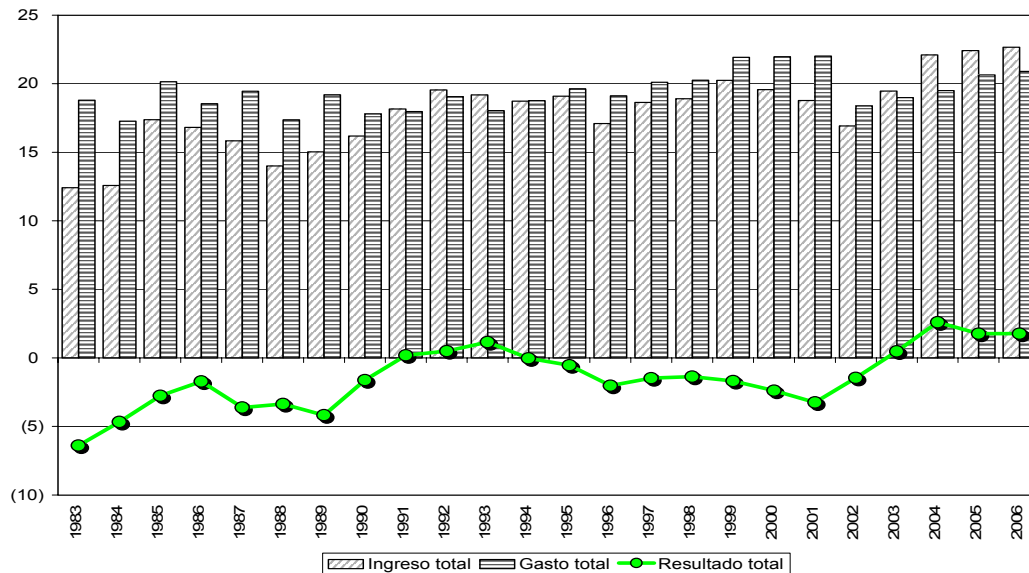
GRÁFICO II.22
DEUDA PÚBLICA NACIONAL



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

En un principio, la mejoría en los resultados fiscales en el ámbito nacional se originó en una caída del gasto como proporción del producto, que contrarrestó la merma en los recursos. Dentro de las erogaciones, se destacó la caída en el valor relativo de los pagos al personal y de las transferencias previsionales, que se mantuvieron en términos nominales frente a un súbito aumento del monto del producto en pesos corrientes, y de los intereses de la deuda pública. Esas reducciones permitieron generar un superávit primario significativo, pese a la debilidad de la recaudación y a la introducción de un programa de asistencia para paliar los efectos sociales de la crisis (gráfico II.23).

GRÁFICO II.23
INGRESOS Y GASTOS DEL GOBIERNO NACIONAL 1983 – 2006
(En porcentaje del PIB)



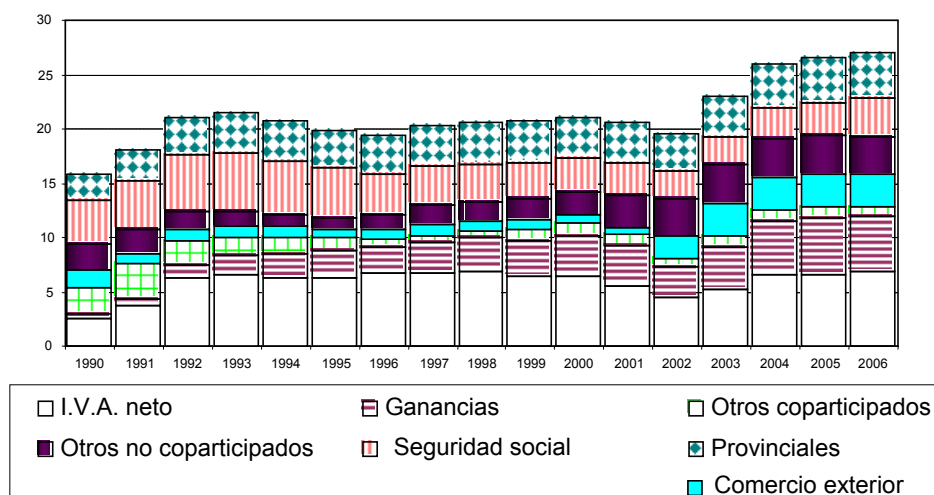
Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

En los estados provinciales, el mantenimiento de los salarios en términos nominales (una parte sustancial de las erogaciones se destina al pago de los mismos), los acuerdos alcanzados con el gobierno nacional en relación al ordenamiento de los pasivos, y los mayores ingresos (tanto por transferencias desde la Nación como por una creciente recaudación de impuestos provinciales), en conjunto, dieron margen para una recomposición de las cuentas fiscales durante los primeros años posteriores a la crisis.

k) Mayor recaudación impositiva

Una vez iniciada la recuperación, el comportamiento fiscal estuvo definido por un crecimiento de los ingresos más rápido que el considerable incremento de los gastos. Así, se registraron récords históricos en la relación de impuestos a PIB: la recaudación del gobierno nacional llegó a superar en cerca de cinco puntos del producto al máximo anterior, ubicado en la primera parte de los noventa. Los impuestos a las exportaciones y aquéllos aplicados sobre los débitos bancarios (ambos se destinan casi exclusivamente al tesoro nacional) contribuyeron de manera importante a la suba de los ingresos (en conjunto, representaron más de 4,5% del PIB en 2004). La presión tributaria consolidada, incluyendo a las provincias, alcanzó un máximo de 27,3% del PIB en 2006 (gráfico II.24). El sostenido crecimiento en la imposición tradicional -dada por el IVA, los impuestos sobre ganancias e ingresos y los gravámenes sobre la nómina salarial- reflejó el incremento de la actividad interna, y una regularización tributaria que se conformó a la presunción de que las acciones para reforzar la administración tributaria son más efectivas durante fases de expansión económica (Cetrángolo y Sabaini, 2007).

GRÁFICO II.24
RECURSOS TRIBUTARIOS TOTALES (1990 – 2006)
(En porcentaje del PIB)



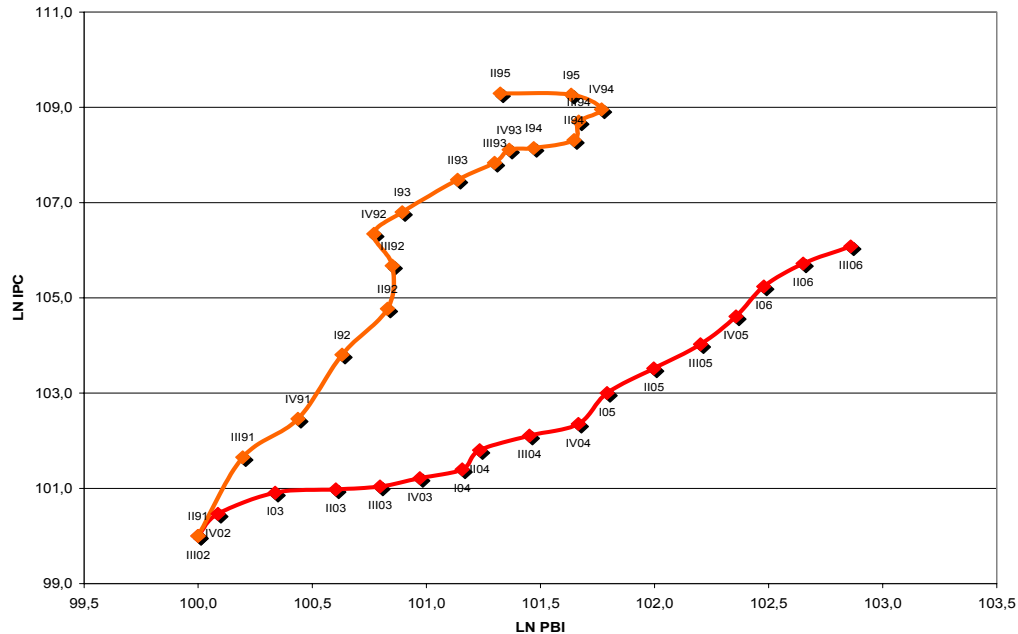
Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

l) Reacción de oferta comparativamente elástica, pero sostenidos aumentos de precios

La intensa retracción de la actividad durante la crisis implicó un alto grado de ociosidad de los recursos productivos, reflejado en reducidos coeficientes de utilización de capital y muy elevadas tasas de desempleo. Por otro lado, pese a la abrupta devaluación, las variaciones de precios y las expectativas inflacionarias se morigeraron netamente al interrumpirse la devaluación nominal de

la moneda hacia mediados de 2002; de manera que se observó un relativamente leve traslado del impacto cambiario. La siguiente recuperación de la actividad mostró una evolución de los precios nominales moderada en comparación, por caso, con la observada en la expansión de comienzos de los años noventa (gráfico II.25). Esta respuesta elástica de cantidades se asoció probablemente con la mencionada disponibilidad de recursos y con la apreciación nominal de la moneda, que fue significativa entre mediados de 2002 y de 2003.

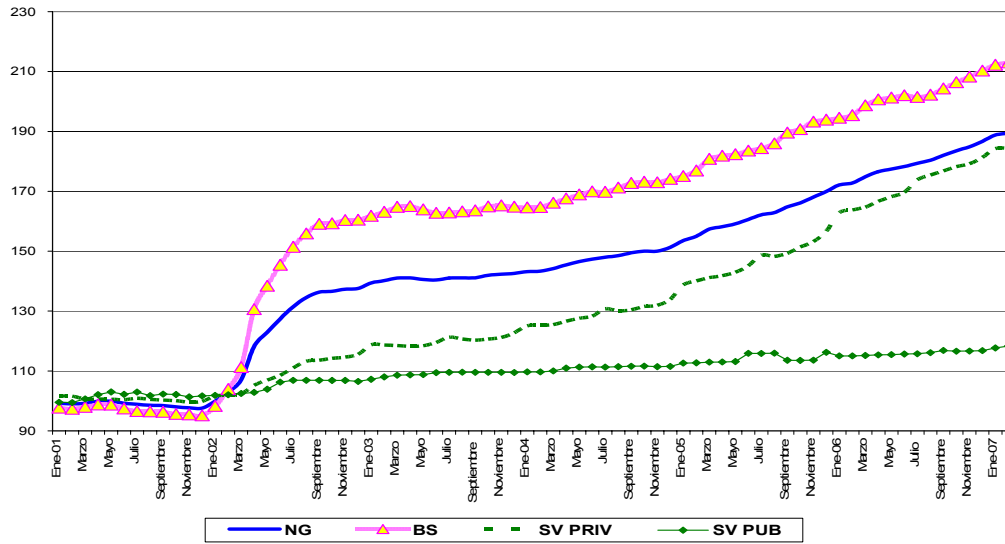
GRÁFICO II.25
NIVELES DE PRODUCTO Y PRECIOS
(En logaritmos)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

Sin embargo, la tasa de aumento de precios se fue incrementando durante la fase expansiva, y se ubicó en el orden del 10% anual en 2006. Ese proceso fue liderado por los servicios privados, en consonancia con el rápido crecimiento de la demanda, con deslizamientos también en los precios de bienes (incluyendo aquéllos ligados al comercio exterior, productos primarios e importados), mientras que variaron lentamente los precios de servicios regulados (gráfico II.26). La evolución período a período de la tasa de inflación se fue convirtiendo en un foco de atención por parte del público y de las autoridades. El gobierno aplicó impuestos y subsidios y acciones para influir directamente sobre la formación de precios. En el transcurso de 2007, fueron motivo de discusión las modificaciones metodológicas en el cálculo de los índices de precios.

GRÁFICO II.26
PRECIOS AL CONSUMIDOR
(Índice 1999=100)

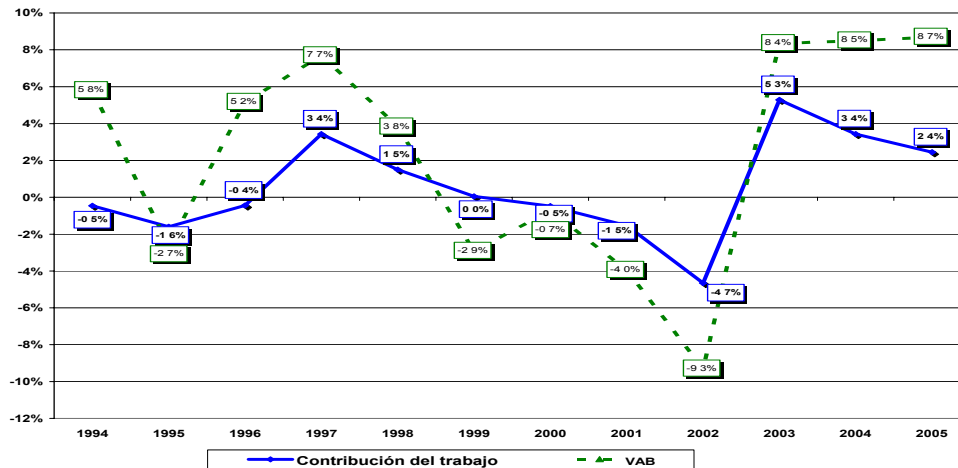


Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

m) Incremento apreciable de la demanda de trabajo

Un rasgo de la expansión fue la fuerte reacción de los niveles de empleo, a partir de reducidos valores, y a salarios reales que, inicialmente bajos, se fueron recuperando, especialmente en el sector privado formal. La mayor demanda de trabajo absorbió las subas en la fuerza laboral y permitió que la tasa de desocupación se redujera a los menores niveles desde mediados de la década anterior. Computando contribuciones al crecimiento de la manera tradicional, las variaciones del empleo dieron cuenta de una parte significativa de los movimientos en el producto (en el orden de la mitad en 2003, y algo más de la cuarta parte en 2005) (Beccaria, 2007). Véase gráfico II.27.

GRÁFICO II.27
VARIACIÓN DEL VALOR AGREGADO Y CONTRIBUCIÓN DEL TRABAJO
(En porcentaje)



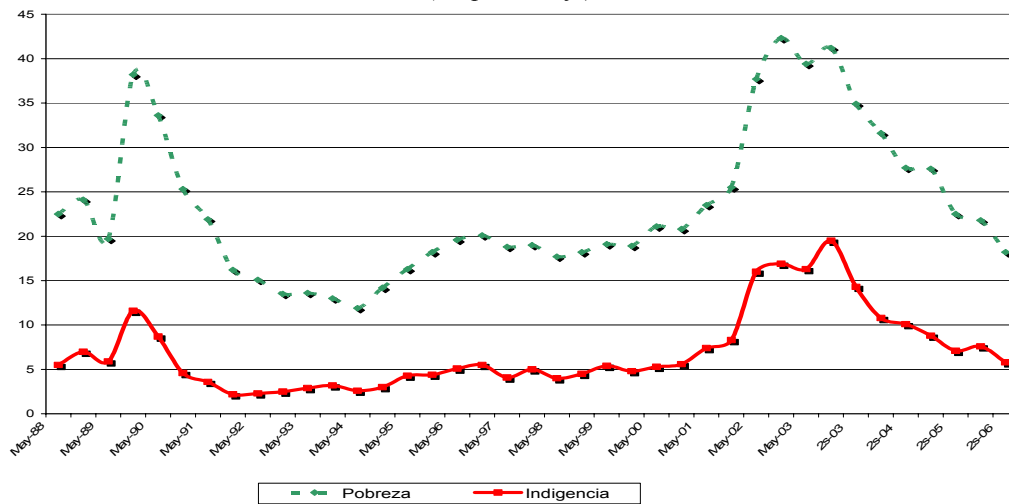
Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

n) Recuperación de indicadores sociales, pero resabios de crisis

Junto con la abrupta reducción de ingresos en grandes segmentos de la población, en la fase aguda de la crisis se observó un fuerte salto en los indicadores de incidencia de pobreza e indigencia paliado, en alguna medida, por la aplicación de programas de asistencia. En la expansión siguiente se observó una paulatina reducción de esos índices, hasta niveles comparables a los de antes de la depresión macroeconómica (gráfico II.28).

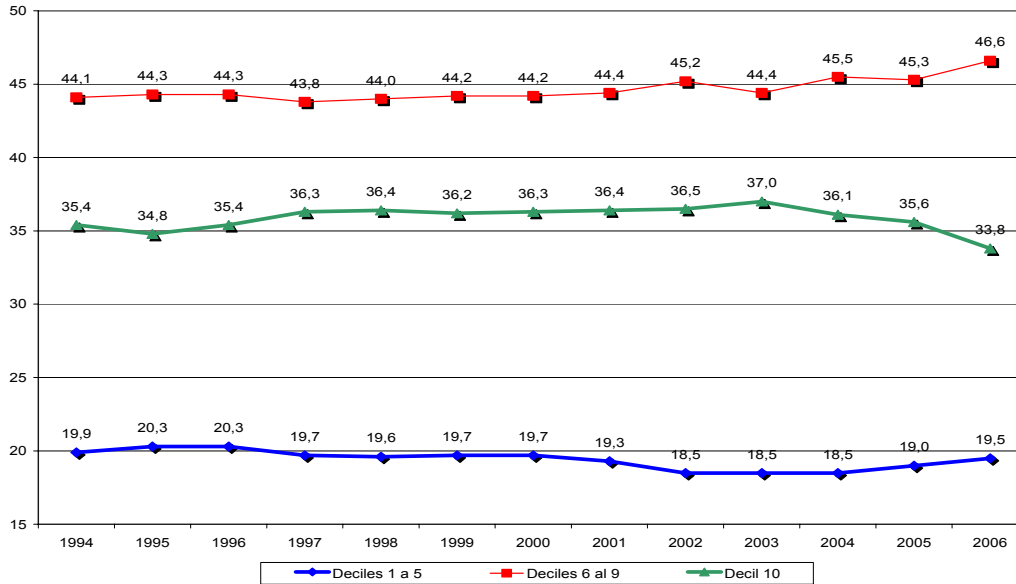
Por su parte, hacia 2006 las medidas de distribución de ingresos (basadas en datos cuya precisión se reduce en los rangos más altos de la escala) mostraban, en comparación con los últimos años de la década previa, una participación algo menor del último decil, con subas en los estratos medio-altos (gráfico II.29). En todo caso, se mantuvo marcada la atención pública sobre las cuestiones sociales y distributivas, no sólo en cuanto a las relaciones de ingresos entre lo bajo y lo alto de la distribución, sino también dentro de los grupos de poder adquisitivo comparativamente elevado (Heymann y Ramos, 2006).

GRÁFICO II.28
HOGARES POR DEBAJO DE LA LÍNEA DE POBREZA E INDIGENCIA EN EL
AGLOMERADO GBA
(En porcentaje)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

GRÁFICO II.29
DECILES SEGÚN ESCALA DE INGRESO INDIVIDUAL. TOTAL DEL PAÍS
(En porcentaje del ingreso total)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

3. Aspectos del comportamiento macroeconómico

La crisis asociada con la ruptura del régimen de convertibilidad puso en cuestión al sistema de contratos en su conjunto, y a la propia organización monetaria. La caída del gasto interno y del nivel de actividad se aceleró marcadamente en el período previo a la devaluación, junto con una acentuada contracción de crédito, que afectó tanto a los flujos de oferta como a los de demanda de bienes y servicios. Las limitaciones al retiro de fondos de los bancos (corralito), a fines de 2001, perturbaron la circulación de dinero en el extenso ámbito de la economía en que las transacciones se efectúan habitualmente en efectivo. El amplio conjunto de promesas en dólares que se había conformado durante la convertibilidad fue formalmente roto por la devaluación, las intervenciones de pesificación de préstamos y depósitos, los *default* sobre la deuda pública y sobre obligaciones privadas. La aguda incertidumbre incentivaba a la salida de capitales por parte de los agentes con capacidad para acceder a recursos, mientras que también deprimían al gasto interno la misma caída de ingresos y las estrictas restricciones de liquidez (reforzadas por el colapso de la oferta de crédito y por las perturbaciones en la disponibilidad de fondos debidas a las disposiciones -corralito y corralón- dirigidas a frenar potenciales corridas, y al funcionamiento intermitente de los bancos). La precipitada baja de la tributación hacía que, aun en cesación de pagos sobre la deuda, el gobierno debiera recurrir al financiamiento monetario para atender los gastos corrientes elementales.

En un contexto de ese tipo, resultó notable el surgimiento de signos de repunte de la economía en el lapso de unos meses. La reacción se apoyó en las conductas por las que, no obstante la intensidad de la crisis monetaria y fiscal y la abrupta depreciación externa de la moneda, no se registraron fenómenos de huida del dinero en las transacciones cotidianas. El peso siguió actuando como medio de pago y denominador de precios. La memoria de los precios nominales contribuyó a reforzar las conductas de búsqueda de los potenciales compradores, cuyo poder adquisitivo, en el agregado, era netamente más bajo que en períodos previos. El

mantenimiento de la unidad de cuenta, y el muy alto desempleo, no abrían márgenes para deslizamientos salariales. Así, pese a la brusca elevación de los precios de bienes e insumos ligados al comercio exterior, las subas iniciales de los precios internos fueron comparativamente leves (Baldi-Delatte, 2004; Damill y otros, 2005, Albrieu y otros, 2006).

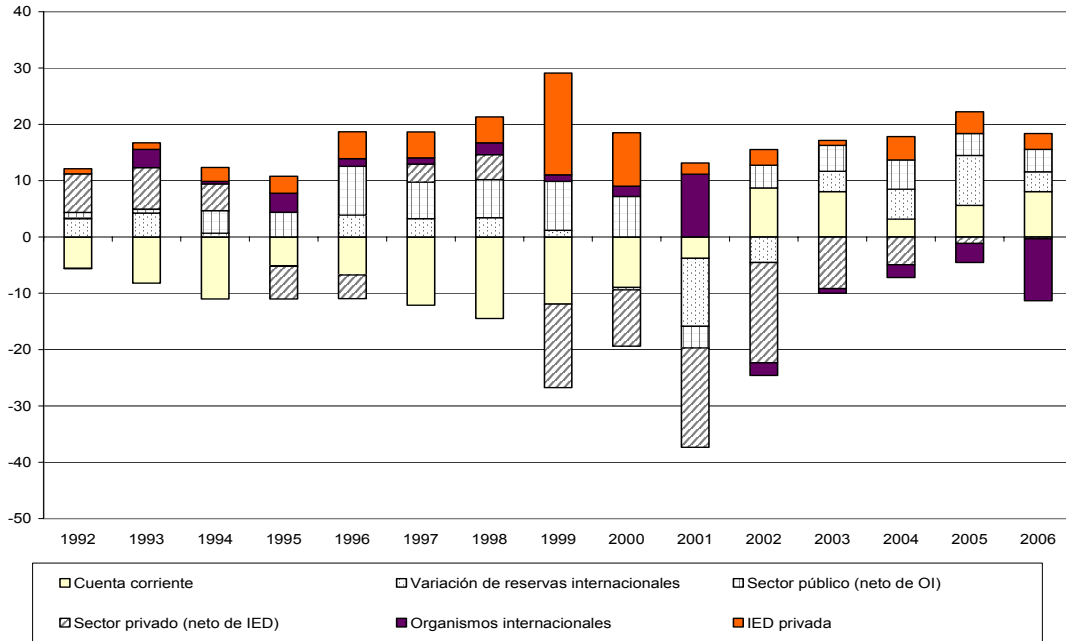
Este impacto moderado sobre los precios y el sostenimiento de la demanda de moneda dieron tiempo a que reaccionaran las políticas fiscales y monetarias, en un clima donde estaba latente la amenaza de un brote inflacionario severo. La fuerte devaluación incrementó bruscamente el valor, nominal y real, de los flujos de exportaciones. La aplicación de derechos de exportación transfirió al sector público parte de este incremento, mientras que el gobierno mantuvo comprimidos los gastos, lo cual permitió que se comenzaran a generar superávit primarios, aun en un momento en que la recaudación de impuestos sobre la actividad interna permanecía reducida. El alivio de la situación de caja del gobierno redujo la presión sobre la política monetaria, que buscó asimismo limitar el drenaje de fondos de los bancos. El aumento mismo del tipo de cambio, al contraer el valor de los activos financieros internos en proporción de las reservas internacionales remanentes, incrementó el potencial de esas reservas como instrumento de regulación cambiaria. La utilización de reservas y el abultado excedente comercial (al que se agregaron regulaciones a efectos de apurar la liquidación de divisas resultantes de exportaciones) fueron enjugando el exceso de demanda de moneda extranjera, pese a la todavía fuerte presión derivada de los flujos de capitales privados, de manera que la depreciación se interrumpió hacia mediados de 2002. La percepción de una menor inestabilidad en el mercado de cambios y el alejamiento de la eventualidad de un escenario de alta inflación contribuyeron a frenar el drenaje de fondos de los bancos y redujeron algo la incertidumbre sobre la evolución económica (y social) en lo inmediato. Al moderarse los riesgos de un colapso de aun mayor gravedad, se fueron generando los requisitos de una reanimación.

De todos modos, el estado de la economía al tocar el fondo de la crisis mostraba una fuerte perturbación. Existía un volumen muy grande de recursos ociosos, indicados, en particular, por un nivel de desempleo holgadamente por encima del 20% y un grado de capacidad no utilizada en la industria manufacturera cercano al 45%. La intensidad de la desocupación y los cambios de precios relativos asociados con la devaluación (marcados por un salto en los valores de los bienes transables y una baja del salario real) tendían a agudizar las condiciones de pobreza. Como contraparte, mayores márgenes entre precios y costos laborales contribuían a mantener la generación de fondos de las empresas. Al mismo tiempo, había aumentado bruscamente la capacidad adquisitiva resultante de las producciones exportables, aun considerando la aplicación de los nuevos gravámenes. En un breve lapso, asimismo, se habían producido fuertes cambios patrimoniales, entre los cuales se contaban un brusco aumento del poder de compra interno de los activos que los residentes mantenían en el exterior, y una reducción del endeudamiento interno de las empresas. Al mismo tiempo, diversas firmas habían suspendido pagos sobre sus obligaciones en divisas fuera del sistema financiero, que no habían sido pesificadas y, en conjunto, los acreedores percibían pérdidas, sobre todo cuando las valuaciones se medían en moneda extranjera.

En su efecto combinado, esos impactos trastocaron ingresos y patrimonios de un modo que, por un lado, acentuaba desigualdades en la distribución y, por otro, abría espacios para repuntes del gasto y la producción interna si y cuando se empezara a hacer efectiva la elevada capacidad de demanda originada en las tenencias de liquidez en divisas. La movilización inicial de la demanda dependía de que morigeraran los comportamientos de salida de capitales privados (cuyo monto en el primer semestre de 2002 se acercó a nada menos que 15% del PIB), que deprimían el gasto interno de los agentes con disponibilidad de recursos. Los incentivos para moderar la huida de fondos fueron emergiendo una vez que se fue disipando la perspectiva de un escenario de plena catástrofe. A su vez, la devaluación orientaba el potencial gasto incremental hacia la producción interna. Pese a la inexistencia de crédito, la reducción de las cargas por

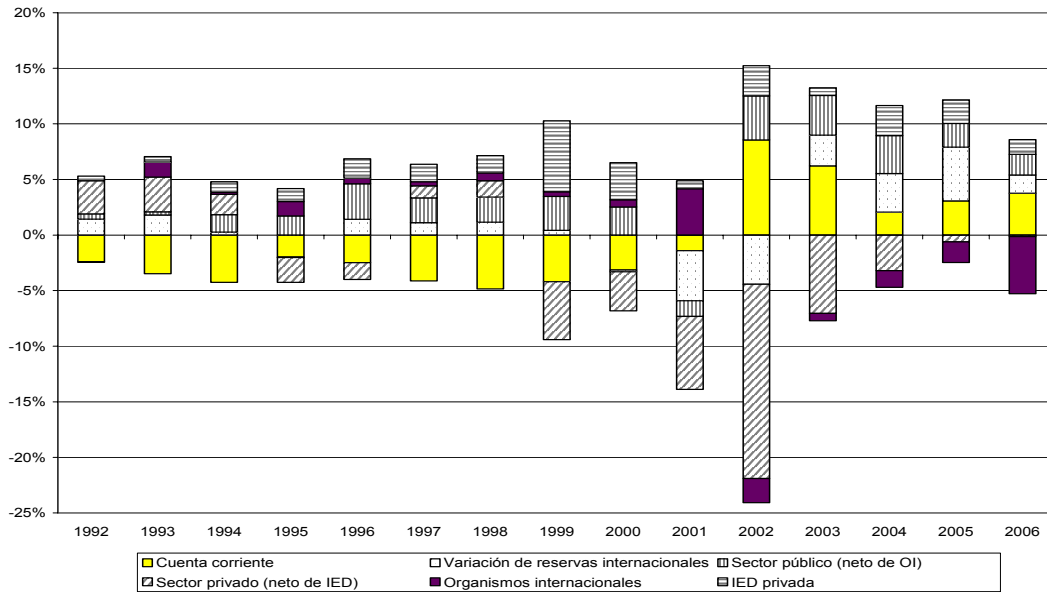
servicios de deudas de las empresas y la ampliación de márgenes unitarios posibilitaba que, con las debidas diferencias entre caso y caso, la producción fuera reaccionando en base a un financiamiento generado internamente por las firmas.

GRÁFICO II. 30
CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS DE CAPITALES
(Miles de millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

GRÁFICO II.31
CUENTA CORRIENTE Y FLUJOS DE CAPITALES
(En porcentaje)

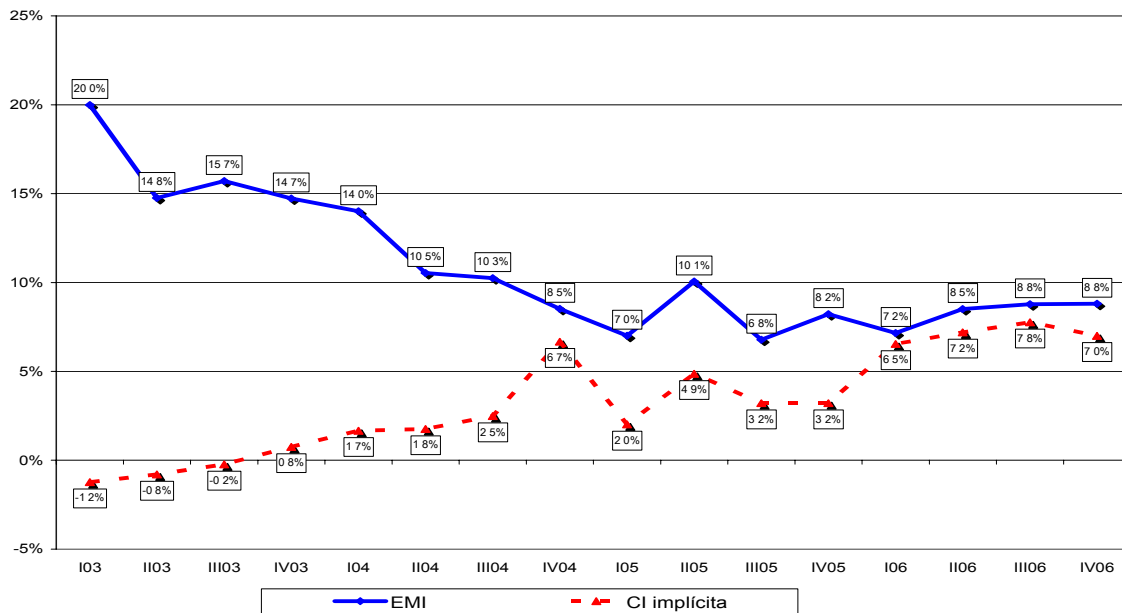


Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

Mientras la economía se encontraba cerca del fondo de la recesión se manifestó un aumento de la tasa de ahorro (probablemente asociada con comportamientos precautorios, ante la eventualidad de aun mayores caídas de ingresos, y con efectos distributivos), mientras que la inversión se redujo a valores muy bajos, sobre todo cuando los flujos se miden a precios constantes, debido a los mayores precios relativos de los bienes de capital tras la devaluación. De hecho, durante 2002, se habría reducido el *stock* de capital, dado que las incorporaciones de activos físicos no compensaron la depreciación. De todos modos, la abrupta baja de la actividad implicó que la relación capital-producto se ubicara en valores netamente mayores que en la década pasada. La disponibilidad de capital ocioso (no obstante la probable destrucción de activos más allá de la depreciación “normal”, a raíz de la dislocación económica) y la elevada tasa de desempleo tendían a potenciar la elasticidad de la oferta, en mercados donde en general no se había puesto en cuestión la formación de precios utilizando al peso como patrón, y donde, posiblemente, la actitud de búsqueda de los compradores inducía en las firmas conductas de “captación de clientes” (Phelps y Winter, 1970; Rotemberg y Saloner, 1986), a partir de altos niveles de márgenes.

En una primera fase, la recuperación del nivel de actividad, que tomó rápidamente velocidad, se verificó junto con una variación pequeña, o tal vez todavía negativa, en el *stock* de capital y la capacidad de producción. Por otro lado, las mediciones de expectativas macroeconómicas sugieren que los crecimientos realizados del producto tendieron a exceder a las previsiones, y que éstas se fueron ajustando paulatinamente para acercarse a las tasas observadas. Esas percepciones, junto con la gradual disminución de la capacidad ociosa, probablemente estuvieron asociadas con la evolución de las decisiones de inversión en equipamiento que, como característica general, parecen haber estado guiadas especialmente por planes destinados a satisfacer demandas sobre horizontes no demasiado largos. En todo caso, hacia fines de 2006 el coeficiente de inversión en equipo durable a precios constantes se acercaba a los niveles máximos de la década anterior (alrededor de 9% del PIB), mientras que la capacidad instalada en la industria manufacturera mostraba incrementos significativos, aunque inferiores a la variación del volumen de producción (gráfico II.32).

GRÁFICO II.32
VARIACIONES DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y DE LA CAPACIDAD IMPLÍCITA
(En porcentaje)



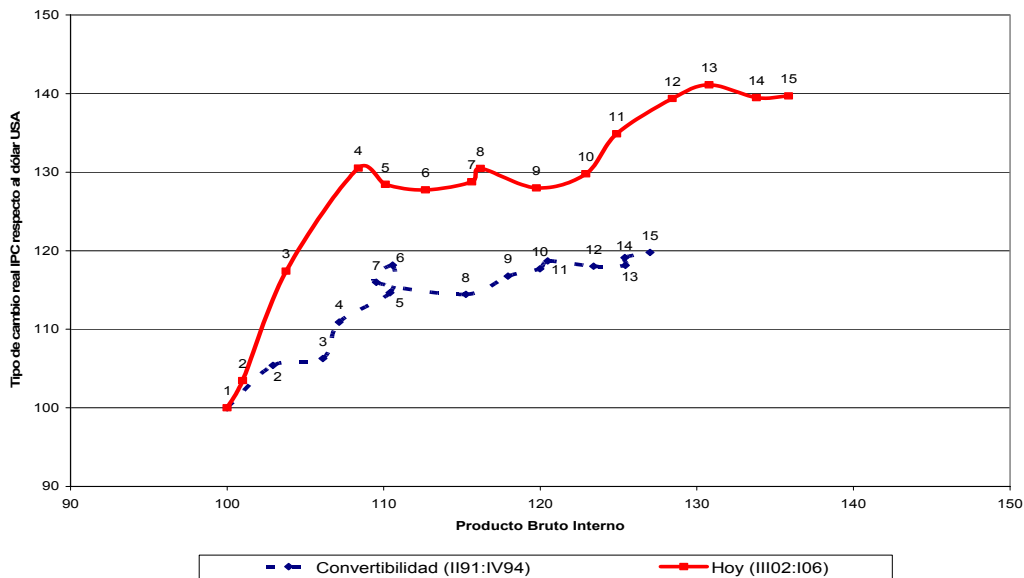
Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

Por su parte, la construcción privada mostró una intensa recuperación, no obstante la estrechez del financiamiento. Un elemento significativo de ese impulso habría sido la demanda por parte de tenedores de activos en el exterior, cuyo valor se elevó abruptamente tras el salto del tipo de cambio; en segmentos del mercado inmobiliario, los precios en términos de dólares volvieron a alcanzar, o incluso a superar, los niveles observados en el período de convertibilidad.

En los sectores de infraestructura, la conmoción contractual asociada con la crisis dejó un número importante de controversias pendientes y de incertidumbres sobre los regímenes de operación. Los comportamientos fueron diversos. En telefonía se observó actividad de las compañías preexistentes, asociada con la expansión de los servicios de celulares y de conexiones de banda ancha. En ciertas áreas, se apreció un incremento de la participación pública, en la inversión, o directamente en la gestión (en el rubro de agua y obras sanitarias, en especial). En conjunto, si se considera el período 1998- 2006 (que cubre la recesión y la recuperación), los sectores de servicios básicos (electricidad, gas y agua, y transporte, almacenamiento y comunicaciones) se contaron entre los de mayor expansión neta acumulada del producto. De todos modos, la situación energética, en materia de gas natural, combustibles líquidos y electricidad, fue motivo de atención, por la posibilidad de que emergieran cuellos de botella ante la evolución creciente de la demanda, con mercados internacionales marcados por tensiones en el abastecimiento y precios elevados, mientras que los precios internos se mantuvieron comprimidos. Hacia mediados de 2007 se observaron limitaciones en la provisión de energía.

Tradicionalmente, en la Argentina, la restricción externa fue un factor crítico como freno de las expansiones de la actividad. Por contraste, en esta oportunidad se observaron persistentes excedentes comerciales, de manera que esa restricción no operó como techo a los incrementos de la demanda interna y del producto. Junto con la gradual reducción en los flujos de salida de capitales, los saldos del intercambio se reflejaron en considerables excesos de oferta de divisas por parte del sector privado. El impulso hacia la revaluación cambiaria se manifestó en un primer momento (hasta los primeros meses de 2004) en una reducción nominal del precio del dólar (gráfico II.33).

GRÁFICO II.33
TIPO DE CAMBIO REAL Y PRODUCTO EN DOS FASES DE CRECIMIENTO



Fuente: elaboración propia en base a datos oficiales.

Posteriormente, el Banco Central sostuvo la paridad con una leve deriva ascendente. Esto se correspondió con una moderada apreciación real con respecto al dólar, el que, a su vez, se depreció respecto de las monedas de otros socios comerciales de la Argentina, de manera que el tipo real de cambio multilateral varió poco, sobre niveles considerablemente mayores que en la década previa. Los efectos monetarios de las intervenciones cambiarias, contrarrestados en parte por cancelaciones de redescuentos y por colocación de papeles del Banco Central, estuvieron asociados con una considerable expansión de la oferta de dinero (los incrementos del circulante en los años 2003-2006 estuvieron en un rango entre 1.5% y 1.9% del PIB). Las operaciones de esterilización monetaria no modificaron la tónica de bajas tasas de interés, dadas la inexistencia de expectativas devaluatorias y la moderada demanda de crédito del sector privado.

A lo largo de la expansión, las exportaciones mantuvieron un valor comparativamente alto en términos del producto y, en términos generales, la configuración de precios internacionales e internos sostuvo la rentabilidad de las correspondientes actividades, no obstante la aplicación de impuestos. En la producción de granos se prolongó una tendencia creciente acompañada por cambios importantes en aspectos tecnológicos y organizativos de la actividad, de manera que la cosecha de la campaña 2006-2007 se habría ubicado alrededor de 35% por encima de la realizada en 1998 (y representó cerca de 2,4 veces lo producido a comienzos de la década de los noventa). El gasto interno originado en los ingresos agrícolas fue un elemento significativo en la recuperación, particularmente en la inflexión inicial. En el sector pecuario, se generaron tensiones referidas a productos como las carnes vacunas y los lácteos, bienes de la canasta básica de consumo en que se observaba una creciente demanda externa. Esto generó un contrapunto (con diversos antecedentes en el país) entre las oportunidades de exportación y el abastecimiento del mercado local, con sus implicancias sociales. En los casos mencionados, la respuesta de política económica tendió a favorecer el mantenimiento de los precios internos, a través de limitaciones impositivas o cuantitativas a las ventas al exterior.

En todo caso, desde el punto de vista fiscal, la contribución de los derechos de exportación y el fuerte incremento de la recaudación por impuestos sobre la actividad y los ingresos internos (que subió a mayor ritmo que la rápida evolución del PIB) elevó al coeficiente de tributación a niveles netamente mayores que en períodos previos. Esto sostuvo apreciables superávits primarios (aunque decrecientes en 2006, como proporción del producto) y, al mismo tiempo, permitió un considerable incremento del gasto del gobierno, especialmente intenso en los rubros de inversión. Por otro lado, la reestructuración de la deuda pública formalizada a comienzos de 2005 redujo el volumen de las obligaciones y, particularmente, alivió los flujos de pagos comprometidos (lo cual fue parcialmente compensado por el efecto de los servicios de los títulos con rendimiento vinculado con el crecimiento del PIB). El sector público generó excedentes financieros, de manera que no presionó sobre los mercados de crédito, ni estuvo especialmente condicionado por los vaivenes de opinión en esos mercados. La búsqueda de autonomía frente a potenciales condicionalidades fue un elemento importante en la decisión del gobierno de cancelar la deuda con el FMI.

La rapidez y duración de los incrementos en la producción agregada fueron implicando paulatinas reducciones en los niveles de capacidad ociosa y una apreciable absorción del desempleo, que se ubicó a fines de 2006 por debajo de 9%. Esto se acompañó de un repunte de los salarios reales, aparentemente menor a la caída previa en el caso de los trabajadores informales, pero mayor que esa caída en el segmento formal.

Por su parte, con el tiempo se fueron observando deslizamientos en los precios internos de los bienes ligados al comercio exterior: en el período 2004- 2006, la suba del IPM promedió el 8,5% anual. El rápido aumento de la demanda interna abrió cauce para significativos ajustes en los precios de los servicios privados (9% en 2004, y cerca de 15,5% de promedio anual en 2005-

2006). En un contexto donde la estructura de precios relativos seguía en transición, con el gasto interno en fuerte expansión, y tendencias a la apreciación real frente a valores crecientes de los bienes transables, se configuró un movimiento inflacionario que tomó cierto impulso, dentro de rangos moderados. La política económica manifestó preocupación por esa evolución y, al mismo tiempo, buscó no frenar la suba de la demanda; se utilizaron instrumentos para limitar las exportaciones de ciertos bienes, y acuerdos o regulaciones de precios, especialmente en artículos incluidos en la canasta del IPC; asimismo, las autoridades vigilaron el cálculo de ese índice, de un modo que generó discusiones acerca de la precisión de los datos estimados.

El comportamiento hacia adelante de precios, y su vinculación con el esquema macroeconómico en su conjunto, quedó como centro de atención. Las preguntas sobre la evolución futura de precios y cantidades eran parte de las cuestiones abiertas en el proceso de identificación y definición de tendencias a plazos más largos para una economía que había experimentado una notable recuperación, y se encontraba en la búsqueda de un sendero de crecimiento sostenido.

4. Perspectivas macroeconómicas

Un fuerte repunte macroeconómico en un intervalo de cinco años, sin chocar con limitantes externos o de financiamiento del sector público, constituyó un fenómeno inusual para la experiencia argentina. El mantenimiento de holguras fiscales y en las cuentas externas ha sido un rasgo característico, y saliente, del episodio, y alejó la perspectiva de un freno originado en el endurecimiento de esas restricciones de presupuesto. Las condiciones para un desemboque hacia un sendero de crecimiento persistente parecen incluir, junto con un contexto externo que permita ese tránsito, el afianzamiento de conductas observadas a lo largo de la recuperación, y la adaptación o transformación de otras. Entre los elementos interrelacionados del comportamiento macroeconómico, que resaltan por su relevancia, están los siguientes cinco: i) la consolidación de un movimiento de expansión en la producción de bienes transables, como factor de crecimiento en sí y como soporte del incremento de la demanda interna; ii) la generación de corrientes de inversión y de ahorro que sostengan la acumulación de capital y de riqueza sin presionar sobre la capacidad de financiamiento y sobre el potencial de servicio de créditos; iii) la consolidación de una situación fiscal solvente, caracterizada por superávit que permitan la atención de obligaciones externas al tiempo que tomen en consideración las fluctuaciones cíclicas; iv) la consistencia de una búsqueda efectiva de equilibrios distributivos con la percepción de incentivos aptos para reforzar la actividad de inversión privada; y una evolución de la demanda agregada, los ingresos nominales y la formación de precios que facilite el crecimiento de las cantidades producidas con una trayectoria inflacionaria lenta y de baja volatilidad.

La insuficiencia de las exportaciones y, en forma más amplia, de la oferta de bienes comerciables para sostener incrementos del gasto interno ha sido una repetida fuente de perturbaciones y de inestabilidad cíclica en la Argentina. La vinculación entre la fortaleza de la producción comercializable internacionalmente y el crecimiento económico tiene varios aspectos, uno de ellos referido a la demanda y la utilización de innovaciones como insumo y requerimiento para intervenir en mercados de alta competencia; y otro de tipo cuantitativo, como elemento de generación de poder de compra externo y de ingresos que se vuelcan a la demanda doméstica. Como cuestión básica asociada con el cumplimiento de restricciones de presupuesto, la sostenibilidad macroeconómica sobre un sendero de crecimiento requiere que esos flujos se incrementen a velocidad suficiente para evitar oscilaciones que fueren ajustes contractivos en la demanda y el nivel de actividad. La experiencia sugiere que en un sendero de ese tipo, las importaciones se elevarían en un principio más rápidamente que el producto, lo que llamaría a una evolución correspondiente de las exportaciones, para mantener la solvencia externa.

En su aspecto macroeconómico, esa evolución acompañada se asocia con decisiones de consumo, inversión y financiamiento de los agentes compatibles con las capacidades de generación de ingresos. Desde el punto de vista de la expansión de la oferta de bienes exportables, o capaces de afrontar la competencia con productos externos, la cuestión remite a la identificación y al aprovechamiento de oportunidades rentables, dado un conjunto de precios relativos presentes y futuros en los que no se registren grandes excesos de oferta o demanda. Esto remite, ni más ni menos que a la determinación de un sendero de inserción externa y una configuración macroeconómica consistentes entre sí.

Estas cuestiones han sido históricamente problemáticas en la Argentina, si bien el crecimiento de las exportaciones fue un rasgo visible del comportamiento en las últimas décadas, y particularmente en el período reciente. En este desempeño, contribuyó de manera muy importante la dinámica de la región pampeana, dada por una considerable ampliación a lo largo del tiempo de la oferta, especialmente de granos, en un contexto internacional que sostuvo la demanda de esos bienes y tendió a valorizar los recursos asociados con su producción. Por otro lado, durante la expansión reciente aumentaron de manera cuantitativamente significativa las ventas externas de industrias, típicamente exportadoras, de manufacturas no pampeanas (productos químicos, metales comunes, automotores), mientras que varias ramas agro-industriales mostraron incrementos proporcionales apreciables. También se observaron impulsos en actividades de servicios. En conjunto, esa evolución indicó un crecimiento bastante diversificado de los valores exportados, alrededor del núcleo agropecuario pampeano.

Hacia adelante, se plantea la determinación de una tendencia exportadora, en un panorama internacional que, con las incertidumbres del caso, muestra rasgos potencialmente favorables en mercados en que participa la producción del país. En todo caso, una suba continua y persistente de las exportaciones estaría asociada con esfuerzos acumulativos y de largo aliento para ampliar las operaciones en rubros ya tradicionales, y para encontrar y desarrollar nuevas corrientes. Un comportamiento macroeconómico ordenado, en cuanto a mantener acotada la variabilidad de condiciones y señales, parece un insumo básico para esa búsqueda. Existe una relación de influencia recíproca entre la evolución de los flujos del comercio exterior y del tipo real de cambio; la propia dinámica del intercambio externo es un factor clave en la determinación de la tendencia de los precios relativos macroeconómicos. No obstante, al margen de la variabilidad intrínseca de esos precios relativos y de la dificultad para identificar senderos futuros -particularmente en economías en transición- la experiencia ha mostrado los altos costos de las apreciaciones cambiarias insostenibles y la consecuente utilidad de evitarlas.

Dado un entorno de consistencia agregada, el incremento de la oferta exportable, y el mantenimiento de capacidades de competencia en los mercados internacionales, y en el mercado local, dependen de cualquier forma de numerosos conjuntos de decisiones productivas, tecnológicas y comerciales. Se abren allí temas múltiples para la política económica y para la interacción público-privada a fin de facilitar esas actividades de producción y exportación, y a atender disyuntivas, como las que se generan en relación al aprovechamiento de oportunidades en mercados internacionales para productos cuyo abastecimiento interno tiene implicancias distributivas importantes.

Por razones de variado tipo, la relación cuantitativa entre inversiones en capital físico y crecimiento económico es difícil de proyectar con alguna precisión. Las incertidumbres acumuladas en la especificación del volumen físico de productos de características idiosincráticas como suelen ser los bienes de capital, en la agregación de cantidades altamente heterogéneas y en la identificación de los posibles sesgos sectoriales y factoriales del crecimiento, y aquellas que resultan de la contribución de factores menos “tangibles” que las maquinarias y edificaciones, pero seguramente influyentes en la determinación de la capacidad de producción, hacen que los

niveles numéricos de la inversión registrada compatibles con un cierto crecimiento agregado puedan resultar variables dentro de un rango bastante amplio (Coremberg y otros, 2007).

Sin embargo, hay criterios de orden de magnitud que pueden contribuir a delinear perspectivas. Desde este punto de vista, en la recuperación se fue reduciendo paulatinamente la relación entre capital instalado y producto, a partir de valores muy altos en el punto mínimo del ciclo, hasta un nivel comparable a los de la década previa. La variación del *stock* de capital se fue elevando hasta una tasa significativa, pero menor que la de aumento del producto; el coeficiente de inversión, apreciable para la experiencia argentina (incluso si se considera sólo el componente de equipo durable de producción), era moderado en comparación con el de países de muy rápida expansión a la manera asiática. La imagen resultante era la de una acumulación de capital compatible con crecimientos del producto, aunque a ritmos no tan rápidos como los observados en los años post-crisis, en circunstancias en que se habían contraído los márgenes de recursos ociosos, y donde se apercibían requerimientos de ampliación de capacidad en sectores, como la infraestructura, relativamente intensivos en capital.

La inversión productiva fue importante en el sector agropecuario, favorecido por el cambio de precios relativos, especialmente en los primeros años de la recuperación, cuando la inversión agregada seguía baja. En los sectores industriales, las decisiones de acumulación parecen haber respondido en muchos casos a decisiones incrementales que, sin modificar fuertemente la escala de operación, buscaban acompañar la variación esperada de la demanda. En áreas de infraestructura, como provisión de agua, obras viales y energía se observó una incrementada participación de la inversión pública.

La economía argentina mostró, a lo largo de las décadas, varios impulsos de inversión, cortados por períodos de menor acumulación. Las dificultades para definir una tendencia sostenida se correspondieron con los cambios en los incentivos que, en términos generales, generaban las principales decisiones de inversión en diferentes instancias. Así, según el episodio, el acento estuvo sobre la sustitución de importaciones para un mercado protegido, en la utilización de ayudas fiscales en proyectos capital- intensivos, en la misma inversión pública, o en la rentabilidad esperada de la operación bajo marcos regulatorios favorables en sectores de servicios donde existían demandas insatisfechas. Debido a motivos de hecho y a criterios de política, esos mecanismos no parecen disponibles como inductores principales de corrientes sostenidas de inversión. En buena medida, la configuración de una tendencia de acumulación estaría relacionada con la emergencia de conjuntos de incentivos percibidos (no necesariamente idénticos en todas las áreas de la economía), que mantengan consistencia entre sí y, en particular, sean compatibles con las restricciones macroeconómicas de presupuesto, y que orienten decisiones de inversión sobre horizontes de tiempo crecientes.

En principio, un proceso de inversión puede basarse en fondos generados en la misma economía o en crédito internacional. En las condiciones de la Argentina, con una experiencia de recurrentes episodios de crisis del financiamiento externo, y un colapso reciente, la utilización principal de recursos propios parece una cuestión de prudencia que, por otra parte, implica que los ingresos provenientes de las inversiones tendrían un uso principal en el país. Durante una depresión, interesa particularmente que se reanime el gasto de consumo, para contribuir a romper el círculo de un bajo nivel de actividad, ingresos reducidos, débil predisposición a invertir, e insuficiencia de demanda que desalienta la producción. Dado un contexto macroeconómico donde no hay grandes reservas de recursos ociosos, la generación de ahorro es esencial para incrementar los ingresos futuros y para hacer compatible la inversión con un endeudamiento limitado. Ciertamente, entre inversión, subas del ingreso y ahorro es posible que haya causalidades recíprocas, y que la fuerza de las distintas influencias potenciales varíe según el caso. No obstante, un proceso de acumulación de riqueza y de capital requiere como condición general una perspectiva orientada al futuro por parte de los actores relevantes.

Si bien la propensión a postergar consumos y a acumular activos (en el exterior) durante el período de crisis tuvo probablemente como uno de sus determinantes centrales al difundido clima de grave inquietud sobre las perspectivas futuras, un rasgo destacado de la recuperación fue el mantenimiento de los coeficientes de ahorro cuando se fueron diluyendo esos temores. Al margen de la contribución de los efectos externos, vía la mejora de los términos del intercambio y la reducción de servicios de deudas, en esa evolución actuaron los excedentes primarios del sector público, y un comportamiento del sector privado que indujo un rápido aumento del consumo, pero a un ritmo que no superó el del producto. Para determinar una trayectoria de crecimiento, importaría particularmente que se continúen reforzando los flujos de ahorro o sea, que las decisiones contemplen los efectos sobre horizontes de tiempo más o menos largo, y no prioricen el consumo inmediato. Esto atañe particularmente a las políticas fiscales y a los segmentos privados de ingresos más altos.

Los cuantiosos superávits primarios fueron una característica saliente del período y, junto con la reestructuración de los pasivos del sector público, permitieron descomprimir los mercados financieros, que no debieron atender requerimientos urgentes de crédito del gobierno. Mientras, los excedentes fiscales contribuyeron a abrir márgenes de flexibilidad y autonomía para las políticas económicas. Después de la intensa caída inicial del gasto como proporción del producto, la gestión fiscal se apoyó en un rápido incremento de los ingresos, que tuvo componentes vinculados a las condiciones internacionales (en particular, el peso de los derechos de exportación), al comportamiento macroeconómico interno y al reforzamiento de la administración tributaria.

Hacia delante, estaba planteada la búsqueda de un esquema fiscal que consolidara las condiciones de solvencia ante una evolución macroeconómica presumiblemente más moderada. Desde 2005, por un lado, se viene registrando una recomposición real de aquellas erogaciones que habían experimentado una abrupta reducción tras la devaluación y que, en el caso de las provincias, tienen un alto componente salarial. Por otro lado, van apareciendo nuevas demandas por mayores gastos en varias áreas, como aquéllas derivadas de los compromisos asumidos en materia educativa, de la redefinición del sistema previsional (si bien ésta, al incluir a más trabajadores en el sistema estatal, incrementaba los ingresos corrientes al tiempo que elevaba los compromisos futuros), los programas de inversión, y los subsidios otorgados a diversas actividades para atenuar subas de precios y tarifas. El mantenimiento de una situación macroeconómica fluida parecía requerir una administración cuidadosa de esas demandas, así como una profundización de los avances en la gestión impositiva.

Inestabilidad de reglas y contratos, llegando al límite de rupturas generalizadas, y deterioro distributivo, han marcado la evolución de la economía. En los altibajos registrados, son los grupos de ingresos más bajos los que generalmente llevaron la peor parte. Pese a las preocupaciones, muchas veces manifestadas, acerca de la suerte de los estratos más altos de la distribución, parecería que el poder de compra de los ingresos de estos segmentos no se aleja en orden de magnitud de aquél de individuos bien ubicados en la distribución en países industrializados (Heymann y Ramos, 2006). En la Argentina, con sus matices y particularidades según el momento, las tensiones distributivas abiertas han sido un elemento perdurable del ambiente social y económico. Esos conflictos involucraron muchas veces a sectores distintos ubicados cerca de la cúspide de la pirámide de ingresos y a grupos en los segmentos medios, que tienen voz especialmente audible y capacidad de influencia. En esta puja, la búsqueda de ventajas distributivas probablemente distrajo de las actividades de producción y acumulación. Al mismo tiempo, como saldo neto de los vaivenes macroeconómicos y distributivos quedó una amplia difusión de situaciones de pobreza y marginalidad.

En una tendencia de crecimiento con atención sobre la equidad, sería de esperar que los beneficiarios de redistribución resulten los grupos de menores ingresos, mientras que la expansión

económica generaría las ganancias para los demás estratos, y las expectativas de mayores ingresos provenientes de la actividad productiva proveerían los incentivos para la actividad de éstos en materia de inversión, ahorro e innovación. Al mismo tiempo, la inversión y, en general, la predisposición a mantener activos en el país (de modo, en particular, que el ahorro se traduzca en oferta de fondos para la inversión interna) depende de las perspectivas de apropiación de beneficios. Aunque la tensión entre los objetivos distributivos y los correspondientes impulsos sociales, por un lado, y la demanda de rentabilidad previsible como sustento de la inversión y del financiamiento interno, por otro, no es exclusiva de la Argentina, su tratamiento parece una cuestión especialmente saliente en el país.

A lo largo de las décadas, la economía argentina ha dado lugar, según el momento, a muy diferentes opiniones sobre su capacidad de generar ingresos y sobre su potencial de expansión. Desde hace mucho tiempo, es usual expresar nostalgias por alguna época pasada percibida como próspera y llena de oportunidades, y manifestar que un regreso a circunstancias de esa clase podría producirse rápidamente con tal de poner en práctica reformas o políticas o cambios de conducta de un tipo u otro. La sensación de que “esta vez, sí” se están dando esas condiciones ha sido un componente destacado de más de un episodio de amplias fluctuaciones, en que comportamientos de gasto y oferta/demanda de crédito indicativos de gran optimismo desembocan, por último, en una ruptura que fuerza un ajuste y deja numerosas promesas rotas. También las previsiones de un desmoronamiento definitivo se vieron varias veces frustradas. Dada la dificultad para identificar niveles permanentes de ingresos y gastos, cuando una recuperación se prolonga, es posible que la economía permita tanto una evaluación de que en un cierto punto se están excediendo las posibilidades sostenibles, o bien una más “adaptativa”, que interpreta a un dinamismo mayor que el anticipado como un indicador de fortaleza en la tendencia. En el período reciente, la economía se mantuvo dentro de su restricción de presupuesto corriente, reduciendo deuda con el exterior, reflejo de los grandes superávits comerciales. Éste fue un fenómeno característico y de considerable relevancia. Aun así, la transición macroeconómica de la recuperación a un sendero de tendencia plantea problemas de decisión no triviales para la política económica y para el sector privado, que se vinculan, en particular, con la evolución de los precios y cantidades agregados.

En una primera fase de la recuperación, los precios variaron muy lentamente, en un contexto de grandes volúmenes de recursos ociosos y caídas del tipo nominal de cambio. Más adelante, detenida la apreciación nominal de la moneda, y con precios internacionales crecientes, se observó un deslizamiento de los precios de los bienes transables. La reanimación de la demanda facilitaba el repunte de los precios internos, particularmente de los servicios privados, que habían quedado rezagados, mientras que se iban recuperando gradualmente los salarios. La aplicación de medidas para limitar las exportaciones y los acuerdos entre gobierno y empresas friccionaron las alzas de precios. Sin embargo, al margen de las inquietudes que dejaron las revisiones en la metodología de cálculo de los índices hacia comienzos de 2007, la inflación se había convertido en un tema de atención pública, y las expectativas parecían incorporar la previsión de subas a un ritmo no menor que en el pasado.

La crisis dejó, como punto de partida, un estado macroeconómico que se encontraba lejos de un punto de reposo, tanto en términos de volúmenes de gasto y producción, como de precios relativos. En particular, el tipo real de cambio quedó en niveles históricamente altos. El criterio de política de moderar la apreciación real implicó buscar el sostenimiento de los superávits externos y contribuir a que la producción transable tuviera un marco favorable, mientras facilitaba la gestión fiscal por el peso de los derechos de exportación y daba lugar a la acumulación de reservas, con propósitos precautorios y como instrumento para la ampliación de márgenes de autonomía. Al mismo tiempo, la recomposición de los niveles de gasto tendía a inducir ajustes en los precios de los bienes y servicios dirigidos al mercado interno.

Esas variaciones de precios podían interpretarse como movimientos a lo largo de un tránsito de los precios relativos, hacia una nueva configuración, dadas las condiciones de exceso de oferta de divisas y expansión del gasto interno, con un tipo de cambio nominal sostenido por la autoridad monetaria. Por otra parte, estaban ausentes los elementos típicos de los impulsos inflacionarios en el país, o sea las presiones devaluatorias y el financiamiento monetario de déficit fiscales. Sin embargo, las actitudes y comportamientos observados en los mercados de bienes y servicios sugerían la anticipación de persistencia en la inflación, más que la percepción de que se asistía a un proceso de convergencia de precios a un nuevo nivel, a partir del cual las subas serían pausadas.

A la salida de una crisis, las dificultades inmediatas tienen un lugar prominente; ir sorteándolas una a una permite mantener abiertas las opciones de reanimación. Con una recuperación bien avanzada, toma mayor importancia el proceso de identificar direcciones y caminos hacia adelante, sobre los cuales se orientarían las decisiones. La determinación de una tendencia macroeconómica se asociaría con horizontes de previsión, que se van ampliando gradualmente, a efectos de consolidar las corrientes de ahorro e inversión. Esto implicaría que, junto con la incertidumbre que surge naturalmente en una economía en transición dentro de un contexto internacional variable, se puedan ir delineando rasgos de los probables escenarios futuros, y del modo en que la economía los iría configurando a lo largo del tiempo. La perspectiva de que se vaya estableciendo un régimen con comportamientos moderados y previsibles de los precios es parte importante de esa búsqueda, porque la inestabilidad distrae la atención hacia las variaciones de cantidades nominales sobre plazos cortos y porque, en una economía donde se han experimentado los problemas de la dolarización financiera y no parece existir disposición, privada o pública, a ampliar el uso de contratos ajustables por precios, resulta de particular importancia que las previsiones de los agentes sostengan la posibilidad de emplear la moneda nacional como unidad de cuenta sobre crecientes intervalos de tiempo.

La reticencia a la utilización de anclas únicas (monetarias o cambiarias, en particular) y a la concentración exclusiva sobre la inflación como objetivo de la política económica, se corresponde con la incertidumbre respecto de los mecanismos de transmisión de las acciones de política, y con el potencial de desalineamientos costosos en los precios relativos. Sin embargo, la regulación de la tasa de inflación agregada depende de la definición de un conjunto de instrumentos que provea un marco macroeconómico para la formación de precios y guíe las correspondientes expectativas.

Las políticas de ingresos a partir de la influencia sobre la formación de salarios y de controles directos dirigidos a contener márgenes sobre costos se presentan como herramientas de limitada efectividad, especialmente si se trata de emplearlas por tiempos prolongados y buscando que los comportamientos difieran apreciablemente de los que se definirían sin las intervenciones. En todo caso, más allá de cuestiones de secuencia y velocidad de convergencia, un sendero de desemboque de la recuperación con tasas de inflación dentro de rasgos reducidos parecía implicar variaciones menos intensas que en el pasado en los volúmenes y valores nominales de producto y gasto agregados, dados los niveles previsibles de las tasas de acumulación de capital. Por otra parte, mientras que tanto el sostenimiento del tipo real de cambio, como las rápidas subas de la demanda agregada fueron componentes salientes de la recuperación, esa compatibilidad se haría más problemática llegado un punto donde las respuestas de oferta se habrían vuelto menos elásticas al irse utilizando los recursos previamente ociosos. Esas condiciones potenciaban el papel de la política fiscal, en cuanto a la evolución moderada del gasto y al mantenimiento de holguras en la generación de resultados primarios, como parte de una trayectoria de desaceleración de la tasa de inflación con atención sobre los movimientos de precios relativos. Las perturbaciones financieras internacionales, observadas a mediados de 2007, reafirmaban la relevancia de los excedentes fiscales, ante la eventualidad de que el contexto externo se hiciera menos positivo, especialmente en cuanto al crédito.

La evolución macroeconómica durante 2007 sugería la existencia de temas macroeconómicos no triviales abiertos hacia adelante, teniendo en cuenta los rápidos incrementos del gasto agregado y de las erogaciones del sector público, y las disyuntivas que podían presentarse entre variables como el nivel de la demanda interna, el tipo real de cambio y la tasa de inflación. El efecto de las previsiones acerca del nivel de actividad sobre las decisiones de inversión, así como eventuales demoras en la satisfacción de aspiraciones de consumo y servicios del gobierno por parte del público, podían apuntar hacia los costos potenciales de una moderación en el ritmo de aumento de la demanda. No obstante, en la consistencia entre el ritmo de aumento del gasto y la suba previsible en el volumen de capacidad de oferta aparecía como un elemento básico para convergencia hacia una trayectoria sostenible de cantidades y precios, a efectos de prevenir fluctuaciones pronunciadas. A su vez, la definición de una tendencia con crecimientos persistentes y sostenidos marcaría una ruptura considerable respecto de experiencias previas en el país, con la perspectiva de mejoras acumulativas en los ingresos y en la disponibilidad de oportunidades, y recursos para mejorar las condiciones sociales.

Bibliografía

- Albrieu, R., G. Bernat y E. Corso (2006), “Dinámica de precios y cantidades postdevaluación. Un estudio de redistribución de flujos”, presentado en la Asociación Argentina de Economía Política XLI Reunión Anual, Universidad Nacional de Salta, noviembre.
- Baldi-Delatte, A.L. (2004), “Los factores de la estabilidad de los precios y de la moneda en Argentina desde la crisis”, Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas, *Documento de Trabajo* 39.
- Bianco, C.; Porta, F. y Vismara, F. (2007), “Evolución reciente de la Balanza Comercial Argentina. El desplazamiento de la restricción externa.”; CEPAL, Oficina Buenos Aires.
- Carciofi, R. (1990), “La desarticulación del pacto fiscal, una interpretación sobre la evolución del sector público argentino en las dos últimas décadas”, *Documento de trabajo*, N° 36, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires.
- Cetrángolo, O. y Sabían, J.C. (2007), “Los desafíos futuros de la tributación en Argentina”, CEPAL, Oficina en Buenos Aires.
- Cetrángolo, O., M. Damill, R. Frenkel y J.P. Jiménez (1997), “Sostenibilidad de la política fiscal en Argentina”, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington.
- Coremberg, A., P. Goldszier, D. Heymann y A. Ramos (2007), “Patrones de comportamiento del ahorro y la inversión en la Argentina (1950-2006)”, presentado en el Seminario Regional “Crecimiento Económico en América Latina”, CEPAL, Santiago de Chile, 14 y 15 de junio de 2007.
- Damill, M. y R. Frenkel (2003), “Argentina, Macroeconomic Performance and Crisis”, en R. Ffrench-Davis, D. Nayyar y J. Stiglitz (compiladores), *Stabilization Policies for Growth and Development, Initiative for Policy Dialogue Task Force*.
- Damill, M., R. Frenkel y M. Rapetti, (2005), “La deuda argentina, historia, default y reestructuración”, *Desarrollo Económico-Revista de Ciencias Sociales*, Número 178, Buenos Aires.
- Fanelli, J. (2002), “Crecimiento, Inestabilidad y Crisis de la Convertibilidad en Argentina”, *Revista de la CEPAL* 77, agosto.
- Fanelli, J. y D. Heymann (2002), “Dilemas Monetarios en la Argentina”, *Desarrollo Económico*, abril-junio.
- Forbes, K. (2005), “Argentina’s latest tango”, comentarios en el Foro Económico Mundial en Davos, Suiza, 27 de Enero de 2005, Council of Economic Advisers Homepage.
- Galiani, S., D. Heymann y M. Tommasi (2003), “Great Expectations and Hard Times, the Argentine Convertibility Plan”, Economía, Latin America and the Caribbean Economic Association (LACEA), Primavera.
- Hanke, S. (2003), “Argentina, not even a dead cat bounce”, Letter to the Editor, *The Financial Times*, 29 de Diciembre de 2003.
- Hausmann, R. y A. Velasco (2002), “Hard Money’s Soft Underbelly, Understanding the Argentine Crisis”, *Documento de Trabajo*, Harvard, Kennedy School of Government.
- Heymann, D. (2006), “Buscando la tendencia, crisis macroeconómica y recuperación en Argentina”, Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, *Serie Estudios y Perspectivas* 31, abril.
- Heymann, D. y A. Ramos (2006), “Convergencia arriba, divergencia abajo, ¿A quién le fue tan mal en la economía argentina?”, CEPAL, Oficina de Buenos Aires, *Documento de Proyectos*, LC/W.122.
- Machinea, J.L. (2002), “Currency Crises, A Practitioner’s View”, Brookings Trade Forum, 183-209.

- Mussa, M. (2002), "Argentina and the Fund, From Triumph to Tragedy", *Documento de Trabajo*, Institute for International Economics.
- Perry, G. y M. Servén (2002), "The Anatomy of a Multiple Crisis, Why was Argentina Special, and What Can We Learn From It", *Documento de Trabajo*, Banco Mundial.
- Phelps, E. y Winter, S. (1970), "Optimal Price Policy under Atomistic Competition", in E. Phelps et al., *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation Theory* (New York, Norton).
- Powell, A. (2002), "The Argentine Crisis, Bad Luck, Bad Economics, Bad Advice", *Documento de Trabajo*, Universidad Torcuato Di Tella.
- Rotemberg, J. y G. Saloner (1986), "A Supergame-Theoretic Model of Price Wars during Booms," *American Economic Review*, American Economic Association.
- Zarazaga, C. (2006), "Argentina's unimpressive recovery, insights from a real business cycle approach", *Working Papers* 0606, Federal Reserve Bank of Dallas.