

Restricciones mutantes, crecimiento esquivo:

Guillermo Rozenwurcel y la trampa argentina*

*Edmar Bacha***

Resumen: Este artículo, en homenaje a Guillermo Rozenwurcel, retoma su propuesta, formulada con Ramiro Albrieu, de una “cuarta brecha” para explicar por qué la Argentina no aceleró su crecimiento durante la bonanza de 2003-2011. Se sostiene que no se trata de una nueva brecha, sino de una reformulación de las existentes: cuando los residentes aplican en el exterior una fracción de su ahorro, se estrechan a la vez la brecha de ahorro disponible y la de divisas, esta última con mayor intensidad. Si esa fracción aumenta con la bonanza, por efecto del conflicto distributivo en torno a las rentas de los recursos naturales, la holgura externa puede no traducirse en más inversión. Los datos a precios constantes sugieren que después de 2011 el problema central fue la baja productividad de la inversión. Crecer exige que el ahorro argentino permanezca en el país y que la inversión vuelva a ser productiva.

Palabras clave: Crecimiento económico, inversión, ahorro, fuga de capitales, balanza de pagos, recursos naturales, política económica, Argentina

Mutating constraints, elusive growth: Guillermo Rozenwurcel and the Argentine trap

Abstract: This article, written in honor to Guillermo Rozenwurcel, revisits his proposal, developed with Ramiro Albrieu, of a “fourth gap” to explain why Argentina did not accelerate its growth during the 2003-2011 commodity bonanza. It argues that this is not a new gap but a reformulation of the existing ones: when residents invest a fraction of their savings abroad, both the available-savings gap and the foreign-exchange gap tighten, the latter more strongly. If that fraction rises with the bonanza, owing to distributive conflict over natural-resource rents, external slack may fail to translate into higher investment. Constant-price data suggest that after 2011 the central problem was the low productivity of investment. Growth requires that Argentine savings stay in the country and that investment become productive again.

Keywords: Economic growth, investment, saving, capital flight, balance of payments, natural resources, economic policy, Argentina

Este texto está dedicado al economista argentino Guillermo Rozenwurcel, exalumno y querido colega, que falleció en Buenos Aires el 11 de agosto de 2026, a los 73 años.

* Preparado para el seminario en homenaje a Guillermo Rozenwurcel organizado por el Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças (IEPE/CdG) y el Centro de Estudos de Estado y Sociedad (CEDES) el 4 de noviembre de 2026. Con las salvedades de rigor, el autor agradece los comentarios de José Guilherme Reis, Julio Dreizzen, Roberto Frenkel y Sandra Rios. El texto contó con la asistencia de Claude (Anthropic) en la investigación bibliográfica, la recopilación de datos y la preparación de los gráficos, así como en la traducción al español del original en portugués, revisada por el autor. Los errores y las interpretaciones son responsabilidad del autor.

** Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças (IEPE/CdG), Río de Janeiro, Brasil. Correo electrónico: ebacha@iepecdg.com. ORCID: 0000-0003-1866-8491.

I. De la Argentina a la PUC-Rio

Guillermo llegó de la Argentina en 1982 para cursar la maestría en Economía en la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro (PUC-Rio). Fue mi alumno en una época en que el Departamento de Economía era un lugar de efervescencia. América Latina entraba en la crisis de la deuda, la inflación parecía no tener remedio y nosotros creíamos que la teoría económica debía incorporar los problemas de la región.

La tesis que defendió en la PUC-Rio el 5 de septiembre de 1986, bajo la orientación de Persio Arida —y de cuya banca formé parte, junto con Francisco Lopes y Edward Amadeo—, ya anunciaba el tema de toda una vida: *Restrição externa em economias semi-industrializadas: um enfoque real e financeiro do caso argentino* (Rozenwurcel, 1986). ¿Cómo funciona una economía semiindustrializada cuando la escasez de divisas condiciona su nivel de actividad? Y, se preguntaba él, ¿qué tiene que ver el lado financiero con ello? Esta segunda pregunta nunca dejó de interesarle, y a ella volveré más adelante.

II. Colegas en el neoestructuralismo

De alumno, Guillermo pronto pasó a ser colega. Él, en el Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), junto a Roberto Frenkel, Adolfo Canitrot, José María Fanelli y Mario Damill; nosotros, en la PUC-Rio. Compartíamos lo que denominábamos neoestructuralismo latinoamericano: dialogar con la teoría convencional sin renunciar a las estructuras productivas, las instituciones y los conflictos de la región.

De esa conversación surgieron mis modelos de brechas. Primero, la reformulación del modelo de dos brechas, en el que la escasez de divisas, y no solo la de ahorro, limita la inversión en una economía semiindustrializada (Bacha, 1984). Después, con la crisis de la deuda, la tercera brecha, la fiscal: el endeudamiento externo había recaído sobre el sector público y restringía su inversión en infraestructura, complementaria de la del sector privado (Bacha, 1990). Guillermo,

con Roberto Frenkel, trabajó en la misma línea (Frenkel y Rozenwurcel, 1990). En rigor, la dimensión fiscal ya estaba en su tesis de maestría: cuando la deuda externa recae sobre el Estado y las divisas están en manos privadas, la transferencia al exterior adquiere un “doble carácter”, real y fiscal-financiero, que restringe severamente los márgenes de la política económica. Años después, Guillermo resumió la historia en tres generaciones —Harrod-Domar, las dos brechas, las tres brechas— e insistía en que el enfoque nunca había permanecido inmutable: evolucionaba con las circunstancias de la región.

III. El seminario de 2017 y mi error

En febrero de 2017, en el seminario en homenaje a mis 75 años en la Casa das Garças, Guillermo presentó un trabajo con Ramiro Albrieu que proponía una novedad (Albrieu y Rozenwurcel, 2017). Provenía de una nota que habían publicado el año anterior, “Las cuatro brechas que nos impiden crecer sostenidamente” (Albrieu y Rozenwurcel, 2016). La pregunta era desconcertante: ¿por qué la Argentina, en una bonanza externa sin precedentes, con superávits gemelos, externo y fiscal, no logró elevar de manera sostenida su crecimiento potencial?

Confieso que traté de disuadirlo del título. Me pareció que lo que ellos llamaban cuarta brecha era una baja propensión a invertir de los argentinos, lo que no es una brecha en el sentido de los modelos: en ellos, una brecha es una restricción que limita la inversión posible, no una decisión de invertir poco. Guillermo, generoso como siempre, aceptó la crítica y cambió el título por “Sem restrições, sem crescimento”. Así se publicó el texto en el libro de 2018 (Albrieu y Rozenwurcel, 2018).

Releyendo ahora el trabajo, veo que el equivocado era yo. No se trataba, en efecto, de una cuarta brecha. Pero tampoco de una baja propensión a invertir. La contribución era más interesante: reformular los modelos de dos y tres brechas para reconocer que no todo el ahorro

registrado en las cuentas nacionales está disponible para financiar la inversión interna. Quiero aquí hacer justicia a esa idea.

Debí haberlo percibido, porque la idea ya estaba en su tesis de 1986, que yo había examinado. En la introducción, Guillermo escribía que la dolarización de las carteras, al desviar “una parte significativa de los nuevos flujos de ahorro privado hacia activos de origen externo”, había “sustraído recursos para el financiamiento de la inversión” y limitado la capacidad de tributación y de endeudamiento del gobierno (Rozenwurcel, 1986, p. 2; traducción propia). El ahorro disponible de 2017 era el regreso a aquella observación.

IV. El ahorro disponible

El argumento central está en una frase de la presentación de 2017. En la bonanza, los ahorristas privados, en un ambiente de conflicto e inseguridad jurídica, no canalizaron el ahorro hacia activos internos, sino hacia el exterior, lo que “limitó su disponibilidad para fondear la inversión privada”. Guillermo y Albrieu hablaban de *ahorro disponible*.

Veamos qué significa esto para el modelo de dos brechas. En la versión tradicional, con todas las variables medidas como proporción del producto interno bruto (PIB) potencial, la inversión i está limitada por el ahorro interno s más la transferencia externa f , y por las divisas, donde m es el contenido importado de la inversión y e son las exportaciones netas de las importaciones no destinadas a la inversión:

$$\text{brecha de ahorro: } i \leq s + f \quad (1)$$

$$\text{brecha de divisas: } i \leq \frac{e+f}{m} \quad (2)$$

Supongamos ahora que hay fuga de capitales, es decir, que los residentes aplican en el exterior una fracción α de su ahorro. Esta sigue siendo ahorro en las cuentas nacionales, pero no financia

la inversión interna, y su salida reduce la transferencia externa neta a $f - \alpha s$. Las dos restricciones se modifican:

$$\text{brecha de ahorro disponible: } i \leq (1 - \alpha)s + f \quad (3)$$

$$\text{brecha de divisas: } i \leq \frac{e+f-\alpha s}{m} \quad (4)$$

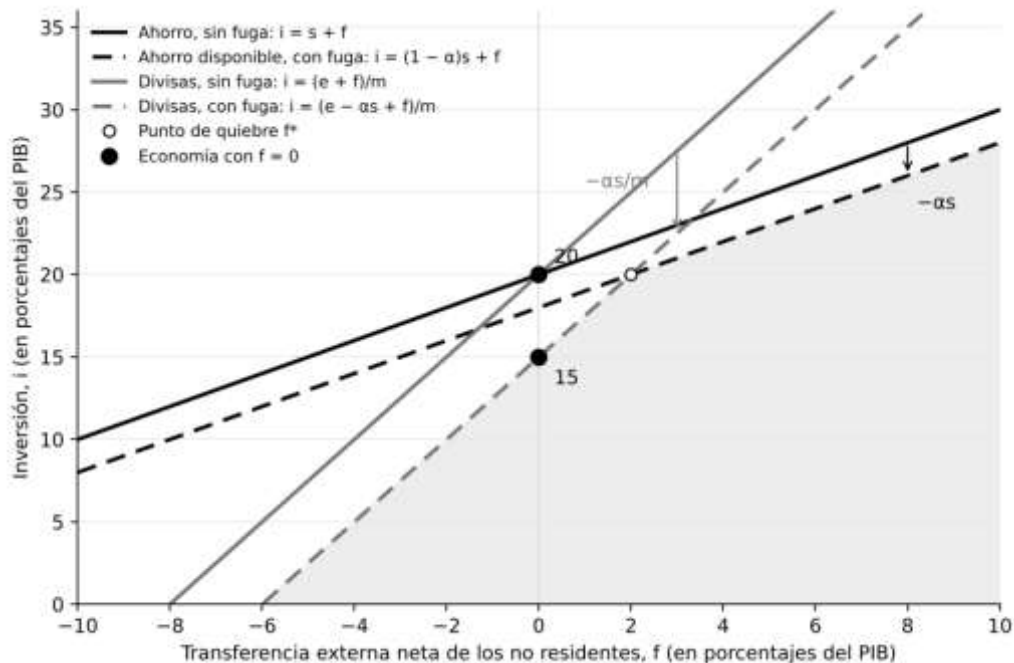
No hay una nueva desigualdad y, por lo tanto, no hay una cuarta brecha. Pero hay una consecuencia que el modelo tradicional no veía: la misma fuga estrecha las dos brechas, y la de divisas más que la de ahorro. Cada punto del PIB que sale reduce la inversión en un punto cuando restringe el ahorro, y en $1/m$ puntos —dos y medio, con m en torno a 0.4— cuando restringen las divisas. La fuga desplaza el punto de quiebre entre los dos regímenes y amplía la región en que la restricción externa es la relevante (véase el gráfico 1). Si en la posición inicial (con $\alpha = 0$) la inversión se equilibraba entre las dos restricciones en un 20% del PIB, en la nueva posición (con $\alpha = 0.10$) queda restringida por las divisas en un 15%.

Cabe aclarar que los gráficos 1 y 2 son ejercicios de estática comparativa, con parámetros elegidos para hacer visible el mecanismo, y no estimaciones de los parámetros de la economía argentina. Su objetivo es mostrar cómo la fuga de capitales puede alterar simultáneamente los límites del ahorro disponible y de las divisas, y desplazar así el régimen que restringe la inversión.

Gráfico 1

Introducción del ahorro disponible en el modelo de dos brechas

(En porcentajes del PIB)



Fuente: Elaboración propia.

Nota: Parámetros ilustrativos: $s = 20\%$, $m = 0.4$, $e = 8\%$ del PIB; α pasa de 0 a 0.10.

V. Tragedia de los pampas, grieta social, preferencia por la liquidez

El objetivo de Guillermo y Albrieu era más amplio, y aquí está la segunda novedad. La salida de capitales no era un parámetro dado: dependía de la propia bonanza, a través de una cadena de tres eslabones.

El primero es lo que ellos llaman la *tragedia de los pampas*, variante porteña de la tragedia de los comunes: las rentas extraordinarias de los recursos naturales se perciben como propiedad colectiva y no hay instituciones que definan de manera creíble quién tiene derecho a ellas. El segundo es la disputa por esas rentas, que abre una *grieta social*, un conflicto distributivo que dificulta los acuerdos intertemporales. En el sector público, ella se manifestó en el gasto

corriente en subsidios y jubilaciones, una variante de la tercera brecha. En el sector privado, en un tercer eslabón: la *preferencia por la liquidez*, entendida como la canalización del ahorro privado hacia activos financieros externos como protección frente a un conflicto cuyo desenlace nadie controla.

Puede parecer contraintuitivo que la fuga aumente en la bonanza y no en la escasez. Pero la idea tiene respaldo en la literatura: es el “efecto voracidad” de Tornell y Lane (1999), según el cual, con grupos poderosos y derechos de propiedad frágiles, una ganancia inesperada exagera la disputa por el ingreso más que proporcionalmente. En el caso argentino se suma un canal más prosaico, el de la *plata dulce*: la bonanza aprecia el peso, el dólar se abarata y los residentes, escarmentados por reversiones pasadas, compran dólares en previsión de la próxima.

En el lenguaje del modelo, esto quiere decir que α no es constante: crece con la propia bonanza, $\alpha = \alpha(e)$. Y el resultado cambia radicalmente (con $f = 0$):

$$\text{brecha de divisas: } i = \frac{e - \alpha(e)s}{m}, \text{ creciente en } e \text{ si } \alpha'(e)s < 1 \quad (5)$$

$$\text{brecha de ahorro disponible: } i = [1 - \alpha(e)]s, \text{ decreciente en } e \quad (6)$$

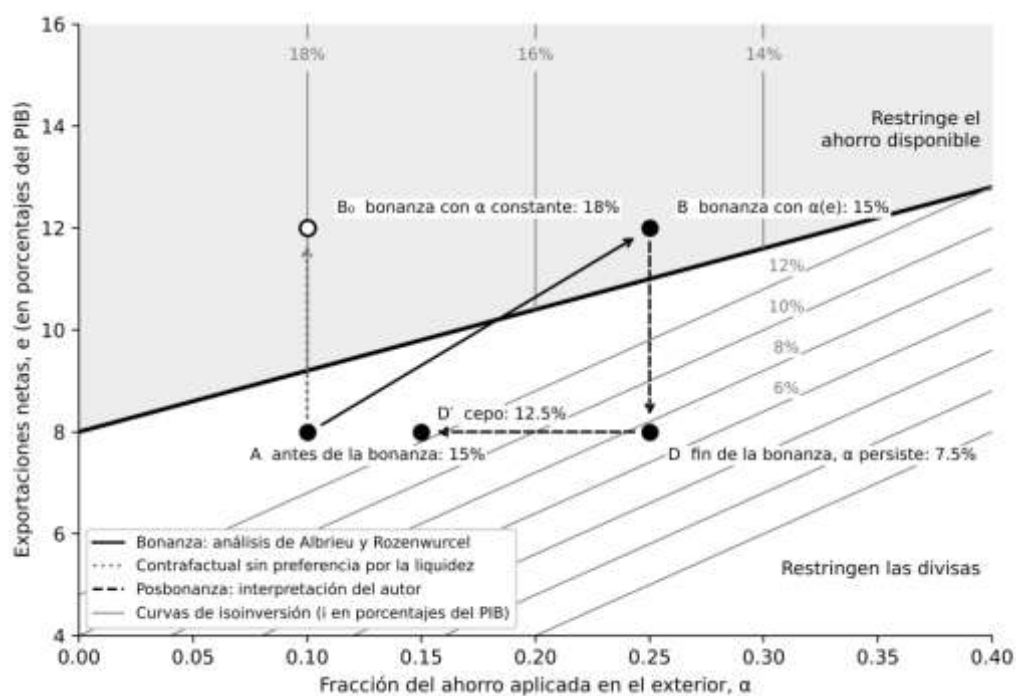
La bonanza afloja la restricción externa, pero, al alimentar el conflicto y la fuga, estrecha la restricción de ahorro disponible, que pasa entonces a ser la operativa. El gráfico 2 presenta α en el eje horizontal y e en el eje vertical. La línea gruesa con pendiente positiva indica cuánto deben crecer las exportaciones netas, a medida que aumenta la fuga de capitales, para que las dos restricciones sigan coincidiendo. Por debajo de esa línea prevalece la restricción de divisas; por encima, la restricción de ahorro disponible. Cuando restringen las divisas, las líneas finas de isoinversión tienen pendiente positiva: más exportaciones, más inversión. Cuando restringe el ahorro disponible, esas líneas son rectas verticales: la inversión no depende de las exportaciones. En el gráfico, si α permaneciera constante, la bonanza llevaría a la economía de

A a B_0 y la inversión subiría del 15% al 18% del PIB. Con preferencia por la liquidez, la economía va de A a B y la inversión termina donde empezó.

Gráfico 2

Regímenes de restricción de la inversión en el plano (α, e) , con $f = 0$

(Exportaciones netas en porcentajes del PIB)



Fuente: Elaboración propia.

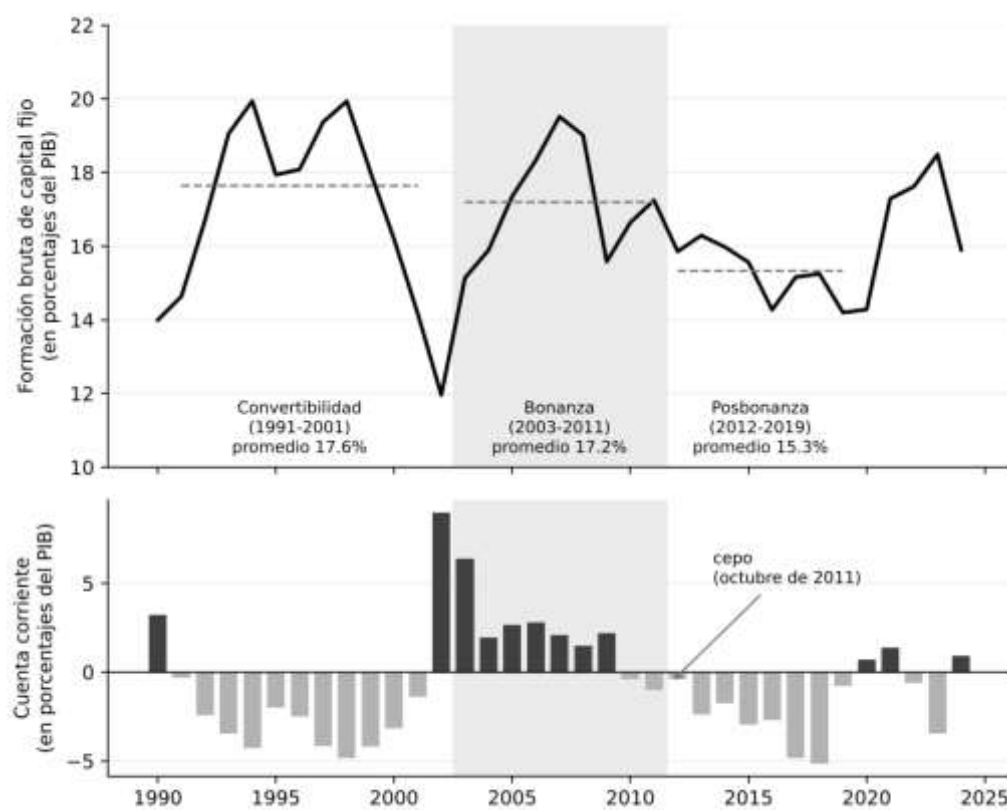
Nota: Por encima de la frontera restringe el ahorro disponible; por debajo, las divisas. Parámetros ilustrativos: $s = 20\%$, $m = 0.4$.

Los datos argentinos a precios corrientes son compatibles con esta historia (véase el gráfico 3). En la bonanza de 2003-2011, la tasa de inversión promedió un 17.2% del PIB, por debajo del 17.6% de la Convertibilidad, y ello con superávit en cuenta corriente en todos los años de 2002 a 2009. La economía exportaba ahorro.

Gráfico 3

Argentina: tasa de inversión a precios corrientes y cuenta corriente, 1990-2024

(En porcentajes del PIB)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, World Development Indicators [base de datos en línea] <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.

Nota: El área sombreada corresponde a la bonanza (2003-2011). Las líneas discontinuas indican los promedios de cada periodo.

VI. Después de la bonanza: una interpretación

El análisis de Guillermo y Albrieu se refiere a la bonanza. Lo que sigue es una interpretación mía, aunque su tesis de 1986, en la que la fuga aumentaba con las expectativas de devaluación hasta volverse una profecía autocumplida, sugiere que no le sería ajena.

Si la preferencia por la liquidez fuera simétrica, α caería junto con e cuando los precios de los productos básicos retrocedieran, y la economía volvería al punto de partida. Pero la confianza

perdida no regresa con los términos de intercambio: la dolarización del ahorro tiene histéresis. La economía queda entonces con un α alto y un e bajo (punto D del gráfico 2), justamente la combinación en que la restricción de divisas es más severa y en que cada dólar que sale cuesta $1/m$ veces su valor en inversión.

El punto D es un contrafactual. En la Argentina posterior a 2011, todo reaccionó al estrechamiento externo: el cepo cambiario intentó reducir α por decreto (de D a D'), y en parte lo logró. Pero, como Guillermo ya había señalado en su tesis, con control de cambios una parte de la fuga se desplaza al comercio exterior, por subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones, y reduce las divisas que llegan al mercado oficial; el cepo es, por eso, menos eficaz de lo que parece; los controles de importación elevaron e ; la pérdida de reservas y, más tarde, el endeudamiento externo funcionaron como una transferencia f positiva. Son respuestas que contuvieron el estrechamiento, pero no eliminaron su causa.

VII. La evidencia revisada

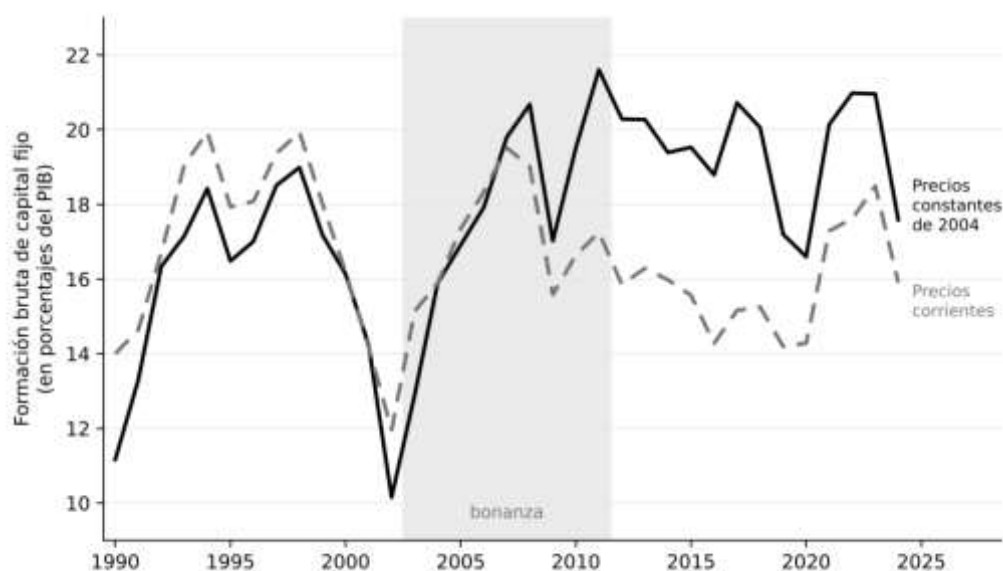
Al revisar los números para este artículo, encontré evidencia que sugiere una historia complementaria y, en alguna medida, alternativa.

La tasa de inversión a precios constantes cuenta una historia distinta de la serie a precios corrientes (véase el gráfico 4). Medida a precios de 2004, sube del 10% del PIB en 2002 al 21.6% en 2011 y se mantiene cerca del 20% en los años siguientes. Esto significa que el precio relativo de los bienes de capital cayó mucho y que, en términos reales, sí hubo un auge de la inversión en la bonanza. Si así fue, la preferencia por la liquidez no impidió que la inversión creciera en la bonanza; solo habrá limitado cuánto creció.

Gráfico 4

Argentina: tasa de inversión a precios corrientes y a precios constantes de 2004, 1990-2024

(En porcentajes del PIB)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, World Development Indicators [base de datos en línea] <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.

Nota: La serie a precios constantes es el cociente entre la formación bruta de capital fijo y el PIB, ambos en pesos de 2004. El área sombreada corresponde a la bonanza (2003-2011).

Más aún: con casi un 20% del PIB invertido por año en términos reales, el PIB argentino de 2024 es prácticamente igual al de 2011. La relación incremental producto-capital, entre crecimiento e inversión, que era de 0.20 en 1994-1998 y de 0.16 en 1998-2011, cae prácticamente a cero después de 2011 (véase el cuadro 1).

Cuadro 1

Argentina: crecimiento, inversión y relación g/i, de pico a pico del ciclo, 1994-2024

(En porcentajes y coeficientes)

Período (de pico a pico)	Crecimiento anual del PIB	Inversión a precios corrientes	Inversión a precios de 2004	Relación g/i (precios de 2004)
--------------------------	---------------------------	--------------------------------	-----------------------------	--------------------------------

1994-1998	3.6	18.8	17.7	0.20
1998-2011	2.7	16.5	16.9	0.16
2011-2017	0.4	15.5	19.8	0.02
2011-2024	0.0	15.9	19.4	0.00

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, World Development Indicators [base de datos en línea] <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.

Nota: La inversión corresponde a la formación bruta de capital fijo en porcentajes del PIB, promedio de los años del período posteriores al pico inicial. El crecimiento es la tasa anual compuesta del PIB a precios constantes entre los picos.

Si estos números son correctos, el problema central de la posbonanza no habría sido tanto el volumen de la inversión como su productividad. En el lenguaje del modelo, el crecimiento es $g = \sigma i$, donde σ es la relación incremental producto-capital: las brechas determinan i , y σ cayó. El ahorro disponible puede explicar bien la bonanza; el estancamiento posterior requiere también una inversión que rindió poco, ya sea por su composición —una hipótesis que los datos agregados no permiten verificar es la construcción residencial como reserva de valor—, ya sea por las distorsiones generadas por los controles cambiarios y de importación.

Hay salvedades. La base fija de 2004 otorga un peso excesivo, en los años siguientes, a los bienes de capital cuyo precio relativo cayó; y entre 2007 y 2015 las estadísticas del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) estuvieron intervenidas. Pero ellas no eliminan la historia alternativa. El conocimiento científico es así: avanza paso a paso, con nuevas interpretaciones y revisiones de las nuevas interpretaciones. Guillermo, que nunca separó la teoría de los datos de la realidad argentina, estaría de acuerdo.

VIII. Para terminar

En una nota de 2024 con Vicente Palermo, Guillermo expresó una fuerte duda de que las políticas de Milei pudieran llevar la inflación a un dígito y promover la reanudación de un crecimiento sostenido (Palermo y Rozenwurcel, 2024). La inflación no ha sido tema de este

artículo; en cuanto al crecimiento, la modelización que he reconstruido da la razón a su desconfianza.

Guillermo y Palermo veían en el nuevo patrón extractivo —minería e hidrocarburos no convencionales— la apuesta del Gobierno para crecer, y advertían que “la riqueza natural puede ser una bendición o una maldición”. En los términos de este análisis, una nueva bonanza de recursos naturales solo se traducirá en crecimiento si no repite la tragedia de los pampas. Para ello se necesitan dos condiciones.

La primera es que el ahorro argentino vuelva a quedarse en la Argentina, es decir, que α caiga. Y α solo caerá si los derechos sobre las rentas de los recursos naturales se definen de manera creíble y si la grieta social se cierra. La segunda condición es que la inversión vuelva a ser productiva, es decir, que σ aumente.

La pregunta que Guillermo dejó no es si la estabilización vale la pena, sino qué debe venir después de ella.

En 2017 no percibí el alcance de lo que Guillermo y Albrieu propusieron. Era una idea más rica —y más antigua— de lo que supe ver. Cierro este homenaje con el reconocimiento tardío: ¡Gracias, Willy!

Bibliografía

- Albrieu, R. y Rozenwurcel, G. (23 de agosto de 2016). Las cuatro brechas que nos impiden crecer sostenidamente. *El Economista*.
- Albrieu, R. y Rozenwurcel, G. (2017, febrero). *Bonanza de recursos naturales y bajas tasas de inversión: ¿evidencia de una “cuarta brecha”? El caso argentino*. Trabajo presentado en el Seminario en homenaje a Edmar Bacha, Casa das Garças, Río de Janeiro, Brasil.
- Albrieu, R. y Rozenwurcel, G. (2018). Sem restrições, sem crescimento: uma nota sobre a macroeconomia argentina durante a bonança dos anos 2000. En J. C. Carvalho et al. (orgs.), *De Belíndia ao Real: ensaios em homenagem a Edmar Bacha* (pp. 245-263). Río de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Bacha, E. L. (1984). Growth with limited supplies of foreign exchange: A reappraisal of the two-gap model. En M. Syrquin, L. Taylor y L. E. Westphal (eds.), *Economic structure and performance: Essays in honor of Hollis B. Chenery* (pp. 263–280). Nueva York: Academic Press.
- Bacha, E. L. (1990). A three-gap model of foreign transfers and the GDP growth rate in developing countries. *Journal of Development Economics*, 32(2), 279–296.
- Banco Mundial (2026). *World Development Indicators* [base de datos en línea]. Recuperado de <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators> (consulta: 16 de octubre de 2026).
- Frenkel, R. y Rozenwurcel, G. (1990). Restricción externa y generación de recursos para el crecimiento en América Latina. *El Trimestre Económico*, 57(225), pp. 983-1014. Recuperado de <http://repositorio.cedes.org/handle/123456789/2743>
- Palermo, V. y Rozenwurcel, G. (6 de octubre de 2024). Una opción de centro bajo incertidumbre en la política y la economía. *Perfil*.
- Rozenwurcel, G. (1986). *Restrição externa em economias semi-industrializadas: um enfoque real e financeiro do caso argentino* (tesis de maestría inédita). Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro, Río de Janeiro, Brasil.
- Tornell, A. y Lane, P. R. (1999). The voracity effect. *American Economic Review*, 89(1), 22–46. <https://doi.org/10.1257/aer.89.1.22>