Restricciones mutantes, crecimiento esquivo: Guillermo Rozenwurcel y la trampa argentina[1]

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. Una prueba empírica preliminar, con datos a precios constantes, sugiere que después de 2011 el problema central fue el bajo rendimiento 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

Clasificación JEL: O11, F32, O54

Autor: Edmar Bacha es socio fundador y director del Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças (IEPE/CdG), Río de Janeiro (Brasil). Correo electrónico: ebacha@iepecdg.com.

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.

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.

[1]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 Estudios 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, Sara Calvo, Sandra Rios y, en especial, los detallados comentarios de Carlos Winograd y Ramiro Albrieu. El texto contó con la asistencia de Claude (Anthropic) en la investigación bibliográfica, la recopilación de datos y la preparación de los gráficos. Los errores y las interpretaciones son responsabilidad del autor.

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. Quizá esa lectura me venía de un trabajo de Gustavo Cañonero y Carlos Winograd, que yo había comentado en 2012 en el seminario en homenaje a Roberto Frenkel, publicado después en un libro coeditado por el propio Guillermo, y que atribuía las

dificultades argentinas de esos años a la falta de incentivos para invertir (Cañonero y Winograd, 2016). 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.

Ramiro Albrieu coincide: no se trataba de una nueva brecha, sino de un ajuste de las existentes (Albrieu, comunicación personal). Recuerda también que, en la oficina que compartían en el CEDES, Guillermo zanjaba con énfasis aquel debate interminable: "Si esta no es la verdadera brecha del crecimiento argentino, no sé cuál es".

El propósito de este artículo es modesto: formalizar de manera simplificada esa hipótesis en el modelo de dos brechas y someterla a una prueba empírica preliminar. No se trata de un modelo macroeconómico de equilibrio general ni de una evaluación adecuada de la experiencia argentina de (no) crecimiento, tareas que quedan para un trabajo analítico y empírico más profundo.

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:

$$\text{brecha de ahorro: } i \leq s + f \tag{1}$$

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

Como es usual en estos modelos, se supone que las oportunidades de inversión son abundantes y que lo que impide realizarlas es el financiamiento, de modo que la inversión efectiva queda determinada por la restricción que opera. Los parámetros *e*, *s*, *m* y *f* se tratan como dados. Es un análisis macroeconómico con precios fijos, cuyos fundamentos y limitaciones discutí en Bacha (1984 y 1990).

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 $f - \alpha s$ (*f* comprende, por lo tanto, todo el financiamiento externo, incluidos la pérdida de reservas y el endeudamiento externo, salvo la aplicación del ahorro de residentes en el exterior). Las dos restricciones se modifican:

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

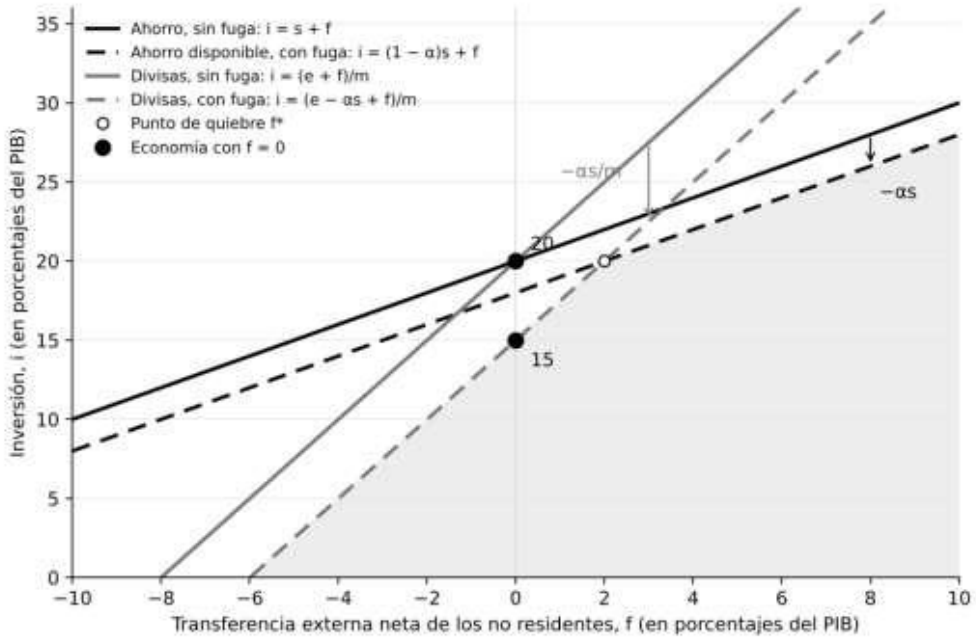
$$\text{brecha de divisas: } i \leq \frac{e+f-\alpha s}{m} \tag{4}$$

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. Con los demás parámetros constantes, 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 α = 0) la inversión se equilibraba entre las dos restricciones en un 20% del PIB, en la nueva posición (con α = 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 exacerba 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.

Albrieu agrega los canales concretos. Al subir el rendimiento del capital natural, sin reglas claras de apropiación, la disputa por las rentas se resolvió cambiando las reglas sobre la marcha: retenciones móviles, precios internos de la energía desacoplados de los internacionales, controles. Y no hubo instrumentos para ahorrar la renta extraordinaria, que se volcó al gasto corriente. La credibilidad, concluye, no es un parámetro fijo que la bonanza encuentra: la propia bonanza la erosiona. Cabe, sin embargo, una lectura alternativa, que sugiere Carlos Winograd en un comentario a este texto: la bonanza amplía el ahorro y, con él, la diversificación internacional de las carteras, sin deterioro institucional alguno. Distinguir entre los distintos enfoques requiere una identificación empírica que este artículo no intenta.

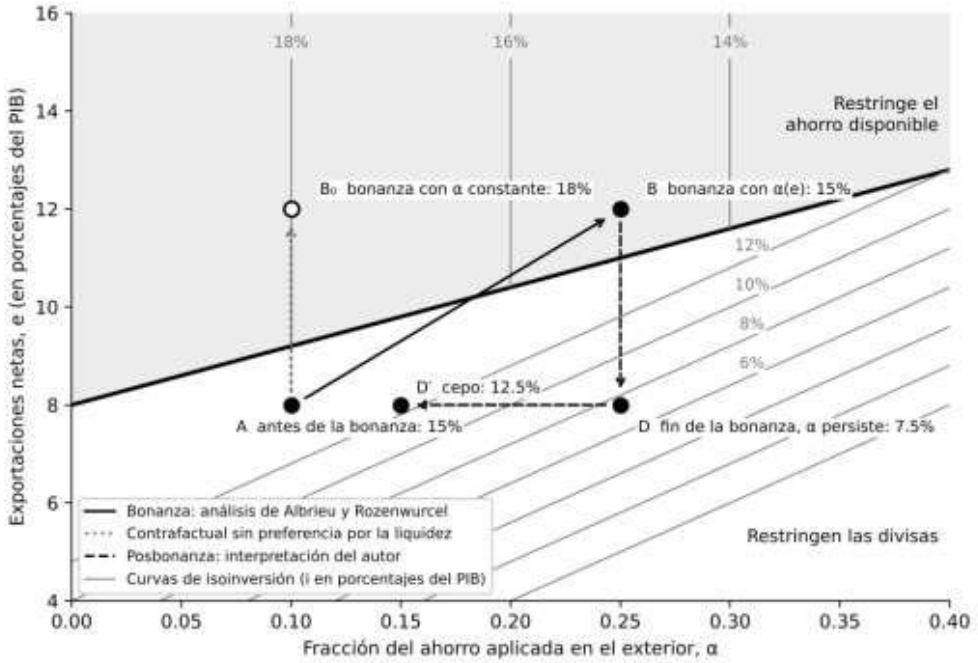
En el lenguaje del modelo, la hipótesis es que α no es constante: crece con la propia bonanza, $\alpha = \alpha(e)$. Y el resultado cambia radicalmente (con $f = 0$):

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

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

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.

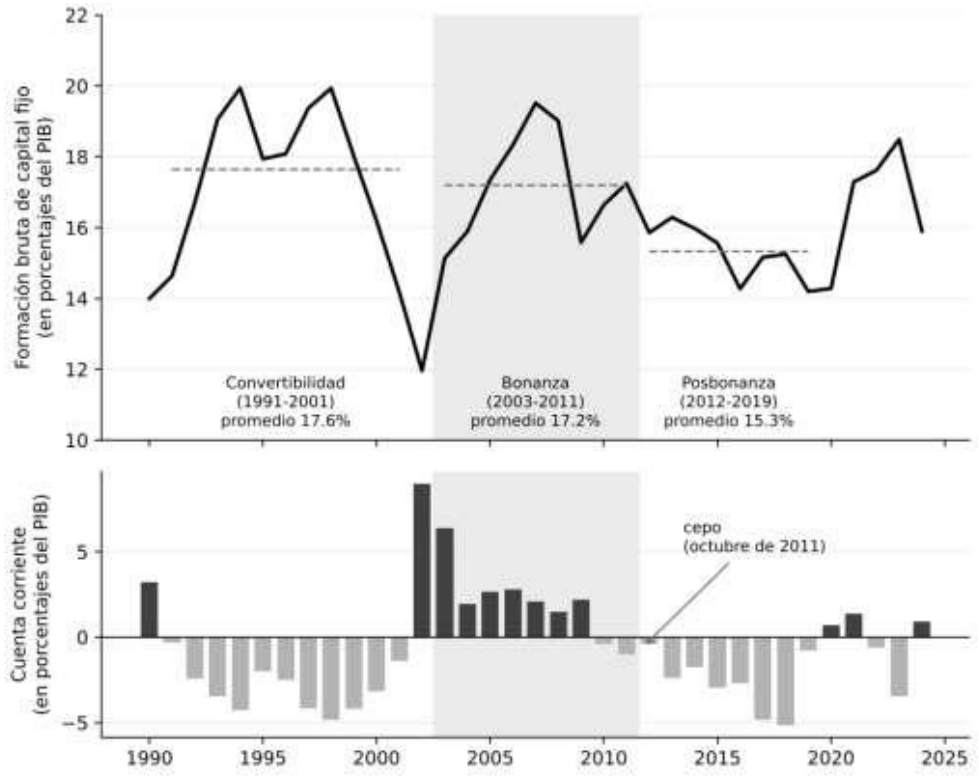
Gráfico 2
Regímenes de restricción de la inversión en el plano (α, e), con f = 0
(Exportaciones netas en porcentajes del PIB)



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 período.

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 la tesis de Guillermo 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.

Albrieu matiza, además, el argumento original. Más que la causa de la preferencia por la liquidez, la tragedia de los pampas habría sido un eslabón más en la pérdida de confianza en las instituciones internas, que ya venía de los planes de estabilización que terminaron en crisis

—el Plan Bonex, el corralito y la pesificación— y que se profundizó con el cepo. La disputa por las rentas de los sectores exportadores sigue presente, pero, en sus palabras, "α es alto en la Argentina con o sin conflicto agrario". La credibilidad es un stock que se pierde rápido y se reconstruye despacio.

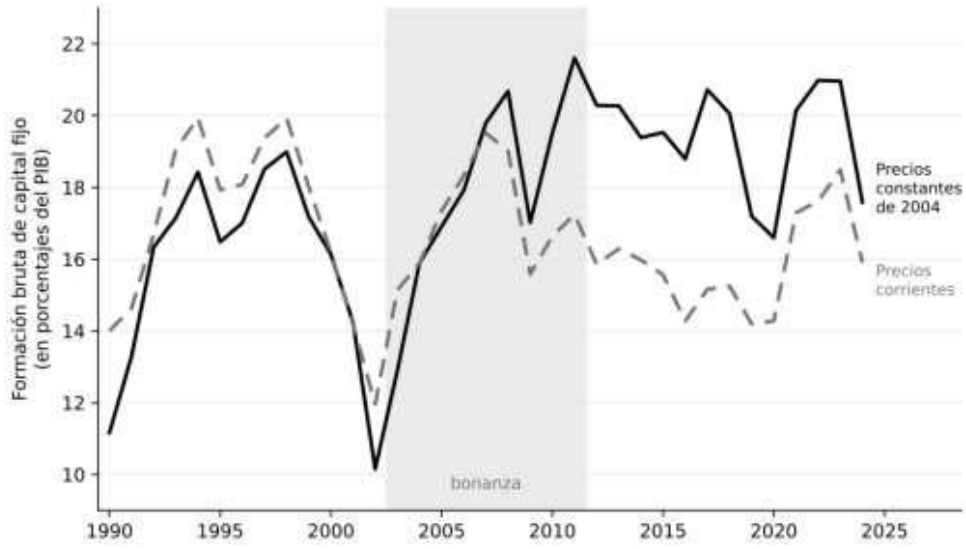
El punto D es un contrafactual. En la Argentina posterior a 2011, todo reaccionó al estrechamiento externo: el cepo cambiario intentó reducir α por decreto (de D a D′), y en parte lo logró. Pero, como Guillermo ya había señalado en su tesis, con control de cambios una parte de la fuga se desplaza al 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. Muestran también que e y f no son, en la práctica, parámetros independientes de α, como los trata el modelo simplificado.

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. 1998 y 2011 son máximos cíclicos: el PIB cae en 1999 y en 2012. Si se toma como punto final cualquiera de los picos posteriores a 2011 (2013, 2015, 2017 o 2022), la relación g/i se ubica entre 0.01 y 0.03.

Si estos números son correctos, el problema central de la posbonanza no habría sido tanto el volumen de la inversión como su rendimiento. 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. Conviene advertir que σ es una medida descriptiva, no la productividad marginal del capital: un crecimiento nulo puede coexistir con inversiones rentables si hay depreciación, destrucción de capital o choques negativos sobre otros factores. Descomponer su caída exige un ejercicio de contabilidad del crecimiento que queda para un trabajo futuro. El ahorro disponible puede explicar bien la bonanza; el estancamiento posterior requiere también una inversión que rindió poco, ya sea por su composición —entre construcción y maquinaria y equipo, cuyos precios relativos cambiaron mucho en el período—, ya sea por las distorsiones generadas por los controles cambiarios y de importación.

Esta interpretación se acerca a la de Cañonero y Winograd (2016). Para ellos, la inestabilidad de las políticas y la incertidumbre sobre los derechos de propiedad redujeron el rendimiento esperado de la inversión, en especial en equipo, y el ahorro excedente encontró en la fuga de capitales su única salida. En la hipótesis de Guillermo, la fuga restringe la inversión; en la de ellos, es consecuencia de la falta de oportunidades rentables. Los datos agregados de este artículo no permiten distinguir entre ambas. Pero las dos convergen en un punto: lo distintivo de la Argentina posterior a la bonanza no fue tanto el volumen de la inversión como su rendimiento.

Albrieu sugiere una tercera explicación, que no excluye las anteriores: algunas inversiones tardan muchos años en rendir. La de YPF en Vaca Muerta, iniciada en 2013, tardó una década en convertirse en exportaciones. Una relación g/i cercana a cero en 2011-2024 puede reflejar en parte ese período de gestación, y no solo inversión improductiva, lo que cambia el diagnóstico sobre σ para los años venideros.

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. Tampoco he construido un contrafactual que indique cuánto se habría invertido en la bonanza sin la fuga. Pero estas salvedades 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 es compatible con 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. Y esta segunda condición no se sigue de la primera: que el ahorro vuelva al país no garantiza que se invierta bien.

Albrieu observa que esa es hoy la cuestión central, porque la nueva bonanza es de recursos no renovables, explotados por grandes empresas, muchas de ellas extranjeras, y en ella el riesgo es la nacionalización o la volatilidad de las reglas. El Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI) ofrece treinta años de estabilidad, precisamente la definición creíble de derechos que faltaba. Pero una ley sin amplio respaldo político es sensible al ciclo —la Ley Bases, que lo creó, se aprobó en general en el Senado, el 12 de junio de 2024, con el voto de desempate de la vicepresidenta—, y el precedente de YPF en 2012 muestra con qué rapidez pueden cambiar las reglas. Sigue sin resolverse, además, cómo ahorrar las rentas, el mismo problema que enfrentó el equipo de Roberto Lavagna en 2005 al anunciar un fondo anticíclico. Y como desde 1994 los recursos naturales pertenecen a las provincias, la disputa tiene ahora tres partes: la nación, las provincias y las empresas.

Las preguntas que este ejercicio deja abiertas —la identificación de $\alpha(e)$, el papel de la demanda de inversión, la descomposición de la caída de σ— quedan para un trabajo analítico y empírico más profundo sobre la experiencia argentina de (no) crecimiento.

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 G. Rozenwurcel (2016), "Las cuatro brechas que nos impiden crecer sostenidamente", *El Economista*, Buenos Aires, 23 de agosto.

Albrieu, R. y G. Rozenwurcel (2017), "Bonanza de recursos naturales y bajas tasas de inversión: ¿evidencia de una 'cuarta brecha'? El caso argentino", documento presentado en el seminario en homenaje a Edmar Bacha, Río de Janeiro, Casa das Garças, 17 de febrero.

Albrieu, R. y G. Rozenwurcel (2018), "Sem restrições, sem crescimento: uma nota sobre a macroeconomia argentina durante a bonança dos anos 2000", *De Belíndia ao Real: ensaios em homenagem a Edmar Bacha*, J. C. Carvalho y otros (orgs.), Río de Janeiro, Civilização Brasileira.

Bacha, E. L. (1984), "Growth with limited supplies of foreign exchange: a reappraisal of the two-gap model", *Economic Structure and Performance: Essays in Honor of Hollis B. Chenery*, M. Syrquin, L. Taylor y L. E. Westphal (eds.), 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*, vol. 32, N° 2, abril.

Banco Mundial (2026), *World Development Indicators* [base de datos en línea] https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators [fecha de consulta: 16 de octubre de 2026].

Cañonero, G. y C. Winograd (2016), "Disequilibria and risk premia: Argentina's experience during the 2000s from a Latin American perspective", *Macroeconomics and Development: Roberto Frenkel and the Economics of Latin America*, M. Damill, M. Rapetti y G. Rozenwurcel (eds.), Nueva York, Columbia University Press.

Frenkel, R. y G. Rozenwurcel (1990), "Restricción externa y generación de recursos para el crecimiento en América Latina", *El Trimestre Económico*, vol. 57, N° 225, enero-marzo.

Palermo, V. y G. Rozenwurcel (2024), "Una opción de centro bajo incertidumbre en la política y la economía", *Perfil*, Buenos Aires, 6 de octubre.

Rozenwurcel, G. (1986), "Restrição externa em economias semi-industrializadas: um enfoque real e financeiro do caso argentino", disertación de maestría, Río de Janeiro, Departamento de Economía, Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro (PUC-Rio), septiembre.

Tornell, A. y P. R. Lane (1999), "The voracity effect", *American Economic Review*, vol. 89, N° 1, marzo.