

La Argentina, la crisis internacional y las finanzas: Apuntes de una agenda financiera para la inserción

José Siaba Serrate

Prefacio

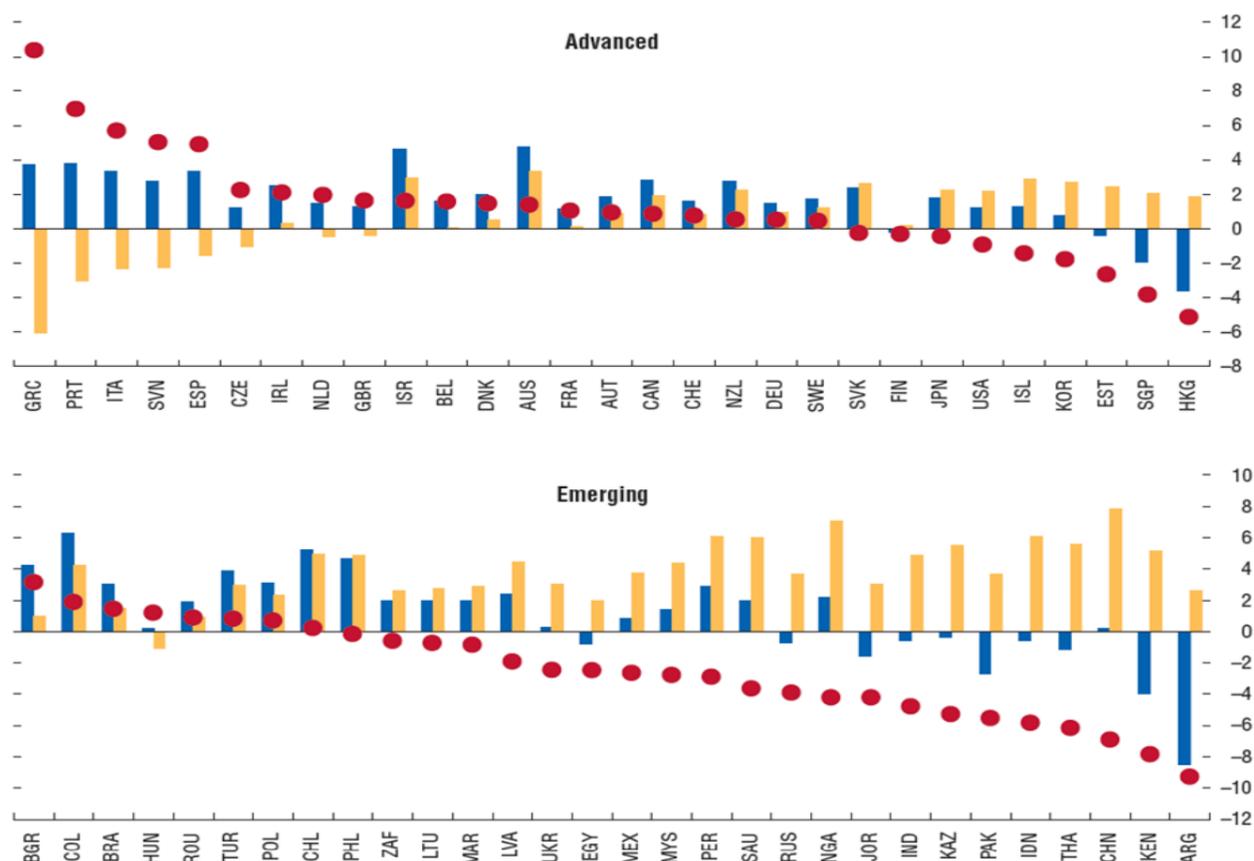
El país debe liberarse de una tentación fatal: debe romper con la maldición de Sísifo y la pretensión de la refundación constante. Esa inestabilidad en los cimientos, conlleva – aparte de una feroz convivencia política – la ausencia de un adecuado horizonte de planeamiento, el predominio de una severa miopía en la toma de decisiones y desemboca en una asignación errática y pobre de los esfuerzos y los recursos. Quizás deba aceptarse que lo óptimo suele ser enemigo de lo bueno. Es difícil concordar en las políticas óptimas, es más accesible forjar un consenso perdurable sobre buenas políticas y objetivos razonables. De esa forma resultaría más sencillo también remover el influjo de hombres y gestiones providenciales y darle una mayor cabida a reglas e instituciones que permanezcan en el tiempo.

Introducción

La vigencia de condiciones internacionales muy favorables para la Argentina – reflejada en la expansión acelerada de sus mercados naturales y una sustancial mejoría de los términos de intercambio – propició una mayor integración con el mundo a comienzos de la década pasada y obró como una herramienta clave para motorizar la vigorosa recuperación tras la crisis de la Convertibilidad. Sin embargo, aun cuando dichas condiciones no han cambiado de signo, la estrategia de maximización del consumo público y privado (y de defensa del empleo) que se persiguió a rajatabla ha producido un giro marcado en el proceso de inserción. El cierre de la economía, tanto de la cuenta corriente como de los flujos de capital, provee una solución de corto plazo que procura calmar las urgencias oficiales. Pero su aplicación no es inocua. Lejos de atacar los desvíos que están en la raíz de los desequilibrios macroeconómicos, se alientan comportamientos que conducen a engrosar la demanda excedente de divisas. La restricción externa – corporizada en el racionamiento de cambio y la irrupción de una brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo que supera el 50% – emerge así como una limitante concreta del crecimiento argentino a pesar de la holgura que exhiben otros países de la región. Y la situación sería crítica, el rey estaría desnudo, si los precios de las materias primas revirtieran a la media histórica.

El diferencial entre tasas de interés y crecimiento en 2012

- Tasa de interés real (r) - Tasa de crecimiento real (g) - Diferencial (r - g)



El influjo de la crisis internacional

La crisis internacional de 2008/2009 es una crisis **vigente en las economías avanzadas** que ha sido contenida (pero no resuelta) gracias a la aplicación de políticas públicas de naturaleza extraordinaria, que no pueden ser discontinuadas dado el riesgo de provocar una grave recaída pero que tampoco, debido a su magnitud, pueden ser mantenidas indefinidamente.

Si la crisis es una bisagra, la situación actual es un **momento de transición**. EEUU, Europa y Japón, cada uno a su modo, están en crisis. La arquitectura de la economía y las finanzas han cambiado poco y nada. Pero, en buena medida, esa estructura de herencia tiene bases precarias ya que se sostiene sobre políticas públicas de excepción que habrá que adecuar y remover en el tiempo.

El **paradigma de política económica forjado laboriosamente en los veinticinco años de la Gran Moderación se fracturó con la crisis**. La experiencia de una inestabilidad que no se observaba desde los años 30 – y que se pensaba ajena al funcionamiento de las economías desarrolladas – obliga a ampliar la perspectiva de análisis. Lo importante es tener presente el estado de flujo imperante, el recorrido de una fase de transición. La arquitectura se alteró muy poco, pero habrá que repensar su trama. Es un proceso en curso, de lenta digestión, que se profundizará a medida que emerjan los cambios políticos que se incuban en un tejido social seriamente lastimado.

Si antes de la crisis, la economía mundial funcionaba ya a dos velocidades, después de la misma, la tendencia se agudizó. Los problemas de las economías avanzadas ensancharon la **brecha de crecimiento con las emergentes**; estas últimas, relativamente inmunes en su expansión, salvo en los momentos cumbre de inestabilidad.

Contrario sensu a la experiencia de los años 30, la convivencia entre las naciones ha sido económicamente pacífica. En líneas generales, el comercio internacional no se resintió por la aplicación de trabas ni restricciones. La meneada guerra de monedas no pasó nunca de las escaramuzas. La **liberalidad de los flujos de capitales se mantuvo intacta**. La cooperación internacional encarna en el Grupo de los 20, el foro de discusión que reemplazó la primacía del G7, y que funciona como válvula de detección de las eventuales tensiones en acumulación. El conflicto merodea, pero puede decirse, hasta el momento, que la sangre no llegó al río.

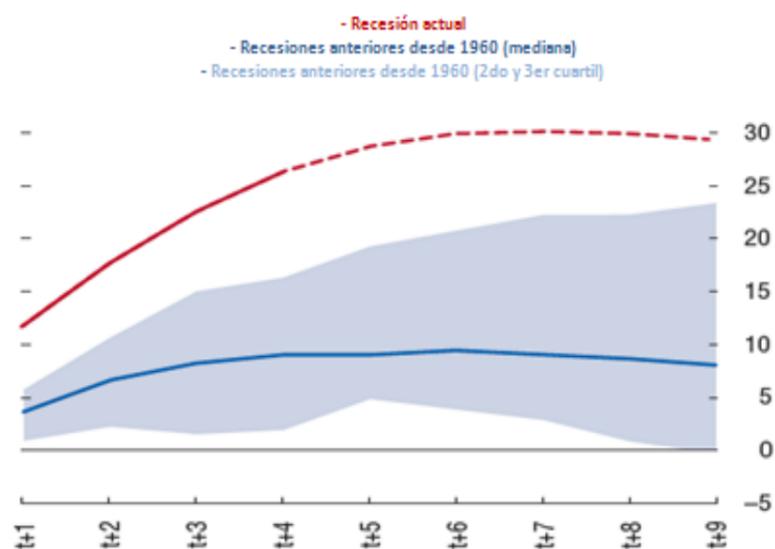
La estrategia de combate de la crisis en los países del G7 – como la reducción de tasas de interés y el fenomenal aumento de la liquidez – **derramó sus efectos más allá del G7**. La marcada bonanza de las materias primas, favorecida por dichas iniciativas, fue un bonus adicional para las economías emergentes especializadas en el negocio de su producción y exportación. En ese sentido el dinamismo de otras economías emergentes, como las de China y otros países asiáticos, logró reemplazar con creces la anemia del G7. En un futuro que todavía luce distante, la recuperación de los países avanzados podría obligar a revertir las condiciones monetarias ultralaxas hoy en curso, y ello debería repercutir en los mercados que les sacaron especial beneficio.

La crisis gatilló una **mudanza profunda en la percepción del riesgo crediticio de las economías emergentes vis a vis las economías avanzadas**. No solamente porque se destruyó la noción de que los soberanos de las economías avanzadas eran sujetos libres de riesgo de crédito o porque su deuda crecerá a niveles no vistos desde la Posguerra. En la comparación,

se distinguen tres tendencias muy saludables en las economías emergentes: la carga de su deuda se reduce progresivamente; el crecimiento económico, libre de mochilas tóxicas, mantiene un dinamismo sobre la par; y el tránsito, en los años venideros, por una demografía muy favorable.

Economías avanzadas: el aumento acumulativo de la deuda pública bruta / PBI* desde el comienzo de las recesiones

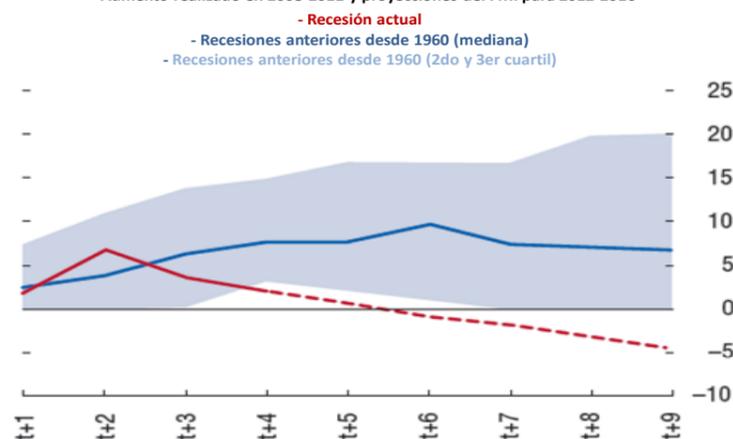
*Aumento realizado en 2008-2011 y proyecciones del FMI para 2012-2016



Por último, la crisis obliga a reexaminar los problemas asociados a los llamados **desequilibrios globales** y a propender a su corrección a través de un gradual rebalanceo. Ello **siembra interrogantes sobre la posibilidad futura de aplicar agresivamente estrategias de crecimiento orientadas hacia el exterior** como las propulsadas por los países de Asia.

Economías emergentes: el aumento acumulativo de la deuda pública bruta / PBI* desde el comienzo de las recesiones

*Aumento realizado en 2008-2011 y proyecciones del FMI para 2012-2016



Evolución reciente de la Argentina

La crisis y el colapso de la Convertibilidad sumieron a la Argentina – entre 1998 y el primer trimestre de 2002 – en el equivalente, a su escala, de una **Gran Depresión**.

Después del default y de la fuerte devaluación del tipo de cambio (nominal y real) la **recuperación argentina fue de ave fénix: muy veloz y vibrante**. Y su vuelo probó también ser duradero.

La recomposición de los precios de las materias primas en los mercados internacionales llegó demasiado tarde para

salvar la Convertibilidad, pero, justo a tiempo para inyectarle mayores bríos y perspectivas a la recuperación.

La política económica se apalancó sobre esa bonanza internacional y así pudo construir una **plataforma macroeconómica de superávits gemelos, de las cuentas públicas y externas, pari passu con un aumento significativo del gasto interno.**

La estrategia de cebar la demanda agregada se benefició sobremanera del “overshooting” cambiario que se produjo tras el estallido de la Convertibilidad, y de la mejora sostenida de los términos del intercambio.

La contracara del crecimiento a tasas chinas de la Argentina fue un proceso de **sistemática apreciación del tipo de cambio real** (en un marco de apreciación del tipo de cambio de equilibrio por el efecto favorable de los términos del intercambio).

El shock negativo de oferta producto del encarecimiento de la energía fue neutralizado por la aplicación activa de políticas que, en la práctica, lograron que los **costos internos de uso de la energía** no fueran traccionados por el alza internacional de los precios. Con una oferta elástica de energía de corto plazo, la Argentina pudo expandirse más rápido que sus vecinos. En cambio, en la actualidad, su pendiente en alza vertical se presenta como una fortísima restricción.

A lo largo del tiempo, la **expansión persistente del gasto interno – fogoneada por las políticas públicas – consumió los márgenes excedentes que dejó la crisis post Convertibilidad: el colchón cambiario, los superávits gemelos, y la posición exportadora neta de energía.** Los vaivenes de la coyuntura internacional, ocasionalmente, pueden agravar o aliviar esta situación, pero su influencia relativa disminuye a medida que crece la relevancia del gasto interno.

La aplicación in crescendo de controles y otras restricciones similares es una respuesta ad hoc que procura administrar el problema de la pérdida de los grados de libertad mitigando algunas de sus consecuencias, pero sin el propósito de corregir los desvíos de fondo.

La política populista – como la definió uno de sus propulsores, Roberto Feletti, en 2011, y dicho sin ánimo peyorativo – logró sostenerse en el tiempo, a diferencia de otras experiencias previas – porque pudo apropiarse de “factores de renta importantes”. Un interrogante válido es cómo evoluciona un **modelo extractivo** cuando se agotan las vetas de mineral. La ausencia de método para discriminar entre rentas, cuasirentas y **rentabilidad normal**, en principio, ya nos aporta evidencia palpable de sobreexplotación del recurso. La declinación de actividades rentísticas en situación de auge de sus precios internacionales – como la producción ganadera o de petróleo y gas – es un signo cabal. “Las rentas de las compañías privatizadas”, por citar una muletilla común hasta poco tiempo atrás, se han escurrido de la mano del atraso tarifario y lo mismo aconteció, en muchas de ellas, con todo atisbo de rentabilidad. Como consecuencia, la descapitalización es un fenómeno notorio en el renglón de las empresas de servicios públicos. Y la quiebra lisa y llana de alguna de ellas es, inclusive, una posibilidad.

La presencia de condiciones externas favorables para la Argentina es un dato persistente en el período bajo análisis y, sin embargo, el **proceso de integración internacional migra de una etapa de inserción a otra de activa desinserción (o, al menos, de desconexión selectiva en aumento).** Fue por decisión propia que el país se replegó de mercados internacionales

como los de la energía, la carne o el trigo y no por las triquiñuelas del comercio administrado.

En ese sentido, la instalación del **cepo cambiario** en octubre de 2011 emerge como un mojón de gran importancia ya que consagra una **creciente inconvertibilidad del peso** y restringe seriamente la realización de una variedad muy amplia de transacciones de la cuenta corriente y de capital, o directamente las prohíbe como en el caso del atesoramiento en moneda extranjera.

Así, Global Trade Alert considera a la Argentina como el principal país proteccionista del mundo (2011 y 2012). La política comercial rezuma mercantilismo: se fija un objetivo de saldo comercial superavitario de 12 mil millones de dólares en 2012, el secretario Moreno dicit, y su consecución depende de un control minucioso de las importaciones que las habilita caso por caso en función de la marcha de las proyecciones.

A lo largo de los últimos años, los flujos de inversión extranjera se reducen a un mínimo. La inversión hundida se perjudica por las limitaciones de hecho que afectan la remisión de utilidades y dividendos al exterior: de totalizar 4400 millones de dólares en 2011, se recortan a 200 millones el año pasado (aunque formalmente no exista una prohibición). Y no hay visos de modificación en lo que va de 2013. La desmesura de la brecha cambiaria es otro poderoso disuasivo de la inversión.

La crisis de la energía forzó la abrupta estatización de YPF – sin pago de compensación a Repsol – aunque la estrategia que impulsa el nuevo “management” no tiene nada de nacionalista: se propone captar agresivamente a las grandes compañías petroleras extranjeras de primera línea para que inviertan y desarrollen los yacimientos de Vaca Muerta, el único gran éxito de la desplazada Repsol en su tarea exploratoria. No es un objetivo imposible a priori, pero requiere garantizar un régimen de tratamiento de las inversiones de excepcionalidad.

Argentina y las finanzas

Tras el abandono de la Convertibilidad, la Argentina adoptó un **régimen cambiario de flotación administrada (con múltiples tipos de cambio efectivos)** que resultó compatible con un crecimiento persistente de las reservas internacionales hasta fines de 2007.

La caída posterior de las reservas internacionales se explica por su utilización para el pago de los servicios de renta y amortización de la deuda pública en moneda extranjera (ante la imposibilidad de acceso del soberano a los mercados voluntarios de capitales).

La compra de divisas fue la principal razón de la fuerte expansión de base monetaria hasta 2009 inclusive; a partir de 2010, la financiación del sector público vía banco central le disputó el protagonismo. En 2012 el 55% de la creación neta de base obedeció a la necesidad de asistencia en pesos del sector público. La compra de divisas respondió por el 48% (aunque la posición de reservas internacionales no aumentó sino disminuyó, por segundo año consecutivo, por más de 3 mil millones de dólares). La expansión de base, entre puntas, procedió a un ritmo de 38% en 2012.

El **sistema bancario**, que pesificó sus carteras después de la Convertibilidad, opera bajo un régimen de **represión financiera** que le pone techo a las tasas de interés que reciben los depositantes en un nivel deliberadamente muy infe-

rior a la tasa de inflación. Los depósitos transaccionales son una parte importante de las imposiciones (aprox. el 40%) y su retribución es virtualmente nula. Visto así, el sistema bancario recolecta una tajada sustancial de impuesto inflacionario. En un cálculo a mano alzada, si se consideran los saldos promedios de los depósitos a la vista de diciembre pertenecientes al sector privado (aprox. 196 mil millones de pesos), la existencia de encajes entre el 15% y el 17% y una tasa de inflación en torno al 25%, la pérdida de valor de dichos pasivos bancarios netos, al cabo de un año, supondría un beneficio superior a los 40 mil millones de pesos. Los bancos prestan, en promedio, a una tasa no muy distinta de la inflación verdadera (eso sí, con una enorme varianza según la línea de asistencia). El spread de la tasa activa – con respecto al costo total de fondeo de los bancos del orden del 7%/8% – se preserva en torno al 15% anual (2008-2012). Nótese que las ganancias del sector bancario en 2012, antes de impuestos, alcanzaron los 18 mil millones de pesos. La política oficial de fomentar una pesificación forzosa de los ahorros – y la negligencia benigna con la inflación – tienden a acentuar esta situación.

El esquema de represión financiera ha permitido una sólida rentabilidad bancaria (el ROE, que ha sido creciente, pasó de 7% en 2005 a promediar el 25% en 2010-2012) con un ratio bajo de apalancamiento (17% de integración de capital) y muy elevada liquidez disponible. La calidad de la cartera es alta y ha mejorado inclusive en los períodos de retracción o estancamiento económico (la irregularidad de la cartera privada bajó del 7,6% a fines de 2005 al 1,7% a fines de 2012).

El valor de los bancos que cotizan en Bolsa, sin embargo, se ha visto afectado muy negativamente por las restricciones cambiarias y regulatorias, sobre todo aquellas afectan la disposición de las utilidades a los accionistas. Su valor bursátil – con un ratio precio ganancias que se ubica entre 4 y 5 años de utilidades – es apenas una fracción del que detentan sus pares en la región.

El mercado de capitales ha sufrido sucesivos embates adversos comenzando en 2007 con la intervención de las estadísticas oficiales del INDEC (y la licuación del ajuste inflacionario vía CER). La estatización del sistema de AFJP le quitó a sus principales inversores institucionales un año después. Y habilitó el desembarco de directores del Estado en las compañías cuyos papeles heredó la ANSES. La fuga de capitales en fuerte alza hasta la implementación del cepo cambiario a fines de 2011 obró en su detrimento. En 2012, la confiscación de YPF le propinó una fuerte pérdida de valorización a los tenedores de sus acciones (que se trasladó, por efecto demostración, a las demás cotizantes). La pesificación forzosa (y el efecto Chaco, el no pago de una obligación en dólares de monto irrisorio) fueron otros baldones de credibilidad recientes. En la actualidad, procede una reforma a caballo de una nueva ley que propone la unificación de los distintos mercados existentes (pero también contempla la posibilidad de colocar veedores en las compañías, lo cual puede traducirse en una virtual intervención con el sencillo expediente de movilizar la disconformidad de un inversor minoritario).

La Argentina reestructuró su **deuda soberana en manos de acreedores privados** con sendos canjes realizados en 2005 y 2010 con un grado de aceptación total del 93%. Si bien declaró la salida del default tras la primera transacción, lo cierto es que el país no retomó su estatus corriente ni pudo volver a la emisión voluntaria de deuda en el mercado internacional. La existencia de fallos de primera y segunda instancia favorables a los **holdouts** en los tribunales de Nueva York, y la amenaza

del país de no darles cumplimiento, colocan de nuevo a la Argentina a la vera de una situación de impago de la deuda renegociada; esta vez, no por falta de voluntad de sufragar sus servicios, sino por el posible bloqueo del mecanismo de pagos a los tenedores en el exterior.

La Argentina tampoco regularizó la deuda bilateral con el Club de París ni atendió las sentencias condenatorias dictadas por los tribunales del CIADI.

La política de desendeudamiento hizo de la necesidad, una virtud. La cancelación anticipada, y sin quita, de la deuda con el FMI con cargo a las reservas internacionales favoreció la política económica de “manos libres” y cerró la puerta a cualquier intromisión externa. La no realización de la revisión del Artículo IV confirma el celo por impedir el acceso de terceros (sean extranjeros o no) a la información económica de primera mano, en su fuente. Si la información es poder, el secreto es la norma. **La Argentina es una caja negra.** Se hubiera podido negociar un acuerdo escalonado con el Club de París de haberse suavizado esta restricción. Se prefirió no hacerlo (se pensó en pagar de contado, pero se lo desestimó cuando despuntó la gravedad de la crisis internacional, y ya hoy no resulta posible por la dinámica menguante de las reservas).

El **desendeudamiento**, en rigor, consiste en un incremento sostenido de la deuda pública aunque a un ritmo inferior que la marcha del producto bruto. La deuda bajó de 191 mil millones de dólares a fines de 2004 a 128 mil millones un año más tarde, gracias al éxito del primer canje. A fines de 2011, sin embargo, el endeudamiento había crecido otros 50 mil millones de dólares. De fines de 2002 a fines de 2011, la deuda pública trepó de 134 mil millones de dólares a más de 178 mil millones; pero el producto bruto expresado en dólares se multiplicó de 82 mil millones a 428 mil millones. Es, por supuesto, un milagro nominal, que va más allá del vigor que desplegó la economía real. La apreciación cambiaria juega allí un rol preponderante. La situación de atraso cambiario, por lo tanto, tiende a maquillar favorablemente la verdadera magnitud del ratio deuda pública/PBI. Así como lo hace la existencia de pasivos no registrados (comenzando por las obligaciones en manos de los holdouts). Con todo, la carga de la deuda pública es todavía muy baja. Y si se contase con una plataforma básica de “roll over” de su capital no supondría problema.

La característica notable del entramado financiero de la Argentina actual es que los peligros de un fracaso se resuelven exclusivamente en altos riesgos de licuación vía devaluación y aumento de precios. Los riesgos de default sobre la deuda externa corriente en sus pagos están vinculados a la posibilidad de un bloqueo eficaz del mecanismo de pagos por un fallo de la Justicia de Nueva York, y no a la falta de capacidad de pago del país.

Cómo pensar un sistema financiero para la inserción de la Argentina en el mundo

Primero, lo primero. Si el objetivo de política es propiciar un crecimiento vigoroso y sostenible en el tiempo, que se traduzca en una senda de desarrollo genuino, el principal desafío consiste en definir y consagrar un **marco macroeconómico estable**. La agenda financiera debe pensarse a su servicio. Debe tomarse como un engranaje del proceso de crecimiento que, por sus aristas particulares, hay que ensamblar en el conjunto con especial cuidado sabiendo, a su vez, que

sólo alcanzará una prestación satisfactoria si la estabilidad macro echa raíces duraderas.

Dicha estabilidad requiere vigilar y preservar los equilibrios básicos de las cuentas públicas y externas, un régimen cambiario que permita absorber los shocks reales sin estrés excesivo, y el celo por conciliar la mejor utilización plena de los recursos (allí encaja el énfasis en la inserción) con una inflación baja y previsible.

La crisis internacional enfatizó las ventajas de contar con una economía apoyada sobre bases robustas capaces de sobrellevar, en distintos momentos, tensiones diversas y de naturaleza cambiante e imprevista. ¿Reglas versus discreción? El arte es tener reglas, pero poder ser flexible sin resultar arbitrario. Se debe promover, a la par, una cabal inserción en el mundo con una oferta de producción diversificada sin desmedro del desarrollo genuino del mercado interno (en función de precios relativos alineados con los internacionales; o sea, sin propiciar una destrucción de valor agregado).

Las experiencias de integración con la economía mundial desde la segunda mitad de los años 70 – y las sucesivas crisis que las acompañaron – aconsejan impulsar un enfoque dual de la inserción que promueva una apertura de la cuenta corriente pero que avance con pasos cortos y sin prisa en la liberalización de la cuenta de capital, sujeto a un proceso previo de fortalecimiento del sistema financiero local (definido en un sentido amplio, incluyendo al sistema bancario y al mercado de capitales).

La escala reducida del sistema financiero argentino y su falta de profundidad lo torna especialmente vulnerable a la volatilidad de los flujos de capitales internacionales y a los procesos de detenciones abruptas, “sudden stops”. Los riesgos de inestabilidad financiera se acrecientan con una integración que no tome apropiados recaudos. Y las crisis financieras por sí solas pueden desbaratar en un santiamén todo un proceso de años de construcción de estabilidad macroeconómica. Paradójicamente, la reversibilidad de los flujos de capitales puede causar mayor daño en las economías que despiertan más atracción; aquellas que despliegan con ahínco una agenda amigable de apertura y reforma y, que por consiguiente, concitan a priori una gran credibilidad.

Así, la Argentina tiene por delante una tarea muy exigente de desarrollo de actores e instituciones y de adopción de regulaciones y supervisión adecuadas antes que resulte prudente acometer una estrategia ambiciosa de apertura de la cuenta de capital. Es imperativo contar con reglas coherentes de funcionamiento económico, un marco legal que garantice el respeto de los contratos, un banco central comprometido con la estabilidad, una banca y otros operadores no bancarios con capacidad analítica para la evaluación de riesgos y solvencia patrimonial, y órganos de contralor dotados de honestidad y competencia técnica. La pesificación voluntaria del funcionamiento del sistema es otra condición necesaria para minimizar los peligros de la inestabilidad financiera. Pero ello no sucederá en la cuantía suficiente si la política económica no persigue primero un objetivo de estabilidad macroeconómica.

Nótese que las restricciones de la cuenta de capital que se plantean aquí no están pensadas como un remedio ex post que anule o compense los efectos de serios desequilibrios macro; mucho menos si su acumulación o persistencia es propulsada por el accionar deliberado de la política económica. Atacar un problema de atraso cambiario, cortando vínculos con el exterior y suprimiendo sus manifestaciones, sin combatir sus causas, es un búmeran que, al alentar la demanda de divisas y

desincentivar su oferta, generará en el tiempo una mayor demanda excedente. En ese marco, utilizar la variación de la intensidad de la integración como herramienta de coyuntura no tiene justificación válida, aunque pueda ser eficaz para aliviar tensiones de corto plazo, ya que sólo dilatará lo inevitable pudiendo ocasionar serios daños en la estructura productiva viable de largo plazo. Si para cumplir su rol a cabalidad, el sistema financiero debe canalizar recursos de terceros hacia la economía real (y ser capaz de recuperarlos más una ganancia ordinaria), ¿contra qué flujo de fondos debe prestar? ¿Financiará los proyectos que se benefician hoy de precios relativos distorsionados y de un exceso de gasto interno pero que podrían dejar de ser rentables si tales factores se corrigen? Quizás sí, a plazos cortos. ¿Desechará proyectos que serían viables en un escenario de razonable inserción internacional? También. ¿Cómo procesará la incertidumbre de un probable “switch” entre ambos escenarios? Ajustará tasas, spreads y montos con sesgo restrictivo. Pero el peor resultado deriva de la ocurrencia de un siniestro cuando tales riesgos existen pero se los ignoró de manera supina. Allí es cuando se maximiza el quebranto. En esencia, esa es la razón para avanzar con pie de plomo con la liberalización financiera. No es porque las restricciones carezcan de costo sino porque el error en un sistema financiero reputado como confiable, que demuestra a posteriori no estar a la altura de las circunstancias, puede ser prohibitivo para toda la sociedad. Es una vieja lección que la crisis de 2007/2008 se ocupó de ilustrar copiosamente.

¿Cuáles son los desvíos más claros entre una estrategia satisfactoria de inserción y la situación actual?

La inconsistencia de la agenda macro es la cuña principal. El proceso de integración, en los hechos, es un rehén de un modelo diseñado para cebar el gasto de consumo, público y privado, llevándolo a un extremo que pretendió ignorar los límites de la disponibilidad de recursos y que ahora colisiona con esa restricción (lo que se manifiesta en la combinación de estancamiento con alta inflación, insuficiente inversión, escasez de moneda extranjera).

No hay una única forma de resolver el problema y hay varias de administrarlo sin pretender darle una solución definitiva (al menos hasta después de las elecciones de octubre). Esa tierra de nadie contrasta con el requerimiento de un marco macroeconómico estable. Más aún: la economía no opera en el vacío sino dentro de los cánones de un orden jurídico dado. Dicho ordenamiento está sometido también a la perspectiva de cambios importantes (en la agenda figuran la reforma del código civil y comercial, el digesto jurídico, la estructura del poder judicial; tal vez, la propia Constitución). El modelo extractivo luce agotado conforme a la definición vigente de los derechos de propiedad. Una reescritura más laxa podría, en cambio, habilitar el acceso a nuevos recursos. Existe ya una larga cadena de eslabones – desde la supresión de las AFJP hasta la confiscación de YPF – que enseña que la falta de visibilidad suele despejarse con la ocurrencia de acontecimientos extraordinarios, nunca neutrales desde el punto de vista fiscal.

¿Se corregirá así el problema de atraso cambiario? ¿La falta de competitividad que azota a las economías regionales? ¿La crisis de energía e infraestructura? ¿La falta de inversión productiva? ¿La incipiente destrucción de empleo privado? No. La crisis de la energía no se resolvió con la toma de control de YPF. Ni con la detección de ingentes recursos en Vaca Muerta. Hacen falta management, inversiones, tec-

nología (que deberá aportar voluntariamente el sector privado) y tiempo. Y ello obliga, como ya se advierte, a dar vuelta las políticas que, en primer lugar, llevaron al país de ser un exportador a convertirse en importador neto, a contramano del auge internacional.

En esa inteligencia, con un horizonte de reconstrucción de mediano plazo, la agenda financiera tiene varios flancos obvios de ataque. La regularización de la deuda argentina es un imperativo. No hay país que prefiera una situación de impago a un estatus de deudor corriente. Menos si lo acecha una crisis de infraestructura o, tras un bache inversor, debe recomponer su stock de capital productivo. ¿Qué sentido tiene excluirse por completo de los mercados de capitales cuando allí reinan las condiciones más benignas en décadas? La estrategia declamada de no endeudar al sector público es sana. Pero es imposible ejecutarla (o reservar al sector público un papel activo de amortiguador de las crisis) sin preservar una posición fiscal equilibrada a lo largo del ciclo. La pretensión de financiar cualquier nivel de déficit con emisión monetaria (actual o pretérita) no es compatible con la necesaria estabilidad de precios. La inversión inmobiliaria que se desarrolla como respuesta al cepo cambiario y a la erosión inflacionaria es una mala decisión desde el punto de vista de la rentabilidad social como se debió haber aprendido después de la experiencia de los años 50 y 60. La inversión productiva de largo plazo requiere de la financiación que está bloqueada por el impasse con el Club de París. La prohibición tácita del giro de utilidades al exterior es un parche que no debe pensarse como viable *in eternum*. Los grandes proyectos de inversión no pueden financiarse sólo con ganancias retenidas, es necesario recrear canales como los mercados de capitales, los que a su vez demandan confianza en la vigencia de los contratos y la calidad de la información pública. El esquema de represión financiera está cargado de bemoles sobre todo si no se devuelve la inflación al redil de un solo dígito anual, y muy bajo. La transición demográfica excepcional que atraviesa la Argentina precisa que la mayor capacidad de ahorro que se genere estos años no se disuelva en un consumo forzoso, sino que alimente una inversión que multiplique su valor y permita su repago cuando la generación que hoy está en la cresta de su vida profesional deba acogerse al retiro. No son temas, como se ve, imposibles de resolver, pero están fuera de agenda, y deberían ser incorporados.

En el margen, muchos de los ajustes que debería llevar adelante la Argentina pueden tomarse de las políticas de los vecinos de la región y, por ende, no suponen un esfuerzo extraordinario de innovación sino una adaptación de experiencias ya probadas en países que comparten una estructura económica y social similar así como enfrentan una misma coyuntura internacional.