

# **DESPUÉS DE LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA:** **UN PANORAMA MACROECONÓMICO**

Mario Damill<sup>1</sup>

## **1. Introducción**

En esta presentación examinamos las perspectivas de crecimiento que se abren a la Argentina en los próximos años, apoyándonos en las principales relaciones de consistencia macroeconómica. Esto significa que pondremos atención, en especial, a la identificación de las fuentes de ahorro macroeconómico y a la inversión, así como a las fuentes y usos de recursos financieros que cabría esperar en esta etapa.

Nos encontramos actualmente ante un proceso que puede tener efectos muy considerables sobre la economía: la reestructuración de la deuda pública en situación de incumplimiento. Al trazar este panorama partimos de la idea de que la reestructuración resulta exitosa (en el sentido de que abre perspectivas ciertas de un acuerdo, aunque el arreglo final se extienda algún tiempo más), y asumimos también que se concreta aproximadamente en los términos planteados en la actualidad por el Gobierno Nacional. Presentamos, sin embargo, algunas consideraciones relativas a las consecuencias que podría tener una eventual prolongación, con perspectivas menos claras de cierre, del proceso de reestructuración.

En las páginas que siguen trataremos de identificar algunos rasgos centrales de la evolución macroeconómica reciente y de anticipar los lineamientos más importantes para 2005. Este año adquiere especial significación porque, asumiendo una reestructuración exitosa a su inicio, los grandes números de ese período configuran el escenario inicial de la fase post-crisis y reestructuración. Esos trazos definirán a su vez algunos de los principales límites y posibilidades que habrá de enfrentar la presente administración en el resto de su gestión.

Cabe mencionar que no tenemos la pretensión de trazar un panorama macroeconómico completo: no se examina aquí el comportamiento de variables como el empleo, el desempleo y la distribución del ingreso, por ejemplo.

---

<sup>1</sup> Economista del Centro de Estudios de Estado y Sociedad –CEDES, UBA y CONICET. Texto preparado para el 40º Coloquio Anual de IDEA, Mar del Plata, noviembre de 2004.

El análisis que sigue comienza enfocando la evolución reciente de la inversión productiva, luego se extiende al examen de las fuentes de ahorro y de las perspectivas en materia de ahorro e inversión para el lapso 2005-2007. En tercer término aborda el tema de cuáles son y serán posiblemente los sectores demandantes y oferentes de financiamiento neto, lo que en otros términos puede definirse como la estructura de superávits/déficits sectoriales. Ese punto da pie para considerar otros aspectos como el grado de vulnerabilidad de la economía ante eventuales shocks externos negativos.

Posteriormente se examina el problema nodal de la política cambiaria y, en conexión con éste, se consideran algunos aspectos de la evolución monetaria y financiera. Todos los aspectos analizados pueden considerarse decisivos para determinar qué probabilidades tiene la actual recuperación económica de convertirse en una expansión prolongada y dinámica. Cierra el trabajo una sección de conclusiones.

## **2. ¿Una recuperación sin inversión?**

Comenzaremos nuestro análisis enfocando un par de cuestiones relativas a la evolución reciente y actual de la economía acerca de las que existe cierta controversia, combinada, en nuestra opinión, con algún grado de oscuridad y confusión. Es importante clarificar estos puntos porque difícilmente podremos trazar un panorama fundado de nuestras perspectivas económicas sin una interpretación apropiada del curso que se está siguiendo en la actualidad.

La economía argentina experimenta, desde hace ya más de dos años, una rápida recuperación económica, expresada en tasas muy elevadas de crecimiento del PIB y del empleo, por ejemplo.

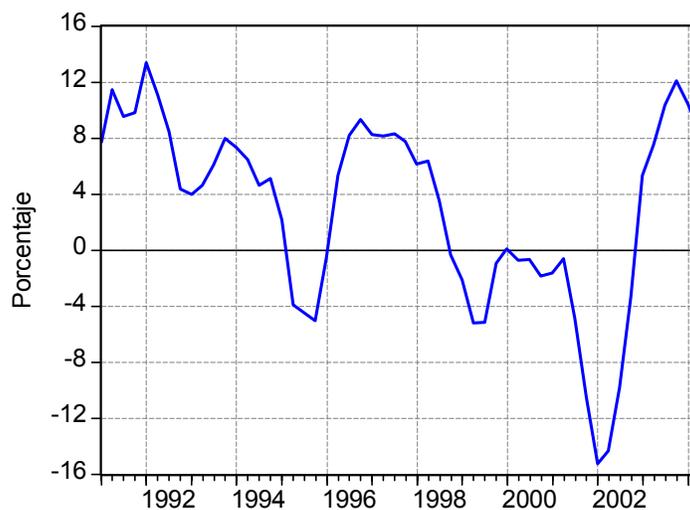
El gráfico siguiente, que muestra las tasas interanuales de crecimiento del PIB a precios constantes, ilustra la trayectoria en "V" de la fase de colapso económico y la rápida recuperación posterior.

Las tasas de crecimiento recientes se encuentran entre las más altas de todo el período considerado en el gráfico, equiparando a las muy elevadas que se alcanzaron en los primeros años de la década de los noventa, cuando la economía se recobraba de las crisis hiperinflacionarias precedentes.

Sin embargo, según una opinión muy difundida, uno de los aspectos más débiles de esta expansión sería un bajo nivel de inversión real. Esto plantearía, a

medida que la capacidad productiva ociosa producida por la crisis precedente se vaya ocupando, un límite a la continuidad de la trayectoria positiva del PIB.

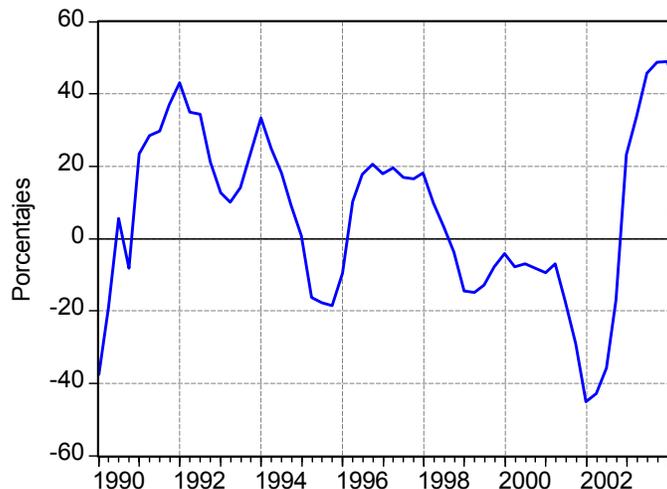
Gráfico 1. Tasas trimestrales interanuales de crecimiento del PIB a precios constantes de 1993



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Veamos qué surge de la información estadística disponible al respecto. Presentaremos a continuación tres evidencias.

Gráfico 2. Tasas trimestrales interanuales de crecimiento de la inversión bruta interna fija a precios constantes de 1993

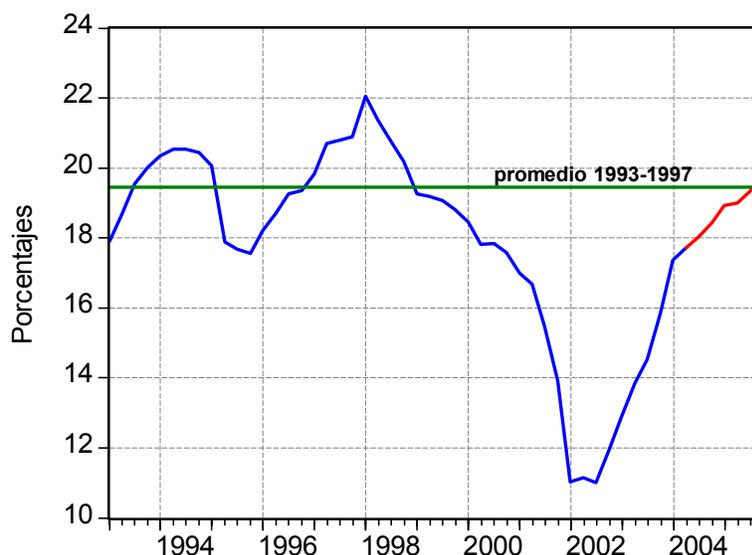


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

En primer lugar, las tasas de recuperación de la inversión, desde la caída vertiginosa precedente, han sido y son muy altas, como muestra el gráfico 2. La tasa interanual de crecimiento de la inversión bruta interna fija medida a precios constantes se ha ubicado, en los últimos trimestres, entre 40 y 50 por ciento. Esas tasas son muy elevadas y los antecedentes más cercanos de cifras semejantes se remontan también a los tempranos años noventa.

Es claro que tasas tan altas sólo pueden alcanzarse porque se parte de un nivel excepcionalmente deprimido. Eso es verdad tanto en el caso actual cuanto en los comienzos de la década anterior. Esto nos lleva a la segunda evidencia, que presentamos con el apoyo del gráfico que sigue.

Gráfico 3. Relación entre la inversión bruta interna fija y el PIB a precios constantes de 1993



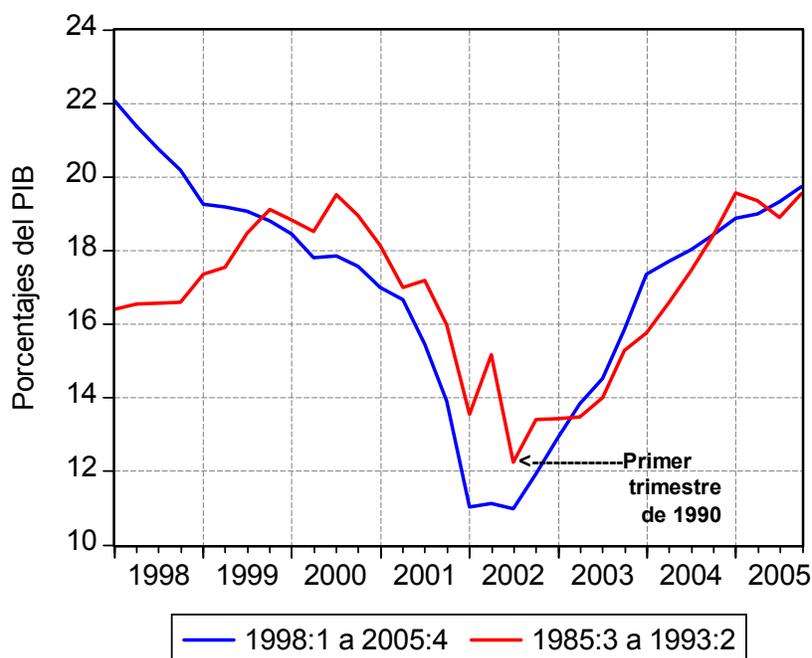
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Se observa allí la evolución reciente de la tasa de inversión, así como una proyección para 2004 y 2005 que parte del supuesto de una expansión del PIB de algo más de 7% en este año y de 5% en el próximo. Como se ve, la tasa de inversión retornaría a fines de 2005 a cifras del orden del 20% del producto, alcanzando y muy posiblemente superando el promedio del quinquenio 1993-97, anterior al inicio de la depresión que llevara al colapso del régimen de convertibilidad.

Por otra parte, recién en ese momento, aproximadamente, el PIB recuperará el máximo histórico anterior, alcanzado en el segundo trimestre de 1998. El hecho de que se retorne a ese pico de actividad con tasas de inversión en un nivel razonable hace suponer que, en un plano macroeconómico, no parezca inadecuado esperar que las dificultades o restricciones a enfrentar en materia de capacidad productiva disponible puedan sortearse sin especial apremio.

Una tercera evidencia puede apoyar esta idea. La ilustración siguiente presenta, superpuestas, las tasas de inversión observadas durante las fases de caída y recuperación recientes, con los procesos semejantes experimentados a fines de los años ochenta y comienzos de los noventa.

Gráfico 4. Comparación de las tasas de inversión en las expansiones de inicios de los años noventa y actual, según los datos de cuentas nacionales a precios constantes, trimestrales (2004:3 a 2005:4, proyectado).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Las series representadas corresponden a dos profundas crisis seguidas de recuperaciones muy rápidas. Más allá de algunas diferencias importantes, las similitudes en las trayectorias ilustradas son sorprendentes. Hubo abruptas caídas, en ambos casos extendidas a lo largo de más de tres años, hasta niveles de inversión extraordinariamente bajos. Y también en ambos casos se observaron

luego rápidas recomposiciones de la tasa de acumulación de capital productivo. Se puede constatar que recién al tercer año de recuperación, en la experiencia de inicio de los años noventa, la inversión volvía a aproximarse a tasas del orden del 20%. Eso sucederá probablemente otra vez en 2005, precisamente tres años después del comienzo del repunte del cociente inversión/producto. No pretendemos aquí proponer una “ley de la tasa de inversión” ni nada parecido. Se trata simplemente de mostrar que el patrón actual de recuperación de esa variable tiene antecedentes, y en especial resulta muy semejante al de aquel período, en el cuál el PIB creció muy rápidamente por un lapso de cinco años (fue la expansión más larga experimentada por la Argentina desde mediados de los años setenta), hasta que la economía se enfrentó al impacto de un shock externo importante que fue el del Tequila, a fines de 1994.

En la expansión de inicios de los años noventa el cuadro de incentivos contabilizaba, en el haber, una serie de acciones estatales “pro-mercado” que incluían en primer plano a las privatizaciones de empresas públicas y diversas medidas desregulatorias en diversos mercados. Sin embargo, en tipo de cambio bajo se constituía en una importante carga en especial para los sectores productores de bienes transables. Actualmente esos aspectos presentan un panorama muy diferente. La crisis de la convertibilidad y la ruptura de los contratos inconsistentes que se habían entretejido bajo ese régimen llevó a una situación de incertidumbre en relación con las perspectivas futuras de ciertos negocios y sectores, desalentando seguramente algunas inversiones. Pero la depreciación real producida en 2002 cambió la estructura de rentabilidades de un modo extremadamente favorable para los sectores productores de bienes transables y ese cambio fue aparentemente la chispa que detonó la expansión en ese año así como la recuperación de la inversión agregada. Como se argumenta más adelante, la persistencia del incentivo cambiario es de mucha relevancia para consolidar una trayectoria expansiva que evite conducir a la economía nuevamente a un cuadro de vulnerabilidad externa.

La siguiente tabla completa esta sucinta caracterización del comportamiento de la inversión agregada presentando los datos promedio de la tasa de inversión por períodos. Se incluyen allí dos datos adicionales no mencionados hasta aquí. Uno de ellos muestra que, debido al cambio de precios relativos asociado a la depreciación cambiaria de 2002, la recuperación de la tasa de inversión medida a precios corrientes resulta más acentuada que a precios constantes. En segundo

lugar, se observa que la participación del rubro “Equipamiento” ha perdido participación a favor de la inversión en construcciones, pero sólo muy levemente.

**Tabla 1. Tasa de inversión en períodos seleccionados  
(Porcentajes)**

Período	IBIF/PIB (1)	IBIF/PIB (2)	(3)
<b>2005:4</b>	19,8	20,6	38,3
<b>2005</b>	19,3	20,1	37,9
<b>2004</b>	17,9	18,6	37,1
<b>Prom. 2002-2003</b>	12,8	13,5	31,7
<b>Prom. 1998-2001</b>	18,5	17,1	39,5
<b>Prom. 1993-1997</b>	19,5	18,9	39,5

(1) A precios constantes de 1993.

(2) A precios corrientes.

(3) Participación porcentual del rubro “Equipo durable de producción “ en la inversión fija total.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Las evidencias presentadas en esta sección permiten concluir que la presente recuperación económica no se caracteriza por un comportamiento poco dinámico de la inversión agregada, sino más bien al contrario. Siendo así, no es en este frente donde cabría esperar problemas de sostenibilidad de la tendencia expansiva en el futuro próximo, al menos en ausencia de shocks negativos de gran magnitud.

Esto no es incompatible con la posibilidad de que se presenten restricciones de capacidad puntuales, en sectores específicos, e incluso en algún caso con relevancia macroeconómica, como pueden serlo ciertas limitaciones en materia de provisión de energía o de infraestructura. Ese problema es, sin embargo, de naturaleza completamente diferente al que presupondría una escasez de inversión agregada y requiere también un tratamiento diferente.

### **3. ¿Una recuperación sin ahorro?**

Acabamos de examinar la trayectoria de la inversión fija y parece claro que, en un plano agregado, el desempeño reciente dista de ser decepcionante. Sin embargo, el argumento de que “falta inversión” se apoya a veces en que esta enfrentará un límite en la capacidad de ahorro interno. Es imprescindible, se dice,

la contribución del ahorro externo, porque el que pueden hacer los agentes residentes es insuficiente.

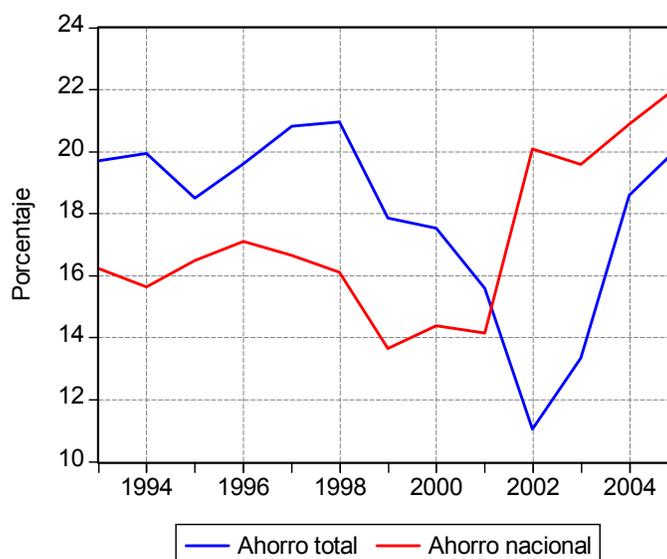
Para evaluar esta cuestión, comenzaremos por el examen del comportamiento del ahorro macroeconómico en los últimos años.

En primer lugar, conectando esta cuestión con la examinada en la sección anterior, cabe recordar que la inversión (I) es, en el cómputo de cuentas nacionales, igual al ahorro total (ATOT), que a su vez es el ahorro nacional (ANAC) más el ahorro externo (AE)<sup>2</sup>:

$$I = ATOT = ANAC + AE.$$

El gráfico que sigue presenta la evolución del ahorro total y de sus principales componentes.<sup>3</sup>

Gráfico 5. Ahorro total y ahorro nacional como porcentajes del PIB a precios corrientes (2004-2005, proyectado)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

<sup>2</sup> Tal vez convenga aclarar que, si bien decimos que “el ahorro financia a la inversión”, en las cuentas nacionales de producto e ingreso esos términos se refieren a magnitudes reales, no financieras. Inversión significa, en este contexto, nueva maquinaria, nuevas construcciones, y ese es también el contenido de la noción de ahorro. Es el valor de una parte de los bienes producidos en la economía en cierto período (es, en esencia, aquella parte que no se consume ni se destina al resto del mundo, sino que se acumula como nueva capacidad productiva interna).

<sup>3</sup> En éste y en los restantes gráficos que presentan proyecciones para 2004 y 2005, éstas se basan en las cifras del Proyecto de Ley de Presupuesto para el año próximo, y en proyecciones de Econométrica SA.

El cambio en el comportamiento observado en los últimos años es muy notable. El ahorro total se desplomó luego de 1998, en la fase de depresión, y se ha recuperado fuertemente en el último bienio. Al igual que la inversión total, retornará probablemente, el año próximo, a un nivel comparable al promedio del período 1993-97<sup>4</sup>.

Sin embargo, aún más notable es el cambio en su composición. La diferencia entre las dos curvas del gráfico 5 representa al ahorro externo. Este era positivo hasta 2001 (promedió 3,3% del PIB entre 1993 y ese año) pero se hizo negativo posteriormente. Este año rondaría una cifra algo superior a los dos puntos del PIB en valor absoluto, y el año que viene resultará también negativo y probablemente bastante similar al de 2004 como porcentaje del producto.<sup>5</sup>

Obsérvese que de niveles de más de 3% del PIB en los años noventa, el ahorro externo ha pasado a ubicarse actualmente en cifras de un orden de magnitud parecido, pero negativas. Es decir que el ajuste externo realizado en los últimos años se ubica en torno de los seis puntos del PIB.

Otra forma de ver esto mismo es considerando qué proporción de la inversión total se financia con ahorro nacional. Presentamos ese dato en el gráfico siguiente.

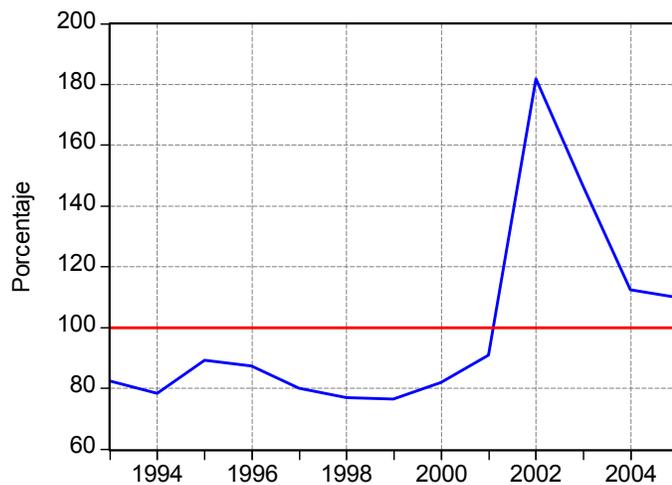
La ilustración muestra que, luego de haber financiado alrededor de 80% de la inversión total a lo largo de la década pasada, el ahorro nacional no sólo ha pasado a cubrir la totalidad de la inversión sino que además compensa un flujo de ahorro externo negativo que equivaldrá, en el corriente año y en el próximo, a cifras superiores a 10% de la inversión total.

---

<sup>4</sup> En las cuentas nacionales, el ahorro total es idénticamente igual a la inversión total, por lo que lo que acabamos de decir puede considerarse tautológico. Sin embargo, cabe apuntar que en la sección anterior nos referimos al comportamiento de la inversión bruta interna fija (construcciones y equipamiento), mientras que el ahorro total, al que nos referimos aquí, es igual a la inversión fija más la variación de existencias.

<sup>5</sup> Cabe mencionar que la serie de ahorro externo que utilizamos es la elaborada por la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, que se corresponde con el resultado en cuenta corriente del balance de pagos cambiado de signo (en otros términos, una cuenta corriente deficitaria indica que el país está utilizando ahorro externo, mientras que un superávit en cuenta corriente expresa lo contrario). En el cálculo del saldo en cuenta corriente se computan actualmente, restando, los devengamientos de intereses sobre la deuda en default, según la práctica habitual. Si estos no se consideraran, el superávit en cuenta corriente resultaría más abultado, y el ahorro externo, por ende, sería también mayor en valor absoluto, aunque siempre negativo.

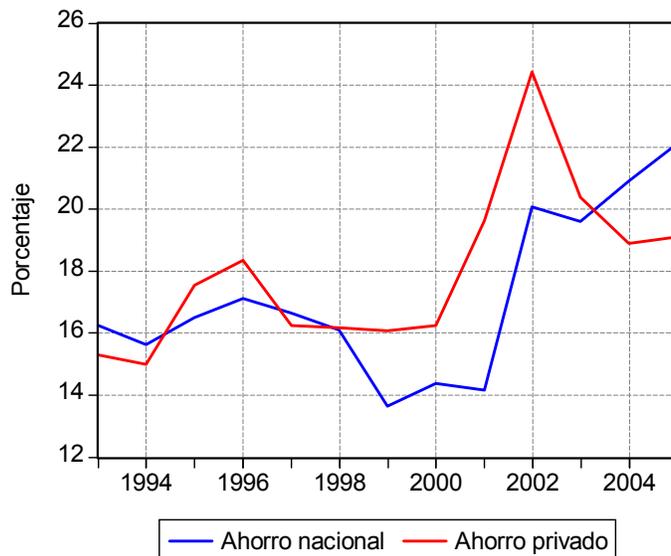
Gráfico 6. Porcentaje de la inversión total  
financiado con ahorro nacional  
(2004-2005, proyectado)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Ahora bien, el ahorro nacional puede descomponerse también en público y privado. Presentamos esa información en la ilustración que sigue.

Gráfico 7. Ahorro nacional y ahorro privado  
como porcentaje del PIB a precios corrientes  
(2004-2005, proyectado)

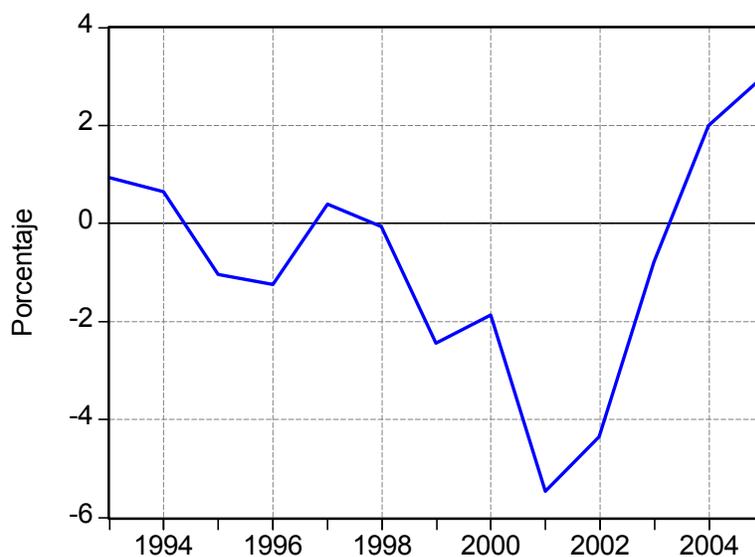


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Ambos comportamientos muestran cambios notables en los últimos años. El ahorro privado sube muy fuertemente luego de 2000, y si bien declina a lo largo de la reactivación iniciada en 2002, se mantendría en un nivel de alrededor de 19% del producto, aproximadamente 2,5% del PIB por encima del promedio de 1993-1997.

El ahorro público, por su parte, representado en la ilustración por la diferencia entre las dos curvas, pasará de negativo a positivo luego de 2003. Para ver el comportamiento de esta última variable con más claridad, incluimos el gráfico siguiente:

Gráfico 8. Ahorro público como porcentaje del PIB a precios corrientes (2004-2005, proyectado)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

La ilustración muestra un muy fuerte ajuste fiscal luego de 2001. Entre 2001 y 2005 se produciría una recomposición del ahorro público del orden de los 8 puntos del PIB.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Cabe mencionar que las estimaciones del ahorro público que estamos utilizando tienen algunas diferencias con las que publica la Secretaría de Hacienda. Los datos presentados siguen la metodología de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, por lo que son, naturalmente, consistentes con las cifras de ahorro externo que elabora ese mismo organismo. Esto significa que en el cómputo están restados los intereses atrasados sobre la deuda externa en default, siguiendo el mismo procedimiento que se utiliza para la elaboración de la cuenta corriente del balance de pagos. Seguimos ese criterio en el lapso 2002-2004, pero no en la proyección para 2005, cuando asumimos que, luego de la reestructuración, el monto de intereses sobre esa deuda corresponde a lo que surge de la propuesta del Gobierno Nacional.

El cambio en la composición del ahorro macroeconómico puede ilustrarse con nitidez comparando las cifras de 1998, el momento “pico” de la década de los noventa, con las cifras proyectadas para 2005, según se indica en la tabla incluida a continuación.

**Tabla 2. Variaciones del ahorro total y de sus componentes entre 1998 y 2005 (proyectado), como porcentaje del PIB**

Ahorro Total (Igual a la inversión)	-0.9
Ahorro externo	-6.9
Ahorro nacional	+6.0
Ahorro público	+3.0
Ahorro privado	+3.0

Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales y de proyecciones de Econométrica SA.

El ahorro total resultaría, el año próximo, casi un punto del PIB inferior al de 1998, pero con una composición muy diferente. Estimamos que el ahorro externo presentará una contracción de casi 7 puntos del PIB entre esos momentos, mientras que el ahorro nacional, por el contrario, mostrará un incremento de seis puntos, debido en partes iguales al sector público y al sector privado.

#### **4. Ahorro, inversión y crecimiento: las perspectivas**

Hemos presentado más arriba la trayectoria creciente que sigue la inversión total. La tasa de inversión superaría el 20% a fines de 2005, de continuar las actuales tendencias, y superaría en 2006 el punto máximo de la década pasada, alcanzado justamente en 1998. El repunte de la inversión es alimentado exclusivamente por el ahorro nacional. Los datos agregados de la economía no muestran, en definitiva, anemia inversora, ni tampoco anemia de ahorro. Los niveles agregados de esas variables no amenazan con convertirse, en lo inmediato, con trabas para la continuidad de la expansión. Esto también indica que ésta expansión no es dependiente de la disponibilidad de recursos externos, como sucediera con las experimentadas a lo largo de la década anterior.

Esas observaciones son muy importantes para perfilar el marco macroeconómico para los años próximos. Para el trazado de nuestro escenario

central para el período 2005-2007 es necesario un conjunto de supuestos adicionales. En primer lugar asumimos, como ya se indicó, que se alcanza un cierre exitoso de la reestructuración de la deuda, que permitiría además el restablecimiento del acuerdo con el FMI a comienzos del año próximo. En segundo lugar, se supone que se mantiene el esfuerzo por sostener una situación fiscal equilibrada (punto al que volveremos en la sección siguiente), y una política cambiaria orientada a preservar el tipo de cambio real, que es una pieza central del conjunto de incentivos para el crecimiento vigentes. En tercer lugar, se supone que el escenario económico externo sigue siendo moderadamente favorable, manteniéndose la tendencia al crecimiento global, la recuperación del Brasil, así como los precios de las commodities (aunque en niveles inferiores a los máximos recientes), con una suba moderada de las tasas internacionales de interés.

Estimamos que, en ese marco, y en ausencia de perturbaciones negativas de importancia, el PIB podría crecer sostenidamente a un ritmo del orden del 6% anual, en el lapso 2005-2007. Vale mencionar el hecho de que esa fue aproximadamente la tasa media de crecimiento del producto entre 1990 y 1998, cuando comenzara la depresión, y que la tasa media de inversión en ese largo lapso promedió aproximadamente 20% del PIB.

Si bien consideramos que ese escenario central tiene buenas probabilidades de materializarse, por cierto no está exento de amenazas, que pueden originarse en perturbaciones negativas provenientes del contexto externo, pero eventualmente también de orden interno, como las que podrían resultar de un mal manejo de las políticas fiscal o monetaria, lo que sin embargo no se vislumbra en los hechos del presente.

En este escenario central, la inversión total (y el ahorro macroeconómico) podrían ascender a cifras del orden de 22% en el lapso 2005-2007, en promedio, lo que significa, como muestra la tabla 3, una importante suba de más de 3 puntos del PIB en comparación con las estimaciones para 2004.

Sin embargo, ese aumento del ahorro no requeriría, para materializarse, de una contracción del consumo privado. Esto es posible porque en el punto de partida, en 2004, el ahorro externo es negativo, y superior a 2 puntos del PIB en valor absoluto. Si este declinase a cero, el ahorro total podría aumentar en la misma magnitud sin que para ello se requiera de un mayor ahorro nacional. De todos modos, suponemos que el ahorro externo tenderá nuevamente hacia cifras positivas, aunque pequeñas, muy por debajo de las observadas en los años noventa. Así, aún aumentando considerablemente en relación con los valores

negativos actuales, el ahorro externo apenas financiaría algo menos de 5% de la inversión total en 2005-2007, y no significaría nuevo endeudamiento neto, puesto que ese nivel sería financiable con ingresos extremadamente moderados de recursos de inversión directa. Por otra parte, como se indica en la tabla, el ahorro privado podría declinar un tanto, reflejando en parte un crecimiento del consumo levemente más veloz que el del PIB.

**Tabla 3. Proyecciones del ahorro total y de sus componentes para 2005-2007 (promedios del período, en porcentaje del PIB a precios corrientes)**

	(1)	(2)
Ahorro Total (Igual a la inversión)	22.0	+3.4
Ahorro externo	1.0	+3.3
Ahorro nacional	21.0	+0.1
Ahorro público	3.0	+1.0
Ahorro privado	18.0	-0.9

(1) Niveles

(2) Diferencia entre los promedios 2005-2007 proyectados y los valores estimados para 2004.

Fuente: elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales y de proyecciones de Econométrica SA.

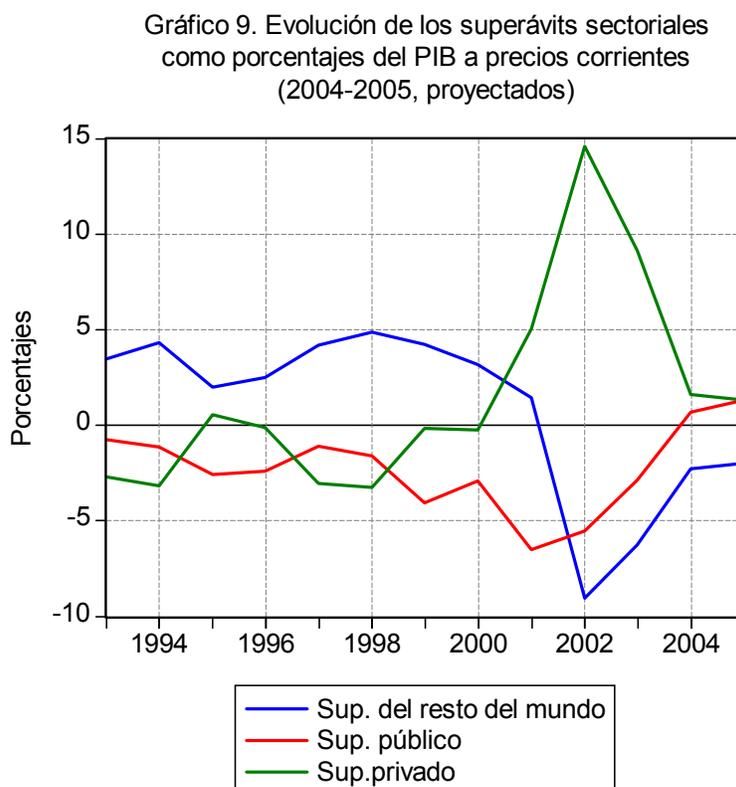
## **5. Necesidades de financiamiento sectoriales y vulnerabilidad financiera**

En esta sección examinamos la evolución de las necesidades de financiamiento sectoriales y sus perspectivas, en un plano agregado. Este punto es importante, entre otros aspectos, para evaluar la vulnerabilidad de la trayectoria expansiva actual de la economía ante shocks que puedan afectar negativamente la disponibilidad de recursos financieros.

Para comenzar, conviene recordar que el ahorro que realiza cualquier sector económico menos su gasto en bienes de capital (es decir, su inversión en los términos de las cuentas nacionales) es su superávit. Como el superávit de un sector tiene que tener contrapartida en el déficit de algún otro (un déficit es un “superávit negativo”), la suma de los superávits sectoriales en la economía tiene

que ser necesariamente nula. Los sectores superavitarios son fuente de fondos netos para los restantes, que son, entonces, usuarios netos de fondos.

Considerando tres sectores (público, privado y resto del mundo), la cifras de la economía argentina presentan las trayectorias de los superávits agregados que se ilustran en el gráfico que sigue.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Aquí también se constata el drástico cambio producido en los últimos años. En primer lugar, como ya vimos, el superávit del resto del mundo (que es igual al ahorro externo según la convención de las Cuentas Nacionales) pasa de positivo a negativo. La principal contrapartida de ese movimiento fue, inicialmente, la muy fuerte suba del superávit privado en 2002-2003, pero luego también contribuye la recuperación del resultado del sector público, al tiempo que el superávit privado tiende a declinar, aunque manteniéndose aún en terreno positivo. Según nuestra proyección, en 2005 la economía tendría una estructura de superávits marcadamente diferente a la de los noventa: ahorro externo negativo del orden de

3 puntos del PIB (frente a cifras positivas de un orden de magnitud semejante en el promedio de los noventa, como ya se indicó), con contrapartida en resultados positivos tanto del sector público cuanto del sector privado residente, en una situación sin precedentes a la vista. Esos superávits serían, en ambos casos, relativamente pequeños, aunque posiblemente el superávit público estimado para 2005 resulte una subestimación, habida cuenta de la trayectoria de las cuentas fiscales en los últimos trimestres.

Las perspectivas para 2005-2007 indicarían, tomando en cuenta las cifras proyectadas de ahorro que incluyéramos más arriba, que la tendencia prevista al aumento del ahorro externo (para el que supusimos una cifra promedio de 1% del PIB en ese lapso), tendría como contrapartida, esencialmente, una reducción del superávit privado. Este se tornaría negativo, alcanzando cifras del orden de 2% del PIB o algo mayores en valor absoluto. En cambio, suponemos que el superávit público se mantendría en la zona positiva, en cifras del orden de 1 a 2 puntos del PIB. Estas cifras no pretenden precisión cuantitativa, sino contribuir a definir los trazos cualitativos básicos del escenario central esperable.

Para avanzar en la descripción del mismo es también imprescindible hacer referencia a algunos lineamientos centrales de las políticas macroeconómicas en curso. Uno de los ejes de las políticas macroeconómicas vigentes ha sido el de procurar alcanzar y mantener una situación básicamente equilibrada de las cuentas públicas, aún echando mano a recursos muy controvertidos como los llamados “impuestos distorsivos” representados por las retenciones y el denominado “impuesto al cheque”. Una situación fiscal como mínimo equilibrada resulta necesaria para viabilizar los pagos futuros de servicios de la deuda “performing” y de la que resultará del proceso de reestructuración, y para respetar la idea, que parece adoptar el gobierno como una guía, de evitar recurrir en el futuro a la colocación neta de deuda para financiar desequilibrios de las cuentas públicas.

Está claro que este manejo fiscal le está dando al Gobierno Nacional réditos muy importantes, y parece razonable asumir que, más allá de las dificultades y presiones que se presentan y presentarán, y de la existencia de algunos compromisos como los de reducir paulatinamente los impuestos “distorsivos”, se harán los esfuerzos necesarios para mantener, en los próximos años, una situación al menos balanceada.

Este es uno de los aspectos que contribuyen a dar solidez o sostenibilidad a la actual tendencia expansiva. En efecto, a pesar de que, aún con una

reestructuración de la deuda exitosa la carga de las obligaciones financieras sobre las cuentas públicas seguirá siendo elevada por mucho tiempo, si se cumple el objetivo de mantener las cuentas en equilibrio y no colocar nueva deuda, esta carga tendería a disminuir sostenidamente. El mero hecho de que no se haga necesario recurrir a nuevo financiamiento neto para las cuentas públicas reduce la vulnerabilidad financiera.

Además, en tanto el sector público no se constituya en demandante neto de fondos, no desplazará al sector privado de los mercados financieros, como sucediera con frecuencia en el pasado, por lo que todo el nuevo crédito neto que pueda generarse se destinará a financiar el gasto privado, lo que muy probablemente redundará en beneficio del crecimiento económico.

Otra orientación clave de la política macroeconómica vigente es la de mantener como una meta intermedia la preservación del tipo de cambio real. Esta política tiene diversos otros objetivos (en materia de crecimiento, inversión y empleo), pero también apunta a evitar la dependencia del ahorro externo que caracterizara, por ejemplo, a la configuración macroeconómica de los años noventa.

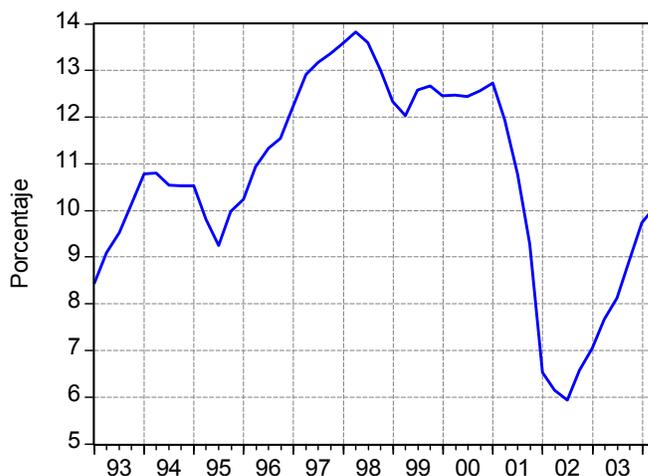
Sin embargo, como hemos visto, el ahorro externo está aún muy lejos de ser un ingrediente necesario para el buen desempeño macroeconómico. Al contrario, en lo inmediato seguirá siendo negativo, merced en parte a la reducción del monto de intereses de la deuda externa que seguirá a la reestructuración en curso, pero principalmente a la extraordinaria contracción de las importaciones producida entre 1998 y 2002, que explica en buena medida la holgura que se observa actualmente en materia de oferta de divisas.

En efecto, pese a la muy fuerte recuperación de las compras de bienes al resto del mundo observada a lo largo de la presente expansión, las importaciones totales se encuentran todavía casi 4 puntos del PIB por debajo de los máximos alcanzados en 1998, según puede verse en el gráfico siguiente. Si la expansión económica continuara a un ritmo del orden del 5% anual, y con una leve tendencia a la apreciación cambiaria, las importaciones recién retornarían a esos niveles hacia fines de 2006.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Esa apreciación está en línea con la pauta oficial incluida en la propuesta de reestructuración de deuda, que implica una declinación del tipo de cambio real de alrededor de 5% entre 2004 y 2007.

Gráfico 10. Relación entre las importaciones totales y el PIB a precios constantes de 1993 (datos trimestrales)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Estos signos de holgura en el frente externo, es decir, la presencia probable de excesos de oferta en el mercado de divisas, que seguramente se acentuarán de concretarse efectivamente con éxito la renegociación de la deuda, plantean uno de los problemas centrales para la política económica en el futuro inmediato.

Procurar preservar el tipo de cambio real parece esencial para mantener una de las piezas clave para dar impulso al crecimiento y, en especial, al desarrollo de la capacidad exportadora que el país debe desenvolver para hacer al crecimiento sostenible a largo plazo.

Pero mantener el tipo de cambio real, en especial en el contexto de menor incertidumbre que seguiría a una reestructuración exitosa de la deuda, será una tarea complicada. Exigirá seguramente que las autoridades monetarias, y quizás también el Tesoro, mantengan y tal vez incrementen la intervención en el mercado de divisas. Para examinar este problema partiendo de una perspectiva más amplia enfocamos, en la sección siguiente, algunos aspectos de la evolución de los tipos de cambio en la Argentina con una visión de más largo plazo, que parece necesaria para una mejor comprensión de los dilemas actuales.

## **6. Argentina en la segunda globalización financiera**

Durante el último tercio del siglo XX se desarrolló en el mundo el proceso conocido como segunda globalización financiera. Este adquirió particular intensidad en los años setenta, luego de que el reciclaje de los petrodólares alimentara los mercados financieros internacionales con una ingente masa de recursos prestables. Se intensificó nuevamente en los años noventa, cuando los flujos de fondos desde las economías desarrolladas hacia los mercados que comenzaron a llamarse “emergentes” adquirieron un renovado impulso.

Para la Argentina, sin embargo, a pesar de las posibilidades abiertas por el acceso considerablemente mayor al crédito internacional de fuentes privadas propio de este período, esta etapa fue la del más pobre desempeño económico desde que, más de un siglo antes, el país iniciara su integración al mundo como productor de bienes agropecuarios e importador de manufacturas y de capitales. Para resumirlo en un solo dato, en 2001, por ejemplo, el ingreso per capita era apenas igual al de 1975, aunque su distribución resultaba considerablemente más desigual que en aquel entonces.

Procuraremos aquí presentar una interpretación de las principales razones de ese pobre desempeño, apuntando en especial al plano de las políticas y de la consistencia macroeconómicas, y a la cuestión cambiaria, de la que veníamos ocupándonos al final de la sección anterior.

### ***Alta inflación y estabilización***

La Argentina ingresó a la segunda globalización financiera como un país con inflación excepcionalmente alta. El inicio de la prolongada fase de alta inflación puede ubicarse en el shock devaluatorio conocido como “el rodrigazo”, de mediados de 1975.

Este punto es muy importante porque en los momentos en que el país resolvió abrir su economía a los flujos de capitales, acoplándose así al proceso global, se encontraba sumido en la inestabilidad, y el problema macroeconómico más acuciante era la estabilización de precios.

En esta larga fase hemos atravesado dos períodos de rápida transformación financiera y de apertura a los movimientos de capitales: el de fines de los años setenta y el encarado a inicios de los noventa.

Es muy importante tomar en cuenta que, en ambos casos, la apertura financiera se adoptó en un contexto de inflación muy elevada y en forma simultánea con el lanzamiento un programa antiinflacionario (además de diversas medidas de reforma de sentido liberalizante).

También en ambos casos, la pieza central de la política de estabilización fue la fijación del tipo de cambio nominal, utilizado entonces como ancla del sistema de precios. Nos referimos en primer lugar al programa de “la tablita” de devaluaciones prefijadas implementado desde fines de 1978, pero también al que, más de doce años más tarde, se articularía en torno a la libre convertibilidad del peso con el dólar a una paridad de 1 a 1.

Se ha acumulado una considerable experiencia en relación con los efectos de programas de ese tipo, es decir, de planes de estabilización de precios con anclaje cambiario, no sólo en la Argentina sino en varios otros países.

Las estabilizaciones con anclaje cambiario y apertura financiera tienden a generar una dinámica de ciclo. Inicialmente, la inflación declina y la demanda agregada aumenta, alimentada por diversos factores, que incluyen el acceso al crédito internacional y menores tasas de interés. En el caso de Argentina, esos programas siguieron a períodos de crédito muy escaso, racionado, por lo que el fin del racionamiento constituyó en sí mismo un factor expansivo.

Si bien la inflación declina, el comportamiento dinámico de la demanda agregada hace que, en esta fase inicial, los precios de algunos bienes y servicios, en especial en los mercados de servicios no transables, que no están sometidos a la competencia extranjera, continúen subiendo, aunque a un ritmo menor.

Con el tipo de cambio fijado, esa “inflación residual” significa apreciación cambiaria. Esta es una consecuencia importante de estos programas de estabilización.

La apreciación cambiaria afecta negativamente la producción local de bienes transables, cuyos costos aumentan, comprimiendo los márgenes de rentabilidad. A algunas empresas se les hace crecientemente difícil competir, pero inicialmente el nivel de actividad sube debido al dinamismo del gasto agregado alimentado por el crédito externo e interno.

Además, los bienes de capital se abaratan en relación con el trabajo, y esto contribuye a la sustitución de mano de obra por capital, con lo que comienza tempranamente a resentirse la ocupación.

Pero lo más importante en relación con la dinámica macroeconómica de ciclo se refiere a la evolución del balance de pagos. Como resultado de la expansión,

que impulsa las importaciones, y de la apreciación cambiaria (que las alienta aún más), el resultado comercial desmejora y con él se deteriora también el resultado en cuenta corriente. Las necesidades de financiamiento se incrementan y se acumula deuda.

Sin embargo, inicialmente los ingresos de fondos superan al déficit en cuenta corriente y se acumulan reservas. Con el tiempo, si los flujos de fondos hacia el país no aumentan, el creciente déficit en cuenta corriente superará en algún momento a los ingresos netos de capitales y las reservas comenzarán a declinar. Con un régimen de tipo de cambio fijo, la declinación de las reservas de divisas tendrá un efecto monetario contractivo, especialmente bajo un régimen de convertibilidad, y esto podrá dar inicio a una fase contractiva.

Pero en la práctica, aún antes de ese punto de inflexión, la reversión del ciclo puede detonarse por cambios exógenos, como sucediera reiteradamente en la Argentina. En efecto, a lo largo de la expansión que sigue a la estabilización con anclaje cambiario, la fragilidad financiera aumenta tanto en el plano externo cuanto en lo que se refiere al sistema financiero interno, haciendo a la economía más vulnerable a shocks negativos.

La fragilidad externa se refiere en primer lugar al aumento del déficit en cuenta corriente, que hace a la economía progresivamente más dependiente del acceso sostenido e incrementado a fondos en los mercados internacionales. En segundo lugar, la persistencia del déficit en cuenta corriente tiene como resultado un aumento del endeudamiento en el tiempo, con lo que se eleva la carga de servicios de la deuda y pueden tender a deteriorarse indicadores de vulnerabilidad financiera como los cocientes deuda/producto y deuda/exportaciones.

En el plano interno, se observan en esta fase tasas muy altas de crecimiento del crédito otorgado por el sistema bancario, fondeado en parte con recursos provenientes del exterior. Esos procesos de fuerte expansión de los activos de los bancos suelen ser acompañados por un aumento de la fragilidad financiera interna. Esto es así en especial cuando los sistemas de supervisión y regulación bancaria resultan débiles o inadecuados. En el caso argentino, en especial, estas fases de rápido crecimiento financiero interno siguieron a largos períodos de “desintermediación financiera”, por lo que la capacidad de los bancos de procesar adecuadamente las decisiones de crédito, evaluar riesgos, etc., resultaban relativamente escasas. En un contexto semejante, la calidad de la cartera se torna dudosa y probablemente se empobrece, aumentando el riesgo de que un tropiezo en alguna parte del sistema pueda precipitar una crisis financiera.

La experiencia fallida de estabilización con anclaje cambiario de fines de los años setenta chocó, en efecto, con el escollo de una crisis financiera interna que se desató en 1980. A partir de ella la política macroeconómica de estabilización con apertura financiera inició su derrumbe, que la llevaría a su fin en 1981.

La fase de expansión de comienzos de los años noventa fue detenida, en cambio, por la confluencia de los factores de fragilidad interna y externa con un shock externo negativo como fue la crisis del tequila.

Pero en los años noventa la Argentina experimentó el ciclo dos veces. La expansión de 1995-98 fue detenida también como consecuencia del impacto de un cambio desfavorable en el contexto externo. En este caso se trató de la crisis ruso-brasileña de ese último año.

Si bien toda crisis tiene muy diversos elementos específicos, los procesos que se han descrito están presentes en las diversas crisis que se han observado en los años noventa en las llamadas economías emergentes. Los principales rasgos estilizados de los mismos son esencialmente los siguientes: un tipo de cambio nominal fijo o cuasi-fijo; un tipo de cambio real apreciado; completa apertura a los movimientos de capitales; ingresos netos de capitales de gran magnitud (en comparación con el tamaño de los mercados internos de dinero y capitales) durante el período de auge, y una relativamente débil supervisión y regulación financiera interna.

### ***La inestabilidad cambiaria***

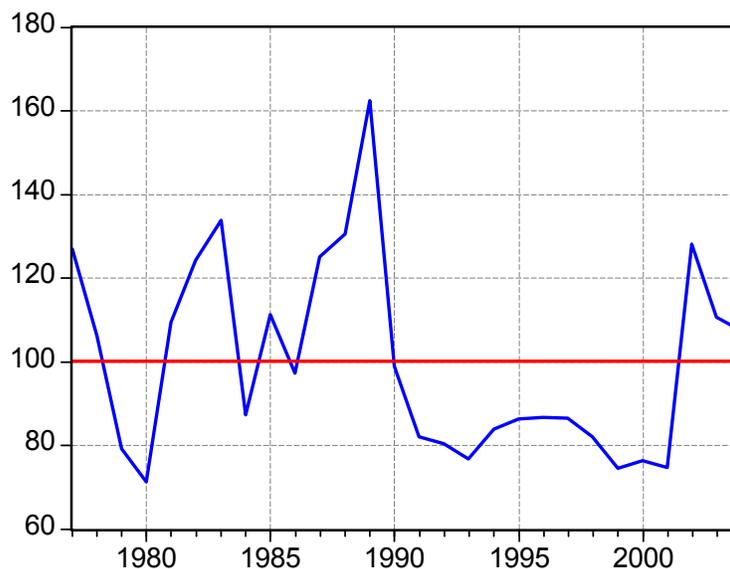
Acabamos de referirnos a las apreciaciones de la moneda local vinculadas a los intentos de estabilización de precios con anclaje cambiario. En la Argentina hubo también, durante los años ochenta, intentos de estabilización basados en la fijación del tipo de cambio (y de otros precios nominales) como el Plan Austral y el Plan Primavera, aunque en contextos de relativo aislamiento financiero, a diferencia de las experiencias comentadas más arriba. Estos dieron también lugar a alguna apreciación.

En los momentos de quiebre de estas políticas, como en 1981, 1989 y luego en 2002, el tipo de cambio real ascendió bruscamente.

Si las apreciaciones cambiarias resultan especialmente dañinas para el tejido productivo y comprometen el crecimiento a largo plazo, la inestabilidad de la paridad real es también un elemento negativo. El gráfico siguiente muestra la

evolución del tipo de cambio real de la Argentina en la fase de globalización financiera.

Gráfico 11. Tipo de cambio real multilateral  
(Promedio de 1977-2004 = 100)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de CEPAL y del Banco Central de la República Argentina.

Se observan nítidamente las apreciaciones de fines de los setenta y la mucho más prolongada de los años noventa. Pero es también muy notable la inestabilidad observada a lo largo de los ochenta. Así, en toda la etapa correspondiente, en el plano mundial, a la llamada segunda globalización financiera, el país no experimentó ningún período de tipo de cambio elevado y relativamente estable, combinación que la experiencia internacional muestra como la más favorable para el proceso de desarrollo económico.

Un punto que queremos destacar, en relación con este comportamiento del tipo de cambio real es que ese patrón (inestabilidad, alternada con períodos de apreciación más o menos prolongada) resulta esencialmente de los “éxitos” parciales y de los fracasos de las políticas de estabilización de precios, que utilizaron a la paridad como ancla, pero dieron lugar, tras sus fracasos, a fuertes depreciaciones.

En síntesis, nuestro argumento central se resume en la idea de que la elevada inflación hizo que la política cambiaria fuese capturada como instrumento de

estabilización de precios, en lugar de apuntar a objetivos reales como el producto o el empleo, o la tasa de crecimiento. En ese contexto de inestabilidad macroeconómica, estos objetivos nunca estuvieron en el foco de políticas económicas dominadas por la emergencia.

El impacto inflacionario de la depreciación cambiaria de los primeros meses de 2002 fue absorbido, sin embargo, sin un efecto permanente sobre las tasas de inflación. Eso probó que los mecanismos del régimen de alta inflación, como la propensión a indexar los contratos en los mercados de trabajo y bienes, habían quedado atrás. Esa es entonces una condición de posibilidad para una política que procure preservar el tipo de cambio real: el tipo de cambio nominal no es, en este contexto, el instrumento central para contener la inflación. Claro que preservar un ritmo inflacionario bajo es esencial para que esta situación se mantenga.

Sin embargo, resta considerar la presión hacia la apreciación que deriva y derivará posiblemente en el futuro del excedente de oferta en el mercado de divisas. Puesto que la intervención cambiaria del Banco Central comprando activos externos genera expansión monetaria, cabe completar nuestro análisis anterior de la evolución de las principales variables macroeconómicas en los últimos años considerando la trayectoria de los grandes agregados monetarios.

## **7. El dinero y la política monetaria**

En el último bienio, y en parte como resultado de las operaciones de intervención cambiaria a las que nos hemos referido arriba, la base monetaria y los principales agregados relativos a los recursos monetarios de particulares aumentaron considerablemente. La tabla 4, incluida más abajo, lo pone en evidencia.

El hecho estilizado más importante que ese cuadro muestra es la casi desaparición del segmento de depósitos en dólares, que es la diferencia entre las dos columnas de la derecha. El agregado M3\* se encuentra todavía marcadamente debajo del nivel que tuviera en el año 2000, antes del inicio de la crisis. Más precisamente, es alrededor de 5 puntos del PIB inferior a los registros de aquél momento.

Sin embargo, el agregado monetario amplio en pesos, M3, está casi diez puntos del producto por sobre el año 2000, y aumentó en el equivalente a cuatro puntos del PIB entre 2002 y el primer semestre de este año. La base monetaria se

encuentra también en niveles históricamente elevados. Sin embargo, se observa en la tabla que el ritmo de expansión del dinero de base se atenuó considerablemente este año, en el que la emisión destinada a la compra de divisas fue compensada en parte por la cancelación de redescuentos por parte de los bancos y de adelantos transitorios por parte del Tesoro, así como por las acciones de esterilización del Banco Central instrumentadas a través de las colocaciones de Lebacks.

**Tabla 4. Evolución de los principales agregados monetarios  
(en porcentajes del PIB a precios corrientes)**

Período	Base Mon.	Billetes y mon.	M3 (1)	M3* (2)
2000	4,9	4,3	15,8	33,3
2001	4,8	3,8	13,6	29,8
2002	7,0	4,1	21,6	
2003	9,9	5,4	23,9	25,1
2004 (1º sem.)	10,8	5,9	25,6	27,3

(1) Incluye las tenencias de billetes y monedas en poder del público, más los depósitos en pesos (en cuenta corriente, caja de ahorro y plazo fijo).

(2) Agrega a M3 los depósitos en dólares.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Economía.

El comportamiento de la demanda de recursos monetarios es habitualmente difícil de prever, y en circunstancias como las actuales, cuando aún no se ha completado la transición hacia un nuevo régimen macroeconómico, esa dificultad es mayor. Eso exige un manejo muy cuidadoso y vigilante de la política monetaria, que seguramente deberá apuntar a múltiples objetivos: cambiario, de nivel de actividad, de inflación.

En lo inmediato, tal como se planteara más arriba, y en especial si la reestructuración de la deuda en default se encamina hacia una solución razonable, un problema central para el manejo macroeconómico derivará del exceso de oferta en el mercado de divisas. Los movimientos de capitales privados son también harto difíciles de prever. Pero asumiendo que una moderada recuperación de los ingresos netos de fondos privados es posible, y considerando que la cuenta corriente se mantendrá en territorio de superávit, un exceso de oferta de divisas del orden de cuatro a cinco mil millones de dólares para el año que viene es algo que parece resistir razonablemente una “back of the envelope calculation”.

Manejar ese exceso de oferta preservando la paridad exigirá seguramente ir más allá de la política monetaria. Además de eventuales medidas de esterilización, será posiblemente necesario que el Tesoro intervenga comprando divisas como lo ha hecho durante este año, y posiblemente también se haga necesario diseñar algunas acciones para desalentar los ingresos de capitales de corto plazo, tal como lo hicieron, por ejemplo, Chile y Colombia la primera mitad de los años noventa. Estas acciones podrían incluir también una mayor variabilidad, acotada, del tipo de cambio nominal en el corto plazo, sobre una trayectoria relativamente estable. Esta mayor variabilidad de corto podría contribuir a desalentar los movimientos de fondos de carácter especulativo.

## **8. Reflexiones finales**

La descripción del panorama macroeconómico actual que se ha planteado indica que hay muchos elementos favorables para la continuidad del sendero expansivo que la economía argentina viene transitando. Estas se verían reforzadas en el futuro próximo de concretarse de manera exitosa el proceso de reestructuración de la deuda. En primer lugar, la inversión se está recuperando a ritmo notable y va a camino de retornar a niveles que podrían considerarse normales; y esa inversión se financia completamente con recursos internos de ahorro, los que incluso compensan un flujo importante de ahorro externo negativo. Esto último significa que la economía no enfrenta restricciones serias por el lado de la disponibilidad de divisas (la llamada “brecha externa”), que tantas veces en el pasado se constituyera en un limitante primordial del crecimiento. No los enfrenta tampoco por el lado fiscal, puesto que en este plano también puede esperarse una situación aproximadamente equilibrada y la ausencia de desplazamiento del sector privado, por parte del sector público, de los mercados de crédito.

Los principales factores determinantes de la demanda agregada, entre los que se destaca el cuadro de incentivos que derivan de los precios relativos vigentes, se mantienen relativamente estables, lo que abona la idea de continuidad de la expansión. Más aún, en el presente, la incipiente recuperación, a buen ritmo, del crédito interno, puede contribuir en el mismo sentido.

En las dos expansiones previas (extendidas desde 1990 a 1994, la primera, y desde fines de 1995 a mediados de 1998, la segunda), la reversión de la

tendencia expansiva estuvo asociada con contextos de fragilidad financiera y externa y con shocks externos negativos, que fueron los detonantes de la inflexión de tendencia. Si bien la actual expansión también puede enfrentar, naturalmente, la amenaza de shocks externos negativos importantes, las condiciones de vulnerabilidad financiera interna y externa de la economía son mucho más favorables que las de los años noventa y atenuarían mucho el impacto de ese eventual shock. Los principales aspectos de esta mayor fortaleza son el tipo de cambio depreciado (y el régimen de tipo de cambio flotante, que da un margen mayor de respuesta ante perturbaciones externas negativas), el superávit en la cuenta corriente y la consecuente menor dependencia financiera externa, y el superávit fiscal.

En estas condiciones, el mecanismo de transmisión (o de contagio) de las crisis, que operaba principalmente por la vía de la prima de riesgo país, tendría un efecto considerablemente menor al observable en las condiciones de integración financiera plena de los años noventa.

Sin embargo, la prueba de la reestructuración de la deuda, que en nuestro razonamiento anterior asumimos como exitosa, y del restablecimiento del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, deberá ser afrontada en estos meses. Se tiene la impresión de que un escenario de completo fracaso de la propuesta argentina es, hoy en día, de escasa probabilidad. Entre éste y nuestro escenario central, de reestructuración exitosa, existe un territorio intermedio de prolongación de las tratativas a lo largo de varios meses, al cabo de los cuáles de todos modos debería llegarse a algún acuerdo. Pero el estiramiento de la situación de indefinición tendría algunas consecuencias internas negativas. Es razonable suponer que afectaría negativamente el ritmo de crecimiento. Esto resultaría principalmente del efecto de la incertidumbre sobre las decisiones internas de gasto de inversión y consumo, y también de la posible respuesta de política fiscal. En efecto, es posible y prudente que frente a un escenario semejante, el Gobierno Nacional resuelva fortalecer su posición financiera para afrontar con menor vulnerabilidad las eventuales negociaciones. Cuando finalmente el acuerdo se logre, estas acciones podrían ser revertidas. De cualquier modo, este escenario más conflictivo y problemático parece, al momento de escribir este texto, de probabilidad bastante menor que el cuadro central que hemos procurado trazar.