

## ¿VUELVE LA BICICLETA?

Por Nicolás Arceo y Mariana González

*Nota publicada en el diario [Página/12](#) del lunes 9 de noviembre de 2009.*

Entre 2003 y 2008, tras el colapso del régimen de convertibilidad, se abrió paso una de las fases de crecimiento económico más significativas de la historia argentina. La economía creció a una tasa anual acumulativa del 8,5 por ciento, y este crecimiento se sustentó centralmente, a diferencia de lo acontecido en la década pasada, en la expansión de los sectores productores de bienes. El nuevo esquema macroeconómico posibilitó un incremento de las tasas de ganancia en estos sectores, a la vez que se redujo la rentabilidad de las colocaciones en el sistema financiero. Este último proceso estuvo asociado, por un lado, al default del 2001, pero centralmente al quiebre de un rasgo que había caracterizado a la economía argentina en las últimas décadas: el endeudamiento público en el mercado local e internacional de capitales. En este sentido, la contracción del endeudamiento público, en un contexto internacional favorable, fue un factor determinante para la vigencia de tasa de interés reales reducidas en comparación con la historia reciente de nuestro país.

A su vez, el proceso de renegociación de la deuda externa que culminó exitosamente en 2005 marcó un antes y un después en términos del endeudamiento externo de la economía argentina, posibilitando una disminución de su peso en el producto. Mientras que en 2002 el endeudamiento externo representaba el 151 por ciento del PIB, dicha relación se había reducido al 39 por ciento en 2008. Sin lugar a dudas, el proceso de renegociación y el sostenimiento de elevados niveles de superávit fiscal a lo largo de estos años fueron determinantes para alcanzar el fin del predominio de las colocaciones financieras por sobre las productivas.

Sin embargo, a lo largo del último año, y ante el deterioro relativo de las cuentas públicas –tanto por factores internos al país como externos– algunos sectores vuelven a colocar nuevamente la esperanza en los mercados internacionales de capitales. Según su repetida lógica, las “señales” positivas hacia estos mercados posibilitarían un mejor acceso al financiamiento externo, tanto público como privado, logrando una reducción de las tasas de interés y fomentando indirectamente la inversión productiva. La historia reciente de nuestro país pone en evidencia que el estímulo de la inversión está lejos de lograrse por esta vía. Por el contrario, el financiamiento del sector público en los mercados de capitales –una historia ya conocida– se traduce, por lo general, en una elevación de las tasas de interés en el mediano plazo, con el consiguiente desplazamiento de las inversiones productivas ante el incremento de la rentabilidad de las colocaciones en el sistema financiero.

Entre las señales que se piden se incluye la reapertura del proceso de canje con los holdouts, olvidando esta vez las recurrentes invocaciones a la necesidad de seguridad jurídica. Las estimaciones del costo de este canje varían entre 8000 y 13.000 millones de dólares, e implican un incremento en los intereses de la deuda pública a pagar desde 2010. Como contrapartida por estos nuevos compromisos, se afirma que se abriría para el gobierno la posibilidad de emitir deuda en los mercados internacionales de capital a tasas más reducidas, dada la mejora en la calificación crediticia del país.

La reapertura del canje seguramente posibilite reducir en cierta medida el costo del endeudamiento externo, aunque no se debe olvidar que este proceso transcurre en un escenario

de creciente liquidez internacional, que de por sí conduce a una reducción en los costos de financiamiento. De todas formas, se debe resaltar que el costo del endeudamiento depende centralmente de la evaluación que hacen los potenciales acreedores sobre la capacidad de pago y, por lo tanto, la situación de las cuentas públicas y de la economía en general, más que de la emisión de buenas señales a los mercados financieros. En el contexto económico actual, aún si se realizara el canje, el costo del financiamiento externo seguiría siendo elevado en relación con países de similar nivel de desarrollo. Además, la posibilidad de endeudarse, como se explicó, podría implicar el retorno al endeudamiento externo crónico que caracterizó a la economía argentina desde mediados de los años setenta.

La consolidación de un patrón de crecimiento basado en la expansión de los sectores productores de bienes requiere del sostenimiento del superávit fiscal como factor determinante para evitar el predominio de las colocaciones financieras por sobre las productivas. No se trata de contraer el gasto público, menos aún en un contexto recesivo como el actual, sino de incrementar los recursos del Estado en base a la imposición de los sectores más beneficiados, incluidos aquellos que obtienen rentas financieras.