

Diálogos

Jorge Carrera

Jorge Carrera es Contador Público y Lic. en Economía de la UNLP y Doctor en Investigaciones en Economía de la Università degli Studi di Pavia (Italia). Fue vicepresidente segundo del Banco Central de la República Argentina (BCRA) durante la última gestión del Frente de Todos y, previamente, subgerente general de Investigaciones Económicas. Jorge es investigador del Conicet y también tiene una larga trayectoria académica como profesor titular de Finanzas Internacionales en la UNLP y de Macro-economía Internacional en la Maestría y en el Doctorado en Economía de la UBA, en la Università di Pavia, École Normale Supérieure de Lyon y Sapienza Università di Roma.

Luego de dos años de gestión libertaria, nos interesaba conversar con Jorge sobre el impacto de la deuda en la situación macroeconómica argentina. La Argentina ha acumulado aún más deuda con el FMI bajo el gobierno de Milei, hasta el punto de representar el 44% de su cartera. Al mismo tiempo, enfrenta un cronograma de pagos en moneda extranjera exigente con bonistas privados y no logra volver a los mercados de deuda voluntarios.

FIDE: Nuestra primera pregunta se relaciona con el endeudamiento en el contexto macroeconómico argen-tino. ¿Qué situación tiene la Argentina en términos de endeudamiento?

Jorge Carrera (JC): Una primera cuestión en torno a la deuda es delimitar e identificar todas las deudas que afronta la macroeconomía argentina. Porque es justamente esa suma total la que hay que considerar y relacionar con el tamaño de la economía y con la capacidad de generar excedentes en pesos y dólares para servirla, es decir, para pagarla o refinanciarla. Es esa relación, y su extensión en el tiempo, lo que conocemos como sostenibilidad. Por supuesto, también hay otros factores muy relevantes que afectan positiva o negativamente la sustentabilidad de la deuda, entre ellos y en primera fila, los políticos.

Para dar un ejemplo concreto y reciente del impacto de los factores políticos, cabe destacar el apoyo del gobierno de Trump a la gestión Milei, primero a través de un nuevo préstamo por USD 15.000 millones del FMI y luego por la vía de intervenciones en el mercado cambiario argentino, justo antes de las elecciones de medio término. La suma de declaraciones y acciones concretas logró diluir la corrida cambiaria que se venía incubando en los meses previos a octubre y le permitió al Gobierno recortar notablemente la diferencia que el peronismo había logrado en las elecciones de la Provincia de Buenos Aires.

Existen otras cuestiones también importantes, como la relación entre deuda y tipo de cambio, así como las características de la deuda (en moneda nacional, en moneda extranjera con acreedores residentes o no residentes, públicas, nacionales, provinciales, privadas, de corto plazo, etc.). Cuando reflexionamos acerca de qué se puede hacer con la deuda, es necesario tener en cuenta que la unidad de análisis son “todas” las deudas que pesan sobre la economía.

Justamente para dar cuenta de esta complejidad, hace un tiempo que estoy trabajando en lo que me gustaría denominar la “*matrix de la deuda*”, que no es otra cosa que una tabla en la que intento organizar todas las deudas por deudor, por acreedor y por tipo de crédito. Mirando esa tabla, una primera conclusión básica es que hay varios tipos de deudas: en moneda local, en moneda extranjera, con jurisdicción local, con jurisdicción extranjera, a través de distinto tipo de instrumentos (bonos, préstamos, letras), deuda del Tesoro, deuda del Banco Central (por supuesto, también en dólares o en pesos), deudas entre el gobierno nacional y las provincias, de las provincias con acreedores internacionales y, por supuesto, del sector privado.

Por supuesto, estas distintas deudas están relacionadas entre sí y no solo por su impacto mutuo, ya sea en el ámbito macroeconómico o financiero, sino también por regulaciones y contratos que las vinculan explícitamente. Esto es importante para obtener una segunda conclusión: no es posible tomar una única decisión en torno a la deuda o al endeudamiento y, al mismo tiempo, hay que considerar que todas las decisiones tienen o pueden tener efectos cruzados. De ahí la complejidad del asunto.

Para dar un ejemplo concreto, podemos referirnos a la deuda externa, es decir, a la deuda con no residentes (de acuerdo con los manuales de la Balanza de Pagos) que, como bien explica la tradición de **FIDE**, condiciona la política fiscal, la política monetaria y, sin dudas, la cambiaria y, por lo tanto, tiene impacto en las posibilidades de desarrollo. Pero al mismo tiempo está la deuda en moneda extranjera, que muchas veces se confunde y se superpone, porque implica, aun cuando esta deuda sea con agentes residentes, contar con margen en moneda dura para afrontar vencimientos.

Matriz de endeudamiento argentino

DEUDOR Y TIPO DE CREDITO	ACREEDOR				
	Residentes Sect. Privado No Financiero	Residentes - Sect. Privado Financiero (regulado por BCRA)	Residentes-Sect.Público (BCRA, ANSES/FGS, Bancos Públicos)	No residentes	Organismos Multilaterales
Deuda Tesoro, Bonos en USD (ley local)	Bonos Ley Arg.	Bonos Ley Arg.	Bonos Ley Arg.	Bonos Ley Arg.	
Deuda Tesoro, Bonos en USD (ley extranjera)	Globales	Globales	Globales	Globales	
Deuda Tesoro, Préstamos en USD u otra divisa			Letras intransferibles BCRA (sin mercado secundario)	Club de París, deuda bilateral comercial o financiera	Stand-by; EFF, BID, CAF, etc.
Deuda Tesoro, Letras y Bonos en \$	Dólar link, CER, tasa fija, LECAP, LEFI. etc	Dólar link, CER, tasa fija, LECAP, LEFI. etc	Dólar link, CER, tasa fija LECAP, LEFI. etc	Títulos Públicos en manos de No Residentes (BONTE)	
Deuda Tesoro, Préstamos en \$		Préstamos Bancos privados	AT del BCRA. Préstamos c/bancos públicos		
Deuda BCRA en \$		LELIQ y Pases pasivos, Futuros		LEBAC	
Deuda BCRA en USD		BOPREAL, NODO, Pases en USD		Swap Monedas, BOPREAL	
Deuda Provincial en USD	Bonos prov. en USD (ley local y extranjera)	Bonos prov. en USD (ley local y extranjera)	Bonos prov. en cartera ANSES	Bonos prov. en USD (ley local y extranjera)	
Deuda Provincial en \$	Bonos prov. en \$ y dólar link	Bonos prov. en \$ y dólar link	Bonos prov. en cartera ANSES. Préstamos con bancos públicos.	Títulos Provinciales en manos de No Residentes	
Deuda Privada en USD	ON externas y locales en USD	ON externas y locales en USD. Préstamos en USD para exportadores	ON en cartera ANSES	ON externas y locales en USD. Deuda comercial	
Deuda Privada en \$	ON dólar link	ON dólar link. comerciales Préstamos en \$ (PyME y grandes empresas) y de consumo	ON en cartera ANSES	ON dólar link	

FUENTE: Elaboración de Jorge Carrera

Esto es particularmente evidente en el caso argentino, donde el bimonetarismo implica que el comportamiento de los residentes es casi idéntico al de los no residentes. Dicho de un modo más gráfico: el subsuelo de los bancos en

nuestro país —donde están las cajas fuertes— parece estar fuera de la Argentina en comparación con la planta baja de esas mismas entidades, donde se operan las cuentas a la vista y a plazo fijo, y se opera mayormente en moneda nacional.

Por último, en los gobiernos de derecha la deuda se utiliza como “facilitador” macroeconómico; la historia demuestra que, mientras que en los gobiernos nacionales y populares o progresistas la deuda se convierte en un condicionante estructural, durante los experimentos neoliberales el endeudamiento, en muchos casos hiperacelerado, ha sido una condición que, aunque pasajera, los ha dotado de viabilidad política y macroeconómica.

FIDE: Tomando en cuenta la complejidad de la matriz de la deuda en el caso argentino, ¿qué implica, en términos de la relación con el resto del mundo?

JC: El perfil de endeudamiento soberano (y también el privado) se ve afectado directamente por los shocks, que pueden ser políticos, productivos o externos; también depende del ciclo financiero global y del precio de las commodities. Se trata de un conjunto de múltiples interacciones que hemos intentado estudiar junto con otros colegas.

Los dos grandes canales de conexión económica entre un país y el resto del mundo son el financiero y el comercial. El canal financiero tiene supremacía sobre el comercial porque las interacciones, como ya vimos, son más complejas y la deuda externa es solo una parte de un conjunto más amplio que hay que analizar cuando hablamos del relacionamiento financiero. Cuando el canal financiero se complica, se desencadena una serie de interacciones que afectan a la economía en su conjunto y a todas las deudas, independientemente de si están denominadas en pesos o en dólares, o del carácter del acreedor (residente o no residente). Por eso, es muy importante pensar en una estrategia global respecto al endeudamiento, considerando las diversas dimensiones del asunto.

Volviendo al caso concreto y tomando los últimos datos disponibles para la Argentina, la deuda externa suma unos USD 305.000 millones. El gobierno nacional y las provincias deben casi el 55% de este total, unos USD 167.000 millones. En segundo lugar de importancia aparece el sector privado, que explica el 33,6% del total de la deuda externa. El BCRA, por su parte, tiene una deuda de alrededor de USD 30.000 millones, lo que explica un 10% adicional.

Hay un fenómeno de histéresis relacionado con el endeudamiento en moneda dura, más allá de las características del acreedor, que indica que, una vez

perdido el equilibrio, resulta difícil recuperarlo. Esto en la Argentina se entiende intuitivamente: la historia importa, lo que pasó antes es relevante y también es menester decir que, *contario sensu*, son los gobiernos de derecha los que suelen incrementar la deuda utilizando explicaciones vinculadas con la normalización y la modernización y los gobiernos nacionales y populares los que deben lidiar con el sobreendeudamiento, la restricción externa, la falta de acceso a los mercados y, por tanto, las presiones en el mercado de cambios y las reestructuraciones abruptas y sus consecuencias.

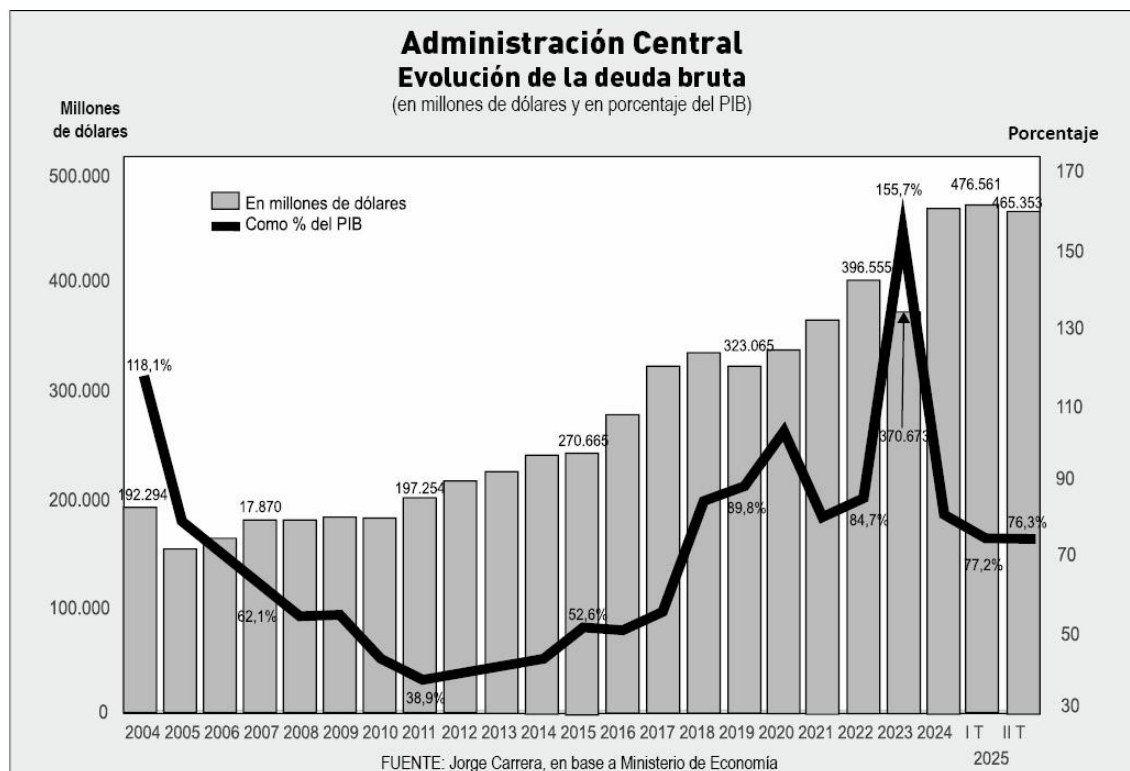
FIDE: Es exactamente lo que ocurrió durante la última dictadura militar y luego con Alfonsín. Con Menem-De la Rúa y luego con los tres períodos kirchneristas y también con Macri y el gobierno de Alberto Fernández... Con Milei, ¿estamos entrando en una nueva versión de la misma dinámica?

JC: El gobierno de Macri y su regreso a los mercados para financiar el desarme del cepo vía *carry trade* termina con el pedido de rescate de la Argentina al FMI. El FMI le otorga el préstamo más grande de la historia del organismo, únicamente posible gracias al apoyo del gobierno norteamericano a la gestión de Cambiemos, durante la primera presidencia de Trump. Y justamente para ilustrar la conexión entre las deudas, a fines de 2019 el incremento insostenible de la deuda en pesos termina con el famoso “reperfilamiento”.

En esta experiencia se observa con claridad la interacción entre todas las deudas, así como el fenómeno de histéresis del que conversábamos. Al Frente de Todos le tocó administrar esta bancarrota, como previamente en 2002 y 2003 le tocó a Duhalde y luego a las gestiones kirchneristas (tanto a Néstor como a Cristina), quienes tuvieron que hacerse cargo de la debacle de la dupla Menem-De la Rúa. A Alberto Fernández le tocó administrar el desaguisado de Macri con el lamentable retorno al FMI, circunstancia que continúa y se acrecienta en la actual gestión de gobierno.

La sucesión de estas crisis de endeudamiento en nuestro país se observa con claridad en la evolución del peso de la deuda en relación con el PIB, que evidencia una volatilidad muy elevada, lo que supone una dificultad de primer orden para la gestión macroeconómica.

Más del 50% de la deuda pública bruta está en moneda extranjera; tiene distinto seniority, es decir, posiciones diferentes en términos de privilegio de cobro, lo que supone una complejidad adicional.

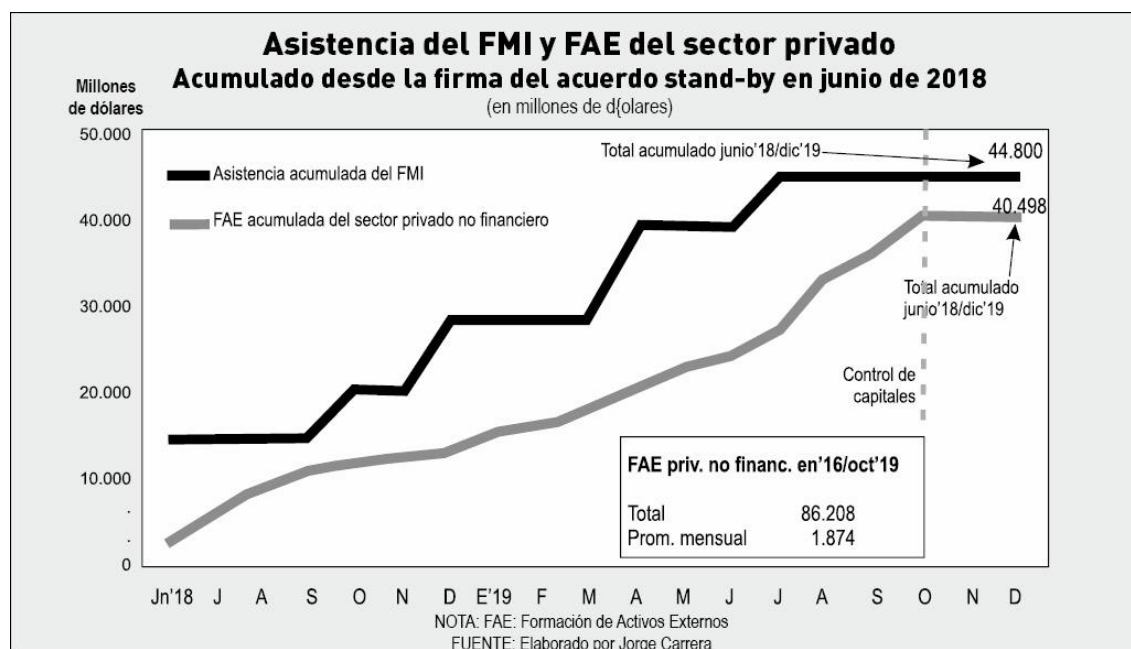


En relación con esta deuda, lo que suceda con el tipo de cambio es trascendental. En un trabajo que estamos terminando con los colegas Mariquena Solla y Pablo de la Vega evaluamos el impacto del tipo de cambio real en el endeudamiento y en la percepción del endeudamiento de los mercados emergentes. Esta investigación es interesante porque, en términos generales, todas las evaluaciones de riesgo se realizan utilizando el ratio de deuda al PIB y la relación entre esas dos variables está a su vez afectada por el tipo de cambio, por el peso de la deuda en moneda extranjera sobre el total y, también, por la relevancia de los bienes transables y no transables en el PIB de cada economía.

La evaluación empírica que presentamos indica que, en 112 países, una apreciación del tipo de cambio redujo el ratio de deuda/PIB; es decir, mejoró la relación entre la deuda y el tamaño de la economía. Una apreciación del 10% mejora el ratio deuda/PIB en 6 puntos. El resultado es muy robusto. La mayoría de los países tiene más deuda en moneda extranjera que en moneda local, y esa proporción es mayor que la participación de los transables en el PIB total. Esto significa que las apreciaciones cambiarias, entre tantas otras “virtudes” de corto plazo —facilitar la reducción de la inflación, estimular la importación para abaratar en términos relativos los productos— también tienen el efecto de mostrar, en ese corto plazo o mientras sea sostenible, una mejora en la relación de la deuda con el PIB. Cualquier similitud con el caso de Milei... ¡no es pura coincidencia!

Esta relación entre el tipo de cambio y el peso de la deuda respecto del tamaño de la economía también nos permite comprender mejor, o bien aportar una mirada más apropiada sobre, la evolución de la deuda en el caso argentino. El salto observado en 2023 entre el endeudamiento y el PIB se debe a la devaluación del 110% al inicio de la gestión de Milei, en los últimos días de diciembre de aquel año. Esa devaluación hace saltar el dato de endeudamiento en 2023: la deuda pública total pasa del 85% del PIB en 2022 al 156% en 2023, para luego volver al 83% en 2024 sin que haya mediado ningún cambio estructural.

Esta relación también nos permite percibir el dilema que enfrentan los hacedores de la política económica respecto de la política cambiaria. En el corto plazo, el impacto de una devaluación es muy fuerte sobre el perfil de la deuda y deteriora significativamente la percepción de riesgo y, por lo tanto, la capacidad de refinanciar los vencimientos. Esto se aplica tanto a la deuda pública como a la privada, lo que vuelve las cosas aún más difíciles.



FIDE: En la Argentina estos ciclos de endeudamiento van a la par de un incremento del ahorro en moneda extranjera. ¿Esto se verifica en las estadísticas?

JC: Sí, es justamente lo que nos muestran las estadísticas. La asistencia del FMI durante el gobierno de Macri tiene como contrapartida el aumento del atesoramiento del sector privado. Dicho más claramente, esta deuda, que ahora es de toda la Argentina y que implica un esfuerzo enorme de toda la población para pagar intereses y saldar vencimientos, se tradujo en un incremento notable del ahorro de unos pocos. Eso se ve con claridad en las estadísticas de la Posición de Inversión Internacional de la Argentina.

Las cifras son obscenas. De hecho, entre los liberales, y mucho más entre los libertarios, se suele escuchar que la deuda no es un problema porque existe un activo que la respalda. Técnicamente, es decir, contablemente, es correcto: lo que pasa es que no se trata de un tema contable sino de un tema distributivo.

La deuda es de todos y tiene efectos directos sobre las principales políticas públicas: salud, educación, obra pública y jubilaciones, mientras que los activos se concentran en muy pocas manos. Al mismo tiempo, los vencimientos en moneda dura agregan una fuente de tensión adicional (y muy relevante) sobre la balanza de pagos.

Veamos los números para ilustrar la afirmación. Los pasivos públicos en 2015 sumaban USD 87.000 millones. Diez años más tarde, es decir en 2025, son USD 179.000 millones. Los activos privados en esos diez años casi se duplican, pasan de USD 236.000 millones en 2015 a USD 418.000 millones en 2025.

Otro dato revelador de estos números es que la Argentina, en su conjunto, no es un país deudor respecto del resto del mundo, sino un país acreedor. Pertenecemos a un selecto club de países, entre ellos Suiza, Arabia Saudita, Rusia y Noruega, que son acreedores netos. El problema es obvio: la distribución de las deudas y los activos es muy desigual. La Argentina tiene una posición inversora internacional positiva de USD 38.000 millones, pero esto se debe a una posición neta positiva del sector privado de USD 166.000 millones, mientras que el sector público tiene una posición neta negativa de USD 127.000 millones.

FIDE: En relación con estos procesos de acumulación y transferencia de riquezas, se plantean varias cuestiones. Por un lado, el rol de las regulaciones del mercado cambiario o, en términos más amplios, del sector externo. Esto es particularmente importante en una economía bimonetaria como la argentina, donde el estrangulamiento externo no solo se plantea por la vía del desequilibrio comercial (de bienes y servicios en la cuenta corriente) y del peso del endeudamiento, como ya discutimos, sino por el fenómeno del atesoramiento.

JC: Efectivamente. Una forma sencilla de ver la magnitud de este problema es que, una y otra vez, en todas las gestiones de gobierno se plantean iniciativas de blanqueo. Estas iniciativas evidencian, justamente, ese proceso y su magnitud. Veamos el caso del último blanqueo, el que llevó adelante la gestión Milei. Las estimaciones del propio Gobierno esperaban un ingreso o un blanqueo de entre USD 8.000 y 10.000 millones. En cambio, la iniciativa más que duplicó las expectativas gubernamentales y alcanzó los USD 23.000

millones, lo que se tradujo en un incremento importante en los depósitos en moneda extranjera del sector privado.

Posición de la inversión internacional, a valor de mercado

(en millones de dólares)

		Dic.'15	Dic.'17	Dic.'19	Dic.'21	Dic.'23	Dic.'24	2 trim.'25	Var. 2 trim.'25/ Dic.'15
Pasivos externos	Públicos	87.800	163.604	149.750	147.333	139.752	154.330	179.366	91.566
	Privados	127.479	156.187	134.275	147.171	190.921	242.237	252.365	124.886
Activos externos	Públicos	35.463	64.815	55.319	50.743	34.770	41.550	51.792	16.329
	Privados	236.303	272.309	341.862	368.199	404.247	414.329	418.539	182.236
Posición de inversión	Pública	-52.337	-98.789	-94.432	-96.590	-104.983	-112.781	-127.575	-75.238
	Privada	108.824	116.122	207.587	221.027	213.325	172.093	166.174	57.350
Internacional neta	Total	56.487	17.332	113.155	124.438	108.343	59.312	38.600	-17.887

FUENTE: FIDE, con datos del Ministerio de Economía

Es una realidad que hay que asumir: el proceso de atesoramiento implica que existe un grupo minoritario de la población que posee esos dólares.

Al mismo tiempo, considerando la experiencia argentina, existe un riesgo asociado a que estos recursos estén en cajas de ahorro a la vista, es decir, en la “plata baja” de los bancos porque la menor percepción de incremento en el riesgo dispara un goteo de depósitos con impacto, obviamente, en el nivel de reservas internacionales y que es tapa de diario. Se trata de un sendero delicado para la economía argentina, dado su carácter bimonetario tan afianzado.

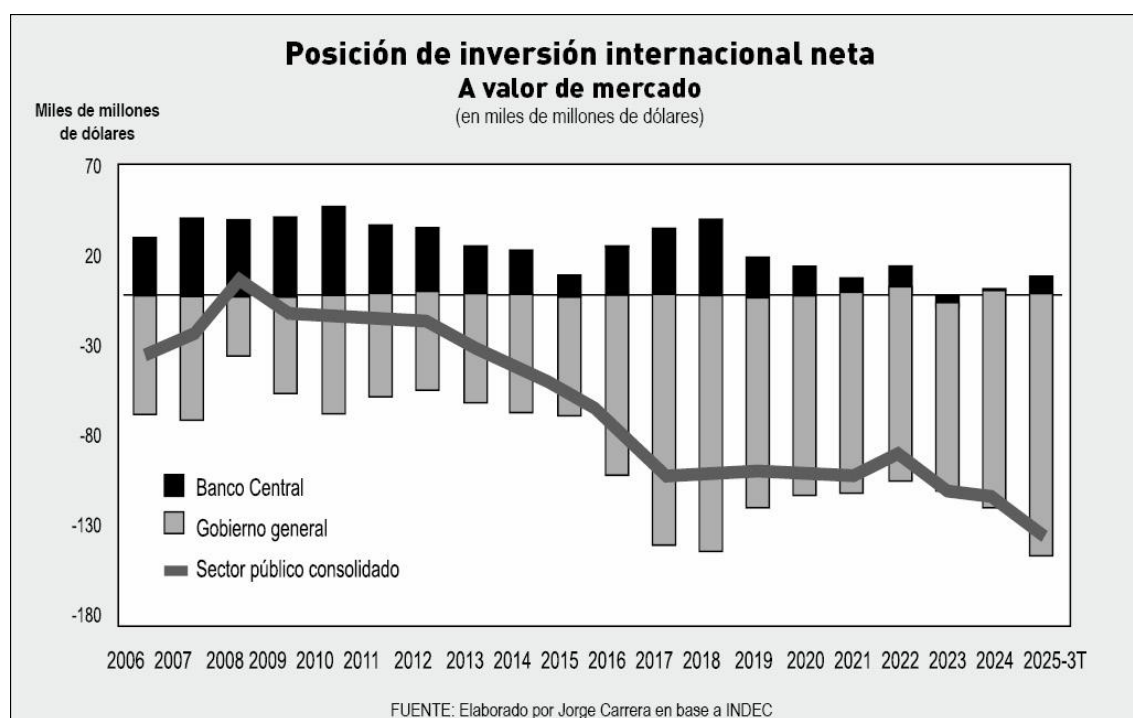
Al mismo tiempo, es interesante destacar que la experiencia nos permitió desarrollar una regulación del sistema financiero que, en verdad, ha dado buenos resultados o, por lo menos, nos ha alejado de crisis como las que vivimos en el 2001.

Desde el 2003 en adelante la regulación macroprudencial en la Argentina logró exitosamente una separación entre los mercados de capitales y los bancos y, de esa forma, morigerar y distribuir mejor los riesgos asociados al bimonetarismo. El objetivo de esa regulación ha sido preservar, digamos, un camino intermedio en el que se da cuenta de la existencia de este enorme stock de dólares producto del atesoramiento y, al mismo tiempo, se evita una dinámica explosiva por la vía de la “creación de argendólares”.

Lo que se ha tratado de evitar y, en mi opinión, se ha logrado, es que el multiplicador bancario genere una masa creciente de argendólares, con efectos potencialmente muy disruptivos para todo el sistema financiero. Eso fue exactamente lo que nos pasó en 2001: vía el multiplicador bancario, es decir, mediante la colocación de préstamos en dólares por parte del sector bancario, se fomentó el descalce de monedas en todo el sistema, lo que terminó con el corralito. Porque esos préstamos en moneda dura habían sido distribuidos en toda la economía (empresas y personas) que, en su mayoría y como es lógico, tenían ingresos en pesos y que, ante la eventualidad de una devaluación, no

tenían la menor posibilidad de devolverlos. La regulación que se implementó luego de la crisis del 2001 operó conteniendo el multiplicador bancario, y la verdad es que eso le dio un grado de estabilidad muy importante al sistema financiero argentino durante los últimos 20 años o más, lo que se corroboró a pesar de las diversas crisis que hemos atravesado.

En este sentido, es importante prestar atención a las iniciativas relacionadas con la cancelación o modificación de estas regulaciones, que han dado buenos resultados. No es lo mismo otorgar préstamos en dólares a agentes directamente vinculados a la generación de ingresos en moneda dura que extenderlos a toda la economía. Por eso, debemos estudiar con cuidado la flexibilización de esta normativa.



Al mismo tiempo, hay otro aspecto que no podemos soslayar en el análisis y se refiere al peso de cada una de las operaciones en la balanza de pagos. Lo que quiero decir es que, en última instancia, todo termina en el mercado de cambios, es decir, en demanda para acceder a moneda extranjera para pagar diversas operaciones: pagar importaciones, pagar intereses y servicios de la deuda pública y privada, para repatriar capital de una inversión extranjera directa, para desarmar *carry trade*, para girar utilidades y dividendos, a lo que se suma la presión por el atesoramiento de los residentes... es la interacción entre todas estas operaciones lo que hay que calibrar cuidadosamente en una economía con un nivel de exportaciones bajo y con un nivel de reservas paupérrimo y por momentos, como es actualmente, neto negativo.

Aún en un escenario de incremento sostenido de las exportaciones como el que se está generando por Vaca Muerta y la potencialidad del sector energético en general, sumado a los proyectos vinculados con los minerales críticos, tenemos que ser muy cuidadosos en la administración del sector externo.

FIDE: ¿Qué hay de la deuda con el FMI y de la sustentabilidad a mediano y largo plazo de la economía argentina teniendo en cuenta la deuda que tenemos con el organismo, hoy en torno a los USD 60.000 millones?

JC: Para completar la complejidad de este panorama, aparece el tema de la “calidad” o *senority* de las deudas y de la condicionalidad asociada a estos préstamos, en particular, en relación con el FMI. Al FMI le estamos pagando unos USD 3.500 millones al año de intereses; es un negocio espectacular para el Fondo, que utiliza estos ingresos para mantener su estructura, pagar buenos sueldos y generosas jubilaciones, contrariamente a lo que recomienda en los países con los que tiene programa.

Por ahora, en este contexto de alineamiento duro y puro de la gestión Milei con Estados Unidos, la condicionalidad parece haber pasado a un segundo plano. Un poco porque la agenda de gobierno de Milei coincide, no en todo, pero sí en gran parte, con las exigencias de Trump y del FMI. Sin embargo, esa condicionalidad existe, está firmada, tendrá consecuencias para la Argentina y supone un peso enorme para futuras gestiones que no compartan este alineamiento ni estas prioridades.

Por otra parte, más allá de la condicionalidad, aparece una paradoja relacionada con el peso de la deuda del FMI y la “clave bóveda” del acuerdo: lograr volver a los mercados de deuda voluntaria. Ese re acceso requiere una baja del riesgo país, y esa baja no es posible en tanto y en cuanto tenés el nivel de endeudamiento que hoy tiene nuestro país con el mismo FMI, que, a su vez, es un acreedor privilegiado cuyas deudas no se reestructuran y se pagan primero.

Y también se produce una no-linealidad, diríamos los economistas, porque una asistencia puntual y moderada puede ayudar, pero esta dependencia que se ha generado entre la Argentina y el FMI, dado el tamaño y las condiciones de los préstamos, más que ayudar, condiciona negativamente porque los mercados interpretan —correctamente, por cierto— que la Argentina no puede pagar esta deuda así como está.

Recapitulando, lo que planteo es que cuando vos tenés demasiada deuda con un acreedor multilateral de carácter privilegiado como el FMI, el Banco Mundial, el BID, la CAF, etc., el resto de los acreedores lo piensa dos veces antes de

entrar. Mi hipótesis es que, a bajos niveles de involucramiento con el FMI o de carácter preventivo y de corto plazo, el salvataje puede funcionar (no está garantizado, pero puede funcionar), pero en niveles elevados de endeudamiento, como es el caso argentino, más FMI implica más riesgo, no menos.

Se trata de una cuestión aritmética: si un país necesita una refinanciación o una reestructuración, esto significa reprogramar un porcentaje de la deuda para volver a una situación sostenible.

Para simplificar, pensemos en la necesidad de repro-gramar el 20% de la deuda total: si de esa deuda una parte considerable no es reestructurable, como es el caso de la deuda con el FMI, entonces la quita o la re-programación que es necesario aplicar sobre el resto de las deudas tiene que ser mucho más alta. Y eso es precisamente lo que evidencia o mide el riesgo país.

El riesgo país mide cuánto riesgo tenés al comprar un bono de estos, que podrían reestructurarse. Por eso, cuanta más deuda privilegiada tiene el país, mayor es el esfuerzo que recae sobre el resto de las deudas y eso le pone un piso al riesgo país, ergo a la posibilidad de volver a los mercados voluntarios de deuda.

Entonces, se ve con claridad el mecanismo mediante el cual el salvataje puede convertirse en un salvavidas de plomo.

En este contexto sigo pensando que regular los flujos de capitales es clave y que el endeudamiento no puede estar basado en estrategias de corto plazo como el *carry trade*. Tenemos que tomar conciencia de lo que eso significó, particularmente durante el gobierno de Macri... y con algunos de los mismos funcionarios a cargo. Pongamos un ejemplo numérico para entender la magnitud de lo que supuso la gestión macrista: un inversor que el 16 de enero de 2016 ingresó fondos a la Argentina por USD 1.000 millones se retiró en mayo o en abril de 2018 con USD 1.400 millones. Se trata de inversiones financieras, clics de pantalla. La contracara de este proceso ha sido, como ya vimos, el incremento del endeudamiento público, en particular con el FMI, y el aumento del riesgo que nos mantiene fuera de los mercados voluntarios de deuda, lo que incrementa notablemente la tensión macroeconómica.

Hoy la Argentina explica el 44% de la cartera de préstamos del FMI; eso es una extravagancia. Se trata de una situación económica compleja que solo puede resolverse por la vía política. La salida es política y, en todo caso, la técnica te aporta los elementos que he intentado resumir: la complejidad, la complementariedad y la relación entre todos los tipos de deuda. Y también, la relación entre la macro y la micro.

La estabilidad, entendida de forma restringida, es decir, como la baja de la inflación a través de la apreciación del peso, la compresión salarial y la

apertura de la economía, tiene patas cortas. ¿Cuán cortas? Bueno, esa respuesta también tiene elementos políticos y técnicos y está relacionada con la situación internacional, que, como hemos visto en estos meses, nos trae todo tipo de noticias en un contexto de reconfiguración muy importante.

Yo tiendo a pensar que la micro importa, es decir, que el peso acumulado de perder empleos en relación de dependencia todos los días, mientras las familias des-pliegan estrategias de autoexplotación cada vez más ex-tremas pero viven cada vez peor, no es sostenible.

La Argentina tiene una enorme capacidad para generar dólares y recursos humanos para articular una estrategia macro y micro en relación con los recursos naturales estratégicos, la energía, la minería y los alimentos que, con la debida política industrial y científico-tecnológica, puede estimular muchos otros sectores y consolidar un mercado interno potente.

El asunto, como venimos conversando, es quién captura esa renta y cómo podemos imaginar una distribución alternativa en favor del trabajo digno en todo el territorio nacional que, al mismo tiempo, nos permita ir des-andando el estrangulamiento del sector externo.