

Perspectivas de la economía argentina

- I- Las Señales de la Economía
- II- Panorama General

FIDE

FUNDACION DE INVESTIGACIONES PARA EL DESARROLLO

Mayo 2007

I- LAS SEÑALES DE LA ECONOMIA

Los principales indicadores que describen el grado de "salud" de nuestra economía ratificaron en el año 2006 la naturaleza virtuosa del modelo iniciado en 2003 (los datos objetivos demuestran que no es cierto que se produce un "quiebre" a partir de fines de 2005) y la mayoría de las condiciones -internas y externas- sobre las que se sostiene este proceso se mantienen presentes en el corriente año

Evolución de indicadores económicos

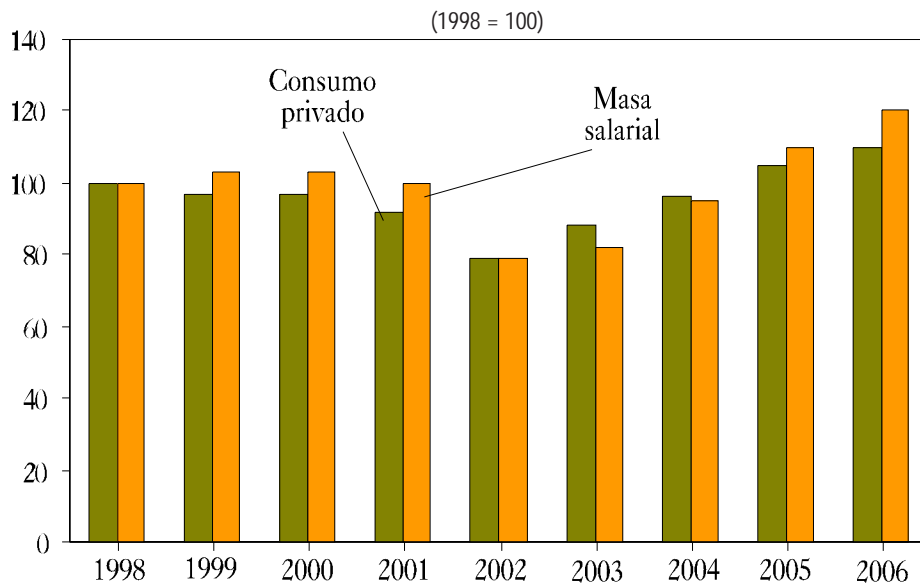
(en tasas de variación)

	PIB	Empleo	Expor- taciones	Recauda- ción real	Gasto público real	Ingreso real de los ocupados
1991	10,6	3,4	-1,7	9,8	16,1	8,0
1992	9,6	2,7	2,1	16,2	-4,6	9,7
1993	5,7	1,8	7,0	1,8	15,3	6,5
1994	5,8	-0,9	20,8	3,0	2,7	1,9
Acum.1991-1994	35,6	7,1	29,7	33,8	31,1	28,6
2003	8,8	3,7	15,0	26,2	10,9	-5,7
2004	9,0	5,9	16,9	30,2	17,8	8,0
2005	9,2	2,9	16,8	10,7	14,2	9,3
2006	8,5	4,1	15,1	13,4	13,2	10,3
Acum.2003-2006	40,5	17,6	80,7	106,3	68,9	22,8
I trim.'07	8,0	5,1	10,8	23,1	-2,0	8,5

Persiste, en efecto, el círculo virtuoso impulsado por la expansión del mercado interno y el buen desempeño de las exportaciones

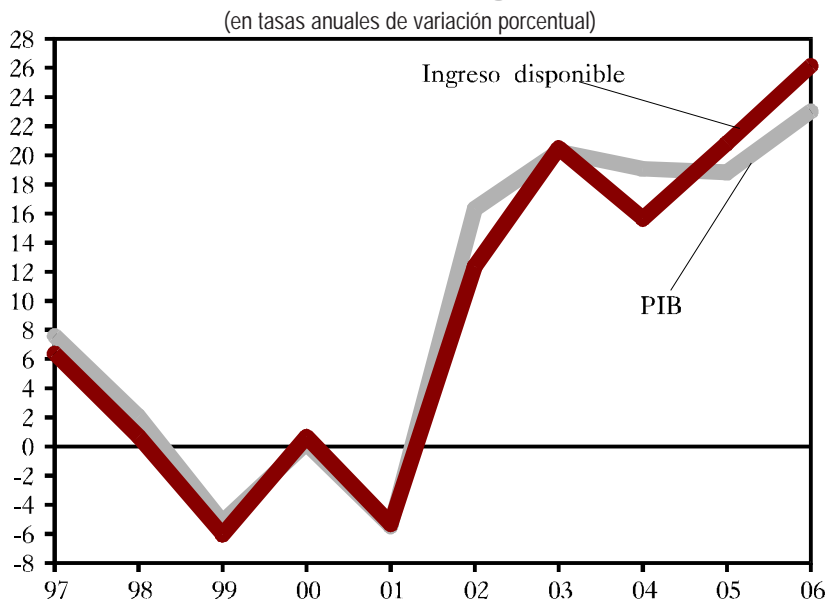
- ✓ El incremento de la masa salarial constituye la fuente más relevante de crecimiento del consumo privado

Consumo privado y masa salarial real A precios constantes



- ✓ A su vez el ingreso disponible crece por encima del producto gracias a las menores transferencias financieras al exterior y la persistencia de una importante ganancia del intercambio

Evolución del PIB y el ingreso disponible



Los determinantes del ingreso disponible

Ganancia/pérdida del intercambio

(en millones de dólares)

1997	2220
1998	661
1999	-840
2000	1611
2001	1410
2002	1285
2003	4323
2004	5612
2005	5565
2006	9965

Transferencias netas al exterior

(en millones de dólares)

1997	-5604
1998	-6919
1999	-7015
2000	-7131
2001	-7307
2002	-6917
2003	-7431
2004	-8623
2005	-6017
2006	-4818

Recaudación tributaria

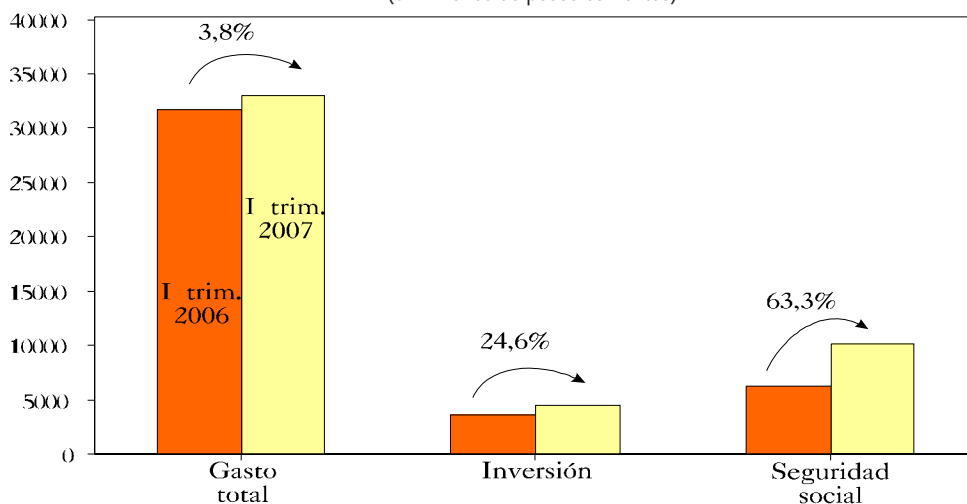
(en millones de dólares)

1997	48527
1998	50036
1999	47643
2000	49102
2001	45403
2002	15962
2003	24296
2004	33207
2005	40471
2006	48507

El gasto público cumple un rol fundamental en la actual dinámica económico-social, no sólo a través de la recomposición de la inversión pública sino también por la vía de financiar las políticas de ingresos, en particular las referidas a la Seguridad Social que actúan sobre las remuneraciones y sobre el grado de cobertura de las prestaciones

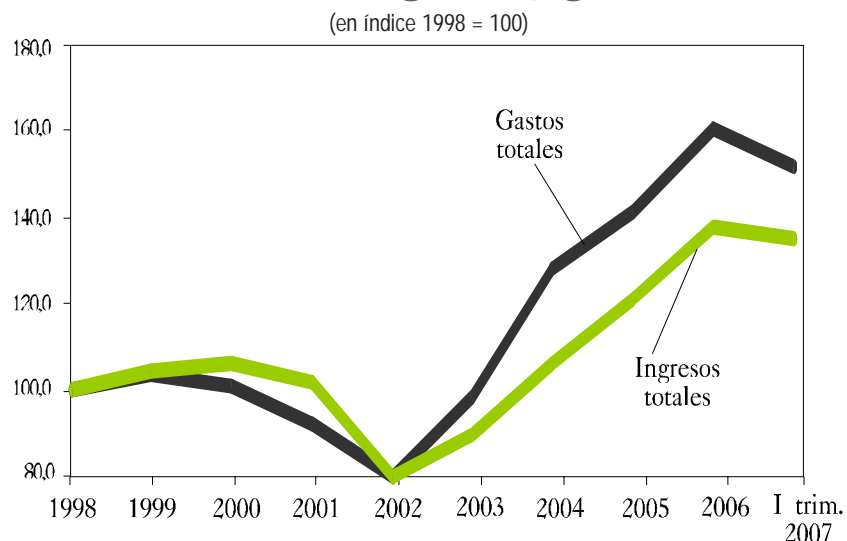
- ✓ Los beneficios pagados por la Seguridad Social y la obra pública son los dos agregados que motorizan el aumento del gasto

Evolución del gasto público
 Comparación entre el primer trimestre de 2006 y de 2007
 (en millones de pesos corrientes)



- ✓ Dado que esos contenidos del mayor gasto tienen importantes efectos multiplicadores sobre la actividad económica a corto y mediano plazo (y por lo tanto sobre los niveles de recaudación) no es preocupante que el gasto en la actual fase crezca a un ritmo superior al que lo hacen los ingresos fiscales

Evolución de los ingresos y gastos totales





En relación a otros países de desarrollo similar al nuestro el nivel de gasto público de la Argentina no es alto (y tiene mejores contenidos que en el pasado porque baja mucho el peso de los intereses de la deuda)

Evolución del gasto del sector público nacional

Componentes relevantes

Participación dentro del total

(como porcentaje)

	Promedio	
	1997/00	2003/06
Gasto social	50,8	46,4
Salarios	11,5	10,3
Inversión pública	5,5	7,5
Intereses	12,2	8,0
Resto	19,9	27,8
Gasto total	100,0	100,0

América Latina, Caribe y UE

Evolución del gasto público

Países seleccionados

(como porcentaje del PIB)

	Gasto público 2005		
	Gobierno central	Gobierno general	Sector público no financiero(**)
Argentina	16,6	24,7	25,2
Bolivia	29,0	28,9	30,0
Brasil(*)	24,6	s/d	33,4
Chile	19,8	21,8	33,9
Colombia	21,0	s/d	35,2
México	19,7	s/d	23,3
Uruguay	23,2	s/d	29,6
Venezuela	26,9	s/d	32,2
Promedio América Latina	21,6	s/d	29,0
Alemania	s/d	s/d	46,8
España	s/d	s/d	38,2
Francia	s/d	s/d	53,7
Italia	s/d	s/d	48,3
Holanda	s/d	s/d	45,5
Austria	s/d	s/d	49,9
Suecia	s/d	s/d	56,6
Reino Unido	s/d	s/d	43,7
Total Unión Europea	s/d	s/d	46,9
UE Eurozona 13	s/d	s/d	47,5

(*) Sector público no financiero estimado en base a datos del Ministerio da Fazenda do Brasil y CEPAL.

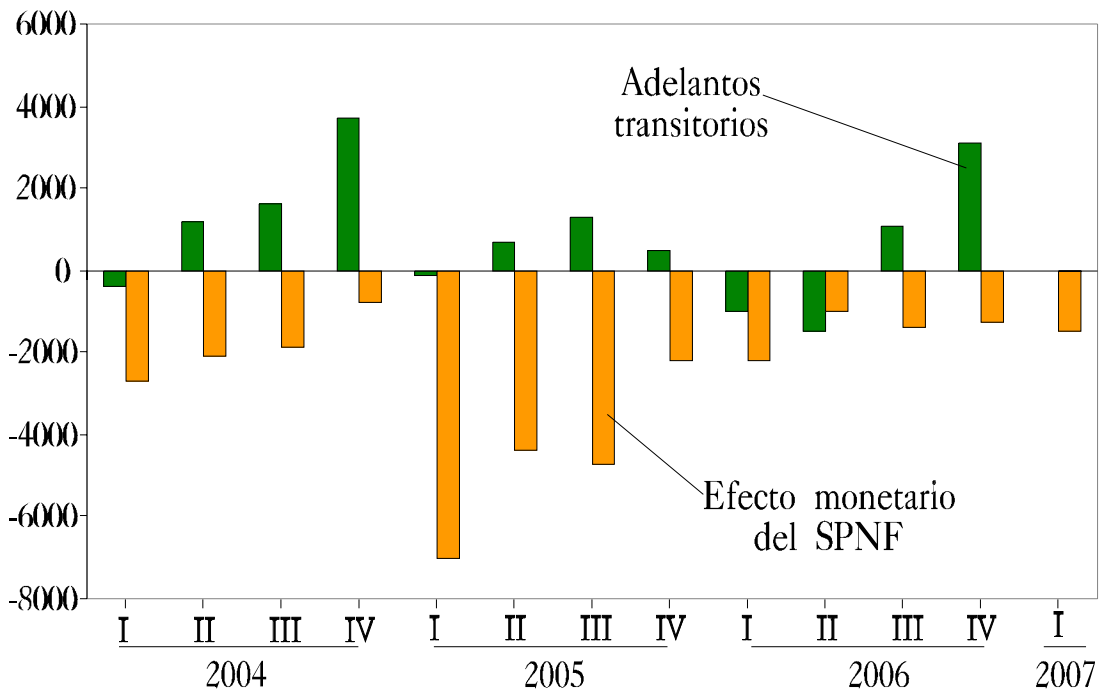
(**) A diferencia del dato publicado como consolidado de la Secretaría de Política Económica, este dato no incluye los gastos de seguridad social incurridos por las cajas provinciales no transferidas y los de obras sociales provinciales.

Estas puntualizaciones son imprescindibles en la presente etapa donde se advierte una nueva "avanzada" del pensamiento convencional cuestionando los "peligros" de mantener una política fiscal expansiva

- ✓ Cabe recordar que el sector público continúa siendo fuertemente superavitario y por lo tanto actúa como factor de contracción de la base monetaria

Efecto monetario del SPNF y adelantos transitorios

(en millones de pesos)

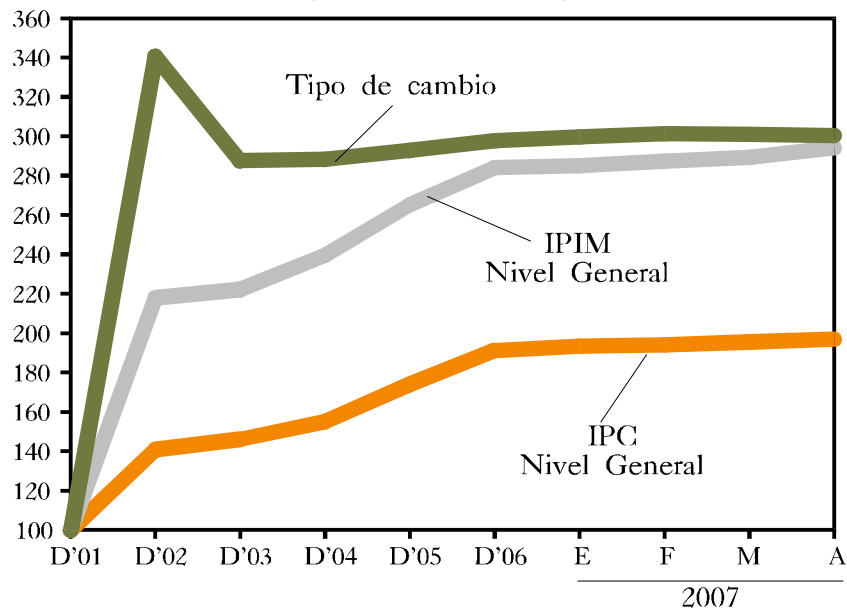


En igual sentido el discurso de la ortodoxia cuestiona la política de sostenimiento del tipo de cambio por su "potencialidad inflacionaria" argumento bajo el que subyace la idea de que un dólar "barato" haría bajar los precios. La realidad argentina ya se ha encargado de demostrar la inflexibilidad a la baja de nuestros precios internos frente a una caída del tipo de cambio (salvo que se proponga volver a un peso fuertemente apreciado que promueva un nuevo círculo vicioso de recesión-deflación)

Precios y tipo de cambio

Evolución comparada

(índice diciembre 2001 = 100)



Tipo de cambio y precios

Octubre 2002-abril 2007

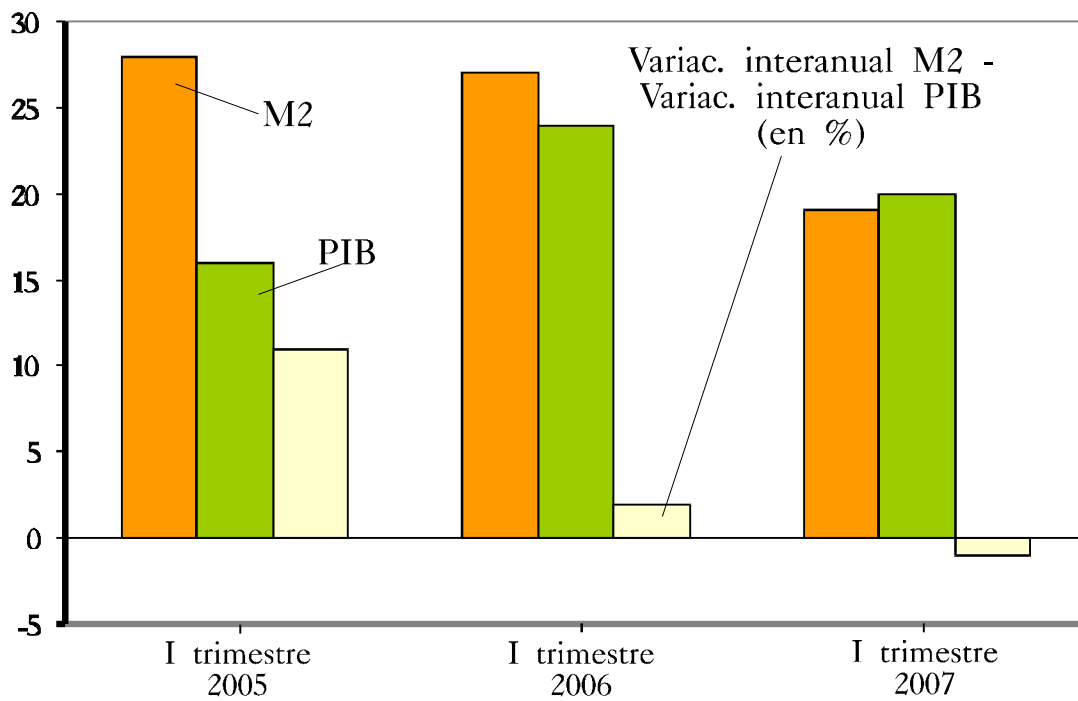
Valor máximo del dólar, octubre 2002: 3,70 pesos

	Variaciones posteriores (%)
Valor del dólar	-15,8
Precios al consumidor	40,7
Precios mayoristas nivel general	32,2
Precios mayoristas industriales	35,2
Precios mayoristas agropecuarios	20,5
Precios internacionales relevantes	
Petróleo	136,6
Alimentos	37,9
Agricultura	47,6
Metales	268,4

La política de esterilización del BCRA está retirando del mercado la liquidez sobrante generada por las compras de dólares, y esta política continúa garantizando un superávit cuasifiscal importante (los rendimientos por la colocación de las reservas son mayores a los intereses que paga por la colocación de títulos). Cabe recordar, además, que en el primer trimestre de 2007 los medios de pago volvieron a crecer a un ritmo menor a la del PIB nominal

Medios de pago y PIB

(variaciones porcentuales interanuales)



- En última instancia estos cuestionamientos a los efectos “inflacionarios” de la política monetaria y fiscal no hacen sino reflejar la cuestionable explicación monetarista del fenómeno de la inflación, que ignora o minimiza las fuentes de aumentos de precios que se originan en el sector real, por el lado de la oferta, ya sea por comportamientos oligopólicos, tensiones entre demanda interna y externa, cuellos de botella a nivel sectorial, entre otros.

- Si se ignora la importancia de estos factores de naturaleza estructural nada garantiza que un menor gasto público o una disminución del tipo de cambio alivie los aumentos de precios. ¿Cuánto tendría que caer la demanda y cuanto tendría que aumentar el desempleo para que esa receta llegue a ser efectiva?

- En el presente las viejas ideas del monetarismo se expresan en las recomendaciones a favor de los regimenes de metas de inflación. Tal formulación no es novedosa: fijada esa meta los niveles de crecimiento y de empleo pasan a ser variables subordinadas al logro de la hipótesis de inflación deseada.

- En ese esquema las “expectativas” del mercado acerca del futuro de los principales agregados macro tienen un rol fundamental así como también la definición implícita de cual es la tasa natural de desempleo o el crecimiento potencial del PIB a partir de la cual debe endurecerse la política monetaria para evitar inflación. Correlativamente pierden ponderación en las políticas económicas los objetivos del desarrollo y el pleno empleo.

- En nuestro país el “consenso” del mercado acerca de los principales indicadores macro recurrentemente ha subestimado la performance de nuestra economía.
¿Qué habría ocurrido si la política monetaria se hubiera regido en los últimos cuatro años por los criterios de un régimen de “metas de inflación”?

Desvíos entre las hipótesis del «consenso del mercado» y la realidad

Indicadores macroeconómicos proyectados por el BCRA(*) y su evolución real

(en tasas anuales de variación y en millones de dólares)

	2004		2005		2006		2007
	REM (BCRA)	Real	REM (BCRA)	Real	REM (BCRA)	Real	REM (BCRA)
PIB (%)	6,5	9,0	5,8	9,2	6,4	8,5	7,5
Consumo (%)	6,6	8,3	5,7	8,5	5,9	7,3	6,7
Inversión (%)	20,4	34,4	15,0	22,7	13,5	18,7	15,6
IPC (%)	7,5	6,1	7,1	12,3	12,3	9,8	10,3
Cuenta corriente	5342	3446	2071	5627	3161	8053	5436
Reservas internacionales	16809	19595	21343	28120	27420	32037	39606

(*) Corresponde al Relevamiento de Expectativas de Mercado(REM), que efectúa el BCRA.

II- PANORAMA GENERAL

Aún pese a la ligera desaceleración verificada en febrero, la tasa de crecimiento esperada para el primer trimestre se mantiene en torno al 8%, ritmo que probablemente se registrará como el promedio del año. Se completaría así un quinquenio en el que la economía viene evolucionando a tasas asiáticas. Por su parte -y fundamentalmente a causa de la fuerte demanda por importaciones originada en la industria-, el superávit comercial también será menor al de 2006, para ubicarse en el rango de los 8.000/9.000 millones de dólares, tendencia que puede fortalecerse en el año próximo. Compensatoriamente, se espera una reducción importante en los pagos por servicios de la deuda externa y un mayor saldo positivo en el rubro turismo receptivo.

Otra señal de la coyuntura fue la nueva reducción en la tasa del desempleo, que para el primer trimestre fue 9,7% contra el 11,4% en igual período del año anterior, esperándose que esa tendencia se profundice, aún pese al aumento sin precedentes que viene ocurriendo en la cantidad de personas que ingresan al mercado laboral.

Por su parte, la acumulación de reservas internacionales en el Banco Central superó los 40.000 millones de dólares y el Gobierno espera llegar a los 50.000 millones para fines del corriente año. Ello tensiona la política monetaria, toda vez que el Banco Central debe emitir deuda para absorber la liquidez excedente que crea para mantener la demanda de dólares en un precio de 3,10 pesos la unidad. Todo esto no evita la suave apreciación en el peso, que provoca el crecimiento de los precios internos. En términos competitivos, parte de la misma es compensada gracias a la constancia en el tipo de cambio multilateral originada en la apreciación de otras monedas, principalmente el real .

Ahora bien, para fortalecer la sustentabilidad de largo plazo que puede tener este proyecto, la política económica debe maximizar tanto su calidad como el grado de sofisticación. El primer desafío pasa por corregir los errores estratégicos cometidos en la política de precios, recuperando la credibilidad de la información oficial y superando el agotamiento que exhibe el ejercicio de controles como los aplicados desde principios de

2006. Es preciso asumir que, en las condiciones estructurales de la Argentina, ritmos tan elevados de crecimiento en los niveles de actividad inevitablemente deben convivir con tasas relativamente altas de inflación. Estas, actualmente, y debido a las intervenciones ocurridas, son difíciles de predecir, afectando tanto al cálculo económico como a la toma de decisiones en materia de inversión.

. La política oficial de reservas internacionales

La integración de un elevado stock de reservas internacionales, que a fines de abril superaban los 38.100 millones de dólares, constituye uno de los pilares en que se apoya la política económica de la Argentina. Responde al doble objetivo de sostener un tipo de cambio real elevado, que constituya una de las señales precisas del Gobierno para la toma de decisiones por los actores económicos y, al mismo tiempo, contar con los medios suficientes para soportar un shock externo sin tener que apelar a un acuerdo con el FMI. La masa de divisas acumuladas ya equivale al 86 % de M2 (que se integra con el circulante en poder del público más los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorro), y eventualmente habría permitido comprar la totalidad de las importaciones registradas en 2006.

No menos relevante es destacar que su colocación en los mercados internacionales del dinero le ha proporcionado al Banco Central, solamente en el primer trimestre, una renta del 6,1% anual, alcanzando a los 600 millones de dólares. Se fortalece así la tendencia de los últimos años que, en 2006, contabilizó 1.401 millones. Vale decir que los costos pagados por la esterilización de los pesos que la autoridad monetaria emite para comprar dólares, hasta el presente, vienen resultando más que compensados por los ingresos financieros que aquéllas generan. Se trata de un beneficio que la autoridad monetaria no está dispuesta a resignar.

Ello se debe principalmente a que los dólares se originan en la secuencia de superávits comerciales que la Argentina acumula desde que abandonó la convertibilidad. Durante los meses de abril y mayo, estacionalmente, se produce

la liquidación de divisas por parte de los exportadores de cereales (que actualmente oscila en torno a los 400 millones semanales), a lo cual se ha venido sumando, en lo que va del año, el ingreso de dólares por exportaciones petroleras que habitualmente las empresas dejan en el exterior. Ello ya se reflejó en el balance cambiario, que durante el primer trimestre ya registró un ingreso récord de divisas por más de 3.300 millones de dólares, suma que es un 50% superior a la de igual período de 2006.

Estas circunstancias tensan la capacidad de manejo con que cuenta la política cambiaria y monetaria del Banco Central que, para evitar un no deseado incremento en su endeudamiento, por encima de lo programado, ya estudia la posibilidad de subir el nivel de los encajes no remunerados sobre los depósitos en los bancos.

. Las tendencias en el comercio exterior

En función de las descriptas tendencias, el Gobierno espera terminar su actual mandato dejando en el Banco Central reservas internacionales por más de 50.000 millones de dólares. Se trata de una meta factible, si bien los últimos datos del balance comercial muestran una tendencia a la reducción del superávit que ha sido, hasta el presente, el origen principal de las reservas acumuladas. En el primer trimestre del corriente año el excedente del comercio alcanzó a 1.817 millones de dólares, contra los 2.536 en igual período de 2006. Ello resultó de exportaciones que crecen al 11%, debiendo destacarse la señal positiva del 20% en que se incrementaron las de origen industrial; mientras las importaciones lo hacen al 24%, siendo empujadas por la suba en el volumen físico de los bienes de capital, que aumentó un 34%, sus piezas y accesorios (23%) y los insumos para la industria (22%). Todas estas circunstancias, lejos de ser preocupantes, están reflejando la importancia que tiene el desarrollo manufacturero, en la presente fase del ciclo.

Esta evolución en el comercio exterior es un correlato lógico del fuerte ritmo global al que marcha la economía y debe ser tomada como un fenómeno que ha llegado para quedarse. Se trata entonces de una tendencia que, aún logrado este año un nuevo récord en materia de exportaciones, probablemente por encima de los 51.000 millones de dólares, difícilmente permitirá terminar el año con un resultado comercial en torno a los 10.000 millones, como se esperaba originariamente, ya que las importaciones pueden acercarse a los 42.000 millones.

No cabe descartar que en 2008 el margen entre ambas variables sea todavía menor.

Desde el punto de vista del balance de pagos, juega a favor de la Argentina el hecho de que, a consecuencia del desendeudamiento con el FMI y el acuerdo con la mayoría de los acreedores privados por la deuda en default, los pagos en concepto de servicios por la deuda externa han perdido relevancia. Actualmente equivalen a 2 puntos del PIB, cuando a fines de los años noventa llegaban al 7%. Tampoco puede ignorarse la mayor incidencia sobre el balance de pagos que está adquiriendo el ingreso de divisas originadas tanto en el turismo como en el aumento de colocaciones financieras del exterior.

La Argentina ha ido modificando la composición de su endeudamiento público, ya que el 40% está nominado en pesos y entre los principales acreedores se encuentra el Banco Central. En la actualidad el Estado acumula fundamentalmente dólares, euros y oro, mientras que se endeuda en pesos, siendo éste un escenario asimétrico al que prevalecía en los años '90, previo a la crisis de la convertibilidad. Dicho en otros términos, todo ha llevado a un recorte decisivo del pasivo que la Nación tiene en moneda dura

Esta combinación de factores, además, permite un manejo a la baja en las tasas de interés, que se escalonan a partir de las que establece el BCRA en su operatoria cotidiana. Dado el bajo grado de bancarización imperante, el manejo alcista de esas tasas tendría escaso efecto como política antiinflacionario. En la Argentina, los actuales costos crediticios son todavía muy altos en términos reales y las actividades productivas, especialmente en el caso de las empresas medianas y pequeñas, se financian principalmente con recursos propios. Lo cierto es que el proceso de bancarización de la economía argentina viene evolucionando con un notable rezago frente a la expansión general de los negocios verificada en el último quinquenio.

. El precio del dólar en perspectiva

Para lo que resta del año es previsible que la economía recorra un sendero en el cual no sólo se encuentre ausente el riesgo devaluatorio, sino que el peso tolere una suave apreciación sin que se afecte la competitividad externa. Esta circunstancia resulta ayudada, y ratificada, por la evolución del tipo de cambio multilateral, medido en

términos reales, que -ya sea esté ajustado por precios al consumidor o “mezcla”- muestra una notable estabilidad, encontrándose en niveles similares a los de fines de 2005. Como resulta obvio, tal comportamiento resulta muy ayudado por la notable apreciación ocurrida en el real. El 25% de las exportaciones argentinas se dirige al Mercosur, y casi exclusivamente su destino es el Brasil.

Desde el punto de vista de la competitividad argentina, la depreciación del dólar en los mercados mundiales constituye una buena noticia para las exportaciones, dado que nuestro comercio se encuadra en el área de esa moneda. No ocurre lo mismo con los pagos en concepto de servicios financieros, remesas de utilidades o compras de bienes que deben realizarse en euros o yenes, monedas cuya tendencia a la apreciación respecto al dólar no se ha podido corregir. Peor aún cuando la receta convencional para atenuar los desequilibrios de la economía americana sin que ésta caiga en la recesión, pasa por mantener depreciado al valor del dólar.

En el caso argentino puede esperarse que durante el corriente año el precio nominal del dólar se mantenga en torno a los 3,10/3,15 pesos la unidad. Ello supone, por una parte, que, dada la evolución de los precios, el tipo de cambio real continúe apreciándose suavemente y, por la otra, que el Banco Central continuará operando cotidianamente para que la revalorización del peso no sea mayor. De no producirse cambios drásticos en el contexto interno, esa tendencia puede consolidarse en el mediano plazo, con tasas de inflación superiores a las del promedio de la región y devaluaciones nominales ligeramente por debajo de las mismas.

Suponiendo una inflación promedio del 7,5% a nula para el próximo quinquenio (2008/2012), en un escenario donde sólo la mitad de la misma se traduzca en el valor nominal del dólar, esta moneda -ceteris paribus las actuales condiciones internacionales- recién se cotizaría, al final del período, en 3,70 pesos la unidad.

. Pensando el mediano plazo

El Gobierno pretende que las características predominantes en el último quinquenio se mantengan en el mediano plazo, idealmente por cinco años más, aún aceptando una cierta desaceleración en el crecimiento global. No se trata de una imposible aspiración de deseos, pero ello requiere la adopción de políticas más

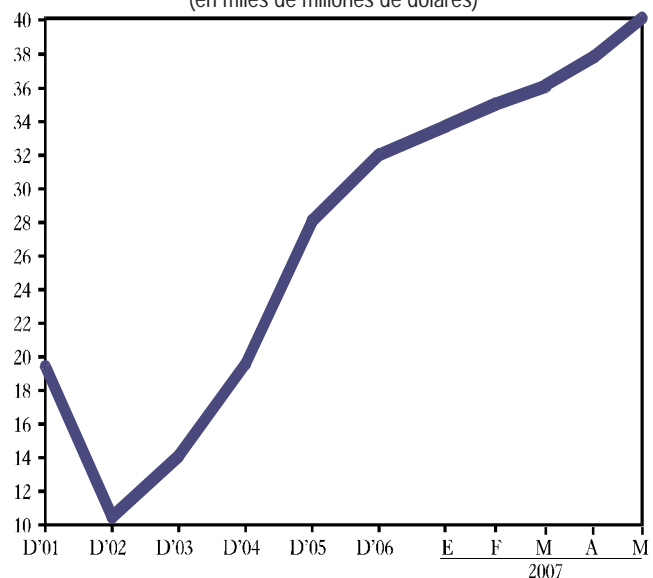
complejas, de carácter estructural, y, en lo inmediato, superar dos “restricciones objetivas” que a su vez se juxtaponen:

Primero, es necesario acertar con la estrategia más adecuada para contener las presiones inflacionarias. Ello supone, obviamente, producir cambios drásticos respecto a la situación actual en índices oficiales, que han perdido credibilidad. Es necesario comprender que una economía que 1) exporta bienes cuyos precios internacionales en algunos casos triplican a los del mercado interno; 2) soporta notables imperfecciones en sus cadenas de valor; 3) viene creciendo a tasas asiáticas en los niveles de actividad y 4) tiene una demanda interna muy activa, inevitablemente debe convivir por mucho tiempo con crecimiento en los índices de precios en torno al 10%, en el mejor de los casos. Asumir esta realidad y medirla con precisión es una condición de borde para tornar en menos incierta la situación de quienes deben tomar decisiones de producción e inversión.

Lamentablemente, el Gobierno parece haberse enamorado de los acuerdos de precios establecidos a fines de 2005 y que resultaron exitosos para frenar las expectativas inflacionarias que por entonces despuntaban. Por esa vía, la Secretaría de Comercio disciplinó a un conjunto de empresas productoras de bienes sensibles que son integrantes de la canasta básica de consumo. Pero este tipo de intervenciones sólo son útiles en la emergencia, y cuando comienza su desgaste, el mismo se

Evolución de las Reservas Internacionales

(en miles de millones de dólares)



torna incontenible.

En el caso argentino, ello se agravó por el fracaso en las acciones dirigidas a controlar los precios de los productos cárnicos que, entre otras consecuencias, impidió a la Argentina beneficiarse de las condiciones excepcionales prevalecientes en los mercados internacionales de esos productos durante 2006. Por el contrario, la consecuencia ha sido llevar al caos al mercado de la carne vacuna y provocar un daño estructural sobre su oferta, que se materializará en los próximos años.

Reconocer el error sería saludable, tanto como advertir el carácter oligopólico y la importancia de la operatoria “en negro” (definida como “economía no informada”) que se verifica en muchas cadenas de valor productoras de alimentos y bebidas, circunstancia que no sólo afecta a los consumidores, sino también a las empresas que operan e invierten respetando las reglas del mercado. Se trata de un contexto donde la intervención del Estado requiere de mayor “sintonía fina”, encarando un conjunto de acciones que preserve a los consumidores sin desalentar la iniciativa privada.

Las iniciativas que está ensayando el Gobierno buscan utilizar parte de los recursos originados en las retenciones a la exportación de ciertos productos, como la soja o el petróleo, para subsidiar la oferta de otros -tales como lácteos, harinas o pollos- de alta sensibilidad sobre la canasta básica de consumos. Si el ensayo funciona bien, no cabe descartar que se extienda a otros rubros, como porcinos y aún ciertos cortes de la carne vacuna.

Operar con esquema de subsidios cruzados permitiría que paralelamente el resto de los bienes, especialmente aquéllos más demandados por los sectores de ingresos medios y altos, establezca sus precios, dada la estructura de sus costos y los márgenes de rentabilidad deseados, simplemente en función de las señales que emite el mercado. Resultará beneficiado aquél que mejor las interprete.

. La inversión como tema permanente

En segundo término, para que la Argentina se mantenga en una fase expansiva del ciclo y continúe aprovechando

las buenas condiciones internacionales para sus productos de exportación, la oferta interna debe adaptarse más rápidamente al ritmo de cruce que muestra la demanda, lo cual requiere que la inversión (y sus contenidos) siga creciendo por encima del promedio. Esto último supone, cuantitativamente, alcanzar al equivalente del 25% del PIB o algo más y, cualitativamente, contar con una cartera de proyectos en los sectores básicos de la economía, no sólo para atender la actual emergencia, que ya cuenta con iniciativas importantes en materia energética y de industrias básicas que permitirán superar los cuellos de botella pronosticados para los próximos años, sino también con una mayor cartera de proyectos en condiciones de ir madurando a lo largo de la próxima década.

Así como el manejo de los precios reclama una mayor sofisticación instrumental, el destino de la inversión a largo plazo en la Argentina también depende, en buena medida, de aquello que podría definirse como una etapa superior en la política de reservas internacionales. La iniciativa que maneja el Gobierno supone la aplicación parcial de las mismas, ya sea para la formación de una nueva entidad financiera internacional que ejerza el doble rol de banquero de última instancia y/o de banca de desarrollo, o directamente para intervenir en el proceso inversor, por ejemplo mediante una participación total o parcial en empresas de los sectores críticos.

Pero disponer libremente de las reservas, evitando su embargo por los acreedores que no aceptaron la propuesta argentina, requiere primero de acordar con el Club de París y resolver las situaciones pendientes con los tenedores de bonos que no aceptaron la oferta argentina. No es sencillo avanzar en esos terrenos; el Gobierno desecha tanto la sugerencia de establecer un nuevo acuerdo con el FMI para renegociar la deuda con el Club de París, como reabrir la negociación con los bonistas. Doblando la apuesta, no cabe descartar que ocurran modificaciones en la carta orgánica del BCRA para que la conducción económica pueda disponer con mayor libertad de las reservas excedentes, destinándolas a la formación en los sectores básicos. Todos estos temas seguramente se encontrarán entre los tópicos principales de la gestión económica en la futura administración de la Argentina.