

# FIDE Coyuntura y Desarrollo

**La economía sin piolín. Nubarrones en el frente externo. Cuando llueve, diluvia. Pronóstico: más fuga. Brasil: un vecino en complicaciones. Otro ladrillo en la pared: un nuevo ciclo de endeudamiento. No hay mal que dure cien años... pero deuda, sí.**

**NUEVA SECCIÓN: *Diálogos*. Marco Aurelio Garcia**

FUNDACION DE  
INVESTIGACIONES  
PARA EL DESARROLLO

**#376**

Análisis de la  
situación  
económica al

**06/07/2017**

> Tarjeta PymeNación



# Beneficios concretos para las pymes

- > Hasta un año de plazo.
- > La tasa de financiación más conveniente del mercado.
- > Promociones y descuentos en comercios adheridos.



 PYMENación



Banco Nación

 /banconacion | [pymenacion.com.ar](http://pymenacion.com.ar) | 0810 666 4444

Una publicación de la Fundación  
de Investigaciones para el  
Desarrollo (FIDE)

**Presidente:**  
Mercedes Marcó del Pont

**Consejo Directivo y de Administración:**  
Rafael Prieto  
Sebastián Soler  
Virgilio Tedín Urriburu  
Cecilia Todesca Bocco  
Silvia Traverso

**Consejo Asesor:**  
Carlos Tomada  
Jorge Taiana  
Héctor Recalde  
Juan Carlos Lascurain  
Carlos Gallardo

La reproducción total o parcial del  
contenido de esta revista está  
permitida únicamente indicando a  
FIDE como fuente.  
Las notas de opinión reflejan  
la posición de sus autores, y no  
necesariamente la de la Fundación.

FIDE, Reconquista 962 - 2º Piso,  
C1003ABT - Buenos Aires.  
Tel. 4313-9494 / 5137  
email: [info@fide.com.ar](mailto:info@fide.com.ar)  
<http://www.fide.com.ar>

Inscrito en la Dirección Nacional de  
Derechos de Autor bajo el N° 119.566.  
Queda hecho el depósito que marca la  
ley N° 11.723. ISSN 0325-5470.

Fotomecánica e Impresión:  
Altuna Impresores  
Doblas 1985. Ciudad de Buenos Aires.

Suscripciones en la Argentina:  
Reconquista 962 - 2º Piso, C1003ABT  
Buenos Aires. Tel. 4313-9494 / 5137

## Con márgenes de maniobra decrecientes

*La sumisión del Estado a la lógica del capital financiero —restablecida por la política económica de la Alianza Cambiemos— se refleja, entre otros fenómenos, en la pérdida de soberanía del BCRA para administrar la política monetaria-cambiaria. Estamos asistiendo a evidencias “de manual” relacionadas con la imposibilidad que enfrenta la autoridad monetaria para manejar la tasa de interés y el tipo de cambio en un contexto de liberalización plena de los movimientos de capital. El endeudamiento externo acumulado en el último año y medio —equivalente a 14 puntos del PIB— no está resultando suficiente para cubrir la demanda generada por la ampliación del desequilibrio externo y la fuga de capitales. La caída por “goteo” de las reservas internacionales y la trepada del dólar son algunas de las contraccaras de este proceso. El “mercado” ha pasado a decidir el nivel de la tasa de interés y el tipo de cambio nuevamente en la Argentina. Tal atribución ha sido voluntariamente cedida por el BCRA cuando optó por la desregulación cambiaria y el establecimiento de un régimen de metas de inflación.*

*El telón de fondo de la crisis política y económica por la que atraviesa Brasil agudiza las condiciones de vulnerabilidad de la Argentina. Después de registrar una de las recesiones más profundas de su historia, la economía brasileña se encuentra virtualmente estancada. Ello impacta directamente sobre el canal comercial, circunstancia exacerbada por el abandono de la política de administración del comercio por parte del gobierno argentino. En el primer semestre de este año el déficit bilateral se incrementó un 60%.*

*La actual gestión parece tener un diagnóstico errado respecto del escenario internacional que enfrenta —donde se asiste a un proceso de repliegue de la globalización comercial— y, también, sobre el impacto interno que provocan sus decisiones de política. En conjunto, el contexto internacional y la política económica nacional, condicionan el crecimiento. El Gobierno subestimó el efecto de los tarifazos sobre el ingreso disponible, el ancla al consumo que supone la pérdida salarial acumulada en estos dieciocho meses y el creciente desplazamiento de trabajo nacional por importado que impone la apertura comercial. La realidad se aleja cada día un poco más de los objetivos proclamados por el Gobierno. No hay muchos resquicios para el voluntarismo. El régimen de valorización financiera que hegemoniza el funcionamiento de la economía argentina no sólo es inconsistente con una recuperación vigorosa y sostenible del crecimiento, sino que también empuja hacia una progresiva regresividad distributiva y al deterioro de la condición salarial. El escenario puede agravarse si se acentúan las tensiones en torno a la restricción externa. Nada nuevo bajo el sol. La historia de los ensayos neoliberales, propios y ajenos, enseña que los impactos más disruptivos sobre la actividad productiva y el entramado social se originan en el frente externo.*

**Mercedes Marcó del Pont**



# ANÁLISIS DE LA COYUNTURA

## Nubarrones en el frente externo

### El Brasil como espejo

Brasil atraviesa una grave crisis política-institucional cuyo desenlace continúa signado por la incertidumbre. La inestabilidad política se verifica a la par de un contexto socioeconómico muy deteriorado, caracterizado tanto por la ausencia de crecimiento como por la persistencia de niveles de desempleo, que se ubican entre los más altos de los últimos 40 años.

Cabe recordar que en 2015 y 2016 la economía brasileña sufrió una caída acumulada del PIB del 7,5%, fenómeno íntimamente asociado al fuerte ajuste fiscal. En un contexto internacional caracterizado por la desaceleración del comercio y menores precios para las commodities, el Estado, lejos de contribuir a sostener la demanda interna, actuó profundizando la fase descendente del ciclo. La opción estratégica de corte ortodoxo implementada durante el segundo mandato de Dilma Rousseff generó un daño económico y social autoinfligido. En ese marco, la combinación del recorte del gasto público, los aumentos en la tasa de interés, las fuertes alzas en las tarifas de los servicios públicos, todo ello acompañado de una sensible devaluación en 2015, hundió a la economía brasileña en la recesión más profunda de su historia.

Desde una perspectiva un poco más amplia, se advierte que la decisión del gobierno del PT de avanzar en una estrategia dirigida a reducir el rol directo del Estado en la

economía con el objetivo de aplacar las crecientes críticas del establishment financiero y de los grandes grupos económicos y mediáticos resultó fatal, tanto en el terreno económico como en lo político. Como suele ocurrir cuando la política económica se subordina a los humores de los “mercados”, los esfuerzos por enviar señales amigables resultaron insuficientes para contentarlos. De hecho, en septiembre de 2015 las calificadoras de riesgo le quitaron el “grado de inversión” a la deuda soberana. En paralelo, la redoblada apuesta por la austeridad empujó a la economía hacia el círculo vicioso de ajuste del gasto, recesión, desempleo, pérdida salarial y persistencia del desequilibrio fiscal. Inevitablemente, el creciente descontento social que provocó este giro neoliberal minó las bases políticas del partido gobernante.

---

***En 2015 y 2016 la economía brasileña sufrió una caída acumulada del PIB del 7,5%, fenómeno íntimamente asociado al fuerte ajuste fiscal. En un contexto internacional caracterizado por la desaceleración del comercio y menores precios para las commodities, el Estado, lejos de contribuir a sostener la demanda interna, actuó profundizando la fase descendente del ciclo.***

---

El debilitamiento del apoyo político, producto del deterioro social provocado por las decisiones de política económica, se vio potenciado por los escándalos en torno a la corrupción en Petrobras, cuestión que rápidamente fue apropiada por la oposición y los grandes medios para iniciar un ataque político-judicial en contra del gobierno del

PT (paradójicamente, la agenda anticorrupción había sido asumida desde inicios de su gestión por Dilma Rousseff, quien encaró varios cambios regulatorios y removió a importantes funcionarios). Con la pérdida de apoyo popular también se desarticulaban las alianzas en el Congreso, institución que no sólo habilitó el juicio político sino que, sin sustento legal suficiente, dispuso en mayo de 2016 su desplazamiento de la Presidencia.

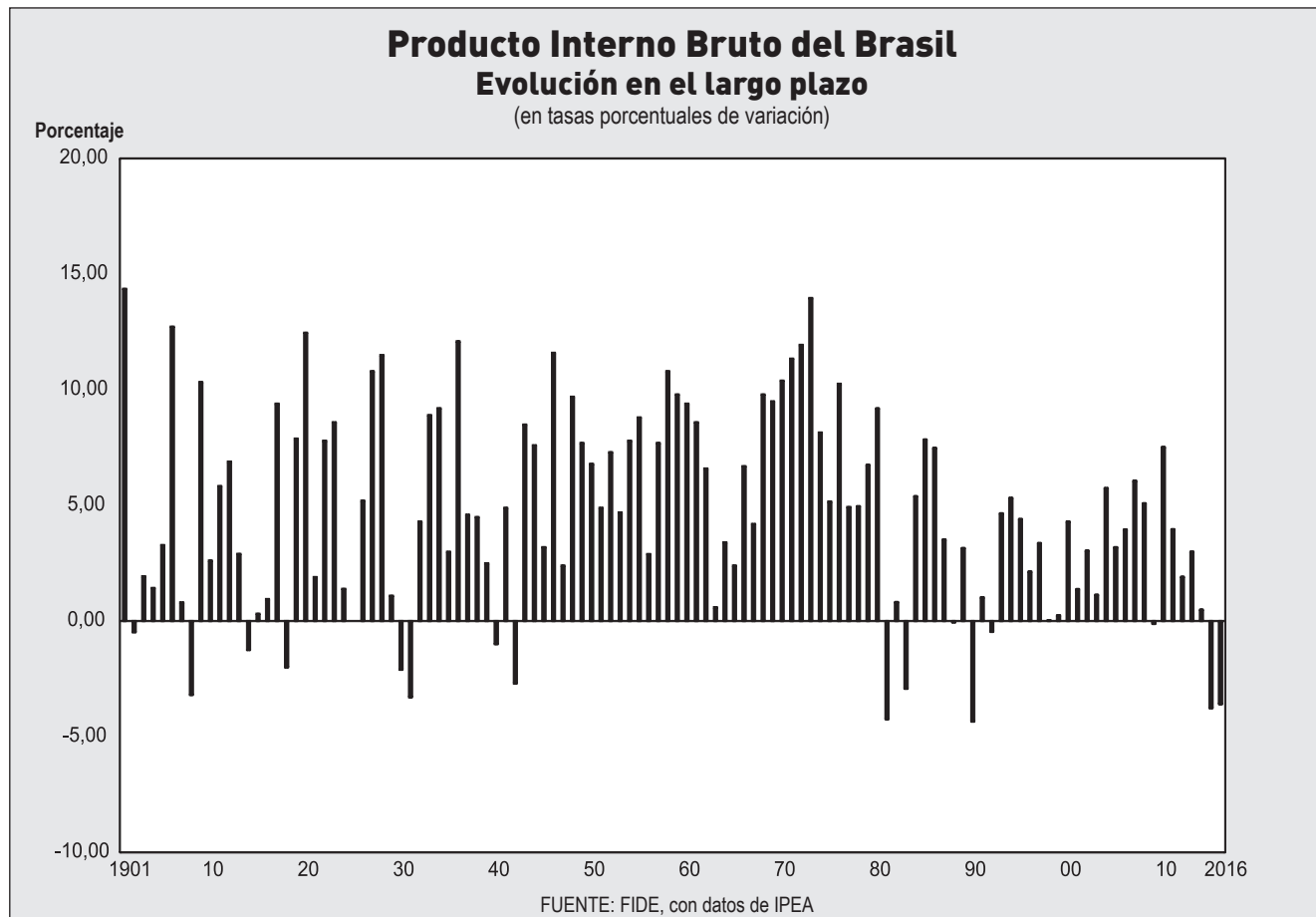
La asunción del entonces vicepresidente Michel Temer estuvo impregnada no solo de ilegitimidad de origen, sino de fuertes interrogantes acerca de su legalidad. Haciendo caso omiso de la crítica situación recesiva por la que atravesaba la economía brasileña, la nueva gestión de gobierno reafirmó su compromiso con la agenda neoliberal y profundizó el ajuste fiscal. Impulsó una reforma fiscal que impuso un techo al gasto (éste no puede crecer más que la inflación del año anterior) durante 20 años, lo cual incide fundamentalmente en las áreas de salud y educación. La política de austeridad ha generado, asimismo, un desplome de la inversión pública y crecientes dificultades financieras por parte de los gobiernos estatales.

No debe olvidarse que la enmienda constitucional que

demandó tal reforma del Estado tenía al momento de sancionarse un rechazo del 60% de la población. En ese contexto, el escándalo de corrupción –conocido como *Lava Jato*– que involucra al presidente Temer y a su entorno, así como a las grandes empresas “internacionalizadas” del Brasil, pulverizó el ya débil apoyo del pueblo brasileño a su Gobierno y sumergió a la nación en una crisis político institucional con pocos precedentes.

***Haciendo caso omiso de la crítica situación recesiva por la que atravesaba la economía brasileña, la nueva gestión de gobierno reafirmó su compromiso con la agenda neoliberal y profundizó el ajuste fiscal. La política de austeridad ha generado, asimismo, un desplome de la inversión pública y crecientes dificultades financieras por parte de los gobiernos estatales.***

El establishment económico, sin embargo, no cesa en su reclamo por las reformas comprometidas todavía pendientes, particularmente en materia previsional (las



jubilaciones quedaron fuera de la enmienda que impuso el techo al gasto) y laboral. Se trata de dos avances de la agenda neoliberal que, de concretarse, no sólo acentuarán de manera estructural la regresividad distributiva, sino que anclarán las posibilidades de recuperación de la demanda interna. En este escenario, la creciente conflictividad social surge como un nuevo riesgo en el devenir de la crisis del Brasil.

### Sobre llovido, mojado

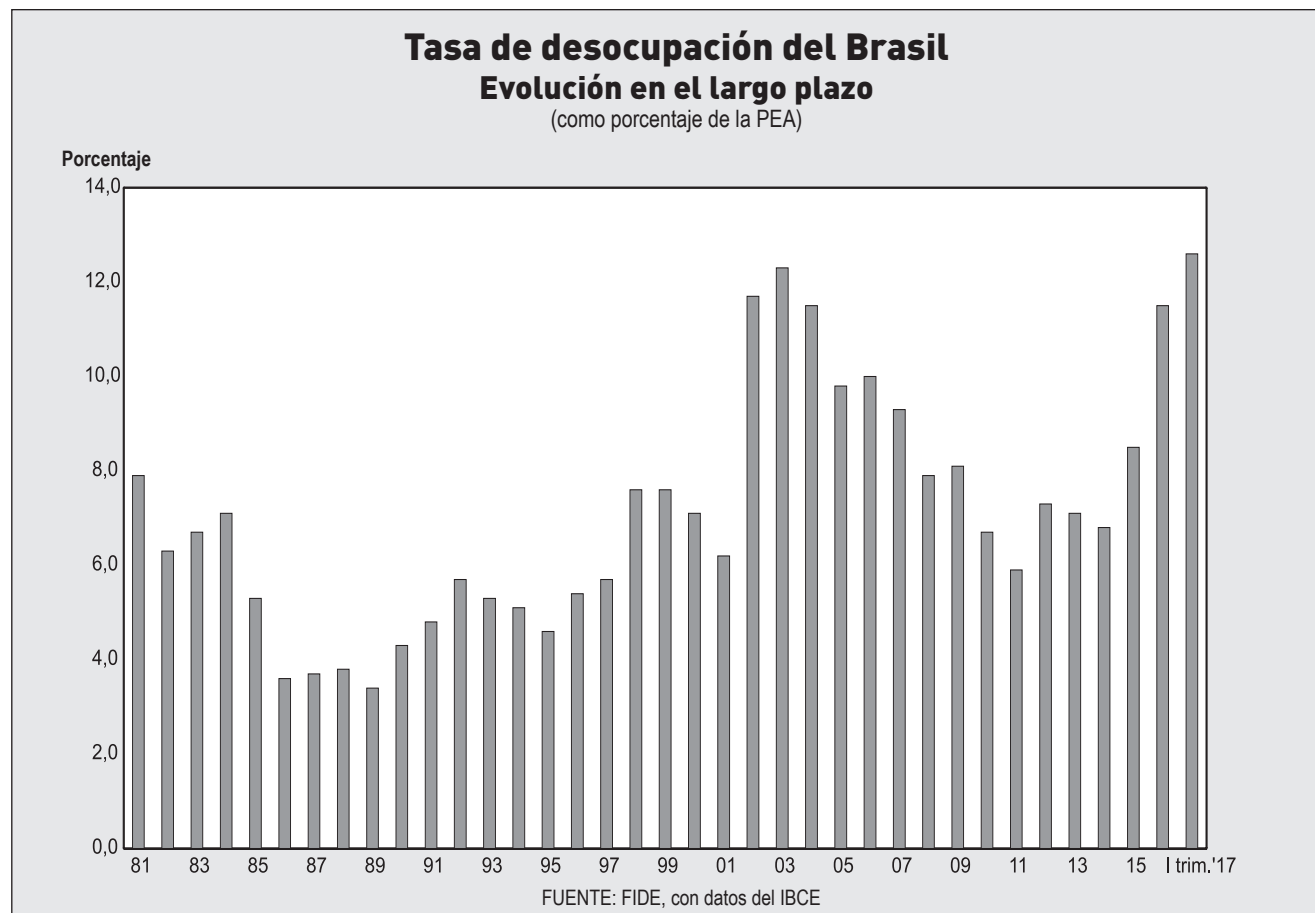
En lo que se refiere a la Argentina, hace ya largos años que Brasil –su principal socio comercial– había dejado de ejercer un rol dinámico. La depresión económica de los dos últimos años acentuó el desequilibrio estructural que caracteriza al comercio bilateral. En lo que va del 2017, a pesar del virtual estancamiento en el que está inmersa la economía brasileña (su PIB aumentó apenas el 0,4% en el primer trimestre del año), el déficit comercial bilateral registró máximos históricos.

Cabe advertir, al respecto, que aún en las fases más expansivas de los ciclos económicos verificados en la

Argentina y Brasil durante la última década, el proceso de integración económica mostró límites objetivos. A pesar de la fuerte vocación política que sostuvieron los líderes regionales, lo cierto es que el espacio del Mercosur

***En lo que se refiere a la Argentina, hace ya largos años que Brasil –su principal socio comercial– había dejado de ejercer un rol dinámico. La depresión económica de los dos últimos años acentuó el desequilibrio estructural que caracteriza al comercio bilateral. En lo que va del 2017, a pesar del virtual estancamiento en el que está inmersa la economía brasileña, el déficit comercial bilateral registró máximos históricos.***

no pudo ser aprovechado para avanzar en etapas de complementación productiva que habilitaran procesos vigorosos de industrialización en uno y otro lado de la frontera. Quizás una de las dificultades deba rastrearse en la elevada presencia de empresas trasnacionales en ambos





# LE DAMOS CRÉDITO A LAS EMPRESAS.



## Los créditos más convenientes.

- **Inversión:** Para compra de maquinaria, equipamiento, rodados, inmuebles comerciales y otros destinos.
- **Capital de Trabajo:** Para compra de materia prima, extensión de plazos de financiación a clientes y otros destinos.



No te olvides:  
podés manejar tu empresa desde el celular.



Más información en [www.bancocredicoop.coop](http://www.bancocredicoop.coop)

La Banca Solidaria

Sujeto a evaluación crediticia y al cumplimiento de las condiciones de otorgamiento de Banco Credicoop CL. Créditos en pesos y dólares destinados a la cartera comercial. Banco Credicoop CL. Reconquista 484, CABA. (C1003ABJ). CUIT: 30-57142135-2. Credicoop Responde: 0810-888-4500. [www.bancocredicoop.coop](http://www.bancocredicoop.coop)





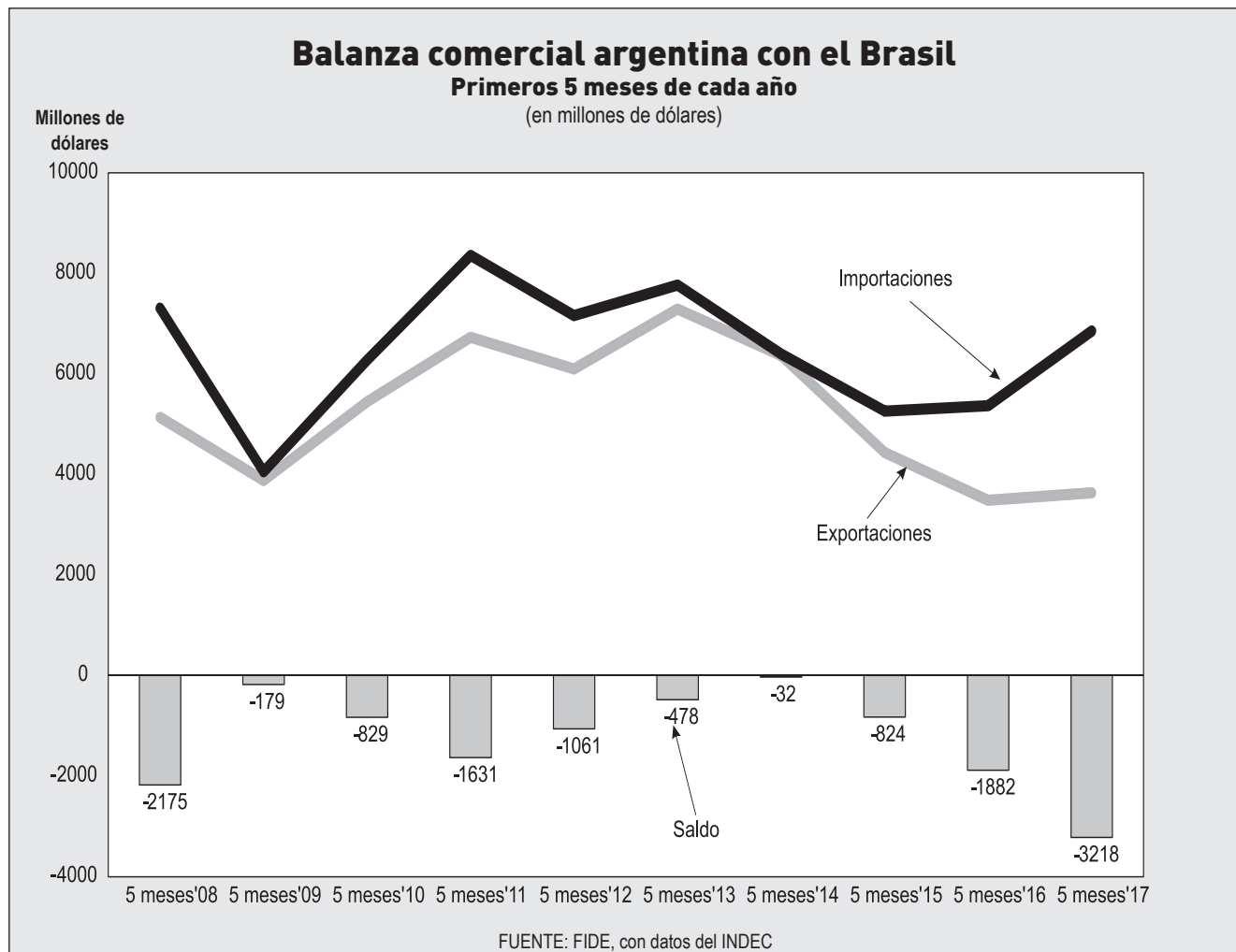
países. Las mismas integran cadenas internacionales de valor donde la producción se planifica en función de objetivos globales y no de desarrollo nacional/regional. Como es natural, estos fenómenos de naturaleza estructural se acentúan cuando aparecen situaciones recesivas.

**El año 2015 Brasil registró una de las peores caídas en su nivel de actividad (casi -4%), y sin embargo el PIB en la Argentina se incrementó un 2,6%. Ese resultado fue consecuencia de un conjunto de políticas (de ingresos, fiscales y de administración del comercio) que buscaron preservar el mercado interno y atenuar los impactos negativos provenientes del contexto internacional y regional.**

Sin embargo, al medir los impactos del ciclo brasileño sobre nuestra economía debe evitarse caer en relaciones

causales lineales, ignorando la importancia que asumen otras circunstancias internas y externas. Particularmente relevante es evaluar la respuesta de la política económica doméstica frente a la aparición de esos shocks externos. Dicho en otros términos, los impactos exógenos negativos pueden amortiguarse o potenciarse de acuerdo al sesgo anti o pro-cíclico de la estrategia económica. El año 2015 representa un buen ejemplo en ese sentido, ya que durante aquel período Brasil registró una de las peores caídas en su nivel de actividad (casi -4%), y sin embargo el PIB en la Argentina se incrementó un 2,6%. Ese resultado se produjo como consecuencia de un conjunto de políticas (de ingresos, fiscales y de administración del comercio) que buscaron preservar el mercado interno y atenuar los impactos negativos provenientes del contexto internacional y regional.

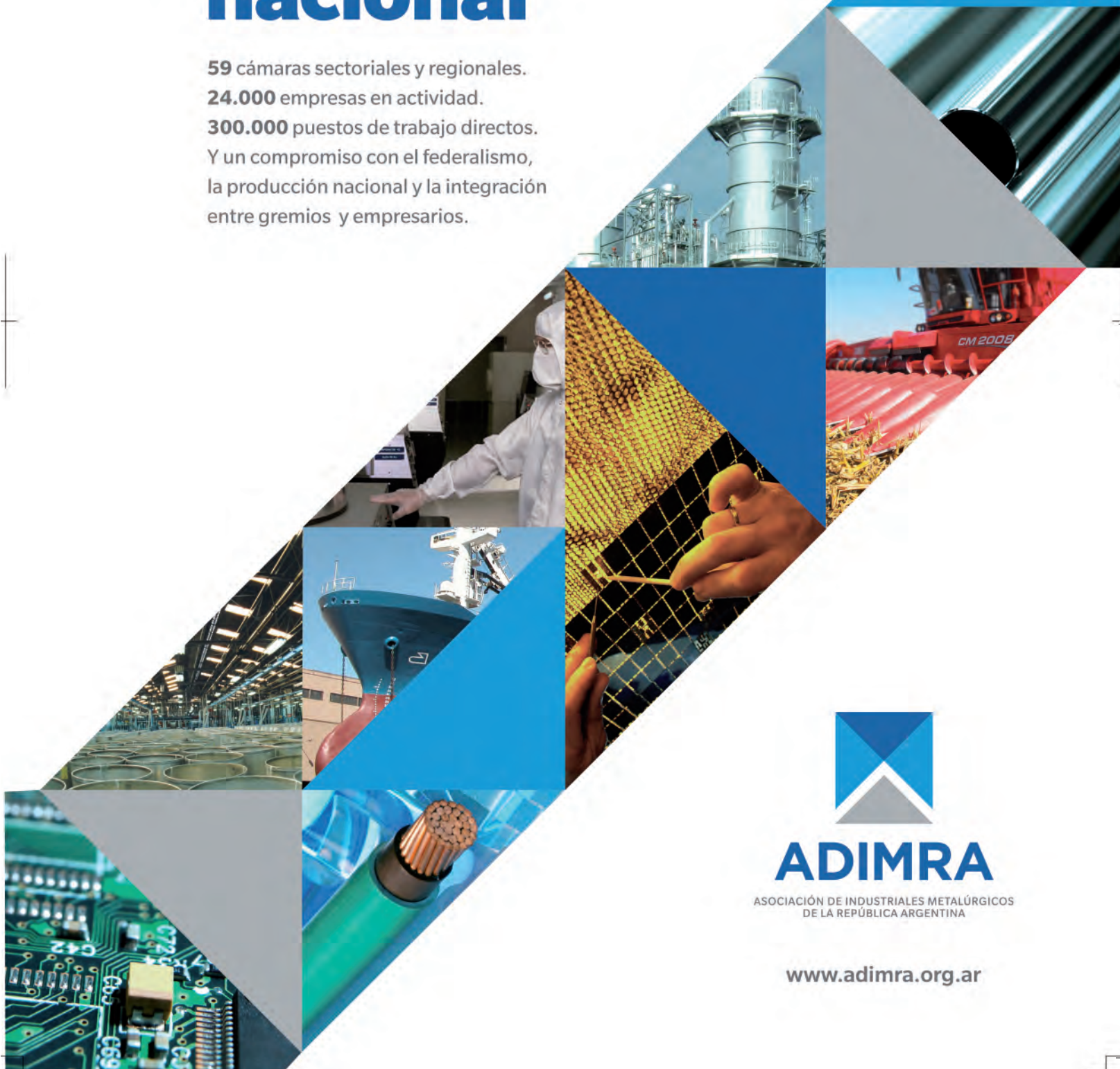
En esta lógica, y situados en 2017, las implicancias sobre nuestro país que se desprenden del estancamiento y fuerte incertidumbre que caracterizan a la economía brasileña deben analizarse en el marco de los cambios ocurridos en la





# Impulsando la industria nacional

59 cámaras sectoriales y regionales.  
24.000 empresas en actividad.  
300.000 puestos de trabajo directos.  
Y un compromiso con el federalismo,  
la producción nacional y la integración  
entre gremios y empresarios.



**ADIMRA**

ASOCIACIÓN DE INDUSTRIALES METALÚRGICOS  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

[www.adimra.org.ar](http://www.adimra.org.ar)

matriz de la política económica argentina. La opción oficial por la apertura financiera y comercial unilateral supone una creciente exposición, y consecuente vulnerabilidad, frente a los shocks externos negativos. En una opción de política de este tipo, los grados de soberanía que se habían recuperado para el ejercicio de la política económica se reducen a pasos agigantados.

Una de las manifestaciones del abandono de las políticas de administración del comercio ha sido el deterioro del saldo comercial. El déficit total aumenta esencialmente empujado por el crecimiento de las importaciones, ya que las exportaciones se mantienen virtualmente estancadas (aumentaron apenas el 1,6% hasta mayo). Como resultante, el déficit comercial global ascendió a 1.863 millones de dólares en los primeros cinco meses del año. Pero el desequilibrio comercial con Brasil empeoró aún más, registrando una ampliación del 71% en relación a igual período de 2016. Su proyección anual ya lo ubica en máximos históricos. Y en este caso también se advierte que la fuente principal de tamaño déficit no se vincula tanto al derrumbe de las exportaciones, sino primordialmente al crecimiento del 28% en las importaciones de origen brasileño. El aumento de las compras externas provenientes de ese mercado más que duplica el nivel general de importaciones, que hasta

mayo habían registrado una variación del 12,4%.

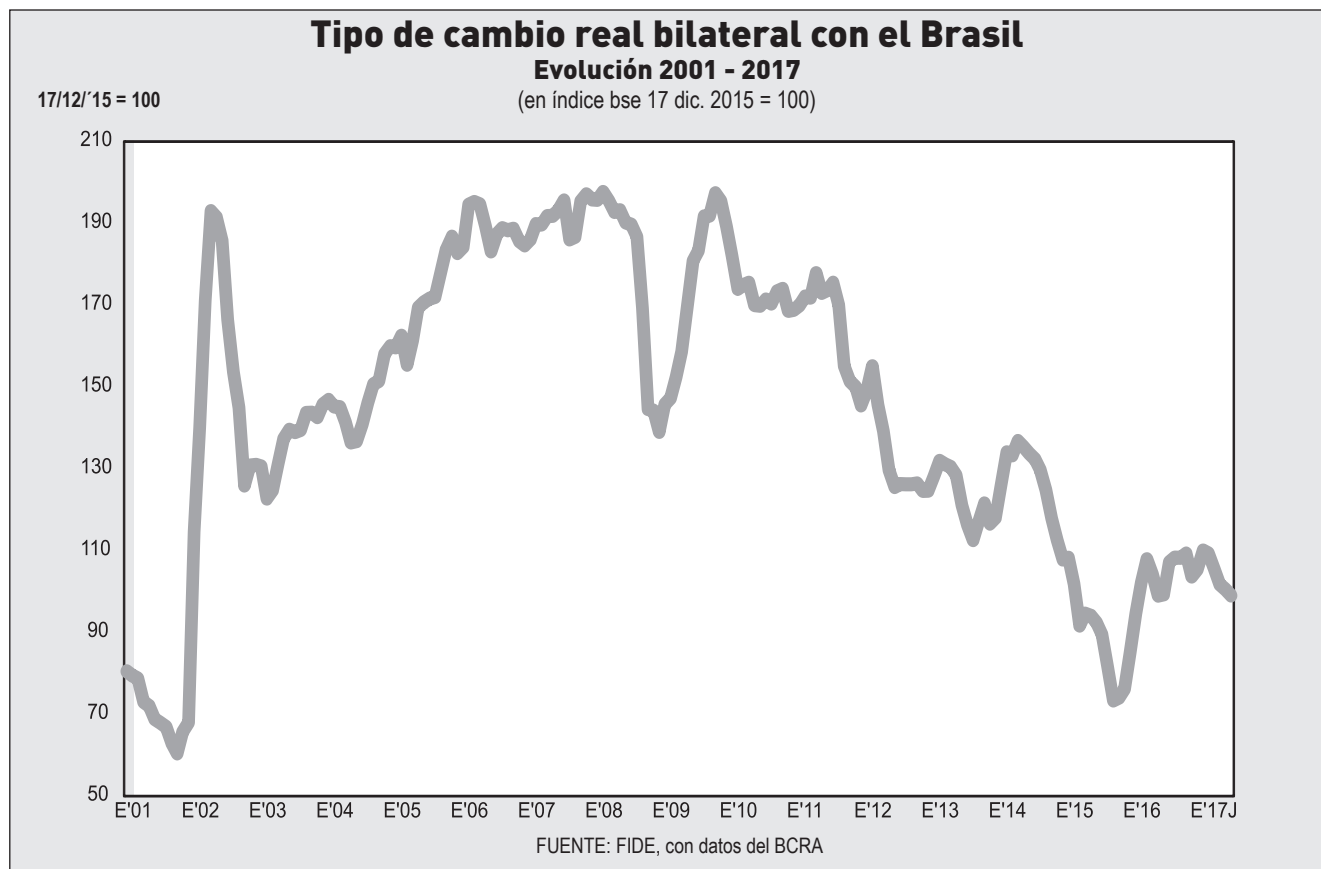
Los datos indican –una vez más– que el nivel y el contenido del crecimiento económico de Brasil son variables determinantes de la dinámica comercial bilateral, a con-

---

***Una de las manifestaciones del abandono de las políticas de administración del comercio por parte del Gobierno argentino ha sido el deterioro del saldo comercial. La proyección anual del déficit ya lo ubica en máximos históricos. Y en el caso del comercio con Brasil, también se advierte que la fuente principal de tamaño déficit no se vincula tanto al derrumbe de las exportaciones, sino primordialmente al crecimiento del 28% en las importaciones de origen brasileño.***

---

tramo del discurso convencional que insiste en sostener como variable clave el tipo de cambio multilateral. La evidencia empírica demuestra que, si no crece la demanda interna del Brasil, disminuyen los requerimientos de pro-



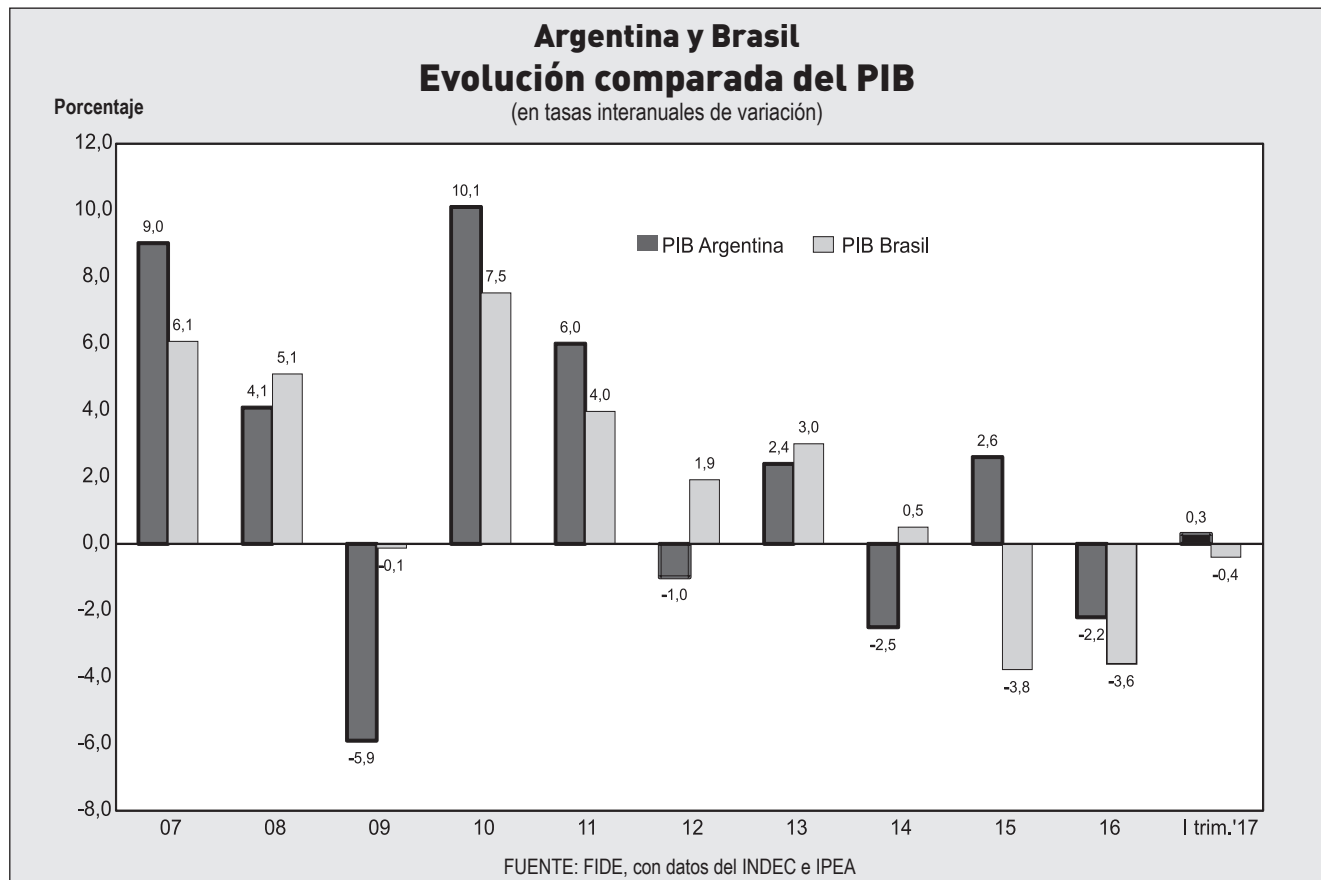
ductos argentinos y se generan saldos exportables, particularmente de bienes industriales, que presionan para ingresar en el mercado argentino. El impacto se exagera en un marco de desregulación de las importaciones como el que rige actualmente.

**Hasta el momento los funcionarios del área de producción solo han planteado la necesidad de reducir la “Brasil dependencia” por la vía de la apertura de nuevos mercados. No parece ser la postura más efectiva para minimizar el daño. De hecho, tal objetivo no sólo no se hace cargo de que el flanco más vulnerable es la mencionada presión de las importaciones. Tal aspiración trasunta, además, cierto voluntarismo.**

En este contexto, no hay que ser adivino para anticipar los efectos negativos que a través del canal comercial puede provocar un nuevo achicamiento del mercado interno brasileño. Es difícil esperar que, en el escenario de fuerte imprevisibilidad que caracteriza a nuestro vecino, se

verifique una salida de la recesión. Frente al riesgo cierto de que se profundice el proceso de sustitución negativa de importaciones desde ese mercado, el Gobierno debería resumir un rol activo de protección a la oferta local, sobre todo en un conjunto de sectores industriales sensibles (mayoritariamente trabajo-intensivos) que están siendo muy afectados.

Hasta el momento los funcionarios del área de producción solo han planteado la necesidad de reducir la “Brasil dependencia” por la vía de la apertura de nuevos mercados. No parece ser la postura más efectiva para minimizar el daño. De hecho, tal objetivo no sólo no se hace cargo de que el flanco más vulnerable es la mencionada presión de las importaciones. Tal aspiración trasunta, además, cierto voluntarismo, al menos en el corto plazo. El comercio internacional continúa atravesando una situación de fuerte debilidad, con una presencia creciente de barreras proteccionistas. Por su parte, y como ya mencionamos, la presencia de empresas multinacionales integradas a sus respectivas cadenas globales de valor en los sectores industriales más expuestos (automotor a la cabeza) también acota los espacios de maniobra para estimular las exportaciones argentinas.



# ANÁLISIS DE LA COYUNTURA

## ¿El “modelo” se queda sin piolín?

### La restricción externa al desnudo

Es indudable que la opción estratégica del Gobierno por achicar la intervención del Estado en el terreno de la administración del comercio y la preservación del mercado interno exacerba los impactos de la crisis brasileña a través del canal comercial. Sin embargo, el flanco más débil que evidencia el actual esquema económico se vincula fundamentalmente a la disponibilidad del financiamiento externo necesario para cubrir el creciente desequilibrio del Balance de Pagos.

Se reitera una situación ampliamente estudiada, tanto a nivel nacional como internacional, que ilustra acerca de la mayor vulnerabilidad que, frente a los shocks externos, enfrentan los países que exhiben una mayor exposición al financiamiento externo. Esta situación se exacerba sensiblemente en ocasiones de apertura plena de la cuenta capital. Ambas circunstancias han vuelto a caracterizar el escenario económico argentino.

El panorama internacional continúa enrarecido y la incertidumbre que despierta el devenir de la crisis del Brasil intensifica los interrogantes acerca de la consistencia de la estrategia oficial apoyada en una elevada dependencia del financiamiento externo, en un contexto de empeoramiento de las fuentes estructurales de la restricción externa. La reciente decisión de MSCI (Morgan Stanley Capital

International) de mantener a la Argentina como mercado de “frontera” complica la estrategia oficial para acceder al caudal de fondos financieros que demanda el riesgoso esquema de “déficit externo/endeudamiento/fuga” que han montado en tan poco tiempo.

Es cada vez más evidente que el argumento oficial según el cual en la Argentina “sobran dólares” constituye una falacia que se pone en evidencia en situaciones de stress como la actual. Desde esa perspectiva, la escandalosa decisión de tomar deuda a 100 años a una tasa que supera el 7% (se terminarán pagando intereses por alrededor de 20.000 millones de dólares) debe entenderse a nuestro juicio no solo como un nuevo y redituable negocio que el Gobierno concede al establishment financiero (además del rendimiento, cuentan las comisiones por la colocación), sino también como reflejo de la urgencia de hacerse de dólares que cubran transitoriamente el drenaje de reservas que está generando la fuga de capitales.

En apenas un año y medio, los requerimientos de divisas de la economía argentina se han ampliado severamente. Por un lado, se verificó una acentuación del desequilibrio de la cuenta corriente, donde sobresale el ya mencionado fenómeno de la ampliación del déficit comercial en una etapa del año donde estacionalmente deberían generarse fuertes saldos exportables por parte del complejo oleaginoso-cerealero (sin embargo, en el primer semestre las liquidaciones acumularon una caída del 13,4% respecto a igual lapso de 2016). También se profundizó la salida de dólares por turismo, rubro que generó un déficit equivalente a 4.000 millones de dólares en apenas cinco meses. Todos los otros componentes de la cuenta corriente (servicios reales, intereses y utilidades y dividendos) también empeoraron su resultado negativo.



Sin embargo, la variable más preocupante en términos de la dinámica externa continúa siendo la fuga de capitales. A partir de la desregulación del mercado de cambios, implementada a poco de asumir el nuevo Gobierno, el proceso de dolarización de activos se ha venido acentuando con “prisa y sin pausa”. De acuerdo a los últimos datos del balance cambiario del BCRA, la formación bruta de activos externos ascendió en el período enero-mayo 2017 a 16.600 millones de dólares, una suma equivalente al 80% de los pagos por importaciones.

Simultáneamente con la ampliación de las necesidades de dólares por parte de la economía argentina, se produjo un cambio drástico en la composición de la oferta de moneda extranjera. 2017 es el primer año desde que hay datos (2003) en que la llegada de divisas por capital superó a la de mercancías y servicios. Este proceso responde a una lógica con dos velocidades: mientras que la entrada de divisas por conceptos reales se mantuvo constante en los primeros cinco meses del año, el ingreso de dólares financieros prácticamente se duplicó en ese mismo periodo.

Contrariando el argumento oficial que sostuvo que con la devaluación inicial y la eliminación de las restricciones cambiarias se iba a recuperar la oferta de dólares “comerciales”, los valores registrados desde entonces son un

-12,7 % más bajos que el promedio del quinquenio previo. Como hemos mencionado, este cambio en las fuentes de divisas no es neutro, ya que implica que la economía es ahora mucho más dependiente de la volatilidad de los mercados financieros internacionales. La postergación de la

***La variable más preocupante en términos de la dinámica externa continúa siendo la fuga de capitales. A partir de la desregulación del mercado de cambios, implementada a poco de asumir el nuevo Gobierno, el proceso de dolarización de activos se ha venido acentuando con “prisa y sin pausa”.***

recategorización del mercado argentino como “emergente” y las reacciones del “mercado” que se materializaron aún frente a un tema menor como éste, constituyen muestras de la vulnerabilidad del acceso a mayores flujos de capital de corto plazo para cubrir el agujero externo.

Si bien en dimensiones más modestas en relación con las colocaciones de deuda pública externa, los flujos de cartera que ingresan a nuestro mercado para hacer operaciones de *carry trade* crecieron fuertemente en lo que va del año. En



términos brutos ascendieron hasta mayo a 4.000 millones de dólares, una cifra seis veces superior a la registrada el año pasado. Cabe recordar que, durante el anterior Gobierno, el ingreso de capitales de corto plazo estaba restringido por la imposición de un encaje del 30% y una estadía mínima de un año en el país. Ambas regulaciones fueron levantadas por la nueva administración.

**El Gobierno enfrenta un panorama externo muy complejo. Este rompecabezas fue generado por sus propias decisiones. Las tensiones que se esperaba aparecieran en las semanas previas a las elecciones se han anticipado. Desde hace tres meses el balance externo, tanto de su cuenta corriente como de capital, tiene signo negativo.**

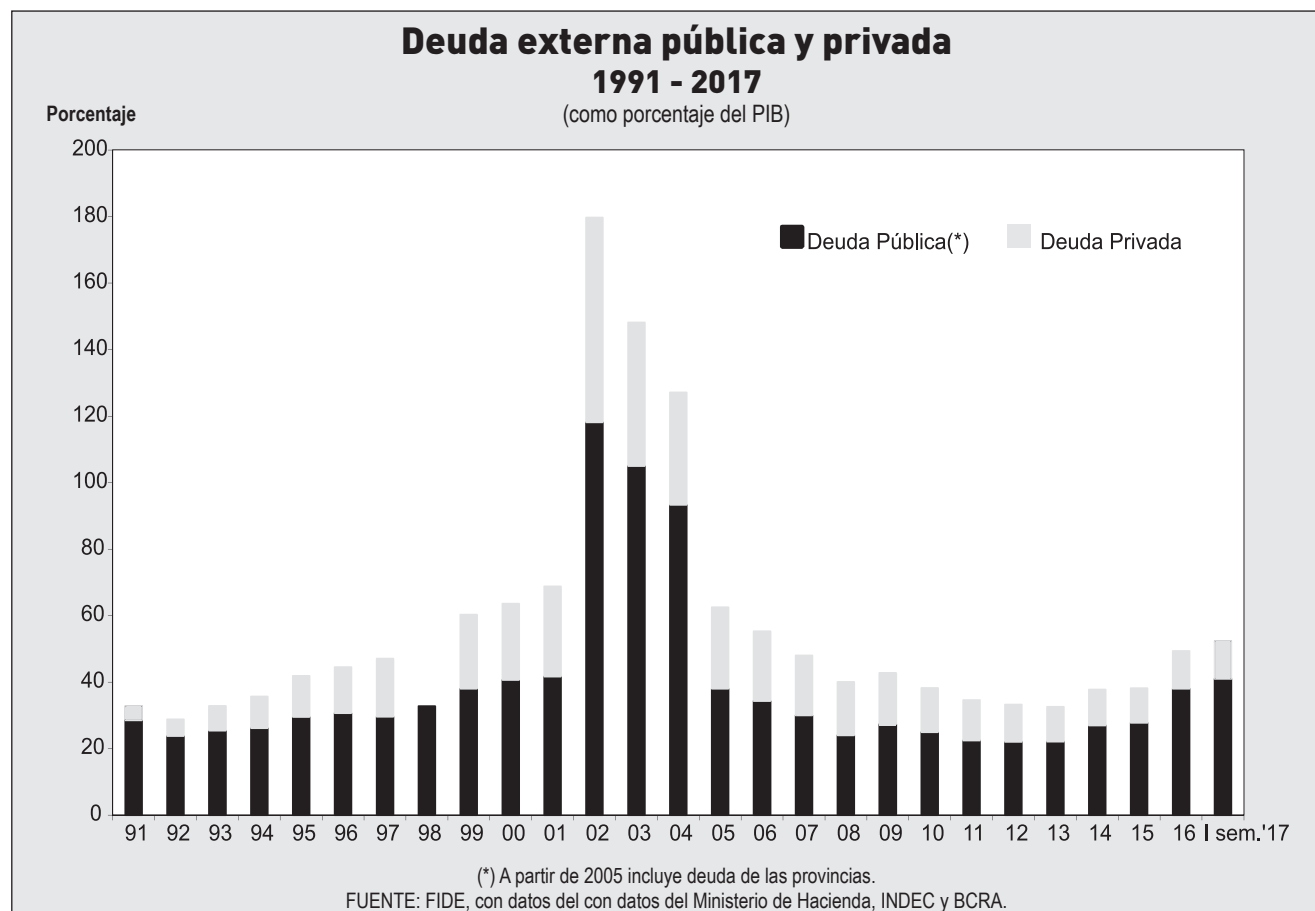
Finalmente cabe mencionar la debilidad que exhibe la inversión externa de riesgo. En los primeros cinco meses de 2017 ingresaron 1.100 millones de dólares (la cuarta parte de los fondos que vinieron a hacer bicicleta financiera), monto apenas superior a los pagos de utilidades

y dividendos realizados por las empresas multinacionales a sus casas matrices.

El Gobierno enfrenta, a un año y medio de haber asumido, un panorama externo muy complejo. Este rompecabezas no nació de un repollo, sino que esencialmente fue generado por sus propias decisiones de política. Las tensiones que se esperaba aparecieran en las semanas previas a las elecciones de octubre se han anticipado. Desde hace tres meses el balance externo, tanto de su cuenta corriente como de capital, tiene signo negativo. La consecuencia es la caída en las reservas internacionales. La cuestionable colocación a 100 años por 2.750 millones no impactó prácticamente en el nivel de reservas, ya que esos recursos fueron en lo esencial a financiar la fuga de capitales. Crecientemente, las dificultades en torno a la insuficiencia de financiamiento externo que heredó el Gobierno se están transformando en problemas de solvencia.

#### La “predominancia” del sector externo

En la lógica imperante, la predominancia de las variables del sector externo sobre la política monetaria y fiscal resulta cada vez más evidente. La autonomía para manejar la tasa



de interés se ha estrechado. En la tercera semana de junio el BCRA enfrentó un vencimiento muy abultado de Lebac y, a pesar de mantener inalteradas las elevadas tasas de interés vigentes, solo pudo renovar el 80% de ese stock. Parte del excedente en pesos que quedó liberado se dolarizó. La autoridad monetaria tampoco modificó a lo largo de junio la tasa de referencia del mercado, dejándola en el 26,25%, aún cuando en los meses de mayo y junio se observó una desaceleración en la inflación.

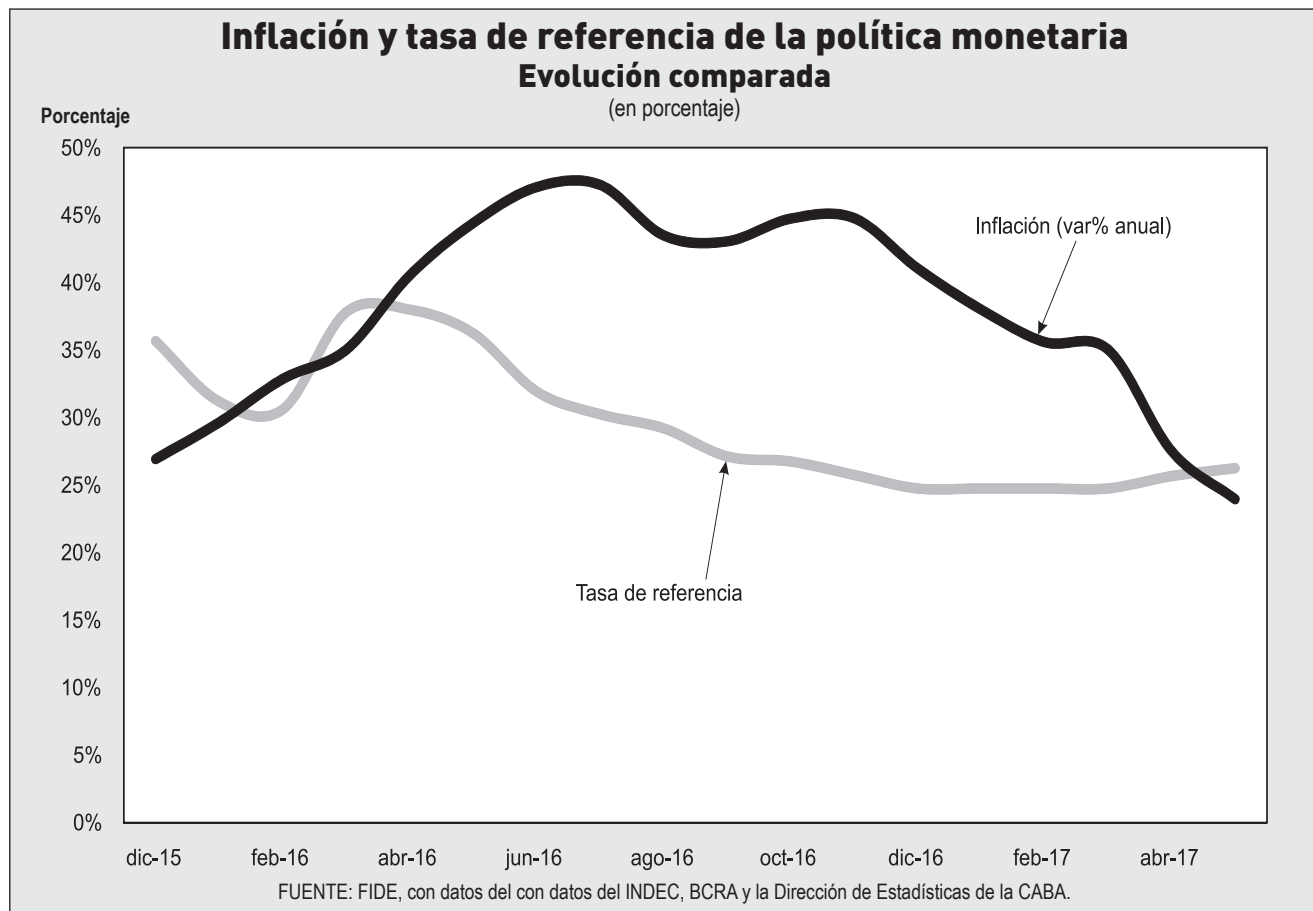
Por más que el BCRA insista en desentenderse de la dinámica del tipo de cambio –liberada a las fuerzas del mercado–, lo cierto es que sus grados de libertad para bajar la tasa de interés están condicionados por el impacto cambiario que podría generar un desplazamiento de los pesos acumulados en las Lebac hacia el dólar. Tal eventualidad afectaría de plano su objetivo antiinflacionario.

No menos relevante es advertir sobre otra distorsión que está generando la política económica al alentar el endeudamiento en dólares del sector público para financiar gasto en pesos, opción poco saludable e insostenible en el tiempo. Sin embargo, tampoco puede ignorarse que, dada la ampliación ocurrida en el desequilibrio externo, esos pasivos tomados por el Tesoro constituyeron hasta

el momento la fuente principal de dólares para cubrir la brecha del Balance de Pagos. Y, como mencionamos más arriba, hay crecientes indicios de que se consolida una situación donde la demanda de divisas evoluciona a un ritmo más acelerado que la oferta, afectando no solo el nivel de reservas internacionales sino también la cotización del dólar. En esta encerrona está metida la política monetaria-cambiaria.

**No menos relevante es advertir sobre otra distorsión que está generando la política económica al alentar el endeudamiento en dólares del sector público para financiar gasto en pesos, opción poco saludable e insostenible en el tiempo.**

Como se desarrolla con mayor profundidad en el artículo sobre la dinámica de la deuda que se presenta en esta edición, el rápido crecimiento de la deuda pública –aumentó aproximadamente en el equivalente a 57.700 millones de dólares en un año y medio– convive con otros cambios que agravan los frentes de vulnerabilidad. En primer lugar cabe



hacer referencia a los cambios en su composición, donde se advierte el aumento en la participación de los pasivos en moneda extranjera. Este fenómeno no sólo incorpora un componente de riesgo cambiario en las cuentas públicas (la reducción de las retenciones achicó la cuota de ingresos fiscales vinculados al tipo de cambio), sino que también impacta sobre el resultado de la cuenta corriente externa, incrementando las necesidades de dólares para pagar los intereses de esa deuda.

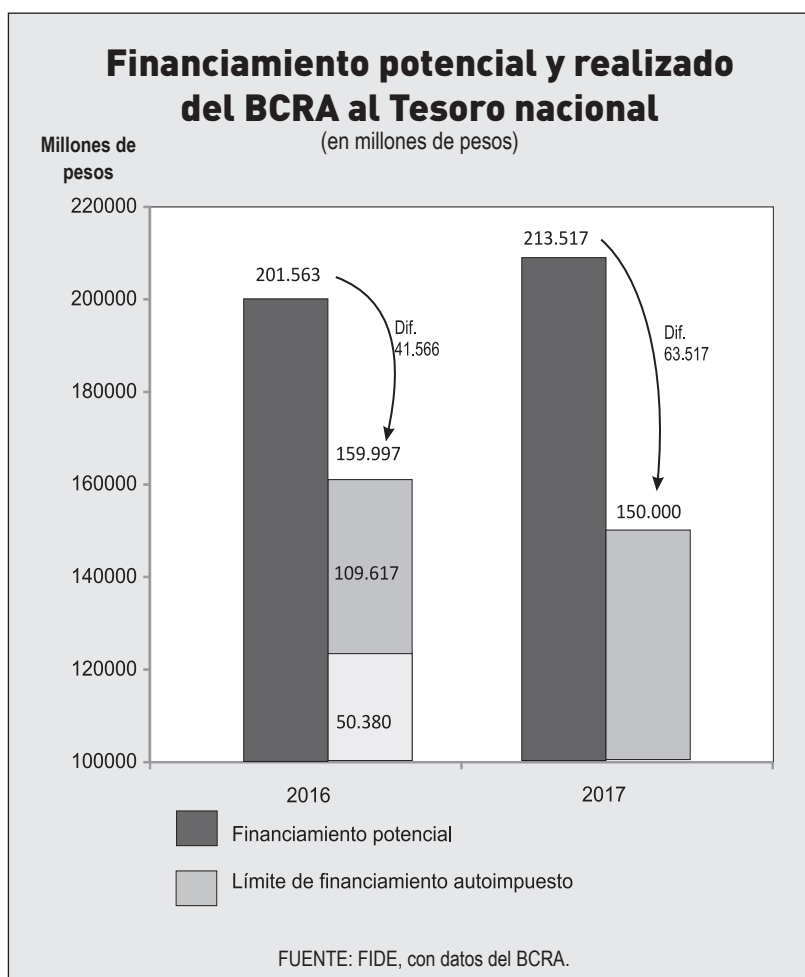
Otro cambio relevante en la composición de la deuda pública está dado por la creciente ponderación de los acreedores privados en desmedro de la deuda intra-sector público. No se trata de un dato menor, no solo porque en algunos casos supone un mayor costo del financiamiento sino, fundamentalmente, porque introduce un riesgo de “refinanciación” de los pasivos que acota los grados de libertad de la política pública.

Al respecto, cabe llamar la atención acerca de las implicancias que supone, en términos de costos y soberanía fiscal, la decisión del BCRA de autolimitarse en la asistencia financiera que está habilitado, por ley, a conceder al Tesoro Nacional, ya sea a través de adelantos transitorios (AT) o transferencia de utilidades. Ambas asistencias tienen costo nulo para el Estado. Cabe recordar que, a partir de esas fuentes, el año pasado el BCRA tenía capacidad de financiamiento genuino al Tesoro por 200.000 millones de pesos y sin embargo la decisión del Banco fue la de transferir solo 160.000 millones de pesos. Puesto blanco sobre negro, asumieron deuda por 40.000 millones de pesos que se podría haber cubierto con fondos disponibles del BCRA a tasa cero.

Este año la autoridad monetaria redobló la apuesta y se autoimpuso un límite nominal aún menor, de 150.000 millones de pesos, entre AT y utilidades. Estimaciones preliminares indican que los márgenes legales para asistir al Tesoro ascenderían a poco más de 210.000 millones de pesos, por lo cual se estaría resignando financiamiento por más de 60.000 millones de pesos. Esta realidad choca con la mega emisión de bonos por 75.000 millones de pesos realizada por el Tesoro en los primeros días de junio, a tres años y con un rendimiento equivalente a la tasa de pasés del BCRA, hoy en 26,25%.

Es importante tener en cuenta que el efecto monetario del financiamiento que el BCRA puede otorgar al Tesoro es equivalente al generado a través del endeudamiento externo. Esta aclaración resulta necesaria frente al “sentido común” del mercado que critica la asistencia del Banco Central al Tesoro —práctica ampliamente difundida a través de diversos mecanismos en la mayoría de países del mundo—, mientras que reivindica la toma de deuda en los mercados internacionales.

Este festín de bonos que impulsa la política económica se ha constituido en tierra de oportunidades para la valorización financiera. Su contracara se refleja no solo en el desplazamiento de la acumulación productiva por la financiera, sino también en un creciente peso de los intereses de la deuda en el gasto público total, que está provocando una redistribución de recursos hacia el interior de las cuentas fiscales. En los primeros cinco meses del año los pagos por intereses más que duplicaron el monto erogado en 2016. Su nivel resultó equivalente al 85% de la inversión pública y ya superó al gasto total presupuestado para atender los subsidios económicos, particularmente a la energía y al transporte.





# ANÁLISIS DE LA COYUNTURA

## Poco espacio para el crecimiento

### La debilidad de la demanda

El contexto macroeconómico predominante no deja muchos espacios para la recuperación vigorosa del crecimiento económico. En el primer trimestre de 2017 el PIB tuvo una ligera variación interanual positiva, del 0,3%, después de tres trimestres consecutivos de caídas. Los datos provisorios de abril no resultan más halagüeños, ya que indican una variación acumulada en el primer cuatrimestre de apenas el 0,4%; en términos desestacionalizados la variación de abril contra marzo fue nula. No hay razones para pensar que esta tendencia cambiará mucho en los próximos meses. La persistencia de la fragilidad de la demanda agregada conspira directamente en contra del objetivo de crecimiento establecido por el Gobierno para este año (3,5%). La inercia actual conduce a un resultado que se acerca a la mitad de la meta oficial.

Con la excepción de la inversión pública –que en lo que va del año aceleró el tranco y muestra partidas relevantes donde ya se ejecutó el 75% de su presupuesto total durante el primer semestre–, el sector público no está ejerciendo un rol movilizador de la actividad económica.

Ciertamente, el Gobierno parece haber subestimado los impactos negativos que provocó la decisión fiscal de recortar drásticamente los subsidios a los servicios públicos, rubro que arrojó la principal caída dentro del gasto total. El aumento de las tarifas redujo el ingreso disponible y achicó

los márgenes para el consumo y la inversión

La política de ingresos, por su parte, no contribuyó a compensar el sesgo pro-cíclico de la política fiscal. El Gobierno desplegó un rol activo para evitar que la pauta de aumento salarial superara el 20%. Se trata de otra opción estratégica que condiciona la reactivación del mercado interno. Los aumentos de los salarios de convenio –que rondan el 21,5%– resultan insuficientes para compensar, aun en un contexto de desaceleración de la inflación, la pérdida del 6% acumulada en 2016. El Gobierno está utilizando la política de ingresos más como una forma de disciplinar al sector trabajo que como un mecanismo para impulsar la demanda interna.

---

***Los aumentos de los salarios de convenio resultan insuficientes para compensar la pérdida del 6% acumulada en 2016. El Gobierno está utilizando la política de ingresos más como una forma de disciplinar al sector trabajo que como un mecanismo para impulsar la demanda interna.***

---

Dentro de esa lógica se inscribe la reciente decisión del Ministerio de Trabajo de llevar el salario mínimo a 10.000 pesos mensuales, lo que supone un aumento implícito del 24%, a cobrar en 3 cuotas que se terminan en julio de 2018. Para lo que resta de este año el ajuste propuesto asciende a un incremento del 17%, variación que en el marco de una inflación que se proyecta en torno al 22%/23%, supone una pérdida adicional al 4% ya sufrido por el salario mínimo durante el año 2016. Tal desfasaje respecto a la

marcha de la inflación no solo impacta sobre el universo de trabajadores más precarios, sino que también irradia sobre las ocupaciones formales en un contexto de creciente debilidad en la relación laboral.

La regresividad que se verifica en la distribución del ingreso constituye una de las principales anclas para la recuperación del mercado interno, particularmente en el segmento de los bienes salario. Esta circunstancia se refleja, entre otros indicadores, en la caída del PIB en el sector comercio, mayorista y minorista, que en el primer cuatrimestre del año se redujo el 2,2%. Desde el punto de

vista de las empresas que producen bienes en la Argentina, las implicancias negativas provocadas por un mercado interno que se achica se ven exacerbadas por la creciente presión de las importaciones. Esta última variable es, en efecto, la que luce más saludable a la hora de explicar el aumento en la oferta global.

Este escenario de bajo crecimiento muestra, a nivel sectorial, un comportamiento más heterogéneo, donde se consolida una menor participación de la industria –en mayo por primera vez en quince meses se interrumpió la caída, pero en el acumulado del año exhibe un retroceso del 1,4%– al

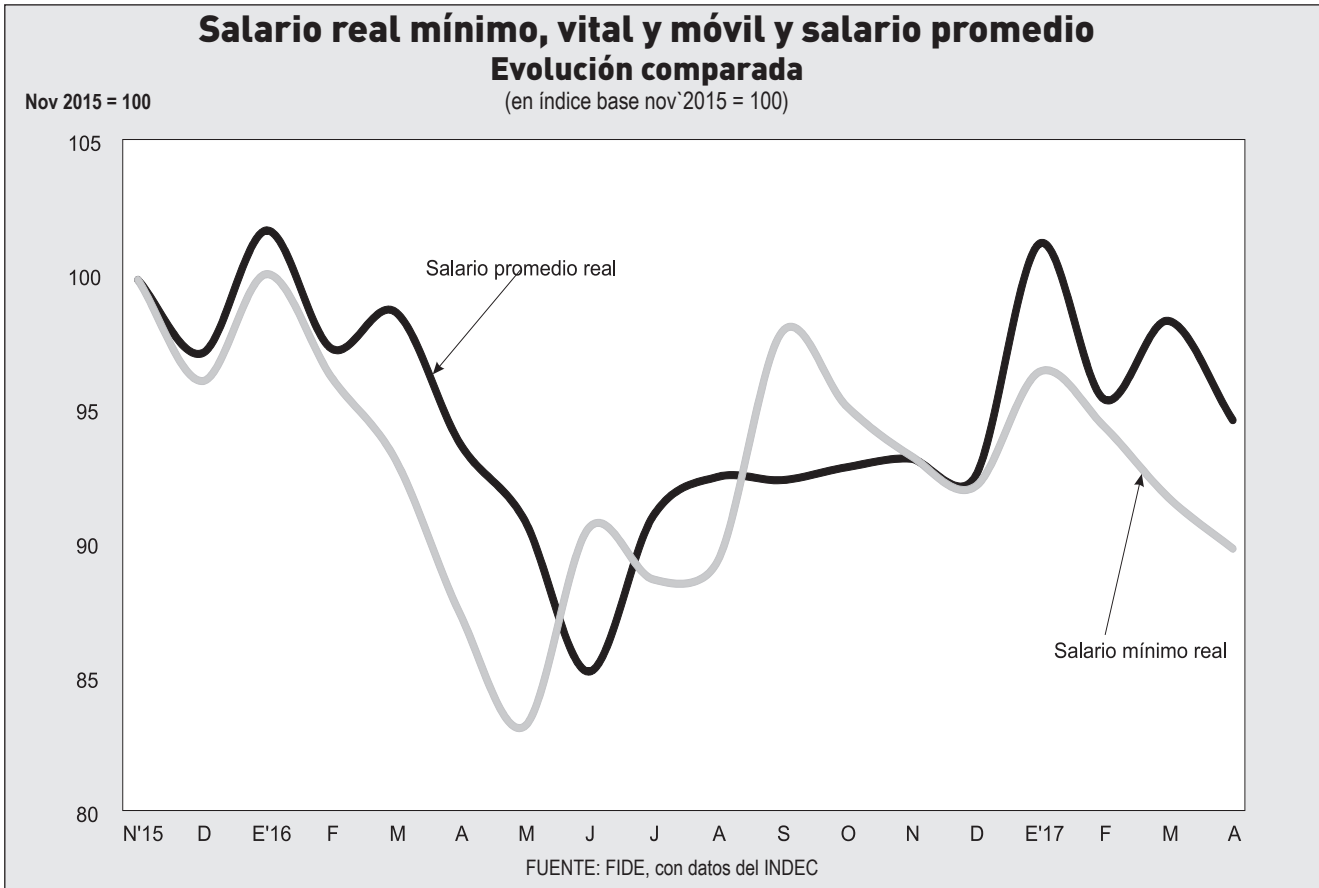
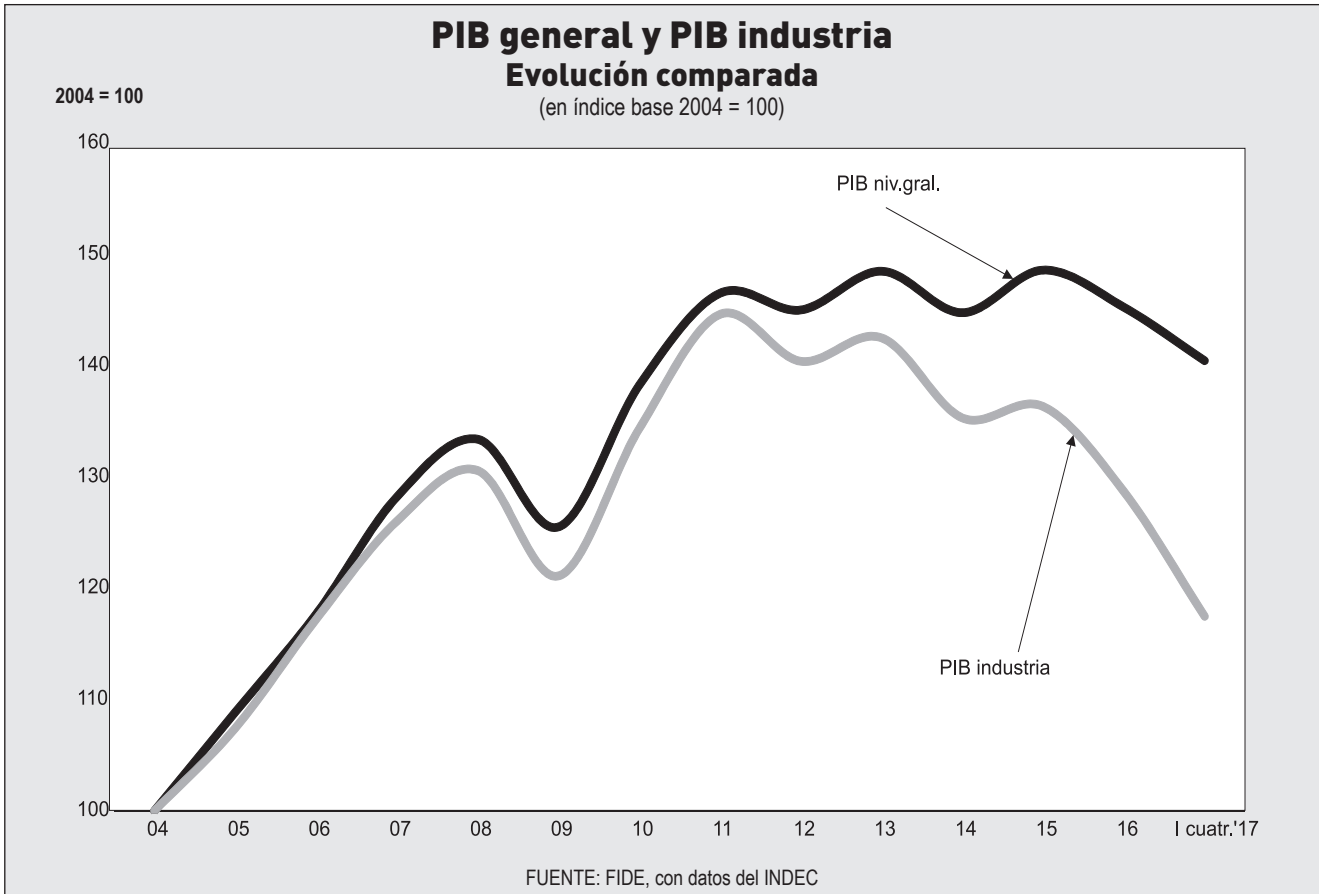
## Producto Interno Bruto Valores constantes

(en tasa de variación respecto a igual período del año anterior)

| Descripción   | 2009  | 2010 | 2011 | 2012  | 2013 | 2014  | 2015 | 2016  | I trim.'17 | Abril'17(*) |
|---|-------|------|------|-------|------|-------|------|-------|------------|-------------|
| Producto Interno Bruto a precios de mercado   | -5,9  | 10,1 | 6,0  | -1,0  | 2,4  | -2,5  | 2,6  | -2,2  | 0,3        | 0,6         |
| Impuesto a los productos netos de subsidios<br>(a los ingresos brutos, específicos, a los débitos<br>y créditos bancarios, a las exportaciones) | -6,7  | 9,6  | 6,1  | 1,5   | 2,1  | -3,9  | 3,5  | -1,0  | 0,3        | s/d         |
| IVA   | -5,1  | 8,6  | 10,1 | 1,6   | 4,9  | -6,8  | 1,2  | -4,1  | -3,9       | s/d         |
| Impuesto a los productos importados<br>(derechos de importación)  | -21,9 | 39,9 | 23,1 | -6,6  | 1,4  | -13,7 | 5,3  | 4,3   | 5,4        | s/d         |
| Valor Agregado Bruto a precios básicos  | -5,7  | 10,0 | 5,4  | -1,4  | 2,2  | -1,8  | 2,7  | -2,3  | 0,7        | s/d         |
| Agricultura, ganadería, caza y silvicultura   | -26,4 | 41,2 | -2,7 | -13,4 | 11,0 | 3,2   | 7,8  | -5,7  | 4,3        | 4,6         |
| Pesca   | -19,9 | 2,7  | 5,2  | 0,6   | 22,8 | 1,3   | 2,5  | -0,1  | 31,1       | 15,9        |
| Explotación de minas y canteras   | 0,3   | 1,6  | -5,8 | -1,2  | -4,0 | 1,6   | 2,8  | -5,3  | -5,4       | -9,7        |
| Industria manufacturera   | -7,3  | 10,9 | 7,7  | -2,9  | 1,5  | -5,1  | 0,8  | -5,6  | -2,2       | -1,9        |
| Suministro de electricidad, gas y agua  | -0,5  | 1,7  | 4,7  | 4,7   | 0,5  | 2,0   | 3,5  | 1,4   | 0,7        | -2,6        |
| Construcción  | -12,3 | 9,8  | 9,5  | -2,4  | -0,1 | -2,0  | 3,0  | -11,0 | 1,9        | 8,4         |
| Comercio mayorista y minorista y reparaciones   | -8,1  | 12,7 | 10,7 | -2,8  | 2,5  | -6,8  | 3,0  | -2,4  | -0,9       | -2,2        |
| Hoteles y restaurantes  | -2,7  | 9,5  | 5,1  | 1,4   | 0,0  | -1,2  | 1,8  | 1,8   | 0,6        | 4,7         |
| Transporte y comunicaciones   | -0,7  | 8,9  | 5,4  | 0,6   | 2,4  | 0,8   | 2,6  | 3,3   | 3,7        | 3,6         |
| Intermediación financiera   | -0,2  | 0,5  | 9,8  | 7,3   | 2,8  | -2,7  | 1,3  | -3,8  | 2,4        | 1,4         |
| Actividades inmobiliarias, empresariales y<br>de alquiler   | -2,8  | 5,2  | 4,5  | -0,6  | 0,7  | -0,5  | 2,2  | -0,4  | 2,7        | 1,4         |
| Administración pública y defensa; planes de<br>seguridad social de afiliación obligatoria   | 3,3   | 3,5  | 3,2  | 3,0   | 2,6  | 3,1   | 3,4  | 1,9   | 0,7        | 0,7         |
| Enseñanza   | 3,7   | 3,7  | 3,0  | 3,3   | 2,9  | 2,8   | 3,2  | 2,0   | 1,7        | 1,7         |
| Servicios sociales y de salud   | 7,0   | 4,3  | 5,3  | 5,5   | 2,7  | 1,7   | 2,8  | 2,7   | 2,1        | 1,8         |
| Otras actividades de servicios comunitarios,<br>sociales, personales  | 0,2   | 5,4  | 4,0  | 1,8   | -1,4 | -1,9  | 1,9  | -1,5  | 1,4        | 4,2         |
| Hogares privados con servicio doméstico   | 2,3   | 0,4  | 1,2  | 4,5   | 2,2  | 0,3   | 0,6  | -0,5  | -0,7       | s/d         |

(\*) Datos del Esimador Mensual de Actividad Económica (EMAE).

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.



tiempo que aumenta el peso de los sectores primarios, la actividad financiera y el sector de la construcción (si bien la fuerte disminución registrada en 2016 determina que sus niveles actuales sean un 11% más bajos que los registrados dos años atrás).

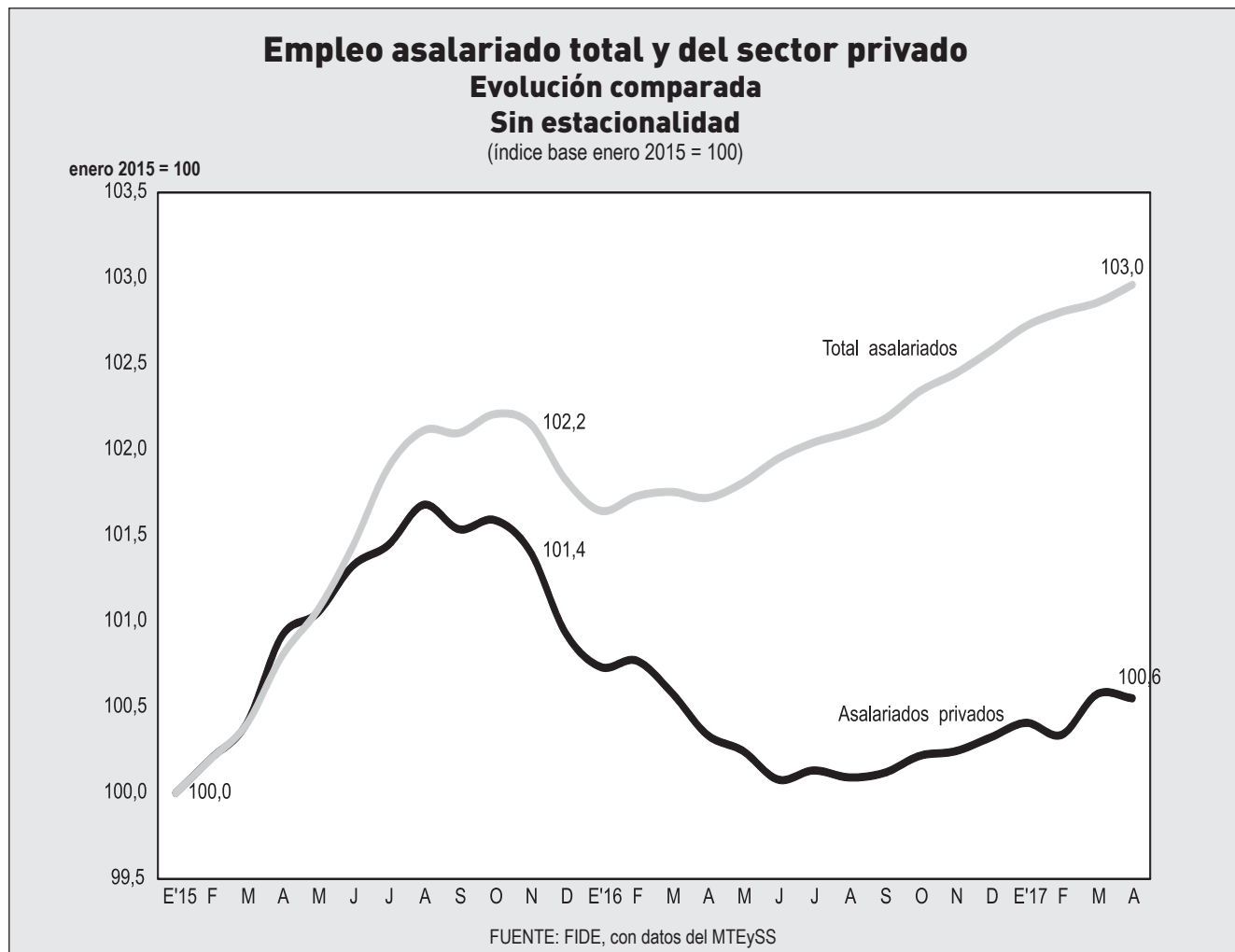
**Los datos oficiales correspondientes al primer trimestre dan cuenta de un aumento sensible en las tasas de desocupación y subocupación, alcanzando niveles máximos para los últimos diez años. La fuente principal del aumento en el desempleo ha sido la destrucción de puestos de trabajo en la economía informal.**

La heterogeneidad que se advierte a nivel sectorial también se reproduce en el comportamiento del nivel de actividad según el tamaño de empresa. Las PyME, que exhiben una mayor dependencia respecto a la dinámica del mercado interno, están evidenciando un deterioro más

acelerado que las empresas más grandes. Los cambios que están operando en el comportamiento de las firmas se inscriben dentro de la lógica que promueve el actual esquema de apertura financiera y comercial: empresas productoras que se transforman en distribuidoras de bienes importados, búsqueda de rentabilidad del capital cada vez más en la esfera financiera y menos en la productiva y un proceso lento pero seguro de concentración de la oferta. Esta dinámica impacta de lleno en el mundo del trabajo.

**Los cambios en el mercado de trabajo**

La recesión de 2016 y la situación de virtual estancamiento que predomina en lo que va de este año explican el deterioro que se verifica en las variables del mercado de trabajo. Ya mencionamos lo que ocurre en materia de ingresos. En lo que respecta a la dinámica de los principales indicadores, los datos oficiales correspondientes al primer trimestre dan cuenta de un aumento sensible en las tasas de desocupación y subocupación, alcanzando niveles que representan máximos para los últimos diez años. El análisis





de las diversas fuentes de información sobre el mercado de trabajo indica que la fuente principal del aumento en el desempleo ha sido la destrucción de puestos de trabajo en la economía informal, que son los que generalmente se pierden primero en contextos de desaceleración económica y caída en los ingresos.

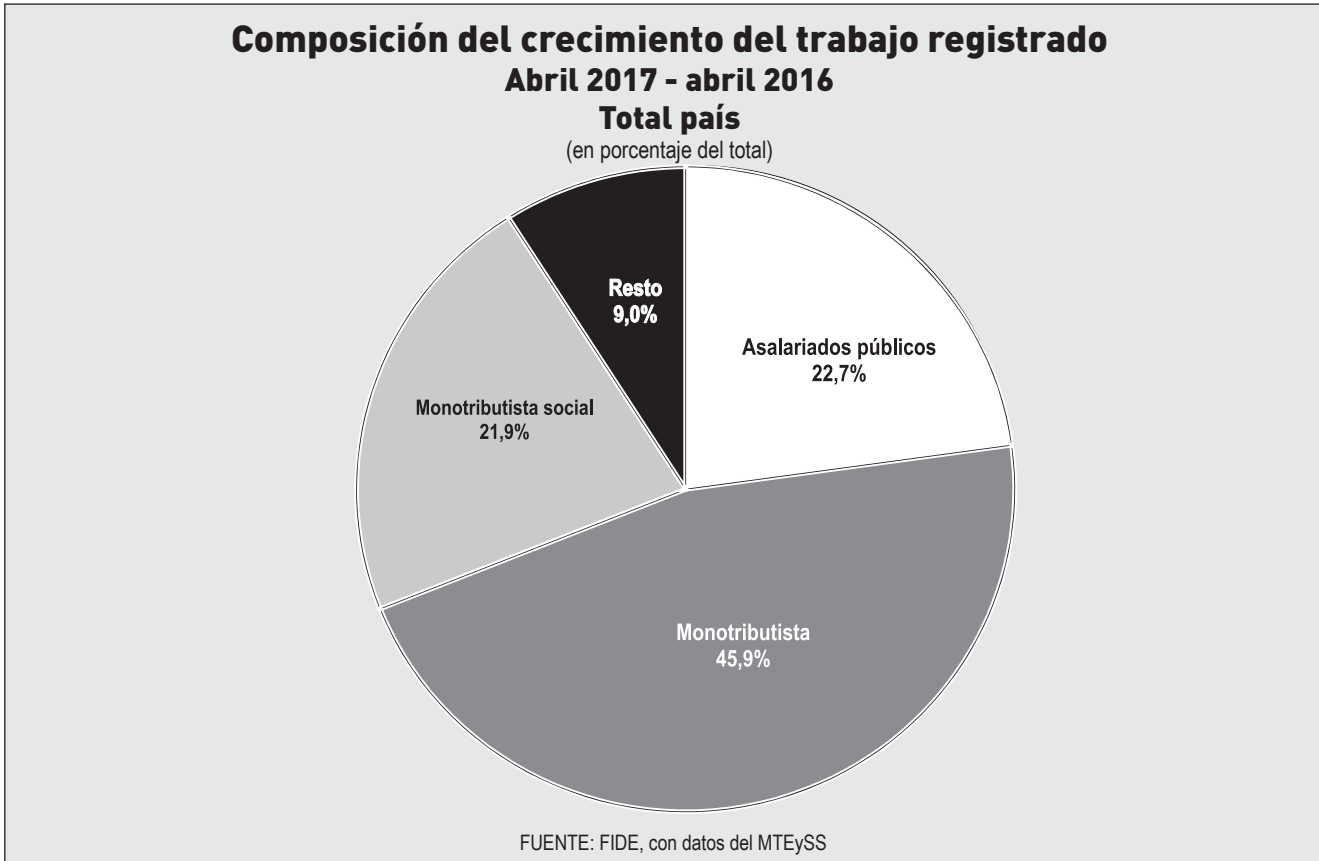
El Ministerio de Trabajo dio a conocer la información sobre la evolución del empleo asalariado en el primer cuatrimestre del año. De acuerdo a esos datos, el empleo total “formal”, después de sufrir una caída en el segundo y tercer trimestres del año pasado, fue recuperándose hasta alcanzar en abril niveles ligeramente mayores a los vigentes a fines de 2015. Hilando un poco más fino, se observa que el incremento en el empleo registrado no se explica por un aumento del empleo privado formal (que todavía no recuperó las pérdidas registradas en 2016), sino fundamentalmente por el aumento en los monotributistas y, en menor medida, por la expansión del empleo público.

Este último fenómeno –el salto en el número de trabajadores monotributistas (trabajadores autónomos o independientes)– puede vincularse con la decisión del Gobierno de ampliar la cobertura de la Asignación Universal por Hijo (AUH), extendiéndola también a esta categoría ocupacional. Como era esperable, esta decisión –virtuosa por cierto–

estimuló la regularización en la registración por parte de los trabajadores en situación de informalidad, de forma tal de estar habilitados para recibir el beneficio. De acuerdo con los datos oficiales, el incremento en el monotributo explica el 68% del aumento en el empleo registrado, mientras

***El empleo total “formal”, después de sufrir una caída en el II y III trimestres del año pasado, fue recuperándose hasta alcanzar en abril niveles ligeramente mayores a los de fines de 2015. Ese incremento no se explica por un aumento del empleo privado formal (que todavía no recuperó las pérdidas registradas en 2016), sino por el aumento en los monotributistas y, en menor medida, por la expansión del empleo público.***

que la contratación de empleados públicos representa un 23% adicional. El empleo privado registrado, en cambio, se mantuvo estancado en abril, manteniéndose la pérdida de casi 53.000 puestos de trabajo registrada desde fines de 2015. La principal fuente de esa caída fue la industrial, que en igual período exhibió una destrucción neta equivalente a 55.000 empleos.



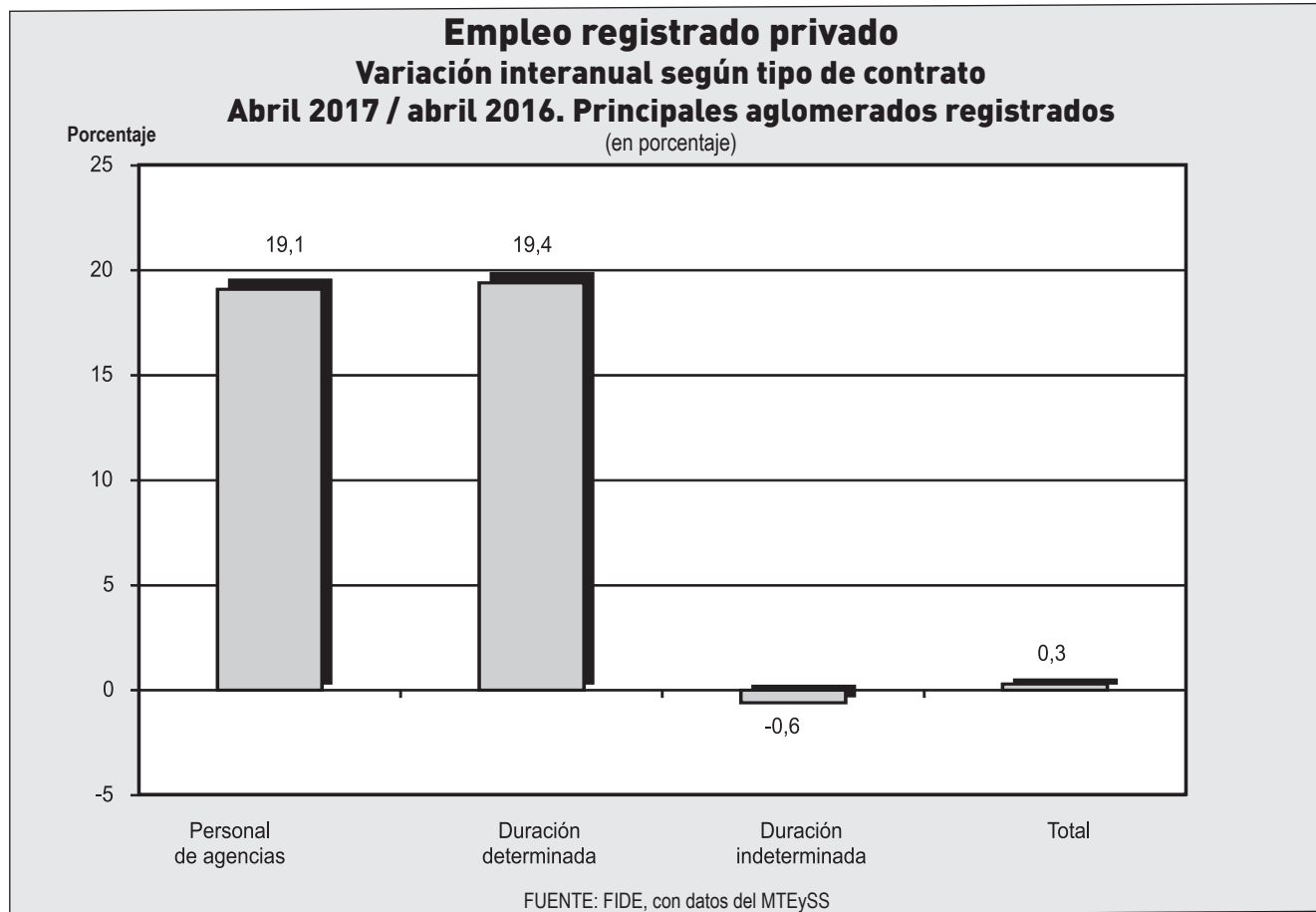
Pero hay otras particularidades que está evidenciando la dinámica laboral. Un reciente informe del Centro de Estudios del Trabajo y el Desarrollo (CETyD) avanza sobre algunos aspectos del comportamiento del empleo formal que estarían reflejando la flexibilización “de hecho” que se está dando en las condiciones laborales. Señala, por ejemplo, que se verifica una creciente participación de los contratos con duración determinada, así como también las contrataciones realizadas a través de agencias de empleo eventual. Como se recordará, estas modalidades de empleo “flexibles” fueron las predominantes durante la década de los '90 en nuestro país. Aquella experiencia ya demostró que la desregulación del mercado de trabajo no promovió una mejora en la creación de empleo y, por el contrario, contribuyó a deteriorar los derechos laborales y la remuneración al trabajo.

De la información oficial también se desprende que los despidos sin causa de trabajadores que prestan servicios en empresas privadas a tiempo indeterminado (es decir, en relación de dependencia y que no se refieren a contratos por una cantidad predeterminada de meses de trabajo) representan una característica del nuevo ciclo económico. En los últimos dos años se verifican niveles de despidos sin causa que representan los valores más elevados desde el

año en que se comenzó a relevar el indicador (2005).

***De la información oficial se desprende que los despidos sin causa de trabajadores que prestan servicios en empresas privadas a tiempo indeterminado representan una característica del nuevo ciclo económico.***

Teniendo en cuenta estas tendencias en las relaciones laborales y en la dinámica del empleo, no debería sorprender el aumento en la incertidumbre que atraviesa al universo de los trabajadores. El CETyD también realiza una encuesta cualitativa cuyos últimos resultados describen nítidamente esa realidad: el 50% de los encuestados manifiesta estar afectado por el “fantasma del desempleo”, ya sea porque tiene algún conocido que perdió su trabajo recientemente, o porque tiene miedo a perder el propio (46%). Este relevamiento de opinión pública arroja otro dato relevante: el 60% de los encuestados cree que el salario va a crecer menos que la inflación. Estas percepciones sociales lejos están de ser neutras para el funcionamiento de la economía, ya que condicionan adicionalmente las decisiones de consumo, aún en contextos de desaceleración de la inflación.



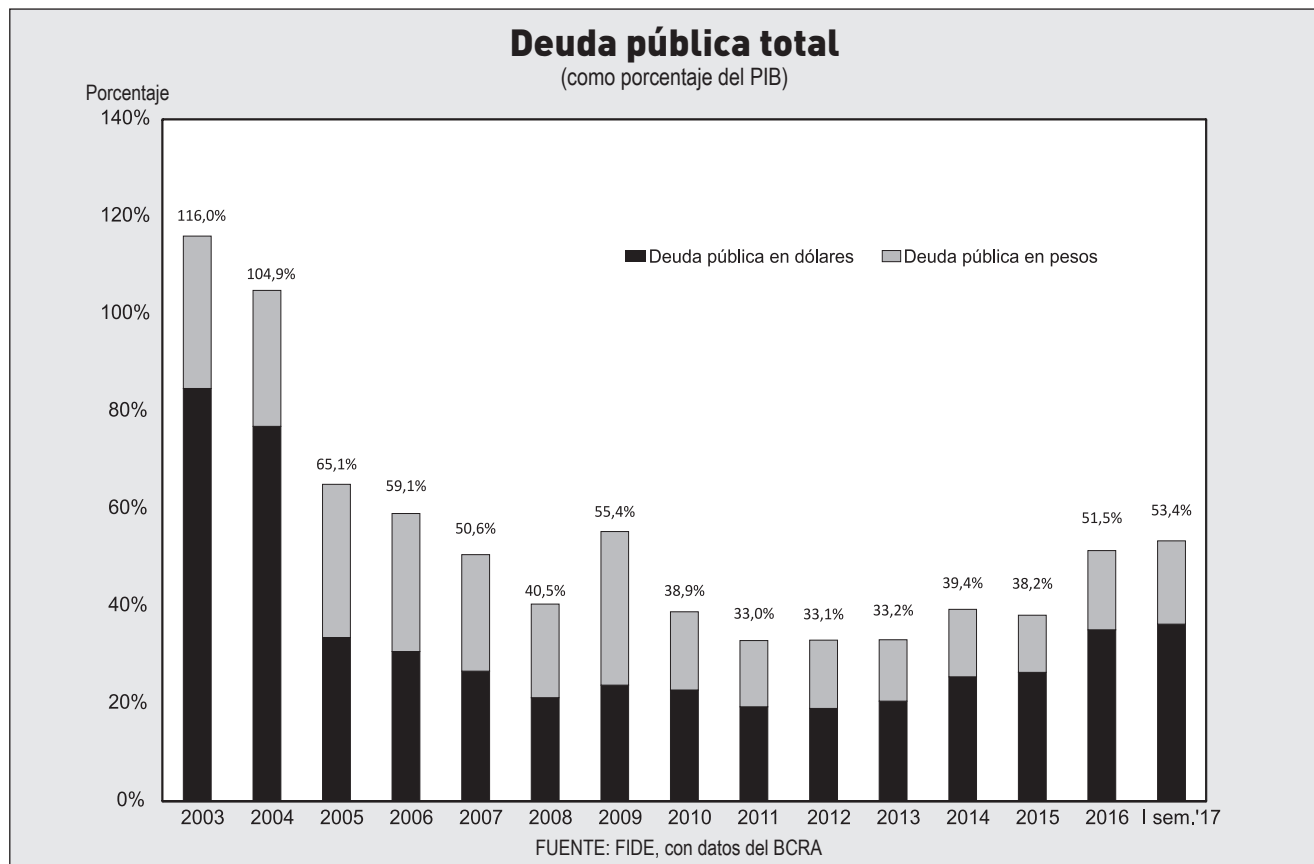
# ANALISIS DE LA COYUNTURA

## Deuda externa: "otro ladrillo en la pared"

Durante el primer año de gestión del actual Gobierno la relación deuda pública/PIB alcanzó su máximo nivel desde 2009, ascendiendo hasta niveles en torno al 50%. En perspectiva histórica, este cociente todavía permanece

en niveles moderados, dado el fuerte desendeudamiento verificado en la década previa. No obstante, la velocidad a la que avanza el endeudamiento y el destino de los fondos captados encienden las primeras luces de alerta.

La información oficial disponible se refiere únicamente al año 2016. Sin embargo, el seguimiento de las emisiones de deuda, en pesos y en dólares, ocurridas durante el primer semestre del 2017 indica que la tendencia se agravó. En la primera mitad del año los pasivos del sector público



aumentaron en términos netos en el equivalente a dos puntos adicionales del producto, llevando el stock total al 53,4% del PIB.

La metamorfosis de la deuda en la *era Macri* no se circunscribió a las magnitudes. La composición del endeudamiento público también se alteró con un sesgo que reduce los grados de libertad del Estado para administrar sus pasivos. Tres circunstancias explican esta disminución del

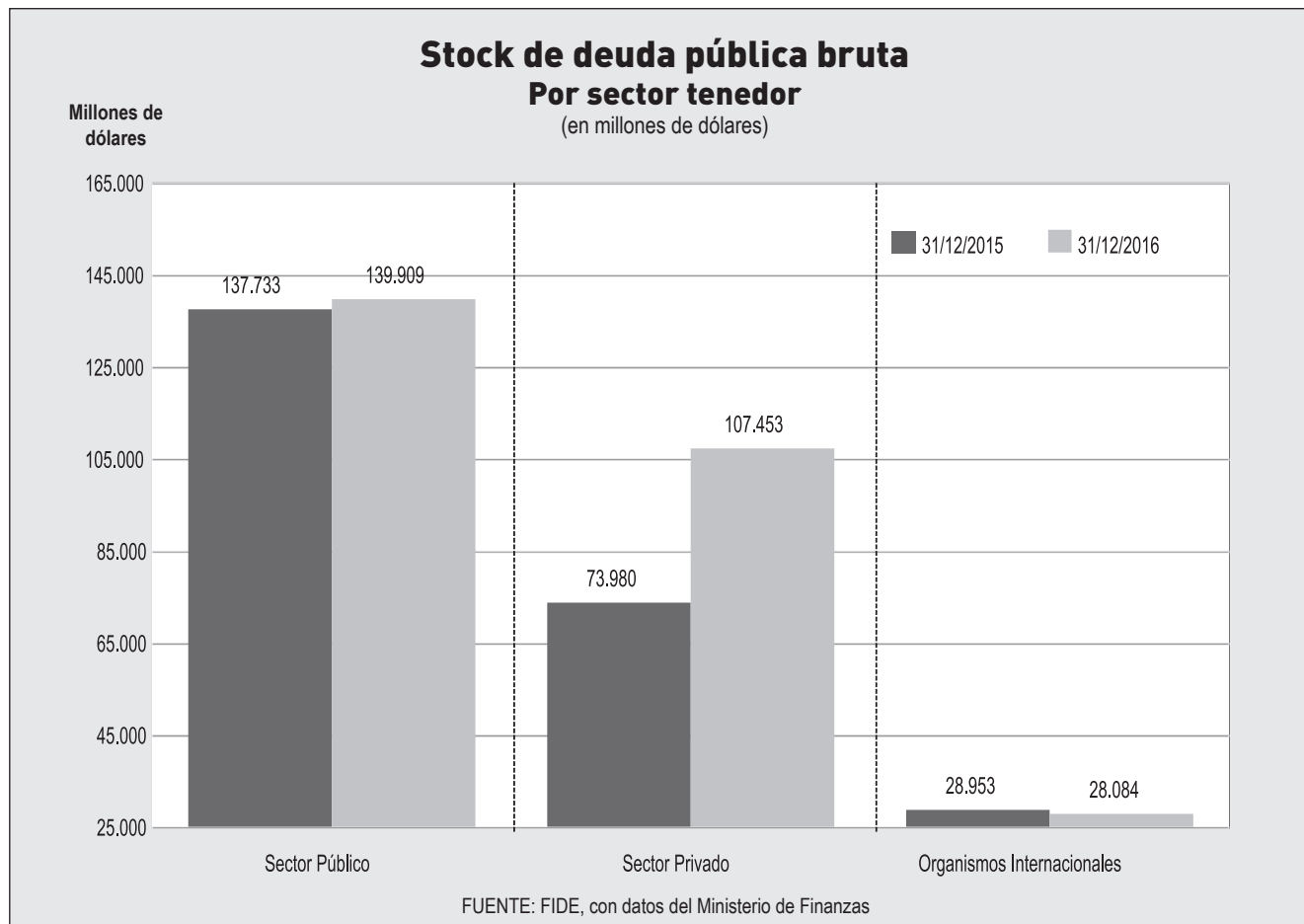
***El principal riesgo de esta estrategia es la pérdida de grados de libertad para ejecutar políticas contracíclicas. Mientras que el Estado puede coordinar hacia su interior los cronogramas de pago de sus obligaciones, lo que minimiza el riesgo de refinanciación, la relación con los acreedores privados se comporta de la manera contraria.***

margen de maniobra futuro: i) prioridad al endeudamiento con el mercado, mientras que cae la participación de la deuda intra gubernamental, ii) emisión, fundamentalmente,

en moneda extranjera, y iii) la emisión de deuda (también en moneda extranjera) por parte de los estados provinciales.

En lo que va del actual Gobierno se advierte que el mercado se transformó en el principal proveedor de fondos, en desmedro de las fuentes originadas en el propio Estado. Los datos oficiales permiten cuantificar ese cambio: la deuda intra sector público del Tesoro Nacional pasó de representar 60% del total al cierre de 2015 a la mitad de la misma al finalizar 2016. Los 10 p.p. “cedidos” por el Estado fueron colocados íntegramente en el sector privado, ya que los organismos internacionales mantuvieron su participación estable (en torno al 10%). De esta manera, mientras que la deuda del Gobierno Nacional creció un 14,5% (medida en dólares corrientes) durante el año 2016, la asumida con acreedores privados trepó un 45%, al tiempo que los pasivos con el sector público avanzaron un 2%.

El principal riesgo de esta estrategia está relacionado con la pérdida de grados de libertad para ejecutar políticas contracíclicas. Mientras que el Estado puede coordinar hacia su interior los cronogramas de pago de sus obligaciones, lo que minimiza el riesgo de refinanciación, la relación con los



acreedores privados se comporta de la manera contraria: en los momentos de mayor incertidumbre estos operadores buscan recortar sus riesgos, lo que produce un incremento de las tasas para refinanciar los pasivos. La dinámica, como bien puede intuirse, resulta pro-cíclica.

En conjunto, el cambio de acreedor provoca una mayor dependencia de los “humores” del mercado, restringiendo las opciones de política del propio Estado. Aunque aún no se han dado a conocer datos correspondientes a este año, todo indica que estas tendencias se profundizaron en la primera parte de 2017.

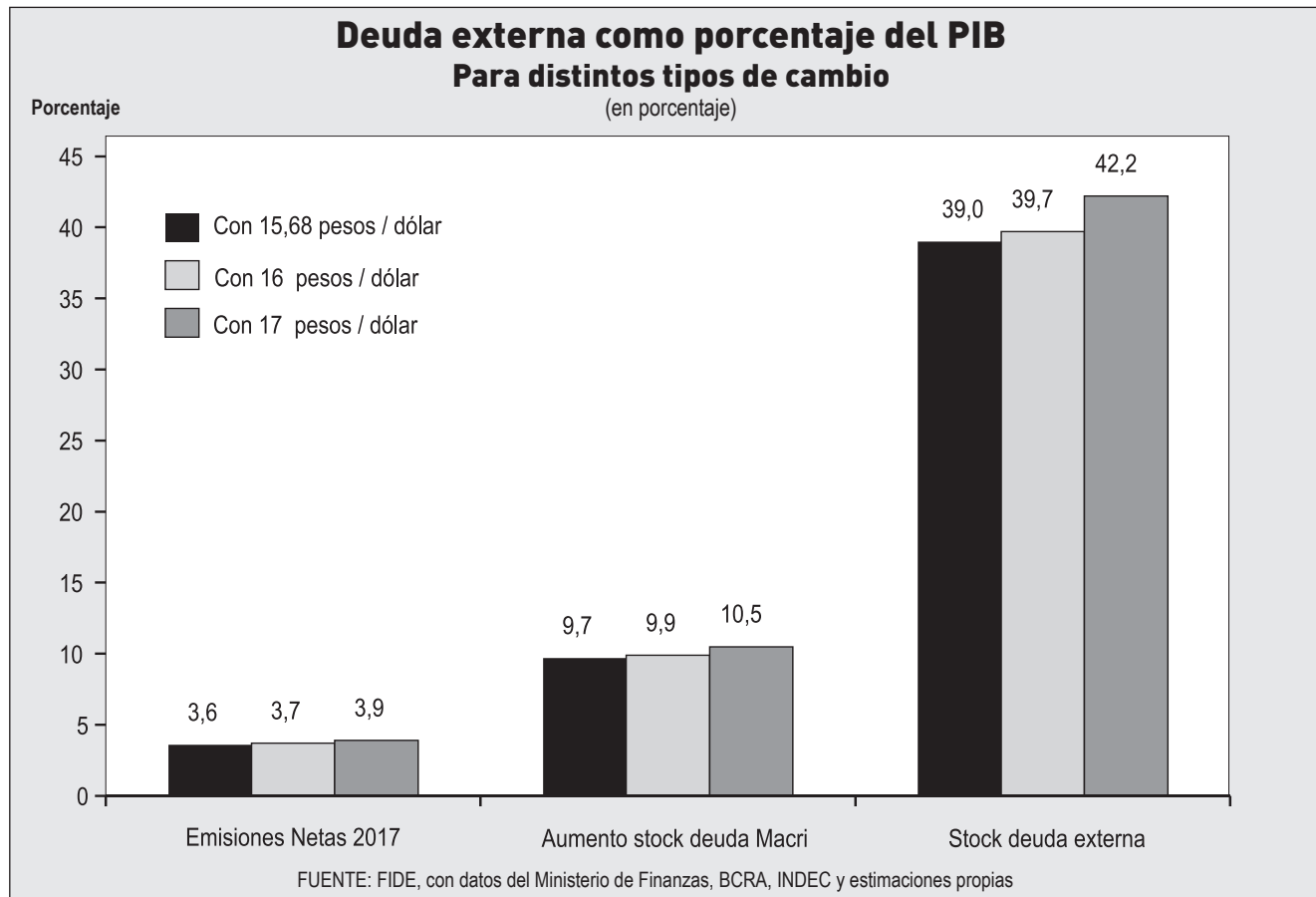
El segundo cambio relevante en la composición del endeudamiento está referido a la moneda de emisión. Al respecto se advierte una creciente ponderación de las obligaciones del sector público en moneda extranjera, cuyo stock se incrementó en aproximadamente 43.600 millones de dólares a lo largo del último año y medio. Esto significa que ingresaron más dólares que los necesarios para afrontar los vencimientos en esa moneda: caso contrario, el stock de deuda se habría mantenido estable o, en el extremo, reducido.

Un detalle adicional es que, por el proceso de aprecia-

ción cambiaria que atravesó el dólar con posterioridad a la devaluación ocurrida en el primer cuatrimestre de 2016 (comportamiento que parece haber encontrado su inflexión en el último mes), el cálculo del *ratio* deuda sobre PIB subestima el verdadero impacto del proceso de endeudamiento. El PIB en dólares, que representa el denominador de la relación, se reduce como consecuencia de la apreciación. Es previsible entonces que este cociente empeore si se mantiene la actual tendencia devaluatoria.

***Se advierte una creciente ponderación de las obligaciones del sector público en moneda extranjera, cuyo stock se incrementó en unos 43.600 millones de dólares en el último año y medio. Esto significa que ingresaron más dólares que los necesarios para afrontar los vencimientos en esa moneda.***

El endeudamiento en moneda extranjera está siendo utilizado para cubrir déficit del sector público en pesos (como ya mencionamos, los pasivos en moneda dura superaron ampliamente las necesidades de divisas por servicios de la





deuda externa). Esta circunstancia produce una expansión monetaria en la medida en que el Tesoro nacional “vende” los dólares que obtiene en forma de deuda para afrontar los pagos en pesos. Se trata de una acción contradictoria con el objetivo planteado por el BCRA, que intenta minimizar la “monetización del déficit”. En la lógica económica del actual Gobierno la inflación es un producto de la emisión monetaria y, por lo tanto, una disminución de la emisión contribuiría a bajar la inflación. Sin embargo, en el actual

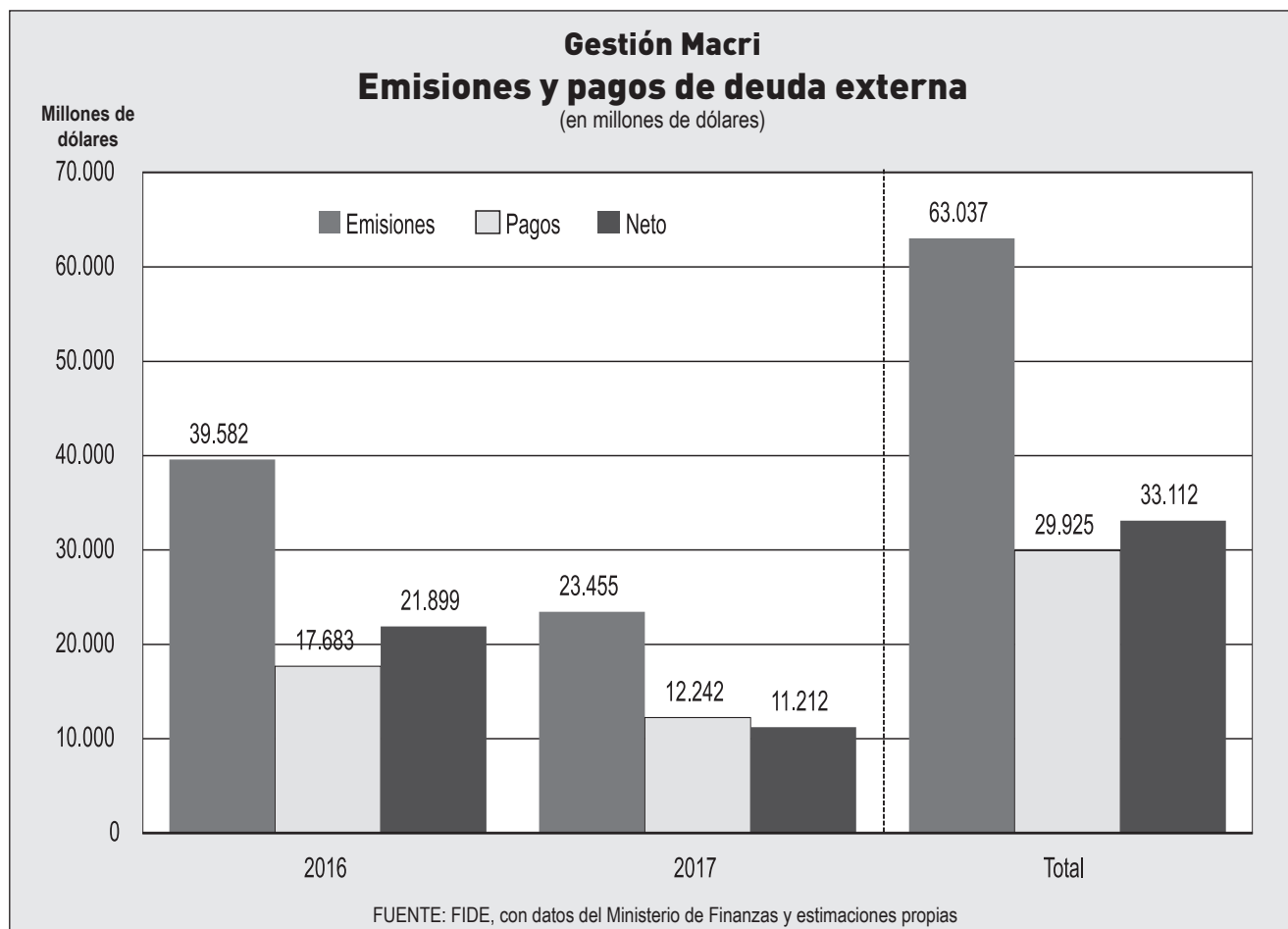
cero por parte del Banco Central por deudas en moneda extranjera con el sector privado, a tasas muy elevadas.

Por último, el Estado nacional no ha sido el único que incrementó sus pasivos en moneda extranjera. Las provincias también optaron por salir a colocar deuda en los mercados financieros internacionales para financiar sus desequilibrios fiscales. A excepción de unas pocas jurisdicciones que obtienen regalías en moneda dura por sus tenencias de recursos naturales, la gran mayoría sólo posee ingresos en moneda nacional. En estos casos, el riesgo asociado al descalce de monedas resulta aún más apremiante.

***La deuda creciente del Tesoro nacional se está dirigiendo al financiamiento del déficit fiscal, del déficit comercial —producto de la apertura comercial— y a bancar la fuga de capitales.***

En resumen, la deuda creciente del Tesoro nacional se está dirigiendo al financiamiento del déficit fiscal, del déficit comercial —producto de la apertura comercial— y a bancar la fuga de capitales. La Argentina ya experimentó esta combinación en otros momentos de su historia. En la misma línea, las provincias están contrayendo pasivos en moneda extranjera. Por lo tanto, aunque los cocientes de sostenibilidad todavía se mantengan alejados de niveles preocupantes —por cierto, una consecuencia de la “pesada herencia”—, el Gobierno nacional debería tomar nota de los riesgos crecientes de su estrategia.

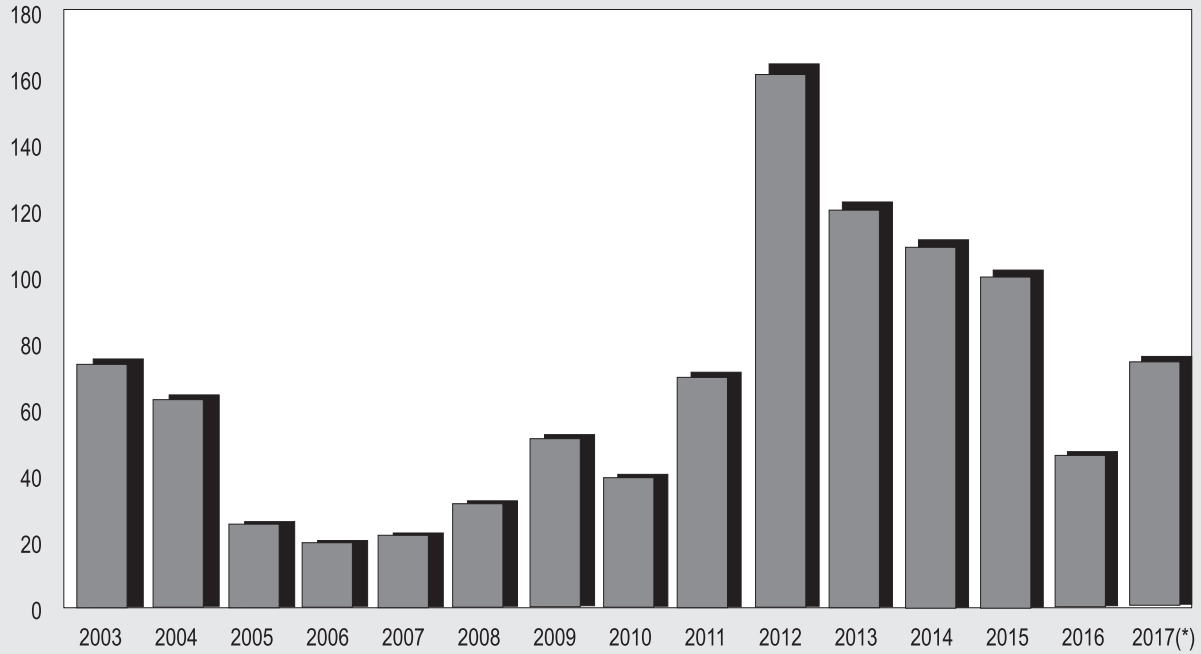
contexto de liberalización de la cuenta capital, que obliga al Gobierno a tomar deuda para cubrir la fuga de capitales, la autoridad monetaria pasa a tener un rol pasivo frente a la dinámica monetaria-cambiaria que impone el actual esquema. Este fenómeno lejos está de ser neutro para las arcas del Estado: se reemplaza financiamiento a tasa



## Adelantos transitorios al Tesoro nacional Monto real. Neto anual

2015 = 100

(en índice base 2015 = 100)



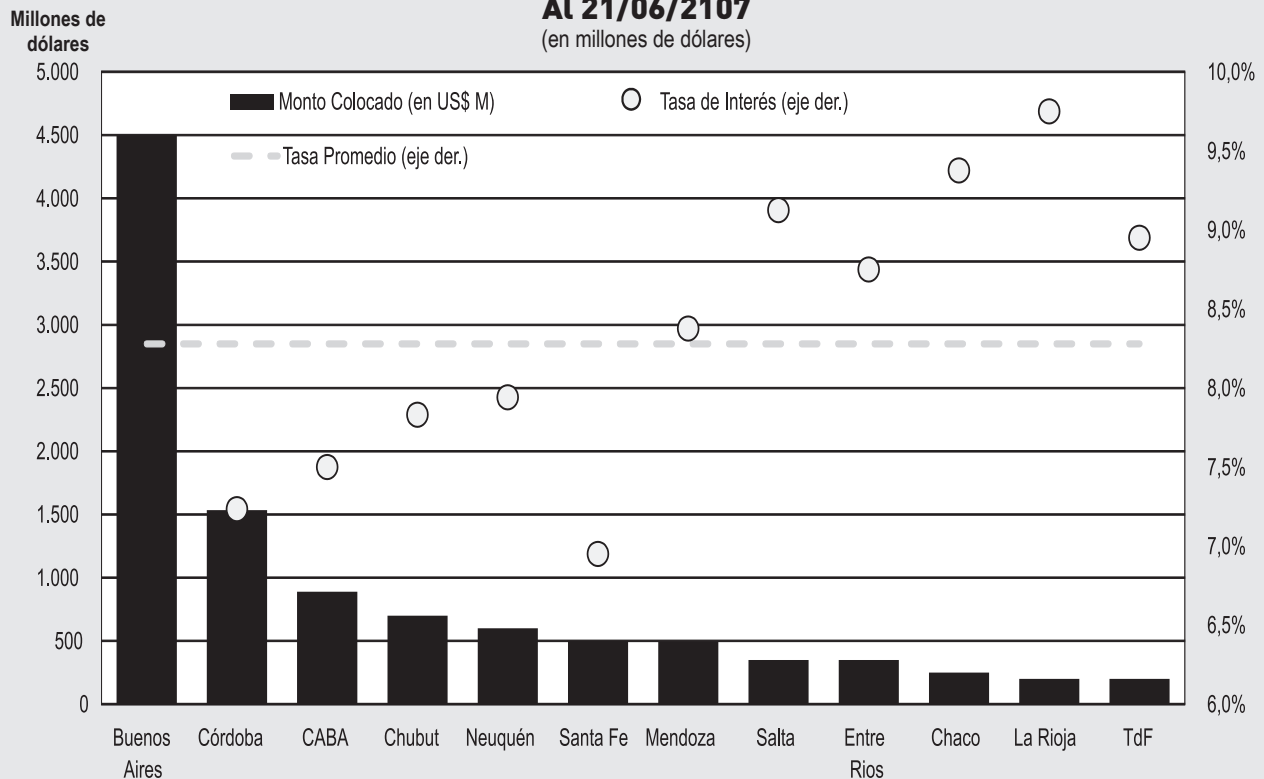
(\*) Al 09/06/2017

FUENTE: FIDE, con datos del BCRA, INDEC y fuentes privadas

## Gestión Macri Emisiones de deuda provinciales

Al 21/06/2017

(en millones de dólares)



FUENTE: FIDE, con datos del Ministerio de Finanzas y estimaciones propias

# AHORA 100

## El nuevo Bono 2117 del Gobierno Nacional

El 19 de junio pasado la República Argentina resolvió endeudarse en 2.750 millones de dólares, a una tasa anual de 7,125%, que deberá pagar semestralmente durante los próximos cien años hasta el vencimiento programado del bono, que tendrá lugar en el año 2117.

En rigor, donde escribimos “*República Argentina*” debería leerse “*Luis Andrés Caputo*”, el nombre del único funcionario público que firmó la Resolución 97-E/2017, mediante la cual nuestro país asumió ese compromiso centenario. Si ninguno de los gobiernos que sucedan al actual logra rescatar el bono antes, las próximas cuatro generaciones de argentinos no olvidarán fácilmente el nombre del ministro de Finanzas. La posteridad cuesta cara y, en este caso, el precio lo pagaremos nosotros y nuestros hijos, nietos y bisnietos.

El costo final del bono es fácil de calcular: Los 2.750 millones de dólares de capital más las 200 cuotas semestrales de interés de 98 millones de dólares cada una demandarán un pago total de 22.350 millones de dólares. Y dado que el bono se suscribió a un precio por debajo de la par de 90 dólares por lámina de 100, el rendimiento para los inversores iniciales es una tasa efectiva de 7,91%. El interés pactado permite recuperar el capital invertido en menos de 13 años y promete 87 años más de pura ganancia a una tasa mucho más alta que la pagada por los demás países que han emitido bonos parecidos. Por ejemplo, entre 2010 y 2015 México emitió varios bonos

---

Sebastián Soler

---

Consejo Directivo FIDE

---

centenarios denominados en moneda extranjera con cupones de entre 4% y 5,75% anual.

Se intenta justificar la operación argumentando que se trata de una “*señal a los mercados*” que permitirá aplanar la curva de rendimientos de la deuda soberana argentina, abaratando el costo del financiamiento con instrumentos de corto y mediano plazo. Por lo menos tres razones cuestionan la validez de esa explicación.

Primero, para enviar la supuesta señal habría alcanzado con emitir un monto simbólico, como el de los bonos centenarios colocados este mismo año por Bélgica e Irlanda de apenas 100 millones de euros cada uno. Los miles de millones de dólares procurados por el ministro Caputo no permiten disimular el objetivo fiscal de la operación.

Segundo, conspira contra la elocuencia de la pretendida señal que el ministro haya optado por vender los bonos privadamente a un puñado de entidades consideradas “*inversores institucionales calificados*”, bajo la excepción contemplada en la Regla 144A de las normas de valores de los Estados Unidos, que eximió al Gobierno de registrar la operación en la *Securities and Exchange Commission* y cumplir las formalidades de una oferta pública en ese país, obviando así la necesidad de realizar un *road show* y publicar previamente un prospecto.

Por último, la señal a los mercados, al menos por ahora, no ha sido escuchada. En las tres semanas transcurridas desde la emisión del bono el riesgo país argentino, que mide el *spread* entre los bonos de la Argentina y los del gobierno estadounidense, subió más de 5% (de 407 a 430 puntos básicos). De hecho, al día siguiente de la emisión Morgan Stanley mantuvo la calificación como “mercado fronterizo” de nuestro país en el índice MSCI, contrariando las expectativas del Gobierno de ascender a la categoría “emergente”.

Se ha aducido que el plazo de cien años es discrecional porque el Gobierno tiene el derecho de rescatar el bono total o parcialmente en cualquier momento, lo cual es cierto pero conlleva un costo tan alto que vuelve impracticable ejercer la opción. De acuerdo con las cláusulas contractuales del bono, para rescatarlo la Argentina debería pagar todas las cuotas de interés pendientes entre la fecha del rescate y 2117, descontadas por la tasa del bono de los Estados Unidos de una duración equivalente estimada por un comité de bancos internacionales más 50 puntos básicos (el “*make-whole premium*”). Teniendo en cuenta que los bonos más largos de los Estados Unidos a treinta años rinden 2,88%, es razonable suponer que rescatar el bono este año costaría más de la mitad del costo contractual total del bono indicado arriba.

Tomando en consideración todas estas circunstancias, bien vale la pena preguntarse cómo es posible que un bono con características tan extraordinarias haya sido emitido a sola firma por un funcionario. La respuesta se encuentra en las carencias de la normativa aplicable para regular adecuadamente un proceso de endeudamiento de las dimensiones del desplegado por el Gobierno en un año y medio de gestión.

El artículo 60 de la Ley 24.156 de Administración Financiera establece que las operaciones de crédito público del Gobierno nacional deben ser autorizadas por la Ley del Presupuesto General del año respectivo o por una ley específica que debe indicar, “*como mínimo*”, ciertas características de las operaciones, entre las que se incluye “*el plazo mínimo de amortización*”. Nada dice la ley sobre el plazo máximo.

Conforme lo dispuesto en esa misma norma, el artículo 34 de la Ley 27.341 de Presupuesto General de la Administración Nacional para el Ejercicio 2017 y su

planilla anexa autorizaron al Gobierno nacional a realizar operaciones de crédito público con plazos mínimos de entre 90 días y cuatro años, pero omitieron cualquier referencia a los plazos máximos de las mismas. El Decreto 29/2017 del presidente Macri implementó dicha autorización, facultando al Ministerio de Finanzas a emitir títulos públicos por hasta 20.000 millones de dólares y determinar las “*épocas, plazos, métodos y procedimientos*” de su emisión. Fue en ejercicio de dicha facultad que el ministro Caputo dictó la mencionada Resolución 97-E/2017 y dispuso la emisión del bono centenario.

Una lectura superficial de la normativa sugiere que el ministro actuó dentro de sus facultades, tal como las define la letra estricta de las disposiciones relevantes. La Ley de Administración Financiera no requería que la Ley de Presupuesto señalara un plazo máximo y el presidente le delegó al ministro la potestad de fijar ese plazo. Pero esa lectura soslaya las garantías de proporcionalidad y racionalidad que deben satisfacer los actos administrativos, en especial cuando se ejecutan en ejercicio de facultades discrecionales. Es a la luz de esos principios que debe interpretarse la expresión “*como mínimo*” que precede la lista de características de las operaciones de crédito público que, conforme el artículo 60 de la Ley de Administración Financiera, debía precisar la Ley de Presupuesto del ejercicio 2017.

Tal vez habría sido razonable y proporcional que el ministro Caputo aprovechara la laguna normativa de la Ley de Administración Financiera y la omisión de un plazo máximo en la Ley de Presupuesto para resolver la emisión de un bono con treinta años de plazo, un período equivalente al de otros títulos públicos que ya están en circulación.

La misma lógica resulta inaplicable a la emisión de un bono centenario inédito, cuyas características extraordinarias no fueron anticipadas en el Proyecto de Ley de Presupuesto enviado por el Poder Ejecutivo Nacional, contempladas por el Congreso al sancionarla, o mencionadas por el presidente cuando le delegó la facultad de endeudar a sus compatriotas. Caso contrario, ni siquiera podríamos descartar que la próxima vez el Gobierno emita, sin autorización explícita del Congreso, un bono “perpetuo” como los emitidos en los siglos XIX y XX por el Reino Unido y los Estados Unidos, que nos endeude para siempre.

## DIALOGOS

# Marco Aurelio García

---

Historiador. Co-fundador del PT.  
Asesor de los gobiernos de Lula y Dilma Rousseff.

---

***“Para transformar nuestra región necesitamos una dinámica compuesta por transformaciones moleculares y ‘saltos’ más importantes –reformismo fuerte–. De lo contrario no solo no lograremos avanzar, sino que iremos retrocediendo”***

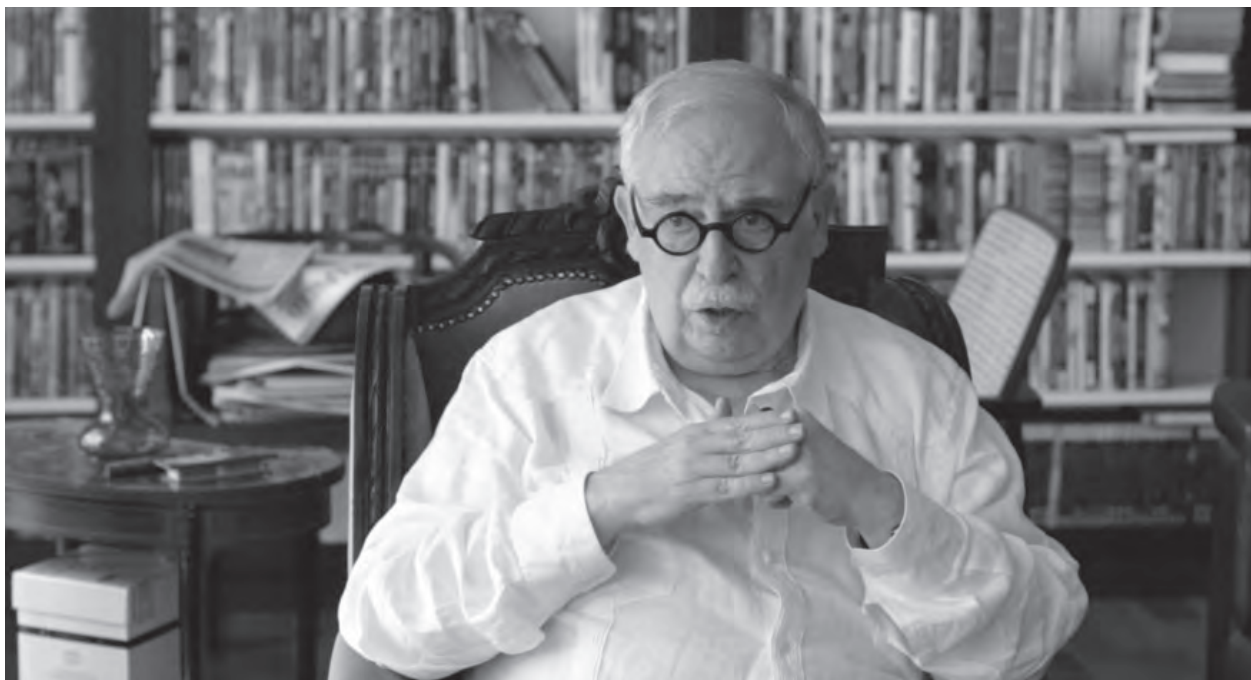
Invitado por el programa *Lectura Mundi* de la Universidad Nacional de San Martín, Marco Aurelio García visitó la Argentina y intervino en una serie de foros y encuentros universitarios. Partícipe fundacional del Partido de los Trabajadores de Brasil, miembro de sucesivos gabinetes nacionales en los gobiernos de Lula y luego de Dilma Rousseff, Marco Aurelio se pregunta sobre los “sujetos” necesarios para llevar adelante las transformaciones sociales y políticas que Latinoamérica necesita para convertirse en una tierra digna para todos. Va un paso más allá y se cuestiona por la naturaleza y el ritmo de esas transformaciones y avanza también con una mirada crítica sobre los “factores endógenos” y los efectos de las políticas públicas populares-progresistas desplegadas durante la última década y media en la región.

Marco Aurelio nos recuerda la necesidad imperiosa de actualizar la política industrial, seleccionar sectores

y articular esta selección con una mirada de mercado integrado, de un mercado regional. Cree que la política industrial de nuestros países es obsoleta y que nos faltaron metas y controles sobre los sectores y las empresas que fueron beneficiarias del estímulo de las políticas desplegadas por el sector público y sobre una cantidad creciente de consumidores, producto de la ampliación de derechos y las mejoras en la distribución del ingreso.

*“El problema está —dice Marco Aurelio— en no haber inscripto el proceso de reformas en una visión de largo plazo de transformación social, política y cultural, que sea capaz de movilizar a una sociedad que no quede reducida al papel de espectadora”.* El capitalismo financiero, apunta Marco Aurelio, es un contexto donde las ideas dominantes funcionales a esa hegemonía han pasado a ser las de las clases dominantes, y por ese motivo las iniciativas de desarrollo nacional y regional resultan una tarea aún más compleja.





**FIDE:** En este contexto, cuál es tu visión a futuro del modelo de acumulación necesario para viabilizar el desarrollo y los actores capaces de llevar adelante ese proceso en la región?

**Marco Aurelio García (MAG):** Creo que una de las cosas que habría que hacer, examinando incluso críticamente lo que hicimos, es detectar cuáles son las posibilidades reales que nuestros sistemas productivos tienen hacia el futuro. Es obvio que nosotros no podemos producir todo, aunque Brasil sea un mercado importante (al igual que la Argentina). Es necesario entonces plantear una cierta selectividad. Aún en el caso de aquellos sectores donde tradicionalmente somos competitivos, como el sector agrícola. Yo soy crítico de la visión que dice que nosotros tendemos a una reprimarización de la economía, porque no creo que la agricultura argentina ni la brasileña sean hoy la vieja agricultura primaria exportadora. Es una agricultura casi industrial con mucho valor agregado, con mucha investigación. Hay otros sectores que tenemos que estudiar; en esto me imagino que estamos un poquito rezagados, porque me da la impresión de que los estudios de política industrial que tenemos están obsoletos, porque fueron hechos bajo una perspectiva que ya no es la necesaria, que atrasa veinte años. La experiencia de Brasil, donde implementamos una serie de beneficios para la producción en términos de créditos, de reducción de impuestos y de aporte para solventar una parte de la nómina salarial, etc...

todas esas políticas las hicimos sin buenos mecanismos de control de metas. Pero, por otra parte, más allá de eso, a mí me da la impresión (y está más o menos consensuado) de que muchos de esos sectores no le otorgaban tanta importancia a esas políticas de promoción de la inversión, aun cuando se trataba de partidas presupuestarias grandes,

---

***Los empresarios no le asignaban tanta importancia a esas políticas de promoción porque ellos estaban involucrados y funcionaban en tándem con el sector financiero. Hay estudios que se hicieron que demuestran que un número mayoritario de las doscientos cincuenta empresas industriales más importantes de Brasil obtenían sus ganancias, fundamentalmente, en el sector financiero.***

---

que incluso, en parte, explican el creciente déficit fiscal en Brasil. Los empresarios no le asignaban tanta importancia a esas políticas de promoción porque ellos estaban involucrados y funcionaban en tándem con el sector financiero. Hay estudios que se hicieron que demuestran que un número mayoritario de las doscientos cincuenta

empresas industriales más importantes de Brasil obtenían sus ganancias, fundamentalmente, en el sector financiero. Si eso es verdad, toda la idea de política industrial —que a mi juicio es esencial para un proyecto nacional de desarrollo— queda trunca: no hay proyecto nacional si no hay política industrial.

**FIDE:** ¿Vos creés que en este marco del capitalismo financiero los gobiernos de nuestros países tienen los grados de libertad como para ir en contra del proceso de financiarización?

**MAG:** Creo que sí, pero eso necesita un Estado fuerte, un Estado con gran determinación y claridad sobre lo que está en juego y, a mi juicio, más que eso: un Estado que esté en condiciones de ofrecerle al sector industrial una perspectiva de futuro. Creo que en este sentido, quizás, una política correcta de integración regional ayude. Yo me acuerdo de que, cuando preparamos el documento de UNASUR, una cosa sobre la cual llamábamos la atención era el hecho de que necesitábamos avanzar en un proceso de integración y que eso significaba pensar a América del Sur como un polo y que las ventajas que tenemos, además de las ventajas naturales (materias primas, tierras, agua, etc.), están

relacionadas con un cierto entramado, un tejido industrial. Claro, la industrialización en nuestra región no es tan amplia y tan profunda como en Asia o en Europa, pero tenemos

---

***Ellos consiguieron hegemonía cultural para la agenda liberal: el Estado es una porquería, hay que achicarlo, las metas de inflación son la única alternativa, etc. ¿Cómo producir ese cambio? De a poquito, tenemos también que dar esa lucha. Quizás una parte de la explicación radica en el hecho de que nosotros no teníamos muy en claro la alternativa a esas políticas.***

---

un mercado gigantesco que en ese momento se estaba beneficiando con políticas de inclusión social. Entonces ya no era una ventaja relacionada con la cantidad de personas, sino que representaban una cantidad importante de consumidores. Y esta era una condición imprescindible para un proyecto productivo más fuerte. Nos faltaban otras



condiciones: infraestructura, que era muy débil por una balcanización muy fuerte en la región, energía... y aquí se produce una paradoja. Nuestra región, siendo quizás una de las regiones de la Tierra con más fuentes de energía, sufría apagones constantes, en varios países, incluso en un país como Paraguay, que tiene la producción de energía eléctrica per cápita más alta del planeta. Ahora eso se resolvió. Entre las otras condiciones importantes para generar ese polo está la formación, la educación. Y algunos de estos elementos también estaban en cierta medida marchando. Porque estaban relacionadas con conquistas sociales importantes para gobiernos progresistas. Ahora, eso es algo que exige voluntad, ahí tenemos que ser voluntaristas (\*)... En algo tenemos que ser voluntaristas; no se puede ser voluntarista en todo, se tiene que ser voluntarista en aquellas cuestiones que son estratégicas, incluso desde el punto de vista del sostén de los gobiernos, y que tienen una incidencia muy clara sobre la economía. Creo que todas las políticas de inclusión social, de distribución de renta son muy importantes. Dilma insiste mucho en que nosotros deberíamos trabajar también en la distribución de la riqueza, porque enfatizamos y trabajamos mucho en la distribución de la renta, pero nos faltó avanzar con la distribución de la riqueza. Se trata un poco de la cuestión

---

***En la reunión de los presidentes de la Unión Europea hubo una discusión importante en relación al problema de la inversión extranjera: el presidente de Francia, Emmanuel Macron, defendía la idea de establecer un límite a las inversiones extranjeras, y países como Grecia, Portugal y España estaban en contra de esa posición. Creo que nosotros tenemos que entrar en esa discusión.***

---

que plantea Piketty en su libro y que en el caso brasileño se hizo poco; se comenzó a hacer con los grandes programas habitacionales en Brasil (viviendas populares). En particular, con el programa “*Mi casa, mi vida*”. Ahí sí había creación de riqueza para la gente, tener una casa, por ejemplo. Lo que

nosotros (la clase media) tenemos, porque tu abuelo dejó un departamento, tu padre dejó otro, y tú vas a dejar para tus hijos...

**FIDE: Teniendo en cuenta que una porción creciente de los ingresos proviene de la actividad financiera y poniendo como norte la creación de un mercado integrado, es decir, un proceso de integración fuerte, ¿cuáles son las instituciones, las políticas necesarias para avanzar en esa construcción? Dicho de otro modo, ¿podemos pensar en ese futuro con políticas tan extendidas y contradictorias con un proceso de desarrollo e industrialización como, por ejemplo, las metas de inflación?**

**MAG:** Ahí creo que hay un ardid político. Quizás no hay que poner esa discusión, en tanto discusión teórico-política, al frente, en primer plano. Porque si hacemos eso vamos a generar una resistencia tremenda. Yo tengo una visión sobre el reformismo fuerte que es la siguiente: ellos están deshaciendo todos los días las conquistas que nuestros gobiernos fueron construyendo, lentamente. Tengo la impresión que aquí en la Argentina también se verifica ese retroceso. En el caso de Brasil el retroceso es cotidiano, todos los días, en todos los frentes, en hospitales, escuelas, universidades, y nosotros tenemos que hacer cosas todos los días. Claro está que en determinados momentos no basta ese trabajo molecular, esas transformaciones moleculares. Hay que dar un cierto salto, y eso es una cuestión, una fuerza casi de Estado Mayor. Hay que pensar cómo hacerlo, pero esa me parece la cuestión fundamental. Lo que sí es importante es que los que están involucrados con el desarrollo de un proyecto nacional, industrial, que no pueden ser uno o dos, tienen que estar y ocupar todos y cada uno de los lugares estratégicos del Estado: en el Banco Central, en Hacienda, en Agricultura, en Relaciones Exteriores y tienen que tener claro lo que hay que cambiar.

¿Cómo cambiar? Esa es otra cuestión. Porque la derecha se ha planteado una estrategia de propaganda continua. Ellos consiguieron hegemonía cultural para la agenda liberal: el Estado es una porquería, hay que achicarlo, las metas de inflación son la única alternativa, etc. ¿Cómo producir ese cambio? De a poquito, tenemos también que dar esa lucha. Creo que quizás, una parte de la explicación radica en el hecho de que nosotros no teníamos muy en

---

(\* ) Nota del editor: En el contexto de esta entrevista las palabras voluntad y voluntarismo se entienden como vocación para generar los cambios.

claro la alternativa a esas políticas. Entonces muchos de nuestros compañeros, aún tapándose la nariz, decían “*está bien*”... Yo creo que los economistas deberían estimular una discusión fuerte. Hay grandes economistas internacionales que lo están haciendo, pero nosotros no lo hicimos, aunque creo que no se debería confundir eso con propuestas programáticas. En las propuestas programáticas sí tenemos que tener en claro cuáles son las transformaciones que vamos a hacer, pero ¿cómo hacerlas? Y ahí los economistas también son los que tienen la capacidad de mostrar cuáles son los momentos de ruptura, cuáles son las rupturas posibles, en cada circunstancia histórica y política... Se trata de un problema de naturaleza político-económica.

**FIDE:** En el contexto de la financiarización y de internacionalización de la producción, y tomando en cuenta el rol central de la inversión extranjera directa (las empresas multinacionales y sus cadenas de valor): ¿existen grados de libertad para orientar estos flujos de inversión, es decir, el accionar de estas empresas, para que sean funcionales a un proyecto de desarrollo nacional? Hay muchos estudios en ese sentido, especialmente de la CEPAL, que desmitifican el rol en el desarrollo de la Inversión Extranjera Directa en términos de empleo decente, avance tecnológico y, también, por sus efectos sobre el Balance de Pagos. ¿Qué opciones, qué grados de libertad, percibís que existen para poder interactuar con la IED?

**MAG:** Habrá que estudiar lo que estas empresas están haciendo. De hecho, los europeos están confrontando con este problema en una forma muy directa. En la reunión de los presidentes de la Unión Europea hubo una discusión importante en relación al problema de la

---

***¿Cómo establecer efectivamente una capacidad de intervención del Estado fuerte, nacional, etc.? Para eso sería muy importante que tuviéramos a nuestro favor por lo menos a una parte de los empresarios. ¿Es posible? Si no resolvemos eso, no resolvemos la clave de si vamos a tener industria o no... Y entonces la Argentina y Brasil se van a transformar en “subInglaterras”.***

---

inversión extranjera: por ejemplo, el presidente de Francia, Emmanuel Macron, defendía la idea de establecer un límite a las inversiones extranjeras, y países como Grecia, Portugal y España estaban en contra de esa posición. Creo que nosotros tenemos que entrar en esa discusión. Por otra parte, creo que debemos mirar lo que está ocurriendo





con China. Washington está muy preocupado con el problema de la ruta del acero, un proyecto que tiene un tamaño equivalente a treinta Planes Marshall. Entonces, creo que hay posibilidades internacionales hoy en día; ya las había en nuestro período, pero después con la crisis quedaron un poquito mermadas. Pero hay posibilidades de intentar establecer nuevas alianzas internacionales, no solo con países más heterodoxos, como es el caso de China, sino a veces con otros países desarrollados. Eso nos permitiría incluso una negociación más adecuada con las multinacionales. Por ejemplo, la pregunta “¿el sector automotor estaría dispuesto a salir de la Argentina y Brasil si nosotros impusiéramos algunas condiciones en materia de autopartes?”. No creo: tanto Brasil como la Argentina son mercados relativamente importantes para este sector. Creo que una de las cuestiones fundamentales fue que, en el fondo, nos achicamos un poco, quizás producto del rechazo a las propuestas de algunos economistas que planteaban una agenda un poco más fuerte, más voluntarista. Claro, porque no tenemos condiciones para salir al mundo así nomás, ni tampoco para cerrarnos. Es una de las críticas ideológicas que hemos recibido, tanto en el caso de la Argentina como en el caso de Brasil. La Argentina se cerró y

---

***A través de este tipo de compañías también era posible plantearse una expansión hacia el exterior. Y avanzar con niveles crecientes de contenido nacional, aún cuando los argumentos de la derecha sean los mismos: “hay corrupción”, “hay distorsión”, etc. Tenemos que partir, obviamente, del principio: hay que ser intolerante en relación a la corrupción. Y luego hay que avanzar hacia lo que de verdad interesa: el Estado tiene que tener condiciones de control del funcionamiento de esas empresas en el ámbito interno y en el ámbito externo.***

---

Macri la abrió al mundo, eso es lo que se dice, y en Brasil la discusión es parecida. Aunque en realidad Brasil ni siquiera volvió al mundo, porque cada vez que sale al mundo es un desastre. ¿Cómo establecer efectivamente una capacidad de intervención del Estado fuerte, nacional, etc.? Para eso

sería muy importante que tuviéramos a nuestro favor por lo menos a una parte de los empresarios. ¿Es posible? Los economistas y los compañeros que se encargan de la implementación de la política económica sabrán decirte, más allá del análisis puramente técnico, hasta qué punto se pueden cambiar las relaciones de fuerza en el sector empresario. Si no resolvemos eso, no resolvemos la clave de si vamos a tener industria o no... Y entonces la Argentina y Brasil se van a transformar en “*subInglaterras*”.

**FIDE: Brasil tiene experiencia en cuanto a la internacionalización de las empresas nacionales; en la Argentina, en cambio, solo tenemos algunos casos aislados que, por cierto, nos recuerdan la dificultad para establecer prioridades nacionales de desarrollo en la relación con estas empresas de capital local pero internacionalizadas. Dicho de otro modo, ¿hemos actualizado debidamente la discusión sobre el desarrollo para adaptarla a una etapa del capitalismo dominada por las finanzas pero, también, caracterizada por la internacionalización de la producción?**

**MAG:** Yo diría que la internacionalización de las empresas trae aparejada las dos cosas. Por un lado, obviamente, tiene un aspecto virtuoso y también, en el caso de Brasil, estas mismas empresas son la que se metieron en una trama de corrupción gruesa, como en el caso de la carne, que es más que una empresa de la industria de la carne: se trata de un enorme conglomerado, la primera empresa nacional. Pero el ataque a estas empresas también hay que ponerlo en contexto. Se trata del mismo ataque que sufrió el BNDES. Durante el primer gobierno de Lula, algunos funcionarios de Hacienda decían sin tapujos: “*Yo quiero un BNDES bien, bien flaquito...*” Obviamente porque el BNDES era un banco de desarrollo que, en cierto momento, tuvo más capacidad de inversión que el BID, que el Banco Mundial. Entonces, creo que la trayectoria de empresas como Odebrecht, Camargo, JBS, etc. estuvo muy vinculada concretamente a esa “ola neoliberal” para tratar de criminalizar toda y cualquier intervención del Estado. Ahora bien, ¿cuál es la consecuencia de esto? A través de este tipo de compañías también era posible plantearse una expansión hacia el exterior. Y a través de ese proceso también era posible avanzar con niveles crecientes de contenido nacional que, por ejemplo, en el caso de la industria naval en Brasil resultó fundamental, aún cuando los argumentos de la derecha sean los mismos: “*hay corrupción*”, “*hay distorsión*”, etc. El costo de esta ofensiva para algunas empresas es muy grande. Puede ser



que Odebrecht se recupere, pero es como en esos juegos de mesa infantiles: llegó al casillero 50 y ahora volvió al 3, se trata de un retroceso enorme. Para ordenar la discusión tenemos que partir, obviamente, del principio: hay que ser intolerante en relación a la corrupción. Y luego hay que avanzar hacia lo que de verdad interesa: el Estado tiene que tener condiciones de control del funcionamiento de esas empresas en el ámbito interno y en el ámbito externo. Si eso no ocurre, es difícil, sobre todo en un período en que hay una ofensiva muy fuerte y un nivel de competencia mundial feroz. En este sentido agrego un ejemplo: lo que está ocurriendo en Corea. Nuestra experiencia contiene varios elementos que están inspirados en el ejemplo coreano, en la selección de los campeones nacionales. No es una casualidad lo que está ocurriendo en Samsung. Otra vez el tema de la corrupción. Echaron a la presidenta por corrupción, el presidente de Samsung también está preso y hay un ataque muy fuerte a un modelo que fue mucho más exitoso que el nuestro. Porque en nuestros países simplemente abrimos la economía hacia la inversión extranjera y pasamos a producir lo que era obsoleto en el Primer Mundo. Nosotros, por ejemplo y para volver al tema de la integración regional, no tuvimos en ningún momento la perspectiva de una producción nacional de un coche

---

***Tenemos un espectro de producción gigantesco para la región; entonces podemos exportar miles de productos dentro de la región. Pero para que esa estrategia —digamos exportadora de productos industrializados— avance, también es necesario contemplar la producción y las posibilidades de los otros países y estar dispuesto a importar de esos países.***

---

argentino-brasileño o de un coche brasileño-argentino. Hoy en día, no se puede volver hacia atrás e intentar hacer lo que se hizo en el pasado, creo que la cuestión fundamental es la siguiente: ¿Nuestras industrias tienen futuro? ¿Cuáles de ellas? Porque es evidente que industrias que tenían importancia hace cincuenta años, cuando todos éramos desarrollistas, hoy no solo no tienen mayor relevancia, sino que no existen más. Entonces es necesario estudiar un poco para poder diseñar un nuevo proceso de industrialización.

Para utilizar otra vez el ejemplo del automóvil, hoy el mundo avanza en las tecnologías y las regulaciones que harán posible un automóvil auto tripulado, con la utilización de inteligencia artificial. Hay otras experiencias para mirar, para evaluar críticamente. Italia es un caso en este sentido. ¿Qué es Olivetti hoy día? No sé. Fiat es más importante en Brasil que en Italia. En Brasil, el sector farmacéutico tuvo un gran apoyo del Estado. Ese es un caso en que tenemos que insistir. Hubo una cierta internacionalización de los fármacos argentinos. Brasil, por su parte, compró empresas de fármacos en todos los países de América del Sur. En todos.

**FIDE: Vos has tenido algunas definiciones sobre las dos condiciones necesarias para impulsar la política industrial, de desarrollo. Por un lado la decisión política al más alto nivel, pero luego un compromiso de la burocracia del Estado, en sus distintos estamentos, que también se comprometa con esta agenda. ¿Te parece que la resistencia de las burocracias a las que vos hacías referencia refleja en realidad la resistencia, digamos nacionalista, de la voluntad popular que en realidad no apoya un proceso de verdadera integración?**

**MAG:** Yo creo que hay más bien distancia y desconocimiento, antes que otra cosa. Creo de cualquier manera que, ahí, el futuro de la integración productiva está muy vinculado a una relación más compleja. Ustedes y nosotros (Brasil en ese sentido es relevante) tenemos una particularidad: tenemos un espectro de producción gigantesco para la región; entonces podemos exportar miles de productos dentro de la región. Pero para que esa estrategia —digamos exportadora de productos industrializados— avance, también es necesario contemplar la producción y las posibilidades de los otros países y estar dispuesto a importar de esos países, países hermanos, de la región. Recuerdo el caso de las bananas, tema muy importante para el Ecuador. En Brasil había una gigantesca resistencia para importar bananas de Ecuador, porque había lobbies. Allí las burocracias y algunos intereses sectoriales muy particulares que, en algunos casos también están representados en esas burocracias, juegan en contra. Y aparecen cosas como que “*esa banana trae plaga*”. ¿Qué hacíamos? No importábamos nada prácticamente de Ecuador. Los únicos países con los cuales teníamos una relación más o menos equilibrada eran Bolivia, por el gas, y Paraguay, un poco por la energía eléctrica. Si no se plantea una relación equilibrada, entonces no vamos a poder avanzar. Esa estrategia necesita concretamente que

por lo menos los dos países más importantes de la región, la Argentina y Brasil, estén muy sintonizados. Aunque no se logre un único proyecto, porque eso es difícil de lograr, cada uno sabe dónde le aprieta el zapato, pero tenemos que trabajar en un conjunto de ideas generales y comunes. Y tener la capacidad para apuntalar ciertos mecanismos de integración. No fuimos capaces de crear un banco de inversiones; se trató de hacer eso en el BNDES, una especie de *Exim Bank* ... La resistencia a esa iniciativa fue una cosa impresionante. En un proceso de integración es imprescindible que la Argentina y Brasil identifiquen y compartan un buen análisis sobre la realidad industrial actualizada. Esto incluye detectar aquellas cuestiones en las que no podemos lograr consenso y ponerlas, por un tiempo, a un costado para poder seguir avanzando en el resto de los temas. En este sentido, otra vez, tenemos que tener más voluntad, como digo yo, ser más voluntaristas. No me gusta el voluntarismo cuando va en contra de análisis racional, de las condiciones concretas de implementación de una política. Pero la inercia nos conduce en el sentido contrario, hacia atrás. Por eso planteo la necesidad de transformaciones moleculares todos los días que, en un cierto momento, deben articularse con saltos más importantes (transformaciones fuertes). De lo contrario, no solo no avanzamos, sino que retrocedemos.

En este punto de la conversación me gustaría incorporar un elemento: habría que invitar a los sociólogos a discutir. Porque parece que la Sociología se preocupa mucho por la desaparición de la clase obrera, pero menos por la burguesía industrial, también como clase social. Me preocupa hasta qué punto opera lo que Margaret Thatcher decía. Ella decía *"Somos todos individuos"*. Ya no hay burguesía, hay empresarios. Los empresarios son actores importantes de la política actual. Macri lo es, Macron, etc. Y ya no valen en tanto representantes de los empresarios. Valen porque son ellos, individualmente, empresarios. Tenemos que poner a los sociólogos a que estudien un poquito esto. El empresario quiere producir y, más importante, ganar plata. Después de 2008, se trató aunque tíbilmente de disciplinar un poco a las finanzas. ¿Hoy en día? Creo que nos perdimos en 2008 una buena oportunidad de intervenir un poquito más en el gran capital. En Brasil ahora nos preguntamos:

*"¿por qué no compramos General Motors?"* Teníamos la posibilidad. En aquel momento histórico, en esa crisis. ¿Y si lo hubiéramos hecho asociados con la Argentina? GM estaba en venta. Los chinos hicieron eso, compraron un montón de empresas.

---

***En un proceso de integración es imprescindible que la Argentina y Brasil identifiquen y compartan un buen análisis sobre la realidad industrial actualizada. Esto incluye detectar aquellas cuestiones en las que no podemos lograr consenso y ponerlas, por un tiempo, a un costado para poder seguir avanzando en el resto de los temas.***

---

Para cerrar, recuerdo un momento importante. Cuando Brasil le pagó al FMI. Apenas un poco más tarde la Argentina también canceló la totalidad de su deuda con ese organismo. Habríamos tenido la posibilidad de pagar juntos. Habría sido un hecho importantísimo. No pasó; perdimos esa oportunidad. Y sin embargo, nuestros países cerraron con esas cancelaciones una etapa de dependencia con el FMI que tiene un significado histórico y político muy importante.



## Datos básicos de la economía argentina

| RUBRO   | 2017    |         |         |         |       |       |          |
|---|---------|---------|---------|---------|-------|-------|----------|
|   | 2014    | 2015    | 2016    | I trim. | Abril | Mayo  | Junio(*) |
| P.I.B Total(% igual período del año anterior)                     | -2,5    | 2,6     | -2,2    | 0,3     | 0,6   | s/i   | s/i      |
| P.I.B Agropecuario(% igual período del año anterior)              | 3,2     | 7,8     | -5,7    | 4,3     | s/i   | s/i   | s/i      |
| P.I.B Industria(% igual período del año anterior)                 | -5,1    | 0,8     | -5,6    | -2,2    | s/i   | s/i   | s/i      |
| Formación bruta de capital fijo(% igual período del año anterior) | -6,8    | 3,8     | -5,1    | 3,0     | s/i   | s/i   | s/i      |
| P.I.B Total (en millones de pesos corrientes)                     | 4579086 | 5854014 | 8050803 | 8928154 | s/i   | s/i   | s/i      |
| Saldo comercial(millones de dólares)                              | 3106    | -2969   | 2123    | -1077   | -144  | -642  | s/i      |
| Exportaciones(millones de dólares)                                | 68335   | 56788   | 57733   | 12670   | 4829  | 5415  | s/i      |
| Importaciones(millones de dólares)                                | 65229   | 59757   | 55610   | 13747   | 4973  | 6057  | s/i      |
| Balance de la cuenta corriente(millones de dólares)               | -8676   | -17170  | -14.901 | -6871   | s/i   | s/i   | s/i      |
| Deuda externa(millones de dólares)                                | 212579  | 240654  | 264354  | 279096  | s/i   | s/i   | 292336   |
| Términos de intercambio(2004=100)                                 | 131,8   | 126,1   | 134,2   | 131,3   | s/i   | s/i   | s/i      |
| Total reservas internacionales(millones de dólares)               | 31443   | 25515   | 38772   | 50522   | 48217 | 46146 | 46997    |
| Tasa de interés activa(efectiva anual,%)                          | 23,3    | 24,5    | 25,9    | 24,3    | 24,9  | 23,8  | 24,4     |
| Promedio efectivo mensual(%)                                      | 1,8     | 1,8     | 1,9     | 1,8     | 1,9   | 1,8   | 1,8      |
| Tasa de interés pasiva para ahorristas(efectiva anual,%)          | 20,3    | 21,0    | 18,8    | 18,1    | 17,7  | 18,1  | 18,2     |
| Promedio efectivo mensual(%)                                      | 1,5     | 1,6     | 1,4     | 1,4     | 1,4   | 1,4   | 1,4      |
| M1(promedio anual, en % del PIB)                                  | 10,46   | 10,92   | 9,53    | 9,67    | 9,83  | 9,89  | 10,25    |
| M2(promedio anual, en % del PIB)                                  | 13,74   | 14,39   | 12,71   | 13,03   | 13,22 | 13,31 | 13,89    |
| M3(promedio anual, en % del PIB)                                  | 21,86   | 22,76   | 20,55   | 20,64   | 21,08 | 21,22 | 21,78    |
| Resultado total SPNF(en % del PIB)                                | -2,5    | -3,9    | -5,9    | s/i     | s/i   | s/i   | s/i      |
| Precios al consumidor (en tasa de variación)                      | 23,8    | 11,9    | s/i     | 6,3     | 2,6   | 1,3   | s/i      |
| Precios al por mayor (en tasa de variación)                       | 28,2    | 10,6    | s/i     | 4,1     | 0,5   | 0,9   | s/i      |
| Tasa de desempleo(%) (1)(promedio)                                | 7,3     | 6,5     | 8,5     | 9,2     | -     | -     | -        |
| Tasa de subempleo(%) (1)(promedio)                                | 9,0     | 8,4     | 10,6    | 9,9     | -     | -     | -        |
| Tipo de cambio(peso/dólar)  | 8,13    | 9,29    | 16,10   | 15,98   | 15,67 | 16,00 | 16,37    |

(\*) Provisorio. s/i: Sin información.

(1) En porcentaje de la población económicamente activa.

Nota: Para las líneas de datos anuales (Dic./Dic.), en los trimestres corresponden los acumulados trimestrales.

FUENTE: FIDE, con datos de fuentes oficiales y privadas.

**FIDE** Coyuntura  
y Desarrollo

Se distribuye por suscripción

Valor de la suscripción anual:

Argentina: \$ 700

Exterior: u\$s 170

Países limítrofes: u\$s 140

Cheques a la orden de  
FIDE, no a la orden  
Junio 2017



# INVERSORES DE LA VIDA

Empezá a invertir en lo que  
realmente te importa.



[bancociudad.com.ar](http://bancociudad.com.ar)

 **Banco Ciudad**  
Te quiere ver *Crecer*



ESCUCHÁ LA VOZ DE TU  
**BUHONCIENCIA**  
QUERÉS SER DUEÑO DE TU VIDA