

**Sumario***Página 1***Editorial: Banana nao tem caroso***Página 5***¿Finanzas del país en riesgo?**

Superávit y sostenibilidad financiera del sector público nacional en el mediano plazo

**Por Germán Saller***Página 11***Transferir las culpas****Por Julián Barberis y Rafael A. Selva***Página 20***Reportaje:  
Ing. ALBERTO LAPOLLA****Por CIEPYC****Staff****DIRECTOR**

Lic. Gerardo De Santis

**CONSEJO EDITORIAL**

Lic. Alfredo Iñiguez

Dr. Pablo Lavarello

Lic. Leonardo Perichinsky

Lic. Miguel Zanabria

**EQUIPO DE INVESTIGACIÓN**

Lic. Germán Saller

Lic. Rafael Aristides Selva

Lic. Julián Barberis

Lic. Agustina Battistuzzi

Lic. Matías Mancini

Lic. Gonzalo Peña

**ÁREA DE PRENSA**

Lic. Edgardo Corropoli

Lic. Luciana Lanzí

## *Entrelíneas de la Política Económica*

**Editorial: Banana nao tem caroso**

Uno de los primeros reflejos del gobierno nacional, luego del revés con el "campo", y dado el escaso apoyo explícito de los diferentes sectores económicos recogido durante el conflicto por las retenciones, fue intentar apoyarse en sus principales socios de la región.

Entre ellos, el acercamiento a Lula parece ser lo que mas aporta a la construcción de un esquema regional que tercie frente a los países del Norte, teniendo en cuenta por un lado, la existencia en el vecino país de un empresariado industrial consistente, y por el otro, la neutralidad ideológica que goza el presidente brasileño, en contraposición con Chávez.

Desde nuestro punto de vista, el afianzamiento de las relaciones con Brasil debería venir acompañado de inversiones brasileiras en sectores con alta complejidad tecnológica e intensivas en empleo calificado, incentivados por la competitividad genuina que refuerce la competitividad costo basada en la diferencia cambiaria entre el peso y el real. Toda experiencia de estabilización permite demostrar que mientras la primera es permanente, la segunda es transitoria. Para decirlo rápido, el gobierno argentino podría encontrar apoyo para aprovechar el actual esquema macroeconómico fortaleciendo la asociación con industriales y empresas estatales brasileiras,. Las iniciativas de ambos gobiernos de realizar acuerdos en el área aeroespacial y nuclear son un auspicioso paso hacia una configuración institucional en la cual son los estados los dinamizadores del desarrollo tecnológico y productivo.

Dado el sesgo rentístico de todo empresariado que no ha sido sujeto al diseño y cumplimiento de reglas del juego que favorezcan la reinversión de sus utilidades, no parece una mala idea "importar" sustentabilidad económica desde Brasil. De todas maneras, habrá que seguir muy de cerca a qué sectores vayan dirigidas las nuevas inversiones brasileiras.

Asu vez, la eliminación del dólar como moneda de cambio en el comercio entre Argentina y Brasil, resulta auspicioso desde todo punto de vista.

Ya el sistema de intercambios recíprocos que se creó con la ALADI a principios de los 80 planteaba un esquema similar que lo hacía extensivo a casi toda América Latina. El esquema planteaba que los países comerciaran con sus monedas domésticas y luego los bancos centrales compensarían entre ellos los saldos del comercio. Este esquema nunca se implementó y América latina siguió siendo, en todo sentido, un "área dólar".

El esquema que acaban de implementar Argentina y Brasil implica, de movida, una reducción en los costos de transacción en el comercio, lo cual generará seguramente mayor fluidez comercial entre los dos países.

En segundo lugar, y quizá lo más interesante, evita el problema de la transferencia doméstica, porque las divisas la manejan solamente los Bancos Centrales. Imaginando un poco, un esquema similar generalizado a todos los países con los que comercia Argentina implicaría que las empresas radicadas en el país no tengan en su poder moneda extranjera; sólo los bancos centrales manejarían divisa. Y si lo llevamos un poco más al extremo, para todo el comercio mundial, podría ser un buen remedio para eliminar el juego especulativo que existe hoy con las paridades cambiarias en el mundo, ya que sólo los Estados tendrían en su poder monedas de otros países. Teniendo en cuenta que

hoy el 90% de las transacciones entre monedas en el mundo no están asociadas a operaciones reales (comercio o inversiones directas), sería una buena manera de moderar la burbuja de los mercados financieros internacionales.

De mínima, parece razonable que la divisa norteamericana pierda preponderancia en la región. Los fundamentos de su economía reflejan que su moneda ya tendría que haber dejado de ser hace bastante la divisa clave mundial.

Por último, y en términos de integración monetaria con Brasil, resulta claro que si bien esta medida va en la dirección de una mayor integración, el camino por recorrer para llegar a una integración monetaria con Brasil, o en el MERCOSUR, es mucho más largo de lo que podría suponerse. La Comunidad Europea, por ejemplo, tardó desde que creó la "green ecu" hasta su integración monetaria casi 40 años.

Por otra parte, la búsqueda de financiamiento con Chávez, por ejemplo, demostró los límites (cada vez más acotados) que tiene el actual gobierno para decidir de manera más o menos autónoma, de qué manera y con cuáles instituciones administra el rumbo de la economía durante los próximos años.

Más allá de que el asunto no es tan lineal y hay varios atenuantes, la búsqueda de financiamiento autónomo, o desconectado de los centros financieros internacionales, como sería el caso de la venta de bonos a Venezuela, terminó siendo "un tiro por la culata": lo que hubiese sido la resolución de un problema de financiamiento del sector público, desencadenó en la recompra de títulos públicos por parte del Estado Nacional y en el anuncio de la cancelación de la deuda con el club de París.

Los atenuantes tienen que ver con la forma en que se realizó la operación financiera con Venezuela y la manera elegida para cancelar la deuda con el club de París.

En el primer caso, la tasa de interés de los bonos vendidos a Venezuela resultó ser muy excesiva para un sector público como el argentino que viene sosteniendo desde hace cinco años un superávit financiero cercano a los dos puntos del PBI. En segundo lugar, el gobierno Venezolano entregó los bonos a los bancos, quienes (para decirlo rápido) fundamentalmente incentivados por la diferencia de cotización oficial y paralela del dólar en Venezuela los vendieron al mercado el mismo día que los recibieron. Es decir, la operatoria no fue lo suficientemente cuidadosa, teniendo en cuenta lo que implica para los "mercados" Chávez y la decisión del Gobierno argentino implícita en esa operatoria de seguir desconectados de los centros financieros internacionales.

De todos modos, posiblemente, por más cuidadosa que hubiese sido la operatoria de venta de bonos a Venezuela, hubiera generado caídas de bonos, jueves negros, etc. Porque de lo que estamos seguros es que los "mercados" quieren que la Argentina se integre a los centros financieros internacionales, coloque deuda, para así recuperar la capacidad de monitoreo de la economía.

Desde este punto de vista, cualquier gestión del Gobierno Nacional en la dirección de mantener su autonomía financiera, sea financiándose con Venezuela, en el mercado local, con bancos o Afjp, o utilizando la capacidad de señoreaje, sería vista con malos ojos por los referentes del sistema financiero, y seguramente el "mercado" castigaría estas acciones haciendo bajar las cotizaciones de los títulos públicos locales.

El segundo atenuante, tiene que ver con la forma que eligió el Gobierno Nacional para cancelar la deuda con el Club de París. En primer lugar, agotó la instancia de buscar refinanciar la deuda sin intervención del FMI, y luego decidió cancelar de contado, precisamente para evitar un acuerdo con ese organismo y evitar sus condicionalidades sobre el rumbo de la política económica (aunque como planteamos más abajo, el

monitoreo de la economía pasó a manos del mercado desde la creación de los mercados de deuda para países emergentes).

Considerando estos atenuantes, entonces algunos podrían suponer que los problemas que surgieron a partir de la venta de bonos a Venezuela se explican por las anomalías que hubo en el diseño de operatoria financiera, por parte de los dos países; o que, en realidad, la cancelación de la deuda con el club de París estaba en la agenda del Gobierno hace años y fue una iniciativa propia.

En realidad, parece haber un poco de todo: hay nuevas limitantes para el gobierno, pero que no llegan al nivel de obligarlo a llegar a un acuerdo con el FMI, para avanzar hacia una rápida inserción argentina en los mercados de deuda (porque el FMI, además de volver a monitorear el rumbo de la economía, también exige acordar con los tenedores de deuda que decidieron no aceptar las ofertas de canje de la argentina).

También volvió a la escena el riesgo país. En una de las notas de la presente edición, “¿Finanzas del país en riesgo?. Superávit y sostenibilidad financiera del sector público nacional en el mediano plazo” se muestran los resultados de las cuentas públicas del Estado Nacional desde principios de la década del 90. Allí se puede verificar que la Argentina de estos años tuvo resultados financieros y económicos inéditos para la historia económica argentina, en contraposición con los sistemáticos déficits financieros de la década pasada.

Da la sensación de que estos planteos, sin fundamento, sobre la vuelta del riesgo país, las necesidades imperiosas de colocar deuda en el exterior, el acuerdo con el club de París, etc, se inscriben dentro del universo de presiones para que la economía argentina vuelva a ser monitoreada por los centros financieros internacionales.

Uno de los objetivos fundamentales de la creación de los mercados de deuda para países emergentes (podríamos situarlo temporalmente a partir del plan Brady, a fines de los 80) era lograr un monitoreo permanente, y más efectivo, de las (regulaciones de las) economías por parte de los centros financieros internacionales (“el mercado”).

Para decirlo rápido, si la orientación de la política económica de un determinado país iba en la dirección de lo que consideraba correcto el “mercado”, sus títulos públicos subían de cotización; si las definiciones no estaban en línea con lo que pretendían los mercados financieros, los títulos bajaban.

Durante los '90 los mercados de deuda, de alguna manera, reemplazaron de manera efectiva a los organismos multilaterales de crédito, como actores clave en la definición de los grandes lineamientos de política económica de los Estados Nacionales.

A partir de entonces, la posibilidad de fragmentar a los acreedores desorganizados pasa por la capacidad estratégica de las negociaciones entre los Estados. De hecho, buena parte del stock de deuda pública de los países emergentes ya se explicaba por la colocación de bonos en los mercados financieros internacionales (la Argentina pasó de tener una deuda casi totalmente denominada en moneda extranjera, 97 a 3 era la relación a fines de la Convertibilidad, a una deuda que se reparte en partes casi iguales entre interna y externa, o en pesos y moneda extranjera). A su vez, el peso de la deuda con organismos de crédito dejó de ser significativa. La revesada deuda con el Club de París representa menos del 4% del stock total de la deuda pública total. Sin embargo, implica una alianza entre Estados Nación que trasciende las esferas de las finanzas e incluye otras áreas de negocios, vinculadas a las inversiones y al comercio.

Para una economía cuyo esquema macroeconómico dependía fuertemente del ingreso de capitales, y del endeudamiento externo, resultaba indispensable llevar adelante

medidas “pro mercado” para garantizarse el acceso al financiamiento externo. Porque la caída en las cotizaciones de los títulos implica un mayor costo de financiamiento para las nuevas emisiones.

Por el contrario, una economía que se maneje con cierta autonomía, porque sostiene por ejemplo un esquema macroeconómico de flotación cambiaria administrada (en realidad no existe en el mundo un esquema de política cambiaria sin intervención de su autoridad monetaria), que le otorga capacidad de señoreaje (emisión), y que además posea un nivel de tipo de cambio relativamente elevado, que genere superávit de balanza comercial, y que no tenga necesidades acuciantes de financiamiento para el funcionamiento del sector público, será menos sensible a la cotización de sus títulos públicos y, consecuentemente, a la opinión de los “mercados”.

El gobierno nacional podría en el futuro pararse en una posición de relativa autonomía ante esas presiones, en la medida que reduzca los grados de dependencia a partir de acuerdos regionales estables y estructurados en alianzas productivas, y también al casi nulo efecto que genera la bolsa Argentina sobre la inversión, y fortalecer el sesgo productivo del actual esquema macroeconómico. Porque en el fondo lo que se está discutiendo, es hacia dónde va el modelo actual. Quizá la alianza con Brasil apunte en esta dirección.

En esta edición de la revista entrelíneas, presentamos 2 investigaciones de tipo fiscal. Por un lado se discute el estado de las cuentas públicas de la administración nacional, y por otro lado se analiza la relación financiera entre la nación y las provincias. En tercer lugar reproducimos un reportaje que le hemos hecho al Ing. Roberto Lapolla, quien explica el por qué de la nueva alianza entre las diferentes representaciones del sector agropecuario.