



**UNIVERSIDAD
TORCUATO DI TELLA**

MBA Intensivo 2018

Fondos anticíclicos, una forma de gestionar
políticamente: Viabilidad en la Argentina.

Patricio Ferrario

Tutor: Javier Epstein

Tres Arroyos

Mayo 2020

AGRADECIMIENTOS

A mi pareja, Virginia Iraola, quien tuvo la templanza de esperarme estos dos años.

A mis padres, Patricio y Daniela, quienes me motivaron a realizar este MBA y sobre todo, a finalizar esta tesis.

A mi hermana, con la cual conviví estos años de trabajo y estudio.

A mis amigos, quienes estuvieron siempre presentes.

A mi líder, Alfredo que tuvo la generosidad de darme el tiempo para llevar adelante el MBA.

A mi tutor, quien me acompañó en la realización de este trabajo.

A mi grupo de cursada, con quienes compartimos tantas materias.

A los profesores y colaboradores de la Universidad, que tantos momentos compartimos en aquellas jornadas extensas de clases.

RESUMEN

El trabajo que a continuación se desarrolla, tiene como intención, encontrar las razones por las cuales la Argentina entra en crisis de manera recurrente a lo largo de su historia. Como país productor de granos, el precio de los commodities que exporta, es de una extrema importancia y sobre todo de una gran sensibilidad por lo que representa para la economía argentina. La imposibilidad de producir otros bienes o servicios en su canasta de exportación, le genera mayor volatilidad en su economía, intensificando los ciclos expansivos cuando el precio sube y generando grandes crisis cuando el precio baja. Esta situación, dificulta el crecimiento sostenible y le niega al Estado la posibilidad de desarrollar su economía.

La utilización correcta de políticas anticíclicas es una alternativa para que los ciclos no sean tan intensos y duren una menor cantidad de tiempo. Uno de los vehículos, que ha sido exitosamente comprobado en otros países, como Chile o Noruega, es la constitución de un fondo anticíclico, siendo este el actor principal cuando la crisis se aproxima.

A través del análisis de distintos trabajos académicos, libros de reconocidos autores y realizando un cuestionario específico a expertos del sector económico-financiero, del agro y de la política se buscó encontrar respuestas a los interrogantes que tenemos en la Argentina.

PALABRAS CLAVE

Crisis; commodities; volatilidad; ciclos expansivos; crecimiento sostenible; políticas anticíclicas; fondos anticíclicos

ÍNDICE

Introducción	8
Planteamiento del problema	8
Marco Teórico.....	10
Capítulo I: Historia	12
I.1- Organización Nacional	12
I.2 – Las diferentes crisis argentinas	13
I.2.1- Año 1890: La crisis del crecimiento.	13
I.2.2- 1930: La primera crisis global	14
I.2.3 – La década de los 80	15
I.2.3.1- La crisis de deuda de América Latina	15
I.2.3.2- La Hiperinflación de Alfonsín y Menem.....	16
I.2.4- 2001: El estallido social.....	18
Capítulo II: Políticas anticíclicas.....	20
II.1- Definiciones: De lo general a lo particular	20
Capítulo III: Fondo anticíclico	23
III.1- Concepto:	23
III. 2- Casos de éxito	23
III.2.1- Noruega.....	23
Antecedentes.....	23
Objetivos.....	25
Inversiones.....	25
Política de ingresos y egresos al fondo	25
El Consejo de Ética.....	26
Modelo de Gobierno	26
III.2.1.1- Chile.....	27
Antecedentes.....	27
Utilidad.....	27
Objetivo	28
Fondeo	28
Transformación del fondo.....	28
Inversiones.....	29
Política de ingresos y egresos al fondo	29
Código de Ética	30
Modelo de gobierno	30
Comité Consultivo del PIB Tendencial	31
Comité Consultivo del Precio de Referencia del Cobre.....	32
Capítulo IV: International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF).....	33
IV.1 - ¿Qué es?.....	33
IV.2 -¿Quiénes lo componen?	33
IV.3 -¿Cuál es su función?	34
IV.4 -¿Que son los Principios de Santiago?	34
IV.5 - Algunas reflexiones	35
Capítulo V: Intentos argentinos	36
V.1- Fondo anticiclico del Poder Judicial de la Nación	36
V.2- Proyecto de ley provincial.....	37
V.3- Ley nacional 25.152.....	38
METODOLOGIA DE LA INVESTIGACIÓN	41
Elección de los expertos.....	41

<i>Trabajo de campo</i>	43
Capítulo VI: La opinión de los expertos	43
División del cuestionario.....	43
Desarrollo de las preguntas y respuestas	43
Capítulo VII: La segunda vuelta	50
El análisis de Carlos Pagni	50
CONCLUSIÓN	52
<i>Bibliografía</i>	55
<i>Anexo I: Expertos consultados</i>	57
<i>Anexo II: Cuestionario</i>	61
<i>Anexo III: Términos de intercambio vs Precio de los commodities</i>	62

Tablas

Tabla 1. Inversiones de Gran Bretaña en la Argentina en 1875	14
Tabla 2. La depresión del comercio argentino- Exportaciones e importaciones durante la crisis.....	15

Ilustraciones

Ilustración 1. Deuda externa acumulada, total (DOD U\$ a precios actuales). Argentina, México y Brasil entre 1970 y 1982.	16
Ilustración 2. <i>Inflación- Serie histórica del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el Gran Buenos Aires</i>	17
Ilustración 3. Deuda externa acumulada (% de INB)- Argentina 1970-2018.....	19
Ilustración 4. Ciclo Económico.....	21
Ilustración 5. Política económica anticíclica.....	21
Ilustración 6. Mapa del Mar del Norte.....	24
Ilustración 7. Fondo de Compensación del Cobre 1987-2005.....	28

Introducción

La presente investigación busca responder al interrogante sobre cuál es la viabilidad en la Argentina de constituir un fondo anticíclico que logre tener una gestión que prospere ante los cambios de gobierno. Nuestro país, entra en crisis de manera recurrente lo que hace dificultoso poder tener un desarrollo sostenible. Es por eso que cabe preguntarse, ¿por qué no hemos podido cortar con esa tendencia?, ¿por qué todo es un volver a empezar?. A lo largo del trabajo se intentó reflexionar sobre las distintas alternativas para gestionarlo, sobre cuales serían los beneficios de contar con un fondo de estas características y como contrapartida de ello, qué obstáculos hay que sortear para poder contar con uno.

También se analizó distintos casos de éxito a nivel internacional y otros intentos que la Nación, algunas provincias y otros organismos han intentado llevar a cabo a nivel local. En el marco de la metodología utilizada, el trabajo se sustentó en distintos *papers* académicos realizados sobre el tema, como así también con libros de autores de renombre y un cuestionario realizados a expertos de distintos ámbitos. Sobre esto último, se les consultó a profesionales pertenecientes al ámbito de la política, de la economía, productores agropecuarios, financieros, autoridades de organizaciones agrícolas, etc. De esta manera, se buscó encontrar denominadores comunes y conclusiones sobre los temas en cuestión.

Se buscó cumplir con la premisa de ir desde lo general a lo particular, desarrollando en el Capítulo I una breve historia sobre las crisis económicas argentina. Luego, sobre el Capítulo II se intentó desarrollar el concepto de las políticas anticíclicas y las distintas fases de un ciclo económico. Durante el Capítulo III se ingresó específicamente en el tema en cuestión: los fondos anticíclicos y los casos de éxito en el mundo. Finalmente cerrando el marco teórico, en el Capítulo IV se muestran los intentos en nuestro país por constituir un fondo de estas características a distintos niveles.

Planteamiento del problema

A nivel mundial, existen varios Estados soberanos, incluso los mas prósperos, que conviven con el problema de la falta de diversificación de sus productos de exportación.

Esto le genera grandes problemas en sus economías, comenzando por la alta volatilidad. El depender de un solo *commodity*, que se caracteriza por tener un precio internacional, los pone en situaciones complejas que tienden a intensificar sus ciclos económicos.

Una alternativa a este problema podría ser la constitución de un fondo anticíclico, o contracíclico, que justamente lo que busca es revertir o ser un paliativo cuando el ciclo económico se vuelve en contra del Estado en cuestión.

Ingresando ya en la Argentina, más específicamente en su economía, nuestro país tiene varios desafíos por resolver. Estudiando su historia económica se puede dilucidar la cantidad de crisis y ciclos reiterados que tuvo desde su fundación al día de hoy, muy bien trabajados por los autores Pablo Gerchunoff y Lucas Llach. Varios son los denominadores comunes en estos más de 200 años de historia: debilidad de la moneda, inflación, cortoplacismo, deuda, déficit fiscal, falta de seguridad jurídica, crisis institucional, como lo plasma en una de sus obras el historiador García Hamilton (Hamilton, 2006)

Subyace entonces, la posibilidad de pensar en un fondo anticíclico que tiene como finalidad intentar resolver varios de los problemas presentados en el párrafo precedente y que de una manera muy interesante Silvana Tenreyro, profesora de la London School of Economics, ha plasmado en algunos de sus trabajos.

Existen varios casos de éxito a nivel internacional, como puede ser el fondo de Noruega basado en las reservas de petróleo encontradas en el Mar del Norte, o más cercanas geográficamente, como lo es Chile en Latinoamérica, basado en el cobre. La diferencia aquí radicaría en que no sería solo para recursos no renovables (en nuestro caso oil & gas) sino también para cereales y oleaginosas (en especial soja, maíz y trigo).

Nuestro país ha intentado en reiteradas ocasiones constituir un fondo de estas características, pero siempre fracasaron; parecería ser desde el lado de lo político como para poder implementarlos. También han sido las provincias o mismo la Corte Suprema de Justicia de la Nación quienes han podido lograrlo, pero lo cierto es que no tienen la magnitud, ni la trayectoria, ni las intenciones que este tipo de herramienta tiene como beneficio para los países que lo han llevado a cabo de manera correcta.

Obviamente este resultado poco fructífero es lógico. Nuestra economía es muy sensible a los movimientos de precios que tienen nuestros productos de exportación. Si tomamos las definiciones de Nicolás Merener sobre qué países son productores de *commodities* y su trabajo presentado a la Cancillería en 2017, decimos que son los que producen más del 5% del PBI de estos. Nosotros estamos muy cerca de duplicar esa cifra (9%) y esto genera un alto riesgo. Varios son: Precio, producción, institucional. Esto incrementa la

volatilidad como explicábamos anteriormente. Asimismo, la correlación de soja y maíz que son los productos agrícolas que más exportamos es positiva, lo cual agudiza los ciclos (55 millones y 35 millones de toneladas respectivamente en 2017). Parece importante aumentar la diversificación de los productos, sobre todo los de exportación y nuevamente aquí un fondo anticíclico podría ofrecer soluciones para estas cuestiones.

Ahora bien, volviendo sobre el inicio del párrafo anterior podemos pensar que tal vez esto puede no ser solamente un problema económico sino también político y social. Nuestro país tiene records internacionales, tanto negativos como positivos, en cuanto a auges y crisis, en especial estas últimas: caídas de índices bursátiles, devaluaciones, cantidad de defaults, inflación, intentos de golpes de Estado e interrupciones de la democracia que a medida que se ingresa aún más en el mundo moderno y globalizado, estos ciclos son cada vez más reiterativos en el tiempo y amplios en algunos de los aspectos mencionados. Y que, además, nos alejan cada día más del mundo y los países más prósperos.

Marco Teórico

Muchas economías de distintos países se encuentran supeditadas al precio de un *commodity* que estos producen. La variación de esos precios ya sea al alza o a la baja le genera volatilidades muy grandes e intensifican los ciclos que estos Estados tienen. Como consecuencia de ello, muchas ciudades, provincias o estados, han desarrollado instrumentos financieros con el objetivo de lograr un desarrollo más sustentable a lo largo de los años. Este trabajo busca desarrollar uno de estos, que son los fondos anticíclicos. Existen varios países que han desarrollado este tipo de instrumentos y de políticas anticíclicas con el fin mencionado en el párrafo anterior. En su mayoría, estos se fondean con los recursos derivados del petróleo o de algún otro tipo de *commodity*. En lo que respecta a la administración, en su mayoría corresponden a los Bancos Centrales de esos Estados o a los Ministerios de Hacienda o Economía de los mismos. Ahora bien, entender cuáles son las variables que influyen en las sociedades donde se han logrado estos fondos robustos es de vital importancia. Además se le suma a esta situación, la crisis económica que la Argentina y ahora también el mundo se encuentran transitando. Estos cambios de paradigma que llevan a la reflexión y a pensar que el mundo en el que vivíamos pre-pandemia, tal vez ya no sea el mismo y se generen algunos cambios en los hábitos de las personas y las empresas, como así también en el comercio y las economías de los Estados.

Es por ello que se intentó estudiar la viabilidad de constituir un fondo soberano de las características mencionadas en la Argentina. Consiguientemente, se buscó entender cuáles fueron las razones por las cuales al día de hoy no se pudo concretar uno y que circunstancias deberían darse para poder contar con este tipo de instrumento.

Conocer la historia es el primer paso para poder entender el presente en el que vivimos. De esta manera vamos a poder evaluar los distintos comportamientos de la política económica Argentina e intentar respondernos por qué no pudimos tener un crecimiento sostenible en nuestros 200 años de historia.

Capítulo I: Historia

A lo largo de este capítulo se desarrollarán algunas de las crisis más profundas que la Argentina tuvo en su historia. Comenzaremos con la organización del Estado, para luego penetrar sobre la primera crisis que vivimos como Estado de Derecho en el año 1890. Luego seguiremos con la crisis de 1930. Un año caracterizado por un colapso bursátil en Nueva York y el primer golpe de estado del SXX que sufriría la Argentina. Continuaremos con la década de los 80, caracterizada por crisis de deuda e hiperinflación. Por último, llegamos al 2001, año caracterizado por ser una crisis política, social, económica e institucional

I.1- Organización Nacional

Si bien nuestros comienzos como país independiente comienzan en 1810 y se ratifican en 1816, diferentes peleas y guerras tanto internas como externas, imposibilitaron el progreso económico y la organización de un Estado de Derecho como el que hoy conocemos en la actualidad.

Fueron unas décadas posteriores, cuando Urquiza invita a las provincias, a través del Acuerdo de San Nicolás a formar un Congreso Constituyente que buscaría aprobar una Constitución de características federales. La misma fue lograda en 1853 pero Buenos Aires no era parte de esta por haber rechazado el Congreso mencionado anteriormente. Fue en 1860 cuando esta última, haciendo algunas modificaciones, se incorpora teniendo ya una Constitución Nacional en todo el territorio. Es importante destacar que la Constitución de 1853, preveía en una de sus disposiciones transitorias la imposibilidad de modificarla en los siguientes 10 años. Considero interesante marcar esta situación ya que entiendo que esta es nuestro gran marco que guía a las naciones a prosperar, y ya desde ese entonces había algunas reglas que no cumplíamos. De todas formas, parece aceptable ya que buscaba unificar el Estado. La intención de marcar esto tiene que ver porque ya desde nuestros comienzos, el corto plazo y el oportunismo político nos era atractivo.

Es así como llegamos al año 1880, con la primera Presidencia de Roca, donde varios historiadores coinciden en que es el inicio de la organización del Estado. Las décadas anteriores habían imposibilitado esta situación, ya sea por tener un frente externo como la guerra con el Paraguay, las revueltas internas e inclusive los malones y amenazas de

los indígenas que ya habitaban en el territorio. Fueron entonces Mitre, Sarmiento y Avellaneda quienes lograron garantizar la existencia del Estado. Era el turno de Julio Argentino Roca, consolidarlo y desarrollarlo.

Comenzaba entonces, años de progreso y de varias crisis. Como decía el filósofo italiano Giambattista Vico, la historia no avanza en forma lineal, sino que lo hace en forma de ciclos, con avances y retrocesos, un *corsi e ricorsi*. Un fiel ejemplo de su postulado es la Argentina que intensifica sus ciclos, haciéndolos cada vez más cortos y repitiéndose una y otra vez. Por esta situación y porque no es el enfoque de este trabajo, nos vamos a acotar a mencionar solo algunas de las crisis de nuestro país que de una manera u otra reflejan la fase crítica de los ciclos económicos.

I.2 – Las diferentes crisis argentinas

I.2.1- Año 1890: La crisis del crecimiento.

Los primeros años de gobierno de Roca se caracterizaron por ser de gran crecimiento para el país, (Cachanosky, 2006) “... Argentina estaba entre los países que mas crecían en el mundo a fines del Siglo XIX y principios del XX, reflejando que la generación del 80 realmente logró transformar un desierto en un país pujante y con bienestar para su población.”. Se trabajaba el campo, comenzaba el modelo agroexportador y las bases del Estado estaban afianzadas. Dado lo pujante que era la Argentina y la falta de mano de obra, llegaba la primera gran inmigración proveniente en su mayoría desde Europa. Italianos y españoles principalmente, venían a labrar la tierra. La necesidad de conectar al país hizo prosperar los ferrocarriles que traían los ingleses. Esto permitió mejorar la logística y trabajar aún más tierras. También se trabajó sobre los puertos y se modernizó Buenos Aires, buscando ser el epicentro de Sudamérica. El agro era la generadora de moneda extranjera (Libras Esterlinas) que permitía las importaciones de mercadería que se necesitaba. Pero todo esto tenía su correlato, que eran los empréstitos para lograr dicho desarrollo (*Ver tabla 1*). Según expresan (Gerchunoff & Llach, 2018), “en el lapso 1884-1890, Canadá y Estados Unidos tomados en su conjunto recibieron el 30% de las nuevas emisiones de bonos en el Mercado de Londres. Con una población veinte veces menos, la Argentina fue el destino del 11% de esos préstamos, lo que implica que, en términos per cápita, el ingreso de capitales era entre siete y ocho veces mayor que en la América del Norte anglosajona.”. Comenzaba el mandato de Juárez-Celman en 1886, el gasto

público aumentaba y la burbuja comenzaba a crecer. Ya desde aquellos años se destacaba el tema de la cuestión monetaria, la emisión y la falta de confianza en una moneda nacional que llevarían a la Argentina a la cesación de pagos por el plazo de 4 años. Tal fue la magnitud de la situación, que en 1888 el Banco de Inglaterra tuvo que rescatar a la Baring Brothers de la bancarrota e incluso puso en jaque al sistema financiero inglés. Asimismo, el presidente renunció y asumiría su cargo su vice, Carlos Pellegrini y con él, el ajuste en el gasto público.

Tabla 1. *Inversiones de Gran Bretaña en la Argentina en 1875*

	Cantidad invertida	Proporción del total
	£	%
Empréstitos al Gobierno	12.970.000	56,2
Ferrocarriles	6.610.000	28,6
Bancos	1.600.000	6,4
Tranvías	800.000	3,2
Saladeros	530.000	2,3
Minas	200.000	0,8
Obras de gas	200.000	0,8
Telégrafos	150.000	0,6
Total	23.060.000	100

Fuente: Elaboración propia en base a H.S. Ferns. “Gran Bretaña y Argentina en el Siglo XIX (Ferns, 1968)”, pág. 329

I.2.2- 1930: La primera crisis global

El 24 de octubre de 1929, en Nueva York se produjo el episodio conocido como “jueves negro”. El crack había ocurrido y la bolsa en Wall Street se desplomaba como no había registros hasta ese momento. Comenzaba la Gran Depresión y la Argentina no iba a ser la excepción de un episodio que afectaba a varios países del mundo.

Un año antes de la crisis, la Reserva Federal había aumentado la tasa de interés generando una fuga de capitales del país. Se sumaba a esto devaluaciones en las monedas y caídas

estrepitosas en los precios de los *commodities*. El comercio internacional había colapsado. El desempleo marcaría registros nunca vistos.

Las relaciones comerciales más importantes que la Argentina tenía a ese momento eran con Inglaterra y con Estados Unidos (*ver tabla 2*). La primera, sacudida por la primera guerra y en busca de la recuperación, el segundo entrando en una crisis profunda y desconocida, buscaron políticas proteccionistas para resguardar sus mercados. Este cóctel de variables desfavorables llevó a nuestro país a una crisis que no solamente fue económica, sino también social y política. Era el año 1930 y nuestra patria iba a experimentar el primer golpe de estado cívico-militar del SXX en la Argentina: José Félix Uriburu derrocaba al Presidente Constitucional Hipólito Yrigoyen.

Tabla 2. *La depresión del comercio argentino- Exportaciones e importaciones durante la crisis*

Año	Exportaciones (millones de dólares)	Importaciones (millones de dólares)	Términos del intercambio
1928	1029	806	100
1929	918	819	91,9
1930	516	613	87,3
1931	426	339	64,7
1932	335	215	66,4

Fuente: Elaboración propia en base a (Gerchunoff & Llach, 2018)

I.2.3 – La década de los 80

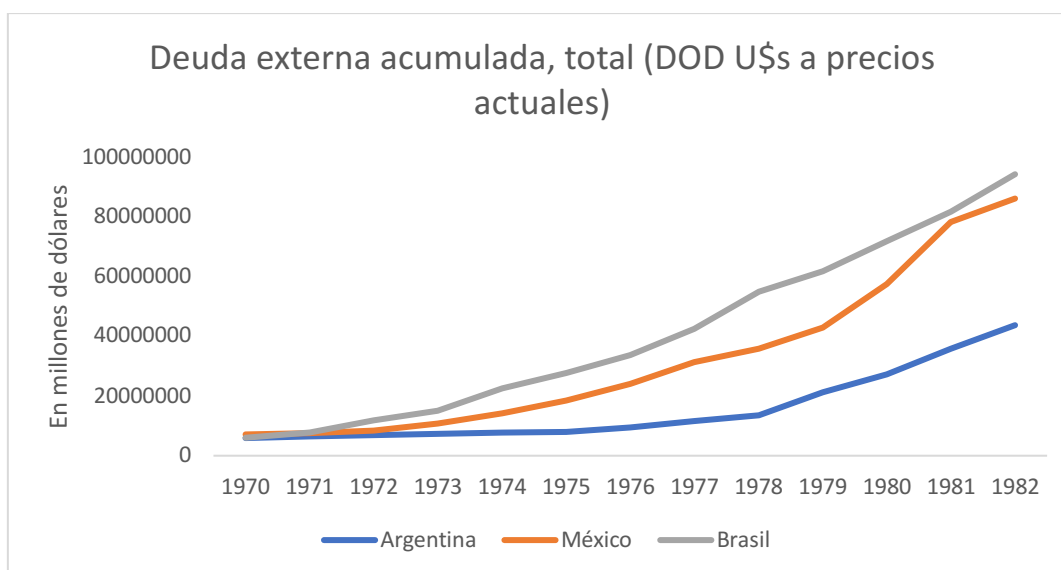
I.2.3.1- La crisis de deuda de América Latina

A comienzos de la década del 80, más precisamente en 1982, se desató una crisis de deuda en varias partes del mundo. Los países más afectados fueron los latinoamericanos y los africanos. El detonante fue el default de México que luego llevó a una reestructuración

de deudas generalizada. En general, estos países y en particular la Argentina, habían aprovechado la liquidez provista por la década del 70 debido al boom del petróleo (ver *ilustración 1*). El mercado de crédito estaba nuevamente abierto, desde 1930 no tenía semejante apertura y por supuesto nuestro país “aprovechó” esta oportunidad para incrementar su deuda externa y el gasto público. Lo lamentable era que el PBI seguía siendo el mismo que el de una década atrás.

Pero como todo ciclo expansivo tiene su fin, comenzada la década del 80 la Reserva Federal decide aumentar la tasa de interés, tornando al crédito más caro. La deuda externa volvía a los titulares de los diarios, pero esta vez, a diferencia de la crisis del 30, con otro desarreglo macroeconómico: la inflación. Es entonces donde nuestro país se encuentra inmerso nuevamente en una crisis y busca como solución un plan de estabilización para intentar frenar a la inflación, un mal que ya venía persiguiéndonos desde mediados de siglo. Al mismo de lo denominó: Plan Austral.

Ilustración 1. Deuda externa acumulada, total (DOD U\$s a precios actuales). Argentina, México y Brasil entre 1970 y 1982.



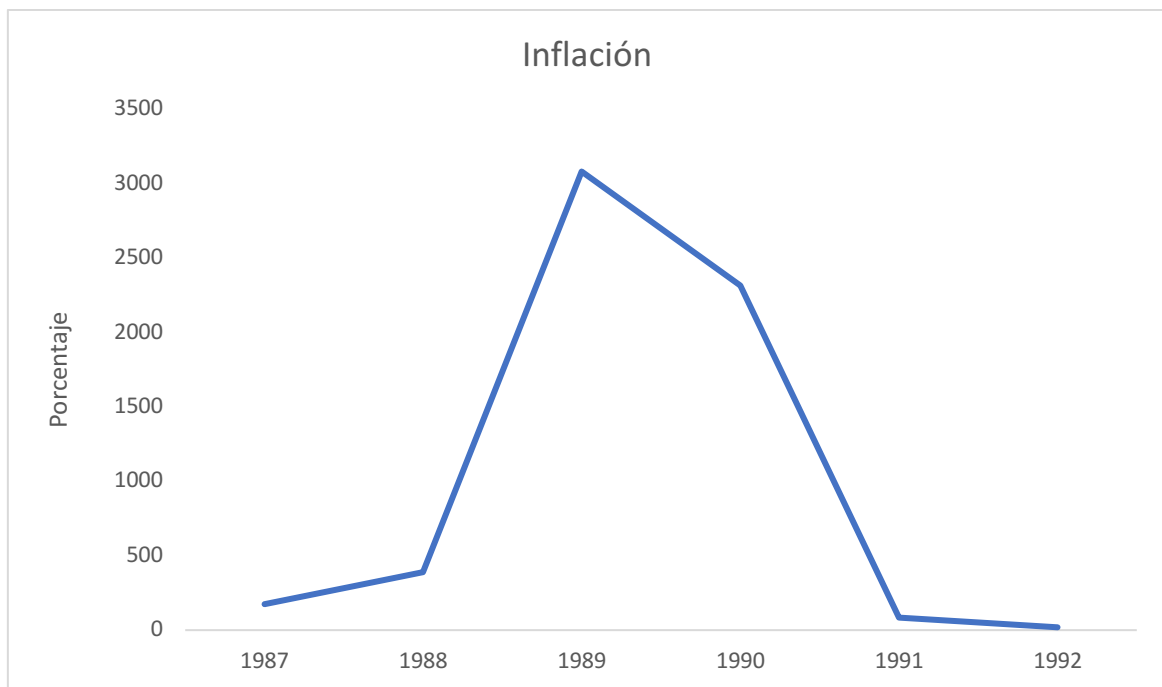
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

I.2.3.2- La Hiperinflación de Alfonsín y Menem

Luego de unos meses de implementado el Plan Austral, la inflación que había sido relativamente contenida, se despertó nuevamente. El Gobierno debía seguir emitiendo para mantener el gasto público y los dólares eran utilizados para mantener a las empresas

del Estado, entre otras. Entrado el año 1987, el sector agropecuario presionó para lograr una reducción en las retenciones ya que el precio de los productos exportables había caído un 20% y sobre el final del mismo año el gobierno oficialista perdió las elecciones. (Gerchunoff & Llach, 2018)“Según las cifras que se usaban entonces, el desequilibrio de 7,3% del PBI en 1987 habría sido por lo menos de 14,6% si las jubilaciones, los salarios estatales y la inversión pública se hubiesen elevado hasta su nivel previo a la década del 80”. Entrabamos al año 1988, la política de congelamientos y la intención del gobierno de participar en las paritarias no surtía efecto. Era abril y el país tuvo que dejar de pagar los servicios de deuda al exterior. El tiempo seguía corriendo y la inflación crecía aún mas (*ver ilustración 2*). Por eso, en agosto se montó la operación de salvataje que se lo llamó Plan Primavera que buscaba desindexar la economía y que solo duró hasta el verano.

Ilustración 2. Inflación- Serie histórica del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el Gran Buenos Aires



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

I.2.4- 2001: El estallido social

Superada la crisis inflacionaria con creces, la Argentina se había sumergido en un sistema monetario rígido que contemplaba la convertibilidad. El tipo de cambio era fijo y este era de \$1 = U\$s 1. Más reconocido como el “uno a uno”.

Este sistema había sido muy atractivo, sobre todo porque había aplacado a la inflación, un mal que venía persiguiéndonos desde la década del 50 a los argentinos. Pero la falta de flexibilidad le empezó a atraer aparejado al país varios problemas. Uno de ellos era la falta de competitividad y lo “caro” que era la Argentina. Luego del “efecto tequila” y la crisis rusa, el tipo de cambio argentino quedó muy apreciado y la crisis empezaba a intensificarse. El dólar pasaba a ser cada vez la moneda más fuerte y los flujos de los fondos internacionales se fugaban de los mercados emergentes. Cada día era menos sostenible mantener esa paridad que había resuelto tantos problemas años atrás.

Durante 1999 el Justicialismo perdió las elecciones y la Alianza liderada por De la Rúa asumía la Presidencia a finales de dicho año. Frente a diferentes escándalos de corrupción como el caso de la “ley Banelco” su vicepresidente renunciaría en octubre del 2000, a solo 10 meses de haber asumido. Se le sumaba a la crisis económica, la crisis institucional. Ya faltaría poco para que se asome el descalabro social.

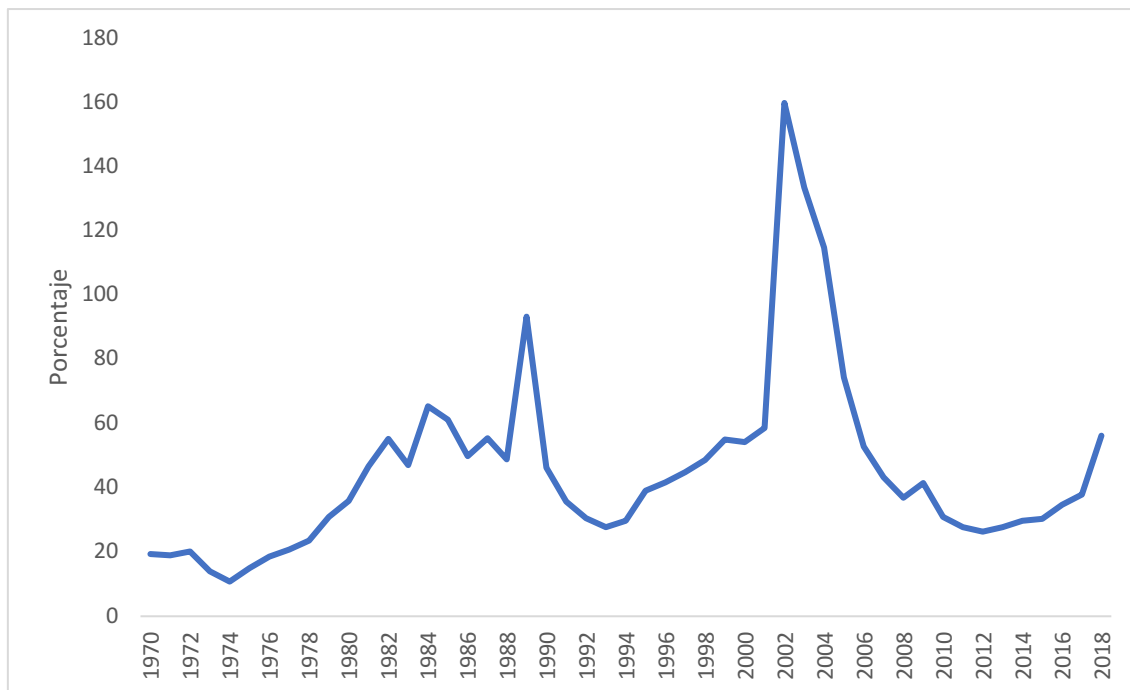
Ante esta compleja situación el presidente de la Nación, luego de dos experiencias fallidas (Machinea y López Murphy) decide llamar para que maneje nuevamente las arcas del Ministerio de Economía a Domingo Cavallo, aquel “superministro” que había sido el autor intelectual y ejecutor de la convertibilidad. Era marzo del 2001 y la Argentina sufría la mayor salida de depósitos del sistema financiero de los últimos 10 años.

A esta situación, se le sumaba que Clinton había dejado la oficina Oval y, en consecuencia, la postura de los organismos multilaterales de crédito había cambiado bastante las políticas crediticias para con los países emergentes. Las ideas y compromisos surgidos del Consenso de Washington ya no contaban con el mismo apoyo.

Se acercaba diciembre del 2001 y la salida de depósitos no frenaba. El sistema bancario llegó a tal estrés que Cavallo impuso lo que se le denominó el “Corralito” que permitía la extracción de efectivo de solo \$250 por semana. Luego esta historia culminaría con la confiscación de los depósitos, el paso de 5 presidentes en menos de dos semanas, estado de sitio, muertes y una cantidad inmensa de saqueos. Entre medio de tanto caos la Argentina volvería a defaultear su deuda y lo festejaría “con bombos y platillos” en el Congreso de la Nación (*ver ilustración 3*). Iniciado el 2002 se rompería la convertibilidad

y se llevaría a cabo en el primer semestre de dicho año, una de las mayores devaluaciones de la historia.

Ilustración 3. Deuda externa acumulada (% de INB)- Argentina 1970-2018



Fuente: Elaboración propia, en base a datos del Banco Mundial

Capítulo II: Políticas anticíclicas

Durante el segundo capítulo se intentó definir distintos conceptos más técnicos en búsquedas de que el lector pueda comprender el trabajo realizado y de esta manera ingresar sobre el desarrollo de la cuestión. En este sentido, el objetivo es ir desde lo mas general para luego ir ingresando en cuestiones mas particulares y detalladas.

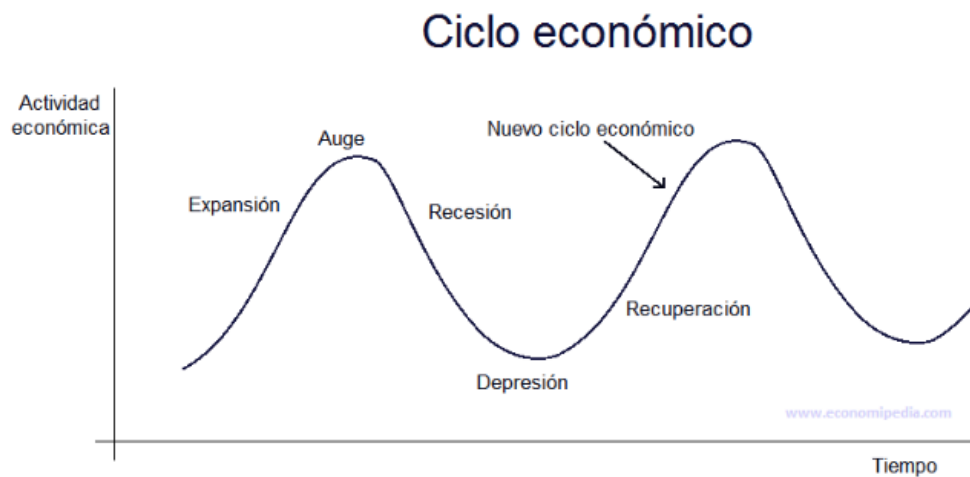
II.1- Definiciones: De lo general a lo particular

Previo a desarrollar el tema de las políticas anticíclicas, es necesario definir lo que es un ciclo económico.

Sin entrar en discusiones doctrinarias de la bibliografía económica, podemos conceptualizarlo de la siguiente manera: es el conjunto de fluctuaciones ocurridas en la economía de un país durante un período de tiempo determinado y que consta de cuatro grandes fases (*ver ilustraciones 4 y 5*), a decir:

- Recuperación o expansión: es la fase ascendente del ciclo. Se produce una renovación del capital que tiene efectos multiplicadores sobre la actividad económica generando una fase de crecimiento económico y por tanto de superación de la crisis. La economía está en expansión cuando la actividad general en la fase de recuperación supera el auge del ciclo económico inmediatamente anterior
- Auge: es el momento en el cual la economía llega a su etapa más alta, utilizando todos los factores de producción; a su vez provocando una sobreproducción y saturación del mercado, disminuyendo el ritmo económico.
- Recesión: corresponde a la fase descendente del ciclo. En la recesión se produce una caída importante de la inversión, la producción y el empleo. Una crisis es una recesión particularmente abrupta.
- Depresión: el punto más bajo del ciclo. Se caracteriza por un alto nivel de desempleo y una baja demanda de los consumidores en relación con la capacidad productiva de bienes de consumo.

Ilustración 4. Ciclo Económico



Fuente: Economipedia

Definido entonces los ciclos económicos, ya podemos ahondar sobre el tema de las políticas anticíclicas. Estas consisten en el conjunto de acciones gubernamentales dedicadas a impedir, superar, o minimizar los efectos del ciclo económico.

Ilustración 5. Política económica anticíclica



Fuente: Banco Mundial

Uno de los organismos que más ha trabajado sobre el tema ha sido la CEPAL que es la Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Un organismo dependiente de la Organización de las Naciones Unidas responsable de promover el desarrollo económico y social de dicha región.

El desarrollo de este tema viene dado justamente porque los países que integran Latinoamérica han sido de los que más han sufrido crisis y menos implementaciones de este tipo de políticas han llevado a cabo. Dentro de las conclusiones que emergen de las (CEPAL, 2013), los expertos argumentan “que la clave de una buena macroeconomía para el desarrollo es la combinación de políticas anticíclicas con una estrategia activa de diversificación productiva. La política fiscal anticíclica debe asumir los retos que implican los agudos ciclos de financiamiento externo que enfrentan los países en desarrollo, pero también los vinculados al comercio internacional, especialmente las acentuadas fluctuaciones de los precios de productos básicos. La política fiscal anticíclica es un instrumento fundamental para ello, pero debe ir acompañada de una política monetaria y cambiaria igualmente anticíclica. El problema esencial en este último caso es moderar la presión hacia un manejo procíclico de la política monetaria y cambiaria que generan los ciclos de financiamiento externo en economías que han abierto su cuenta de capitales. A la luz de la experiencia de la última década, ello parece posible con regímenes cambiarios intermedios que emplean el manejo activo de las reservas internacionales como mecanismo de estabilización, en conjunto con políticas macroprudenciales que incluyen regulaciones a los flujos de capital.”.

Capítulo III: Fondo anticíclico

En esta parte del trabajo se ahondó sobre la definición específica del título de este trabajo, como así también lo relativo a las experiencias exitosas que tuvieron otros países.

III.1- Concepto:

Definición propia: Es un vehículo de inversión de propiedad del Estado que administra un conjunto de activos financieros y que tiene como finalidad hacer de reserva de ese mismo Estado, con el objetivo de ser un paliativo o de revertir el ciclo económico cuando este se encuentra en etapa recesiva o de depresión. En general, su capital proviene de la exportación de distintos *commodities* que ese país exporta.

III. 2- Casos de éxito

Previo al desarrollo de estos dos casos ejemplificativos, es menester, hacer algunas salvedades. Tanto el caso de Noruega, como el de Chile, son Estados que su canasta de bienes y servicios de exportación no se encuentra diversificada. Es decir, el riesgo de no contar con un instrumento anticíclico es grande por no tener diversificado el portfollio. Del petróleo, en el primer caso y del cobre en el segundo, depende casi toda la economía de esos países.

En el caso de la Argentina es diferente, y por eso plantearlo puede ser un poco mas complejo. Nuestro país, no solo exporta soja, que en efecto es la más importante, sino que también Maíz y otros tipos de *commodities* derivados del agro. Pero, además, la diversificación es aún mas amplia ya que contamos con Vaca Muerta y eso puede permitir también la exportación de oil & gas. Incluso, desde la década del 40, ha habido varios intentos por parte de la dirigencia política de fomentar más a la industrialización de nuestro país y no tanto al continuo desarrollo del agro.

III.2.1- Noruega

Antecedentes

Una vez asegurada la soberanía sobre el Mar del Norte (*ver ilustración 6*), este país comienza con la búsqueda de petróleo. En 1966 varias compañías petroleras se instalan en dicho lugar y 3 años mas tarde, llegada la navidad de 1969 logran descubrir unas de las reservas mas grande del mundo de petróleo. Iniciada la década del 70 el país se pone a discutir el rol del petróleo en la sociedad y cómo debería ser utilizada la riqueza generada por este recurso no renovable. Tal es así que en el año 1983 se propone la creación de un Fondo donde el gobierno pueda ahorrar los ingresos inmensos por el petróleo extraído.

Ilustración 6. Mapa del Mar del Norte



Fuente: Norges Bank Investment Management

En el año 1990 se aprueba por ley y se funda el “*Government Petroleum Fund*” con la idea de que el gobierno le transfiera el capital generado por el petróleo. El objetivo principal de su nacimiento era que le de margen de maniobra al gobierno en la política fiscal si el precio del *commodity* se caía.

En el año 1996 el fondo recibe su primera transferencia del Ministerio de Finanzas y su destino de inversión debía ser fuera de Noruega. En una primera versión el fondo solo podía invertir en renta fija, mas específicamente en bonos de distintos estados. Luego se le permitió invertir en lo que es renta variable abriendo camino a las inversiones en acciones con un limite en el *portfolio* de exposición de un 40%. Llegaría el año 1998 y con él, la creación del *Norges Bank Investment Management* que sería el encargado de administrar el fondo.

Durante el 2006 se cambiaría el nombre a “*Government Pension Fund Global*” y dos años después la exposición a la renta variable aumentaría de un 40% a un 60%. Posteriormente, se le autorizaría al fondo invertir en real estate también.

La valuación del fondo al 25 de octubre del 2019 alcanza 968.000 millones de dólares.

Objetivos

- Garantizar el desarrollo de las generaciones futuras
- Contar con activos e industrias una vez que se termine el petróleo
- Sostener la economía en épocas de crisis

Inversiones

Real estate: 5% del patrimonio

Renta fija: 35% del patrimonio.

Renta variable: 60% del patrimonio.

Las primeras dos buscan mitigar la volatilidad que pueda tener el equity en el corto plazo.

Para entender la magnitud de este fondo, el 1,5% de la capitalización bursátil mundial se encuentra en manos del Government Pension Fund Global

Política de ingresos y egresos al fondo

Ingresos:

Al fondo le ingresa el dinero que el gobierno de Noruega cobra a las petroleras internacionales que operan en el Mar del Norte, más los ingresos de la petrolera estatal Equinor (ex Statoil). Además, en caso de excedentes presupuestarios los mismos son dirigidos al fondo también. De todas maneras, ya es tan grande el capital que administra el fondo, que los ingresos mas considerables año tras año vienen del mismo producido de las inversiones y no del fondeo por regalías.

Egresos:

Cuando hay déficit en el gobierno, es decir cuando hay tiempos difíciles, se puede gastar más y cuando retornan los tiempos buenos se debe gastar menos.

Esto obviamente se encuentra limitado y el gobierno solo puede gastar el rendimiento esperado del fondo de ese año, que en general se estima en 3% y en consecuencia no se ve afectado el capital.

Lo interesante de esto, es que surge todo de consensos políticos entre el partido conservador y el socialista.

El Consejo de Ética

Este Organismo tomó mucha relevancia a partir del 2015 ya que brinda recomendaciones al Fondo sobre las compañías que puede llegar a invertir. Esto se alinea con las políticas en materia de Inversiones Socialmente Responsables (ISR) concerniente a la exclusión de compañías del espectro de inversión del Fondo. El ámbito de exclusión queda delimitado para aquellas empresas que, por ellas mismas o a través de otras que controlen, produzcan armas que violen principios humanitarios fundamentales en su normal uso, produzcan tabaco, vendan armamento o cualquier material militar relacionado con armas nucleares. Además, también excluyen aquellas compañías que sean responsables o contribuyan a las violaciones sistemáticas de los derechos humanos (tortura, asesinato, explotación infantil, privación de libertad), violaciones de los derechos individuales en situaciones de conflicto o guerra, daños medioambientales severos, flagrante corrupción o violaciones de normas éticas fundamentales.

Es decir, que no solamente se analiza el riesgo financiero, sino también el reputacional, enviando fuertes señales al mercado e incentivando a otros países a tomar las mismas políticas de inversión. Como consecuencia de lo dicho, el tribunal propone una especie de “lista negra” en las cuales no recomienda invertir en dichas compañías.

Modelo de Gobierno

El modelo de gobierno del fondo se basa en una delegación precisa de deberes y sistemas efectivos de control y supervisión.

El Parlamento establece el marco formal para el fondo a través de la aprobación de la ley de creación.

El Ministerio de Finanzas tiene la responsabilidad de la gestión del fondo y emite directrices para su administración.

El *Norges Bank* (Banco Central) a través de su Directorio delega en el *Norges Bank Investment Management* la administración de las inversiones. Este tiene representaciones en todas las ciudades con mercados bursátiles mas importantes (New York, Londres, Shanghái, Singapur).

III.2.1.1- Chile

Antecedentes

Chile es uno de los máximos productores y exportadores de cobre en el mundo. Como consecuencia de ello, y tal como lo había hecho Noruega, constituyeron en el año 1985 el Fondo de Compensación del cobre, el cual dos años después ya se encontraba operativo. Este duró hasta el 2006 para luego refundarse en uno nuevo. De todas formas, el país ya había estado usando mecanismos para tener una política fiscal sostenible y de algún modo propiciar un manejo contracíclico del gasto público. El propósito principal de este fondo era ahorrar recursos cuando el precio del año superaba el precio de referencia del cobre, con el fin de recurrir a esos fondos cuando el precio estuviera por debajo. Un efecto muy importante del FCC es que ayudó a administrar las bonanzas del precio y permitió enfrentar los períodos difíciles de caída del *commodity*.

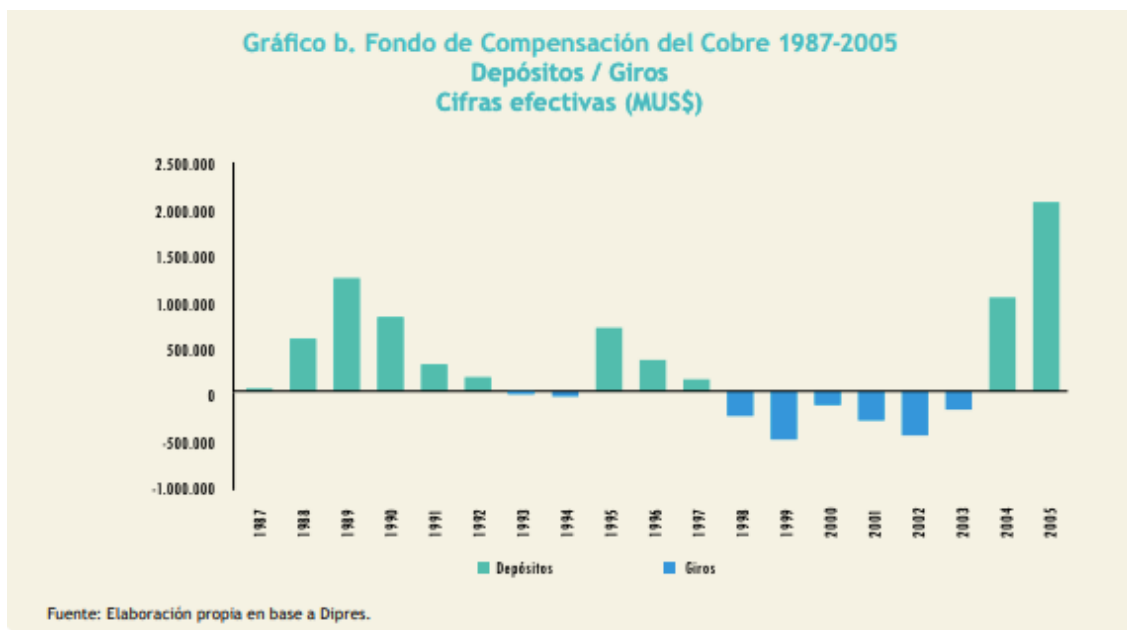
Utilidad

En épocas de “vacas gordas” los recursos acumulados en el FCC fueron utilizados para reducir la deuda externa, entre otras cosas, y en los momentos de “vacas flacas” se registraron menores gastos del servicio de deuda.

Antes que existiera este mecanismo estabilizador o contracíclico, lo que ocurría era que en los años de precios altos del cobre, el gasto público se expandía de acuerdo al aumento de los ingresos por ese concepto, siendo luego difícil su moderación en los momentos de precios bajos, con lo que se tendía a incrementar el déficit.

El FCC fue un mecanismo que evitó de manera efectiva expandir el gasto público más de lo sostenible en el mediano plazo y proporcionó financiamiento para darle continuidad al gasto cuando el precio del cobre bajaba. La operación de este fondo logró mantener una política contracíclica del gasto público, así como evitar efectos macroeconómicos indeseados producto de la volatilidad del precio del mineral (*ver ilustración 7*).

Ilustración 7. Fondo de Compensación del Cobre 1987-2005



Fuente: Dirección de Presupuestos del Gobierno de Chile

Objetivo

Este fondo era un instrumento que permitía enfrentar fluctuaciones económicas internacionales y variaciones del precio del cobre con el fin de dar mayor estabilidad a la economía chilena. En particular, el propósito básico del fondo era ahorrar recursos cuando el precio del año superara un precio definido como de “largo plazo”, a fin de recurrir a esos ahorros cuando el precio estuviera por debajo de ese precio de referencia.

Fondeo

Los recursos que administraba el FCC eran provenientes de las exportaciones de cobre efectuadas por Codelco, empresa del Estado análoga a Noruega de Statoil y de las empresas privadas que operaban en territorio chileno.

Transformación del fondo

El Fondo de Estabilización o de Compensación de los Ingresos del Cobre (FCC) operó hasta el año 2006. El 6 de marzo de 2007, con un aporte inicial de 2580 millones de

dólares este fondo sería reemplazado por el Fondo de Estabilidad Económica y Social (FEES). Mas del 99% de estos aportes vendrían dados por su predecesor.

Inversiones

Renta Fija: 92,5% de su patrimonio administrado. El reglamento actual obliga que el 77,5% (de aquel porcentaje) de los activos de su portfolio debe estar invertido en instrumentos de deuda emitidos por EEUU, Alemania, Japón y Suiza. El restante 15% en depositos a plazo con Calificacion de riesgo superior o igual a A-.

Renta Variable: 7,5% del patrimonio administrado.

Como consecuencia de ello, el 100% de los activos invertidos se encuentran fuera de Chile, reduciendo tanto el riesgo financiero como el monetario. Generando aún mas que sea anticíclico. Ya que si los fondos necesitan ingresar a Chile, en caso de una crisis, tienen la capacidad de frenar una gran devaluación.

Según balance al 31-12-2018 el patrimonio neto del fondo era de: U\$s 14.137.789.372.-

Política de ingresos y egresos al fondo

Ingresos:

El fondo recibe todos los años el saldo positivo que resulte de restar los aportes del FRP (el cual debe recibir como mínimo el 0,2% del PBI) del superávit efectivo del año anterior, descontando si es que corresponde las amortizaciones de deuda pública y aportes anticipados.

También puede recibir aportes de emisiones de deuda, adelantos u otro que defina el Congreso.

Egresos:

Los fondos pueden ser utilizados en cualquier momento pero con el objetivo de complementar los ingresos fiscales necesarios para financiar el gasto público autorizado, siempre que haya deficit fiscal.

Tambien podría ser utilizado para el pago de servicio de deuda.

Código de Ética

Es interesante destacar la siguiente situación: Mientras los chilenos y en gran medida los latinoamericanos detallamos como debe ser el funcionario público, su honorabilidad y su desempeño a la hora de realizar su trabajo. Los Noruegos arman un Consejo con la finalidad de definir sus inversiones de acuerdo a la ética en la actividad que realizan las empresas donde potencialmente pueden ser accionistas. Es decir, los primeros privilegian la conducta del administrador, los segundos la conducta de quienes serían sus socios (los otros accionistas de la compañía en cuestión).

Pero en realidad lo que habría que preguntarse es si no es que en realidad, los noruegos no pre-suponen esta situación siendo que esto debería ser una obviedad y ni siquiera necesita ser normado previamente. Cornelio Tácito, un político romano, decía: “Cuanto mas corrupto es el Estado, mas leyes tiene”. En realidad la idea de Estado como ente no existía a tal momento, es un anacronismo. Pero más allá de la palabra precisa, de sí es Estado, Gobierno u otra la traducción correcta, lo cierto es que parecería que la corrupción es una maquina creadora de emitir resoluciones y normativas. Que debe detallar toda actividad y conducta, y al parecer, los nórdicos han sabido captar esta situación y elevarse sobre la misma simplemente definiendo el objetivo (de los fondos) y no la causa (el administrador).

Modelo de gobierno

Ministerio de Hacienda: Es el organismo madre de los fondos soberanos. Dicta los marcos en los que se van a poder desempeñar los administradores. Tiene la facultad de delegar la administración y es el responsable político de los fondos, como así también el encargado de fondearlo y de rescatar fondos en caso de necesidad.

Comité Financiero: Organismo externo que se encarga de asesorar al Ministerio de Hacienda sobre los aspectos fundamentales de la política de inversión. Su función es aconsejar sobre los aspectos fundamentales para una política de inversión de largo plazo, tales como la distribución de las inversiones por clase de activos, la inclusión de nuevas alternativas de inversión, la determinación de los benchmarks del portfolio de los fondos soberanos, la definición de límites de desviaciones permitidas, y la delimitación de las

posibilidades de inversión de los fondos. También es el encargado de recomendar al Ministro de Hacienda instrucciones en relación a: inversiones, custodia, estructura y contenido de reportes, procesos de licitación y selección de administradores. Por último, dictamina sobre todo pedido que el Ministro de Hacienda le solicite.

El equipo está integrado por profesionales multidisciplinarios. Este, a su vez, está apoyado por el Coordinador de Finanzas internacionales que además de esa función es el nexo con el Ministerio de Hacienda y supervisa la Unidad de los Fondos Soberanos.

Unidad de Fondos Soberanos: Es la secretaría técnica del Comité Financiero

Banco Central: El Ministerio de Hacienda le delega la administración de los recursos a éste en lo que se relaciona con renta fija.

Administradores privados: El Ministerio de Hacienda le delega la administración de los recursos a privados en lo que se relaciona con renta variable. Actualmente, Bank of New York Mellon y BlackRock son los encargados.

Comité Consultivo del PIB Tendencial

La política fiscal de Balance Estructural o Balance Cíclicamente Ajustado que se aplica desde el año 2001 requiere estimar los ingresos que obtendría el Gobierno Central excluyendo el efecto de fluctuaciones cíclicas tanto de la actividad económica como del precio del cobre.

En este contexto, desde 2002, convocado por el Ministro de Hacienda se reúne, en forma previa a la elaboración de cada Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público, un Comité de Expertos independientes que estima los insumos para la estimación del Producto Interno Bruto (PIB) tendencial, parámetro clave para la estimación de los ingresos estructurales del Gobierno Central. De esta manera, esta instancia técnica de alto nivel resguarda la independencia en la estimación del producto de tendencia.

Al presente, este Comité está compuesto por 39 expertos que cuentan con carrera de grado y de posgrado, ya sea, Master o Phd. Asimismo, deben tener una importante experiencia previa laboral.

Comité Consultivo del Precio de Referencia del Cobre

Este Comité se encuentra conformado 22 profesionales, nuevamente tal como en el Comité anterior, con expertos con un gran desarrollo académico y profesional.

Este organismo, es el encargado de estimar los ingresos que obtendría el Gobierno Central excluyendo el efecto de fluctuaciones cíclicas tanto de la actividad económica como del precio del cobre.

En este contexto, desde el año 2001, convocado por el Ministro de Hacienda se reúne, en forma previa a la elaboración de cada Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público, este Comité de Expertos independientes que estima el precio de referencia del cobre, o precio de largo plazo, parámetro clave para la estimación de los ingresos estructurales del Gobierno Central. Lo cual permite, una vez fijado el precio del cobre, que cuando se rompe el umbral inferior, se gatilla el evento y entonces el fondo puede actuar desembolsando dinero a los efectos de que el ciclo no sea tan duro y revertirlo. Viceversa, cuando se supera el precio de referencia, comienza a ingresar al fondo ese flujo como ahorro a la expectativa de una nueva baja.

Capítulo IV: International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF)

IV.1 - ¿Qué es?

Es el Foro Internacional de Fondos de Riqueza Soberana en su traducción. Es un Organismo internacional comprometido con los países miembros que tienen fondos soberanos.

Fue creado en el año 2008 por un grupo de 23 Estados de todas partes del mundo, luego de varias negociaciones con el G20, Fondo Monetario Internacional y el Departamento del Tesoro de EEUU.

IV.2 -¿Quiénes lo componen?

Los miembros son los siguientes:

- Abu Dhabi Investment Authority- Emiratos Arabes Unidos
- Agaciro Development Fund- Rwanda
- Alaska Permanent Fund- EEUU
- BpiFrance- Francia
- Budgetary Income Stabilization Fund- México
- CdP Equity SpA- Italia
- China Investment Corporation – China
- Compañía Española de Financiación del Desarrollo- España
- Fondo de Ahorro de Panamá- Panamá
- Fonds Souverain d'Investissements Stratégiques S.A.- Senegal
- Fundo Soberano de Angola- Angola
- Future Fund- Australia
- GIC Private Limited- Singapur
- Intergenerational Trust Fund for the people of the Republic of Nauru- Nauru
- Ireland Strategic Investment Fund- Irlanda
- Ithmar Capital- Marruecos
- JSC National Investment Corporation of the National Bank of Kazakhstan- Kazakhstan
- JSC Samruk-Kazyna- Kazakhstan
- Khazanah Nasional Berhad- Malasia

- Korea Investment Corporation- Corea del Sur
- Kuwait Investment Authority- Kuwait
- Lybian Investment Authority- Libia
- National Development Fund of Iran- Irán
- New Zealand Superannuation Fund- Nueva Zelandia
- Nigeria Sovereign Investment Authority- Nigeria
- Palestine Investment Fund- Palestina
- Qatar Investment Authority- Qatar
- Russian Direct Investment Fund- Rusia
- State General Reserve Fund – Omán
- State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan- Azerbaijan
- The Heritage and Stabilization Fund- Trinida & Tobago
- The Pula Fund- Botswana
- Timor- Leste Petroleum Fund- Timor- Leste
- Turkey Wealth Fund- Turquía

IV.3 -¿Cuál es su función?

El IFSWF busca fomentar las buenas prácticas de gobierno. Los miembros comparten sus experiencias de las aplicaciones de los *Principios de Santiago* entre otras cosas. Asimismo, el Organismo busca transparentar los procesos y la información sobre la administración de estos fondos. Desde el lado de las inversiones, buscan aumentar los retornos esperados ajustados al riesgo por lo que se realizan prácticas de inversión, asignación de activos y evaluación de riesgos financieros.

IV.4 -¿Que son los Principios de Santiago?

Durante el 2008, en la ciudad de Santiago de Chile, se trabajó en la elaboración de un conjunto de principios y prácticas generalmente aceptadas que se sustentan en los siguientes objetivos:

- Ayudar a mantener la estabilidad del sistema financiero, la libre circulación de capitales y la inversión.

- Cumplimentar con la reglamentación y los requisitos de divulgación de los países en los que se invierten.
- Invertir sobre la base de criterios económicos y financieros bajo la consideración de riesgo/ retorno.
- Disponer de un gobierno corporativo transparente que provea de controles operacionales adecuados, gestión del riesgo y rendición de cuentas.

IV.5 - Algunas reflexiones

Como se puede ver los distintos fondos soberanos tienen una representatividad mundial absoluta. Se encuentran todos los continentes, países con economías desarrolladas, países emergentes, incluso países denominados “del tercer mundo”. También hay países con gobiernos de izquierda como de derecha. En algunos hay democracias, en otros monarquías, incluso en otros dictaduras. Por el lado religioso también se encuentran presentes distintos credos. Es decir, no hay una característica ni política, ni cultural, ni religiosa que pueda ser un denominador común para entender por qué se han logrado constituir estos fondos. La característica principal parecería ser económica, pero vista con proyecciones a futuro. Es decir, los gobiernos prevén que deben desarrollar industrias, negocios nuevos y que mucho de lo que hoy les es redituable económicamente, a lo largo de los años muy probablemente no lo sea. Los recursos son escasos y agotables. Como consecuencia de esta situación, utilizan los fondos no solo para paliar crisis sino para fomentar el desarrollo de actividades que ese fondo tenga. Está claro que no todos tienen como objetivo principal o fundacional ser anticíclicos, pero en el fondo aunque ese no sea su objetivo en algún punto diversifica el riesgo, disminuye volatilidad y podría ayudar a no sufrir ciclos intensos recesivos.

Capítulo V: Intentos argentinos

A lo largo de este capítulo se irá mostrando algunas de las distintas oportunidades donde el Estado Argentino, ya sea a través de unos de sus tres poderes (Ejecutivo, Legislativo, Judicial), o ya sea en alguna de sus tres dimensiones (Nacional, Provincial, Municipal), tuvieron la intención o voluntad de constituir un fondo anticíclico. En algunos casos como se verá más adelante, fueron meros proyectos, en otros se llevaron a cabo e incluso al día de hoy existen.

V.1- Fondo anticiclico del Poder Judicial de la Nación

A través de la acordada número 34/08 de fecha 5 de noviembre del año 2008 la máxima autoridad del Poder Judicial, la Corte Suprema de Justicia de la Nación (CSJN) creó el Fondo Anticíclico del Poder Judicial. En sus considerandos, la Corte expresa que la economía Argentina atraviesa ciclos durante los cuales (Corte Suprema de Justicia de la Nación, 2008) “...los recursos pueden sufrir variaciones sustanciales, contando con recursos extraordinarios en el auge y con recursos insuficientes en períodos de depresión “ y continua diciendo que “...la creación de un FONDO ANTICICLICO constituye una herramienta financiera que permite atenuar los impactos violentos que suelen generar los ciclos económicos y con ellos asegurar un planeamiento con reducción de riesgos”.

En efecto, la finalidad del mismo, es poder garantizar los recursos financieros del Poder Judicial garantizándole el acceso a la justicia a los ciudadanos en todo momento y el normal funcionamiento de los tribunales.

El fondo se inició con un capital de 500 millones de pesos los cuales serían invertidos en entidades bancarias oficiales y con la posibilidad del 50% del dinero tenerlo en moneda extranjera.

Desde el lado la administración, la misma corresponde a la CSJN.

Parece interesante esta experiencia, ya que ha superado la década de su existencia y el fondo aún, de una manera u otra subsiste. Justamente en plena emergencia por la pandemia provocada por el Covid-19, la CSJN ha decidido disponibilizar de partes de esos fondos con el objetivo de poder paliar la situación extraordinaria que se encuentra viviendo el mundo y la Argentina en general, y el Poder Judicial en particular. Según reportes periodísticos (Devanna, 2020), la primera suma sería de 40 millones de pesos.

V.2- Proyecto de ley provincial

A nivel provincial uno de los más interesantes proyectos fue el 11.336 presentado en la Legislatura de Neuquén en enero del 2018 por el Diputado Alejandro Vidal.

El proyecto preveía una integración del fondo a través de los ingresos provenientes de las regalías en concepto de la explotación hidrocarburífera y la realización de activos del Estado provincial relacionados con la explotación hidrocarburífera o minera, bajo el concepto de concesiones, alquileres o ventas. Los flujos comenzarían en enero 2020 con un 7% de aquellos ingresos, un 14% en 2021, un 20% en 2022. Asimismo, se le sumaría a estos flujos, la totalidad de la renta que devenguen los activos invertidos y a partir de enero del año 2023 también se integraría al fondo el 20% de las utilidades de las empresas de gas y petróleo que correspondan a la explotación y concesión de activos hidrocarburíferos de la provincia de Neuquén.

La constitución del fondo iba a ser en dólares y el agente financiero sería el Banco Provincial de Neuquén. Pero los instrumentos en los que se invertiría podrían ser tanto locales como internacionales. Se crearía una Agencia de Supervisión del fondo que se encargaría, como su nombre lo indica, de controlar e informar todo lo relativo al fondo. Las personas que lo integrarían serían dos miembros del Ministerio de Economía, dos del Ministerio de Energía, tres miembros de la comisión de hidrocarburos de la Legislatura de los cuales dos de estos, deberían ser por la oposición como mínimo. Esta Agencia debería informar las proyecciones de exploración, explotación y reservas que existan, también los proyectos energéticos a ser financiados y deberían rendir cuenta al Estado.

Respecto al destino de los fondos, deberían ser para financiar y garantizar proyectos de inversión de energía, atender situaciones de emergencia y compensar desfasajes en ingresos corrientes cuando el ratio entre impuestos recaudados y los recursos totales sea inferior al 20% del presupuesto ejecutado anterior. La misma suerte corre respecto a lo que se recauda de regalías sobre los recursos totales si es inferior al 15%.

Así como comentábamos al principio de este trabajo, que la Constitución Nacional de 1853 preveía normas que imposibilitaban su reforma por 10 años, este proyecto también lo contempla imposibilitando la utilización de los fondos por dos años desde su constitución y recién podrían ser utilizados a partir del tercer año. Además, para hacer un buen uso del destino de los fondos, los mismos deben ser aprobados por ley con mayorías de 2/3 del total de los miembros.

Este proyecto como su nombre lo indica, no se pudo llevar a la realidad y en consecuencia la provincia con mayor potencial en la Argentina en los que es Oil & Gas no cuenta con este instrumento.

Al momento de presentarse esta propuesta, el precio del petróleo era de alrededor de U\$ 70 el barril. Hoy, al momento de realizar este trabajo y en plena pandemia el petróleo se encuentra con mucha volatilidad y en los precios más bajos de los últimos años. Como consecuencia de ello, provincias como Neuquén y otras similares que financian su gasto público con las regalías, se encuentran en una gran dificultad para afrontar sus pagos. Es por eso que intentan buscar acordar con el Gobierno Central la posibilidad de imponer lo que se le denomina “barril criollo” de alrededor de 35-40 dólares. Se le suma a esta situación que el Poder Ejecutivo previo a esta pandemia, pero en vistas de las caídas del precio del petróleo, presentó y solicitó al Poder Legislativo la aprobación de una ley para la creación de un fondo anticíclico. Nuevamente hemos llegado tarde como argentinos, a aprovechar las oportunidades que nuestro suelo nos brinda.

La idea de implementar estos tipos de fondos no debería venir en plena crisis, o de ser así, aunque sea recordar la situación en el auge. Sino más bien, en los años de bonanza se debería llevar a cabo. Ya que de otra manera no existen posibilidades de integrar con dinero el fondo, porque lo único que prevalece en estas situaciones son los déficits en las cuentas públicas.

V.3- Ley nacional 25.152

Esta ley se sancionó el 25 de agosto de 1999 con el objetivo de intentar eficientizar y ajustar los gastos del Estado. Recordemos como explicábamos algunas páginas previas en la crisis del 2001, que la misma había comenzado en el año 1998 y fue a partir de ahí que se intentaron buscar distintas medidas para palear la situación económica y que terminó estallando a finales del 2001.

Fue en el artículo 9 donde se decidió crear un fondo anticíclico. Este se constituiría con el 50% de los recursos provenientes de las concesiones y de acciones remanentes de las empresas públicas que habían sido privatizadas por el Estado Nacional. Se le sumaría a esto, los superávits financieros que se generarían en cada ejercicio fiscal con no menos del 1% de los recursos corrientes del Tesoro Nacional en el año 2000, 1,5% por el año 2001 y 2% a partir del 2002. Se le agregaría a esto las rentas generadas por el propio

fondo. Una vez llegado al 3% del PBI, podría ser utilizado cuando se verifique una reversión del ciclo económico.

Respecto de la administración, ésta quedaría a cargo del Ministerio de Economía “siguiendo los mismos criterios que utiliza el Banco Central de la Republica Argentina para las reservas internacionales”.

En cuanto a las erogaciones de los flujos, habría tres limitaciones:

- Los recursos afectados en un ejercicio no pueden exceder la diferencia entre los ingresos fiscales presupuestados y los efectivamente recaudados en dicho ejercicio.
- Los recursos del fondo no pueden destinarse a financiamientos permanentes del nivel de gastos primarios de la administración nacional, provincial y municipal.
- Los recursos utilizados en un ejercicio no puede exceder el 50% del monto total acumulado al inicio de ese ejercicio

Poco fue el tiempo que duró esta idea. A través del DNU 1248/2000 y el DNU 139/2002 se dejaron sin efecto la integración de los fondos correspondientes para el año 2000 y 2001 respectivamente. A su vez la ley nro. 25.565 en su artículo 27 dejó sin efecto la integración de los fondos para el 2002. Lo mismo hizo la 25.827 para el 2004, la 25967 para el ejercicio 2005, la 26.078 para el 2006, la 26.198 para el 2007 y la 26.337 para el 2008. La ley 26.422 suspendió la del año 2009 y la 26.546 la del año 2010. Parecería ser que para el 2003 ni siquiera lo tuvieron presente desde el punto de vista formal. Aparentemente los años posteriores al 2010 corrieron la misma suerte.

Es sorprendente ver como las leyes en la Argentina se aprueban sin sentido alguno en épocas críticas, con oportunismos y banderas políticas y que luego no tienen sentido alguno. La ley madre se promulgó en el año 1999 y atrás de ello vino la reglamentación por Decreto del presidente y a posteriori la resolución del Ministerio de Economía. Atrás de esas 3 normas vinieron 2 decretos y 8 leyes para suspender el ejercicio de aquella primera intención. No solo eso, sino que con la reactivación económica de la Argentina luego de la terrible crisis, el Ministro de Economía, Roberto Lavagna, nuevamente como política económica propuso armar un fondo anticíclico, allá por el año 2005. Realmente insólito desde el punto de vista de la formalidad, ya estaba la norma y solo había que cumplir con ella. Según artículos periodísticos el fondo contaba con algún dinero pero que no era representativo.

Cabe para cerrar este tema, que parte del origen de los fondos del nuevo Fondo Anticíclico Fiscal debía venir de la venta de acciones de YPF que se había terminado de privatizar en el año 1999, es decir, contemporáneamente con la finalización del último pago por Repsol a la Argentina, dinero que nunca llegó a ser integrado al Fondo.

METODOLOGIA DE LA INVESTIGACIÓN

El diseño de la investigación que se realizó es cuasi-experimental donde se estudió la información de publicaciones, ya sean papers, páginas de internet oficiales, libros y artículos periodísticos. La técnica de la investigación fue el cuestionario que se le realizó a 11 expertos en diferentes ciencias. Estas personas representan a distintos sectores que de manera directa se verían involucrados de una manera u otra en caso de llevarse a cabo la implementación del fondo. En el Anexo I se mostrará un breve resumen de los antecedentes de cada uno de los participantes. Respecto al instrumento de recolección de los datos, la manera utilizada fue un cuestionario que consta de 8 preguntas (ver Anexo II).

Elección de los expertos

Se buscó tener una mirada integral sobre la situación. La viabilidad y constitución de un fondo anticíclico no es una cuestión meramente económica, como tampoco lo es únicamente política. Al tener que ser una política de estado, esto hace que se deba analizar desde diferentes aristas a la cuestión.

Una primer mirada evidentemente es económica. Esta claro que representantes de la ciencia se deben ver involucrados en una discusión de tal magnitud. Como consecuencia de ello, se le pidió a dos Phd en Economía de distintas Universidades distinguidas que realicen su aporte. Sobre todo para agregar con cuestiones relativas a la macroeconomía. Esta claro que si el objetivo es estabilizar los ciclos o reducir la volatilidad en la economía Argentina para tener un desarrollo sostenible, estos análisis son muy pertinentes. Dentro de este grupo, se intentó profundizar un poco más allá de esta ciencia y se le consultó a varios ejecutivos del sector financiero, tanto de Bancos como de Agentes de Liquidación y compensación (ex- agentes de bolsa). Esto para que otorguen su mirada sobre todo en lo que encierra el mundo de las inversiones, tema crucial, ya que de contar con un fondo, la diversificación del riesgo y la administración y gestión del mismo quedaría en manos de estos especialistas.

Por otra parte, claro está, el sector agropecuario se debería ver involucrado. Teniendo en cuenta que estos fondos se realizan justamente por la debilidad de una economía poco diversificada y que depende del precio de uno o más *commodities* y que son justamente los productores agropecuarios quienes siembran, arriesgan y venden estos, resulta

fundamental conocer su visión. En este sentido, se le consultó tanto a productores agropecuarios como así también a organismos representativos del mismo.

Por último, obviamente la política debía estar presente y como consecuencia de ello se le consultó a un Diputado Nacional representante por la Provincia de Buenos Aires y a un Investigador del INTA.

Ahora bien, entendiendo que esto es una cuestión interdisciplinaria, se intentó buscar personas que no solo fueran especialistas en un solo tema, sino que también tuvieran algún tipo de relación con las otras dimensiones. Es decir, en los párrafos precedente se mostraron 4 grandes sectores: la macroeconomía, la finanzas, la producción agropecuaria y el sector público. Se le agrega un quinto, que es la opinión de académicos. Al realizar las elecciones todos los participantes como mínimo han tenido experiencia y desarrollo profesional en 3 de esas 5 dimensiones. Esa apertura es la que se buscó para poder lograr ver cuáles son las cuestiones más importantes, que no corresponden solamente a una dimensión sino a la interacción entre una y la otra, y esas en su conjunto.

Trabajo de campo

Capítulo VI: La opinión de los expertos

A lo largo de este capítulo se va a desarrollar cómo se pensó el cuestionario y las respuestas que dieron los expertos frente a las preguntas realizadas. Se fue trabajando cada una de estas últimas de manera individual, tratando de exponer cuales fueron los mayores consensos y disensos que hubo frente a esta temática.

División del cuestionario

Dentro del mismo se puede hacer una distinción y dividir las preguntas en pequeños subgrupos.

La primera pregunta era general e introductoria al tema en cuestión buscando conocer la viabilidad de constituir un fondo.

La segunda y tercera pregunta buscaban reflejar las causas por las cuáles no se ha podido constituir uno y que complejidades trae aparejado intentarlo.

La cuarta intentaba ser un puente de conexión entre la pregunta 2 y 3 con el subgrupo que viene a continuación indagando si sería beneficioso para el país contar con uno.

La 5,6 y 7 trabajaba sobre la cuestión del proceso completo del fondo en general, siendo cuestiones más técnicas que las anteriores. Buscaban conocer qué recursos se utilizarían para fondearlo, cómo se lo gestionaría y qué destino se le iría a dar en el hipotético caso que existiera uno.

La última pregunta, buscaba linkear todo lo anterior con si se podría generar un mercado de capitales al país en caso de contar con este fondo.

Desarrollo de las preguntas y respuestas

1-¿Es posible constituir un fondo anticíclico robusto en la Argentina que perdure en el tiempo?

A *prima facie*, la primera pregunta parecería ser donde hubo mayor disenso. De los 11 expertos consultados 5 respondieron que NO era posible constituir un fondo de estas características. Los restantes 6, SI lo ven viable. Ahora bien, aquellos que fueron por la negativa fueron contundentes en sus respuestas agregando cuales eran las razones por las cuáles no sería posible y ya se empezaron a aproximar a la pregunta 2. Los argumentos

de los expertos vienen del lado de la falta de confianza y credibilidad que tiene el país. Desde la otra perspectiva, aquellas 6 personas que fueron por la respuesta positiva, el 33,3% simplemente se afirmó por el sí. El restante 66,6% lo dieron, pero con varias salvedades o situaciones que deberían darse para lograrlo. Confirmaron ya sea porque el marco legal lo permite, o porque deberían darse algunas condiciones de previsibilidad para que estén las bases dadas para poder hacerlo. Lo cual, a estos últimos podríamos acércalos a los que respondieron que NO si forzáramos las primeras respuestas de los cuestionarios o viceversa. Son dos maneras de ver la misma situación ya sea negando la posibilidad por no estar dadas las condiciones, o afirmando y condicionando que determinadas variables estén dadas.

2-¿Por qué considera que no se ha podido constituir uno al día de hoy?

Ingresando en esta pregunta, la cual permite ser mas abierto en la respuesta que la anterior, de los 11 consultados, solo una persona respondió que no conocía que se haya intentado crearlo en el pasado. Los restantes 10 fueron contundentes:

- 4 se lo atribuyen a la falta de institucionalidad
- 2 a la inestabilidad política y económica
- 2 a la falta de consenso y de marco normativo
- 1 a la mala administración de los recursos por parte del gobierno
- 1 a la falta de interés en el desarrollo del agro

Es importante hacer mención que estos argumentos dados por los expertos, sobre todo lo relacionado a la cuestión de la inestabilidad tanto política como económica, nos hace ingresar en una especie de círculo vicioso. Es decir, justamente porque no pudimos ahorrar en momentos recesivos somos mas inestables. La misma suerte corre para el marco normativo, no tener uno y que el mismo sea tan flexible nos vuelve mas volátiles. Es de destacar también, que tres de los consultados traen en el recuerdo y dan como ejemplo, la expropiación de las AFJP cuando le atribuyen a la falta de institucionalidad la imposibilidad de constituir el fondo. Institucionalidad que no se refiere solo al Poder Ejecutivo sino también al Legislativo por la falta de normas y al Judicial por la falta de seguridad jurídica.

Nuevamente estos “faltantes” nos permitirían igualmente unir a los 10 bajo el mismo denominador, que sería la falta de institucionalidad.

3-¿Cuáles considera que son los obstáculos mas complejos que deberían sortearse para lograrlo? ¿Son de índole político, económico, social?

En su mayoría todos concuerdan en que no es atribuible a una sola variable, sino más bien a varias de ellas. La más resonante en primer lugar, es política. La segunda es social y la tercera es cultural.

Cabe mencionar que 5 de los expertos mencionados utilizan la frase “corto plazo” o “largo plazo” según desde la perspectiva que trabajan el argumento. Es decir, más allá de la atribución política, social, etc. que le den en su respuesta, casi el 50% encuentra una correlación con el cortoplacismo que vive la Argentina. A su vez, 3 de los expertos también hicieron mención de la cuestión del ahorro, ya sea desde el lado de falta de políticas que lo fomenten en relación con el ciudadano o desde el lado de que el Estado sea quien ahorre.

Por último, quisiera destacar una respuesta que realmente difiere a la demás, porque no considera que los obstáculos sean las cuestiones mencionadas anteriormente. Daniel Lema, uno de los expertos, considera que “a diferencia de otros países que constituyen fondos de rentas de recursos naturales, como petróleo o minería, que suelen ser de propiedad estatal (Chile, Noruega) en Argentina la propuesta de crear un fondo anticíclico suele vincularse con las retenciones sobre exportaciones agropecuarias que son bienes de producción privada. En el caso de los fondos formados con venta de recursos naturales de propiedad estatal se realiza una reasignación intertemporal de ingresos que puede tener justificación económica”. Continúa diciendo que “en el caso de la tributación sobre las exportaciones agropecuarias, en sí mismas las retenciones son un impuesto distorsivo y deberían eliminarse. No hay ninguna razón para constituir un fondo con solo recaudación de una actividad económica generando una enorme distorsión presente para gastar en el futuro”.

4-¿Considera que puede generarle beneficios al país? ¿Cuales?

De los consultados, 8 respondieron que si generaría un beneficio al país, 2 que no le generaría y un experto se abstuvo de responder.

Del lado de los que sí consideraron beneficioso un fondo anticíclico es interesante ahondar en cuales serían estos. Aquí vemos una distinción en las respuestas según el sector del cual viene o representa cada grupo. Aquellos que hoy en día tienen relación con el mundo académico y algún aspecto también con el de la producción agrícola, ven beneficioso ya que podría en términos de uno de los expertos “moderar los ciclos” y ser de gran ayuda para la inversión y la producción agrícola-ganadera. Además, se resalta que como nuestro país no es formador de precios, un fondo bien utilizado podría ser de ayuda para compensar una caída en los precios de los *commodities*.

Desde el sector corporativo-financiero, representado por los expertos, lo considera beneficioso ya que por un lado le daría mayor estabilidad a la economía habiendo mayor ahorro y en consecuencia mayor crédito e inversión y, por otra parte, cuando emerja la crisis habría recursos para palear el ciclo e inyectar liquidez al mercado evitando la profundización del problema.

Por último, aquellos que no ven un beneficio en la constitución de uno de estos, son los dos expertos que más ligados se encuentran en la actualidad al sector público. Uno de ellos aclara que: siempre y cuando se tratara de un fondo que sea integrado por las retenciones a los productos agrícolas de exportación. Por esto afirma con respecto a estas últimas: “la imposición específica genera una violación del principio de igualdad ante la ley. ¿Cual sería el motivo por el cual debería pagar un productor de soja y no de software o autos?”. Continúa diciendo que: “Además de las distorsiones económicas éste es el principal problema de las retenciones: al gravar los bienes exportados afecta el valor de la tierra, disminuyéndolo como consecuencia de la menor rentabilidad esperada, lo que implica una violación a los derechos de propiedad”.

5-¿Como debería ser gestionado? ¿Gestión pública, privada o mixta?

Respecto a la administración del fondo, la gran mayoría de los expertos concuerdan en que debería ser gestionado en conjunto tanto por el sector público como por el privado. Pero dentro de esta manera de gestionar, algunos consideran que debería haber mayor representación privada y otros, igualdad de participación, es decir 50% para el público y el otro 50% al privado. Además, se hace mención de la importancia de tener una auditoría internacional y que exista una norma expresa sobre el proceder en las tomas de decisiones respecto al funcionamiento del fondo, sobre todo teniendo en cuenta la celeridad en la que deben ser tomadas éstas. Incluso un experto considera que debería copiarse los

modelos de gestión que tienen los grandes *hedge funds* y que los directores sean de distintas nacionalidades.

Solo uno de los expertos consideró que debía ser de gestión privada, y afirma que con leyes claras un fondo con administración privada podría “fomentar su independencia al partido político que esté gestionando. Esto ayudaría a brindar estabilidad en la administración y operatoria (no menor cuando tenemos elecciones cada 2 años) y velocidad de acción en caso de ser necesario.”

Por último, uno de los expertos considero que la gestión debía ser 100% pública, pero tendría que ser administrado por “un ente autárquico totalmente separado e independiente del Poder Ejecutivo. Con características reglamentarias para su uso acordada por los tres poderes de la Republica en mayoría absoluta”.

6-¿Qué recursos utilizaría para fondearlo?

Un 36% considera que debería ser fondeado con recaudación impositiva. Estos expertos concuerdan en que, no solo el Ejecutivo debería hacerse de los derechos de exportación provenientes de la producción agropecuaria para inyectarle dinero al Fondo, sino que también debería contemplarse otro tipo de impuestos tales como los provenientes del consumo de gaseosas o cigarrillos, o por la extracción de petróleo o minería.

Un 33% de los expertos considera que debería ser a través de retenciones, pero que se disparan solo en momentos en que los precios de los *commodities* exportados superan un determinado precio que se considera “alto”.

Los restantes consideran que se debe hacer sobre un porcentaje de lo exportado de productos agropecuarios.

7-¿Qué destino le daría al fondo cuando se viene el ciclo recesivo?

Más de la mitad de los expertos consideran que el destino que se le debe dar se relaciona como su nombre lo indica: anticíclico, es decir, cuando el ciclo expansivo se revierte y comienza la recesión. Estos coinciden en que se debe buscar la reactivación de la economía ayudando a los sectores que se vieron afectados por la crisis. Afirman que se debe mantener el gasto público a pesar de la caída de la recaudación para ser el sostén de la actividad.

Un segundo grupo minoritario compuesto por los dos expertos más cercanos al agro, consideran de manera lógica con su respuesta a los recursos utilizados para fondearlo (pregunta 6), en que el fondo debe ser un soporte de precios. Es decir, cuando el precio de los *commodities* en cuestión, cae a nivel internacional, el fondo sale a compensar dicha caída no afectando de esta manera tan fuertemente al productor.

Por otro lado, hubo otras opiniones respecto al destino. Uno de ellos simplemente afirmó que debería ser utilizado como crédito para estimular la inversión. Y un último que como, según su respuesta anterior, el fondo se formaría como recursos provenientes de *commodities* de exportación en épocas de precios altos, el destino de este debería ser contracíclico y entonces sus inversiones deben ser en otro tipo de sectores y establecido en el exterior.

8-¿Considera que podría desarrollarse un mercado de capitales?

Antes de comenzar, es necesario aclarar que por diversas razones 3 expertos decidieron abstenerse de responder a esta pregunta.

De los 8 expertos restantes, 7 consideraron que SI se podría desarrollar un mercado de capitales. Y solo uno opina que NO sería posible.

Empezando por este último, considera que no es viable ya que debería realizarse “una profunda reforma estructural económica y política. La situación e historia institucional de Argentina muestra que las expropiaciones sobre los activos financieros son la regla”. Y todavía va un paso más proponiendo que: “una reforma posible sería eliminar de la jurisdicción argentina todo el sistema bancario, una banca de inversión off-shore fuera de la posibilidad de expropiación en Argentina. Y una banca transaccional en Argentina como “almacén de depósitos” con encaje de 100%”.

Del lado de aquellos que sí creen que es posible, se dividen en dos grandes grupos. Uno mayoritario, que consideran al fondo como un gran actor del mercado local, dándole mayor profundidad tanto al ROFEX, MATBA y MERVAL. Incluso ven hasta con la posibilidad de no ser solo un inversor sino también un emisor bajo la figura de un fideicomiso y que la banca privada pueda adquirir VDF por otro.

Luego un segundo grupo, que opinan que el fondo debe ser invertido en el exterior, en los distintos mercados internacionales. Buscando activos bursátiles que no tengan correlación con la economía argentina y que se caractericen por ser de mucha liquidez.

Ya que en caso de crisis se pueda salir rápidamente del activo y salir a comprar, por ejemplo, dice uno de los expertos, deuda corporativa o acciones locales.

Capítulo VII: La segunda vuelta

Teniendo en cuenta las respuestas de los expertos, en especial las número 2 y 3, cuando casi por unanimidad, estos consideran que: las razones por las cuales no se pudo constituir el fondo son atribuibles a cuestiones relacionadas con la falta de institucionalidad y de un marco normativo; a las inestabilidades políticas y económicas; y que además, al consultarles por los obstáculos para poder constituir uno, consideran que las variables son socio-culturales y políticas, se decidió hacer una segunda vuelta y consultarle al analista político y periodista, Carlos Pagni, para que haga una reflexión sobre el tema en cuestión.

El análisis de Carlos Pagni

Previo a comenzar con el desarrollo, el analista no se reconoce como un experto en el tema, pero comenta que va a dar una mirada general sin entrar en cuestiones específicas. Habiendo dejado esa salvedad, comienza preguntándose a si mismo: ¿cómo se podrían generar los recursos para poder constituir ese fondo?. Es decir, “qué capacidad tiene la Argentina de producir excedentes que puedan ser ahorrados, de manera tal que sirvan para afrontar situaciones de crisis”. Lo que le plantea una primera dificultad, que tiene que ver con que nuestro país debe acordar un patrón productivo que sea el que nos provee los recursos para sostener nuestro nivel de vida. Y afirma que “este es un problema historico, que comenzó a volverse más drámatico desde mediados de la década del 70”. Yendo al plano de los casos de éxito recuerda por un lado a Noruega por su petróleo y a Chile por su cobre. Pero reconoce que dichos Estados tienen economías superavitarias y que esos recursos con los que se inyecta dinero al fondo, provienen de recursos no renovables que se exportan. En el caso de la Argentina, esta no corre la misma suerte. Es el caso inverso, nuestra economía en vez de tener superávit, tiene deficit, y “vive de crisis en crisis en su sector externo”.

Continuando con el desarrollo de la idea, define que lo que primero debería lograrse, es un pacto que vuelva a la Argentina mas competitiva. Eso significa definir un modelo exportador. Ya que considera que el mercado interno es insuficiente para sostener un proceso de desarrollo. Ahora bien, el desafío de competir en el mercado internacional, supone previamente dos grandes cuestiones: una reforma impositiva y una política cambiaria que no siempre tienen consenso político. Según Pagni, un historiador económico, autor del libro que ha sido la pieza académica fundamental para realizar este trabajo, Pablo Gerchunoff, ha sido la persona que mejor ha desarrollado esta idea que a

continuación detallo: “el dólar que nos permitiría generar más recursos (partes de esos podrían ir a un fondo anticíclico) suele ser un dólar que no permite ganar las elecciones”. Y continua diciendo, “encontrar el cruce entre competitividad económica y consenso político es la llave del problema”. Una vez que se pueda lograr este equilibrio, o esta ecuación, el analista considera que lo demás es una cuestión de institucionalidad. Pero sobre todo, institucionalidad fiscal. El analista considera que se deben definir las respuestas sobre qué bienes y servicios debe ofrecer el Estado y cómo se va a financiar la producción de esos. Y entonces aquí aparece otra importante cuestión y problema, que es el sistema jubilatorio, caracterizado por ser un “consumidor insaciable de impuestos”. Entonces, cerrando su reflexión comenta que, si se logra andar por este camino virtuoso en donde se sientan las bases de un modelo exportador, se pacta sobre los bienes y servicios que el estado debe ofrecer, se define como se va financiar, y por último, se soluciona la cuestión relacionada al sistema jubilatorio, entonces sí se podría constituir un fondo anticíclico que sea la parte central de un mercado de capitales. Y afirma, “que sea un ancla financiera para proyectos productivos. Y que permita lo que promete su definición: que los anticiclos de la economía global, a la que Argentina es tan vulnerable, puedan ser amortiguados”.

CONCLUSIÓN

A lo largo de este trabajo, se intentó analizar con una mirada 360, las distintas variables a tener en cuenta, en el caso que en algún momento exista una nueva voluntad política de constituir un fondo anticíclico. En efecto, las respuestas y reflexiones a continuación buscarán ser una aproximación a los distintos cuestionamientos que se fueron trabajando en los distintos capítulos.

La primera reflexión, es que parecería haber una cuestión sociocultural en los argentinos que imposibilita la creación de un fondo de estas características. Hay una cuestión de hecho aquí, que es que tener este instrumento presupone la disciplina del ahorro. Este es un tema central, las políticas argentinas a nivel histórico se han caracterizado por expandir el gasto y nunca para contraerlo. Los políticos son así, y estos son el fiel reflejo de su sociedad. Ya que son nuestros representantes, elegidos a través del sufragio. Hay una especie de axioma nacional que incentiva a vivir en el presente, sin proyectar a futuro. En términos crediticios, se podría decir que nos pasamos hipotecando nuestra prosperidad. Muchos historiadores dicen, que lo importante que tiene la historia es que estudia el pasado, para entender el presente y predecir el futuro.

Estas situaciones generan muchos desarreglos macroeconómicos, que a medida que pasa el tiempo, se hacen aún más difíciles de resolver e incluso la sociedad comienza a adoptarlas como normales. Un típico ejemplo, es el caso de la inflación.

Entonces cuando nos centramos sobre la cuestión de pensar en políticas de largo plazo, tenemos en términos económicos, un superávit fenomenal de táctica, pero un déficit grotesco en lo que es la estrategia.

En efecto, lograr constituir un fondo de estas características es una epopeya en las circunstancias que generalmente nos encontramos en la Argentina, es decir, en crisis. El caos, nos impide una mirada estratégica, la cual se intensifica a través de la política de emergencia, que convierte lo ordinario en extraordinario y otorga “súper poderes” al Ejecutivo, en detrimento de los otros dos.

Son muchos los beneficios que podría aparejarle a nuestro país lograr consolidar un conjunto de políticas anticíclicas. Como se dijo anteriormente, somos un país que en continuas oportunidades tiene problemas en el frente externo, en el tipo de cambio y con la deuda. Constituir un fondo anticíclico robusto, debería disminuir la volatilidad y permitirnos un desarrollo sostenible. La evidencia empírica nos demuestra que países como Noruega, con el petróleo y Chile, con el cobre, han logrado mejorar de manera

superlativa su economía y los estándares de vida de sus habitantes. Es cierto, y es necesario hacer la aclaración, como bien señalaban algunos expertos consultados, que estos dos países exportan recursos que son no renovables. Este tipo de recurso para el marco normativo argentino son de titularidad del Estado y no de los particulares. Por lo cual extrapolar de manera directa no sería del todo recomendable, salvo que se quisiera implementar para el caso de Vaca Muerta. Pero si se buscara integrar la pujanza del agro, sería necesario previamente, lograr una reforma impositiva. Ya que estos por la exportación de su producción se encuentran gravados por las retenciones y sería inviable sostener ambas cuestiones (pago de impuestos y flujo de recursos para el fondo). Pero de lograr hacerlo, mejoraríamos la capacidad de ahorro y achicaríamos el gasto desde la otra cara de la moneda. Generaríamos mayor certidumbre como Estado, demostrando que existe la capacidad de pensar a largo plazo. Esta situación generaría mayor estabilidad económica. De constituirse en el exterior, se contaría con mayor poder de fuego para detener una corrida cambiaria. A su vez, se podría desarrollar más la canasta de bienes exportables del país, reduciendo el impacto que nos genera la volatilidad de los precios de los *commodities*. Pero sobre todas las cosas, se obtendría algo de mucho valor: que sería la disciplina fiscal.

Existe una segunda reflexión, que tiene que ver con un tema, que todos los expertos abordaron desde diferentes ángulos, que es la falta de institucionalidad. Porque lo cierto es que de nada sirve, tener un fondo anticíclico, con los mejores expertos financieros, el marco jurídico bien reglamentado, los flujos de cómo se va a fondear y el destino que se le dará, si luego la política de siempre, se entromete en el nombre de la excepcionalidad y hace del fondo una caja para financiar el populismo. Esta situación, de no respetar las instituciones, es la causa de todos los males y crisis por la que atraviesa la Argentina. Han sido excepcionales los casos donde la división de poderes ha sido respetada y ejercitada de manera correcta, tal cual lo prevé nuestra Constitución Nacional. Montesquieu decía *“Todo hombre que tiene poder se inclina a abusar del mismo; él va hasta que encuentra límites. Para que no se pueda abusar del poder hace falta que, por la disposición de las cosas, el poder detenga al poder”*. Nuestro país, tiene innumerables ejemplos demostrativos de circunstancias donde el Estado no actuó de la manera que debía hacerlo. Confiscación de depósitos, pesificación de éstos; Privatizaciones y vueltas a Estatizaciones de compañías y de sistemas jubilatorios, incumplimiento de contratos, defaults de deuda, cambio en las reglas de juego, falta de seguridad jurídica, etc. Insisto sobre el tema, es el Estado y no el gobierno al cual se le atribuye el nombre de Poder

Ejecutivo. Los otros dos Poderes han sido grandes cómplices justificando o habilitando a que el primero utilice artilugios poco éticos en pos de las elecciones. Y es sobre uno de los ejemplos que me quiero detener: ante crisis, rumores o miedos de una confiscación de depósitos o pesificación, se genera como consecuencia de ello, una corrida bancaria. Los ahorristas salen de manera estrepitosa a sacar sus billetes del banco para llevárselos “debajo del colchón”. Aquí ocurre una cosa que es llamativamente alarmante: esa persona le asigna mas probabilidad a que el Estado “le robe”, a que en camino a su destino o incluso en su propio hogar dicho dinero sea robado por un tercero. Y justamente la Argentina no se ha caracterizado por ser un país seguro en las últimas décadas. Recuperar la confianza es un pilar fundamental para poder crecer. El caso ejemplificador demuestra que el argentino tiene memoria y lo conserva en su ADN transmitiéndolo de generación en generación. Por lo cual, retornando a la primera reflexión, esa cuestión sociocultural es la que nos hizo tener este instinto de supervivencia.

Es lamentable ver como ante oportunidades históricas (soja a U\$s 600) y con una gran cantidad de recursos tanto humanos como naturales, nuestro país no se permita crecer de manera sostenible y lograr bajar los altos índices de pobreza que tiene. Una aproximación puede darnos un trabajo realizado por una Argentina (insisto en lo valiosos de nuestros recursos humanos) que es economista, profesora de la *London School of Economics* y miembro externo del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra donde muestra (ver Anexo III) la correlación que hay entre; el precio de los *commodities*, los términos de intercambio y los resultados electorales.

Como cierre, me gustaría poder dejar una luz de optimismo en relación con el desarrollo de nuestro país. Lamentablemente, al momento de realizar esta conclusión nuestro país se encuentra transitando una profunda crisis, en lo sanitario, social y económico. Mientras se sigue combatiendo a la pandemia, se negocia con los acreedores para evitar el default y se intenta asistir de recursos a los mas necesitados. Tal vez, luego de despejado el panorama es las cuestiones mencionadas, se pueda lograr un pacto social, tantas veces nombrado, que sea la piedra fundacional de un crecimiento sostenible para nuestro país. ¿Será posible? Yo creo que sí. Pero el tiempo dirá.

Bibliografía

- Cachanosky, R. (2006). *El síndrome argentino*. Buenos Aires: Ediciones B.
- Hamilton, J. I. (2006). Por qué crecen los países. En J. I. Hamilton, *Por qué crecen los países* (págs. 28-30). Buenos Aires: Sudamericana.
- Gerchunoff, P., & Llach, L. (2018). *El ciclo de la ilusión y el desencanto: políticas económicas argentinas de 1880 a nuestros días*. Buenos Aires: Paidós SAICF.
- CEPAL. (2013). Reflexiones sobre el desarrollo en América Latina y el Caribe. *Conferencias magistrales 2011-2012* (pág. 40). Santiago de Chile: Naciones Unidas.
- Corte Suprema de Justicia de la Nación. (5 de noviembre de 2008). Acordada 34/2008. Buenos Aires, Buenos Aires, Argentina: -.
- Devanna, C. (22 de Marzo de 2020). Por la crisis, la Corte usará parte del polémico fondo anticíclico que tiene. *Perfil*.
- Ferns, H. S. (1968). *Gran Bretaña y Argentina en el Siglo XIX*. Buenos Aires: Solar y Librería Hachette.
- Management, N. B. (abril de 2020). *Norges Bank Investment Management*. Obtenido de Norges Bank Investment Management: <https://www.nbim.no/>
- elEconomista.es. (27 de febrero de 2018). El fondo soberano de Noruega logra la mayor cantidad de dinero de su historia en 2017. *el Economista*.
- Catela, L. N. (4 de julio de 2015). *Pensiones BVVA*. Obtenido de El caso del fondo soberano noruego: https://www.bbvaassetmanagement.com/am/tlwgbineses/ISR_a_Fondo_201506_tcm1503-688408.pdf
- Ministerio de Hacienda. Gobierno de Chile. (abril de 2020). *Fondos soberanos*. Obtenido de Fondos de estabilización económica y social: <https://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y.html>
- Dirección de Presupuestos. Gobierno de Chile. (junio de 2015). *Evolución, administración e impacto fiscal de los ingresos del cobre en Chile*. Obtenido de Evolución, administración e impacto fiscal de los ingresos del cobre en Chile : https://www.dipres.gob.cl/598/articles-133158_doc_pdf.pdf
- International Forum of Sovereign Wealth Funds. (abril de 2020). *International Forum of Sovereign Wealth Funds*. Obtenido de International Forum of Sovereign Wealth Funds: <https://www.ifswf.org/news>
- Banco Mundial. (abril de 2020). *Datos de libre acceso del Banco Mundial*. Obtenido de Datos de libre acceso del Banco Mundial: <https://datos.bancomundial.org/>
- Boggiano, M. A. (17 de febrero de 2020). Los 5 defaults de la Argentina. *El Cronista*.
- Kiguel, M. (2 de agosto de 2015). Historia de ajustes y desajustes de la vida argentina. *La Nación*.
- Merener, N. (17 y 18 de abril de 2017). Del sur al mundo en 2030. *Del sur al mundo en 2030*. Buenos Aires, Buenos Aires, Argentina.
- Vidal, A. (18 de enero de 2017). *Legislatura Neuquén*. Obtenido de Legislatura Neuquén: <https://www.legislaturaneuquen.gob.ar/SVRFILLES/hln/documentos/VerTaqui/XLVII/ApendiceReunion3/Proy11336.pdf>
- El Cronista. (1 de marzo de 2020). Neuquén: Gutiérrez propuso crear un fondo anticíclico provincial. *El Cronista*.
- Congreso de la Nación. (15 de septiembre de 1999). *Infoleg. Ministerio de Justicia de la Nación*. Obtenido de Infoleg. Ministerio de Justicia de la Nación:

<http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/60000-64999/60039/norma.htm>

Rúa, F. D. (18 de abril de 2000). *Ministerio de Economía*. Obtenido de Ministerio de Economía: <http://forotgn.mecon.gov.ar/normativa/decretos/dec33900.pdf>

Ministerio de Economía. (18 de septiembre de 2000). *Ministerio de Economía*. Obtenido de Ministerio de Economía:

<http://forotgn.mecon.gov.ar/normativa/resoluciones/res78200.pdf>

Poder Ejecutivo Nacional. (4 de enero de 2001). *Argentina.gob.ar*. Obtenido de Argentina.gob.ar: <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/decreto-1248-2000-65631>

Tenreiro, S. (2017). EXPANSIÓN Y CRISIS EN ARGENTINA: EL ROL DE LOS PRECIOS DE PRODUCTOS PRIMARIOS. *Expansión y crisis en Argentina desde el 1900: El rol de los commodities y el crédito externo*, (pág. 18). Buenos Aires.

Anexo I: Expertos consultados

Pablo Torello

Productor agropecuario.

Diputado de la Nación por la Provincia de Buenos Aires (2015- 2019) (2019- presente)

Integrante de las comisiones de Agricultura y Ganadería; Comunicaciones e Informática; Energía y Combustible; Comercio; Industria; Intereses Marítimos; y Defensa del Consumidor

Miembro de la Fundación Pensar.

Miembro Comisión Directiva de CREA (2003-2013)

Concejal del Partido de Bragado (2013-2015).

Ludovico Videla

Doctor en Economía- Universidad Católica Argentina

Decano de la Facultad de Ciencias Sociales y Económicas de la Pontificia Universidad Católica Argentina

Director Ejecutivo de la Fundación Bunge y Born (2006 /2016)

Director Ejecutivo FIMA S.A. Compañía Financiera (1993 / 1998)

Presidente Compañía Argentina Calificadora de Riesgos S.A. (1993 / 1994)

Presidente Columbia Financiera S.A. (1986 / 1988)

Vicepresidente Segundo - Banco Central de la República Argentina – (1989)

Director - Banco Central de la República Argentina – (1983)

Jefe de Asesores - Ministro de Economía de la Nación Argentina – (1982)

Asesor Económico Financiero - Presidente del Banco de Catamarca – (1981)

Asesor Económico Financiero - Ministro de Economía de Río Negro – (1979)

Emilio Horacio Satorre

Ingeniero Agrónomo y PhD en la Universidad de Reading, Inglaterra.

Profesor Titular de la Cátedra de Cerealicultura (UBA).

Coordinador Académico de la Unidad de Investigación y Desarrollo de AACREA e Investigador asociado de IFEVA – CONICET.

Editor de varios libros y numerosos capítulos en libros y trabajos originales en publicaciones de alto impacto del país y el extranjero. Llevó adelante y coordinó proyectos de investigación con desarrollo y transferencia de impacto a nivel nacional en

distintos aspectos de la producción de cultivos extensivos y de sistemas de producción en los que ellos intervienen. Recibió varios premios y reconocimientos por su labor científica y profesional.

Miembro de Número de la Academia Nacional de Agronomía y Veterinaria.

Consultor de empresas agropecuarias.

Ignacio González García

Contador Público- Universidad Buenos Aires

Director Titular del Directorio del Banco Galicia S.A.

Síndico Titular del Directorio de La Nación S.A y de Sociedad Anónima Importadora y Exportadora de la Patagonia entre otras compañías.

Director Titular de IDEA

Miembro del Directorio Global (Global Oversight Board) de PricewaterhouseCoopers (1998-2001)

Profesor Titular de Estados Contables y de Auditoría e la Universidad Católica Argentina. (1984-2010)

Director del Departamento Contable de la Universidad Católica Argentina. (1996-2003)

Presidente de la Comisión de Auditoría del Consejo Profesional de Ciencias Económicas CABA. (1985-2001)

Asunción Zumárraga

Licenciada en Ciencias Políticas por la Universidad Católica Argentina.

Gerente en Correo Argentino, SOCMA y en la Fundación Macri.

Trabajó en la Secretaría de Planificación de la Nación, en el Ministerio de Planeamiento, y en la División América Latina del Congressional Research Service de la Biblioteca del Congreso de la Nación.

Actual Directora de Proyectos en la Fundación Bunge y Born.

Facundo Cortese

Productor agropecuario- Miembro CREA

MASTER OF AGRICULTURAL SCIENCE- University of Western Australia.

Ingeniero Agrónomo de la Universidad Nacional de La Plata (UNLP)

Responsable de Desarrollo comercial y técnico-comercial Summit Agro Argentina S.A
Diseño, ejecución y evaluación de ensayos de eficiencia • Capacitación técnica a distribuidores y agrónomos. • Charlas técnicas a productores, y asesores zonales.

Marcelo Mc Grech

Master of Business Administration (MBA)- UCEMA
Ingeniero en producción Agropecuaria- Universidad Católica Argentina
Gerente Agronegocios – Banco Galicia

Alfredo Marzano

Contador Público, Universidad de Buenos Aires
Gerente de Relaciones con el Sector Público- Banco Galicia
Team Leader Institutional Sales

Ignacio Mendiberri

Magister en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella
Ingeniero Industrial, Universidad Argentina de la Empresa
Sales & Trader, Arpena Valores, Mayo 2015 - Actualidad
Jurado examinador de Tesis de Maestría en Finanzas (Tercer firmante), Universidad Torcuato Di Tella - 2019 - Actualidad.
Ingeniero en control de calidad, Departamento de Ingeniería. Toyota Motor Corporation, Octubre 2012 - Febrero 2015

Daniel Lema

Licenciado en Economía (Universidad Nacional de Mar del Plata); Posgrado en Economía (UTDT); Doctor en Economía (Ph.D) (UCEMA). Investigador del Instituto de Economía del INTA.
Director de la Maestría en Agronegocios y profesor en la UCEMA.
Ha realizado trabajos de consultoría para el BID y la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO). Se desempeña como miembro del Comité Consultivo del Common Fund for Commodities. Ha publicado extensamente en revistas nacionales y extranjeras sobre los temas de cambio tecnológico y productividad en el sector agropecuario, eficiencia de producción, seguros agrícolas, tenencia y uso del suelo y economía política. Sus áreas de especialización profesional incluyen la

microeconomía aplicada, la economía agraria y economía política. En cinco oportunidades obtuvo el premio al mejor trabajo de Asociación Argentina de Economía Agraria. En la Maestría se desempeña como profesor de la materia Management en Agronegocios.

Ignacio Mendez

MBA IE Business School.

Ingeniero Industrial, Instituto Tecnológico de Buenos Aires (ITBA).

VP Structure Trade & Export Finance Origination for LATAM excl Brasil, Deutsche Bank USA. (Agosto 2016 – Actualidad).

AVP Originacion Trade Finance Mexico y Cono Sur, Deutsche Bank Mexico, (Mayo 2014 - Julio 2016) .

Associate Responsable Cobertura Multinacionales, Deutsche Bank Argentina. (Julio 2010 - Mayo 2014).

Carlos Pagni

Profesor de historia- Universidad Nacional de Mar del Plata.

Columnista en el diario La Nación y El País de España.

Conductor de “Odisea Argentina” en el canal La Nación + .

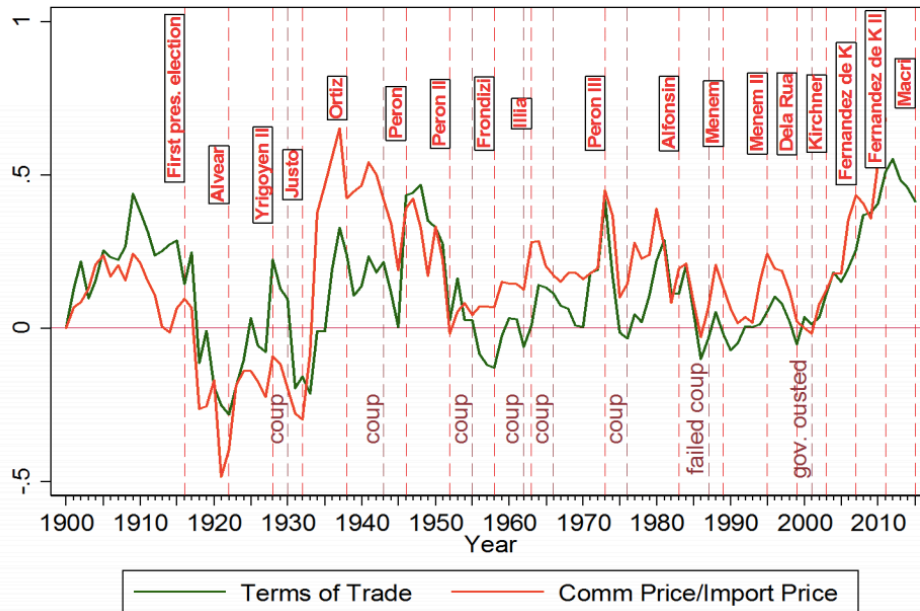
Consultor político.

Anexo II: Cuestionario

1. ¿Es posible constituir un fondo anticíclico robusto en la Argentina que perdure en el tiempo?
2. ¿Por qué considera que no se ha podido constituir uno al día de hoy?
3. ¿Cuáles considera que son los obstáculos mas complejos que deberían sortearse para lograrlo? ¿Son de índole político, económico, social?
4. ¿Considera que puede generarle beneficios al país? ¿Cuales?
5. ¿Como debería ser gestionado? ¿Gestión pública, privada o mixta?
6. ¿Qué recursos utilizaría para fondearlo?
7. ¿Qué destino le daría al fondo cuando se viene el ciclo recesivo?
8. ¿Considera que podría desarrollarse un mercado de capitales?

Anexo III: Términos de intercambio vs Precio de los commodities

INESTABILIDAD POLÍTICA: PRECIOS DE PRODUCTOS PRIMARIOS Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



1916: Primera elección presidencial bajo sufragio "universal", secreto y obligatorio

Cada cambio de gobierno, golpe de estado o intento de golpe fue precedido por brusca caída en el precio de los productos primarios.

Las reelecciones (Kirchner, y Perón) coincidieron con términos de intercambio favorables.

Fuente: Silvana Tenreyro, 2017