



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 29 - Edición N° 1268 – 23 de Abril 2020

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

La evolución de la economía y los riesgos que enfrenta

En Foco 1 – Jorge Vasconcelos

Qué visión de futuro nos revela la oferta por la deuda

En Foco 2 – Marcos O`Connor

La balanza comercial acumula un superávit de 17,3 mil millones de dólares en los últimos doce meses

En Foco 3 – Vanessa Toselli y Sabrina González del Campo

El dato regional de la semana:

La recaudación de impuestos en las provincias ya estaba en terreno negativo (en términos reales) en el primer trimestre

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:

4

La evolución de la economía y los riesgos que enfrenta

- ¿Qué profundidad puede llegar a alcanzar el actual proceso recesivo y cuál será el ritmo de recuperación? Si bien lógicamente va a influir la extensión y alcance del período de confinamiento, en términos de las variables estrictamente económicas, también va a depender de la dinámica que tengan los siguientes tres factores claves: 1) resultado de reestructuración de la deuda pública, 2) evolución de las exportaciones y 3) que no desborde la macroeconomía
- Tres grandes crisis que sufrió el país en el pasado tienen sus peculiaridades. En la de comienzos de los 80's, tras el estallido de la tablita cambiaria y la Guerra de Malvinas, la economía registró la típica forma de W. Durante la Hiperinflación de fines de los 80's, la economía mostró una forma de U en su proceso de caída y recuperación, mientras que en 2001/02, la actividad económica dibujó una curva en forma de V
- El resultado final del canje de deuda es por ahora bastante incierto, pero su definición resultará de vital importancia para definir la profundidad y velocidad de salida de la actual crisis. En la medida que las exportaciones argentinas no se derrumben, la Argentina podría mantener el superávit comercial y generar el financiamiento en dólares necesario para la transición. Una de las claves para que no se desborde el escenario macro, es poder rescatar, una vez que finalice la pandemia, gran parte de la enorme emisión monetaria
- Hay tres factores claves que pueden ayudar a morigerar la crisis y agilizar la velocidad de recuperación de la economía una vez que la pandemia haya finalizado. Dos de ellos dependen en buena medida del accionar del gobierno: que se evite un nuevo episodio de default y que no se desborde la macroeconomía, mientras que en el restante, la evolución de las exportaciones, hay variables que si dependen de medidas de política pero otras tienen que ver con el contexto internacional

En Foco 1:

15

Qué visión de futuro nos revela la oferta por la deuda

- Una propuesta tan condicionada como la que se acaba de presentar, en lugar de reflejar la potencialidad de un país que evitó el default y de un sector público que se reorganizó, parece estar adelantando un futuro en el que la Argentina habrá de seguir conviviendo con las tribulaciones de una estanflación que está a punto de cumplir una década
- Después de la crisis de 2001/02, la Argentina atravesó varios años sin salir de la situación de default y aun así el PIB creció a muy buen ritmo e incluso la tasa de inversión se recuperó. Sin embargo, aquella experiencia no es replicable. Ninguno de los cinco principales factores que explican la salida post 2002 se encuentran disponibles: ahorro público, ahorro privado, competitividad, baja presión tributaria y fuerte dinámica positiva en los términos de intercambio
- De acuerdo a la oferta presentada y, asumiendo que a los organismos internacionales se seguirá pagando los intereses, se tiene que la demanda de dólares por el factor deuda quedaría constreñida a unos 2,2 mil millones/año entre 2020 y 2023. Desde el punto de vista fiscal, es una incógnita con que "caja" el estado habrá de comprarlos, pero en el plano externo, esa cifra representa sólo el 4 % de las exportaciones La falta de horizonte de la política fiscal es, en realidad, una de las principales fuentes de incertidumbre
- Un default sería un acto de fuerte sesgo anti-federal. La nación, dentro de todo, conservaría el manejo de las escasas reservas del Banco Central, es la que gestiona el fondo de la Anses y es la que puede apelar a la emisión monetaria a favor del Tesoro (aunque cambios en la Carta Orgánica del BCRA deberían pasar por el Congreso). Para las provincias, aun las más ordenadas y precavidas en términos fiscales, hay muy pocos instrumentos disponibles

En Foco 2:**20*****La balanza comercial acumula un superávit de 17,3 mil millones de dólares en los últimos doce meses***

- En los últimos doce meses, la balanza comercial acumula un superávit de US\$ 17.284 millones, explicada por la caída en las importaciones. Las exportaciones totalizaron US\$ 64.146 millones y el monto de compras al exterior fue de US\$ 46.862 millones
- En marzo, las ventas al exterior alcanzaron US\$ 4.320 millones, un 15,9% menos que igual mes de 2019. Las importaciones, por su parte, totalizaron US\$ 3.175 millones, un 19,7% por debajo de marzo de 2019.
- El saldo energético presenta un déficit de US\$ 101 millones en el acumulado de los últimos doce meses, con exportaciones de combustibles por US\$ 4.197 millones e importaciones por US\$ 4.298 millones

En Foco 3:**24*****El dato regional de la semana: La recaudación de impuestos en las provincias ya estaba en terreno negativo (en términos reales) en el primer trimestre***

- La recaudación en las provincias no logró superar a la inflación en los primeros 3 meses del año. Así, en 16 de las 17 jurisdicciones con información disponible, se registraron bajas en términos reales
- Salta fue la única jurisdicción con mejoras en términos reales, del orden del 7%, mientras que Buenos Aires y Catamarca vieron reducir sus ingresos en torno al 20%
- La recaudación por ingresos brutos cayó también en todas las jurisdicciones (salvo Salta), con las bajas más significativas en Jujuy (-21%) y Catamarca (-19%). La recaudación del impuesto a los sellos mostró caídas en todas las jurisdicciones, mientras que fue dispar el resultado para el caso del impuesto inmobiliario y automotor

Editorial

La evolución de la economía y los riesgos que enfrenta

Gustavo Reyes

- ¿Qué profundidad puede llegar a alcanzar el actual proceso recesivo y cuál será el ritmo de recuperación? Si bien lógicamente va a influir la extensión y alcance del período de confinamiento, en términos de las variables estrictamente económicas, también va a depender de la dinámica que tengan los siguientes tres factores claves: 1) resultado de reestructuración de la deuda pública, 2) evolución de las exportaciones y 3) que no desborde la macroeconomía
- Tres grandes crisis que sufrió el país en el pasado tienen sus peculiaridades. En la de comienzos de los 80's, tras el estallido de la tablita cambiaria y la Guerra de Malvinas, la economía registró la típica forma de W. Durante la Hiperinflación de fines de los 80's, la economía mostró una forma de U en su proceso de caída y recuperación, mientras que en 2001/02, la actividad económica dibujó una curva en forma de V
- El resultado final del canje de deuda es por ahora bastante incierto, pero su definición resultará de vital importancia para definir la profundidad y velocidad de salida de la actual crisis. En la medida que las exportaciones argentinas no se derrumben, la Argentina podría mantener el superávit comercial y generar el financiamiento en dólares necesario para la transición. Una de las claves para que no se desborde el escenario macro, es poder rescatar, una vez que finalice la pandemia, gran parte de la enorme emisión monetaria
- Hay tres factores claves que pueden ayudar a morigerar la crisis y agilizar la velocidad de recuperación de la economía una vez que la pandemia haya finalizado. Dos de ellos dependen en buena medida del accionar del gobierno: que se evite un nuevo episodio de default y que no se desborde la macroeconomía, mientras que en el restante, la evolución de las exportaciones, hay variables que si dependen de medidas de política pero otras tienen que ver con el contexto internacional

Mientras la salud surfea la ola de contagios y muertes asociados al Covid-19, en la economía comienzan a tomar fuerza otras dos olas, la caída en la actividad y la aceleración de la inflación.

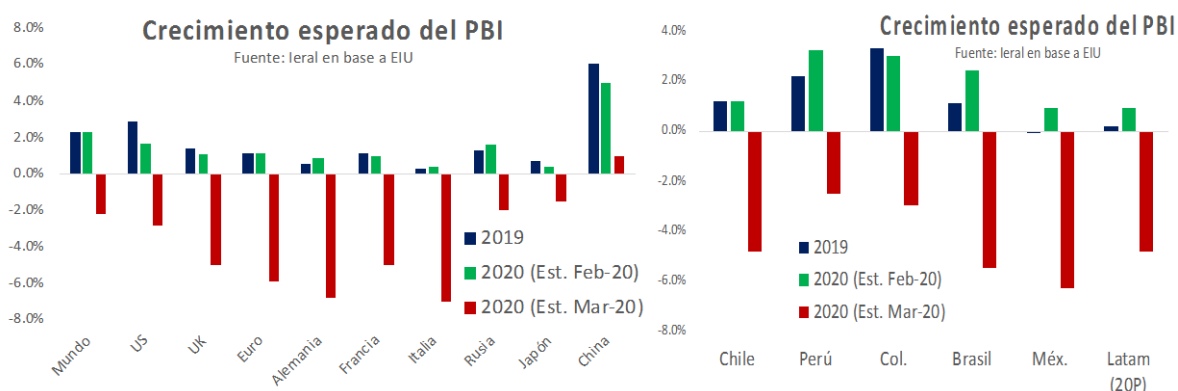
Al igual que la mayoría de los países del mundo, Argentina enfrenta dos fuertes shocks contractivos: uno proveniente del resto de mundo y otro del interior de su propia economía. El primero está dado por la caída en los precios y en el volumen de las exportaciones y se traduce en menores ingresos para los exportadores, los productores, el fisco y para la economía en general. El segundo shock, derivado del confinamiento, implica un desplome de la demanda de bienes y servicios e importantes restricciones productivas.

Ambos shocks generan una caída fuerte de la actividad económica, destrucción del empleo (sobretudo de informal), problemas financieros (en empresas y familias) y un derrumbe de las cuentas fiscales generado por las crecientes demandas de gasto y el abrupto descenso de la recaudación impositiva.

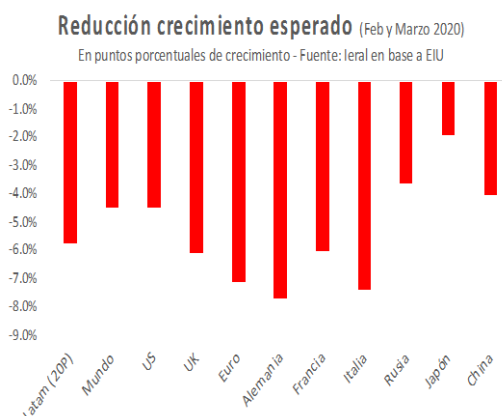
Muchas de estas consecuencias económicas son comunes en la mayoría de los países. En Argentina, a diferencia de otros estados, la falta de ahorros públicos en el pasado y la incapacidad de acceder a los mercados financieros, hace que la explosión de las cuentas fiscales derivada de la crisis tenga que ser financiada con emisión monetaria, generando un problema adicional, el de la mayor presión inflacionaria.

El mundo y nuestro barrio (Latam)

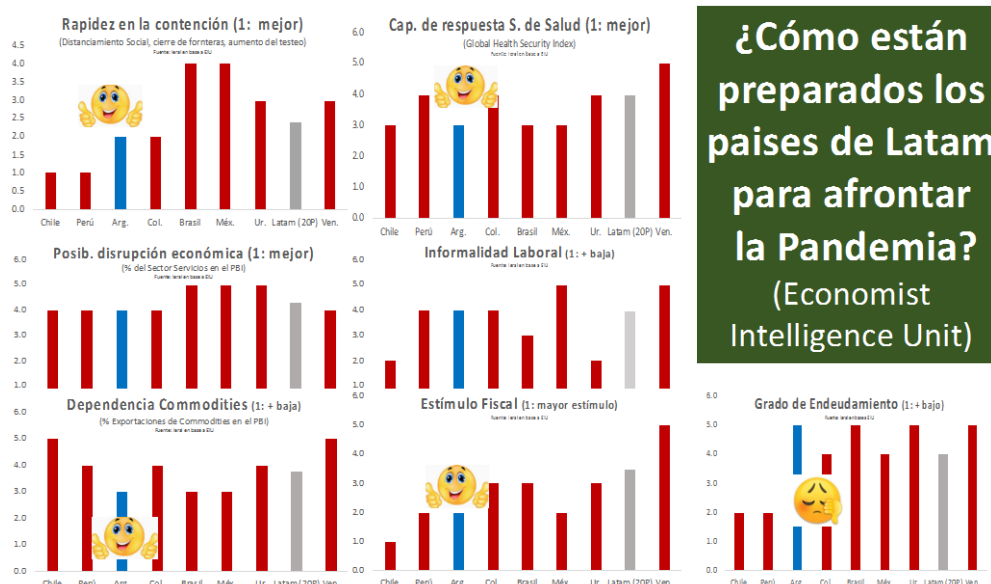
Como puede apreciarse en los siguientes gráficos, las magnitudes esperadas de caídas en el PBI en la mayoría de los países son muy importantes tanto para los principales países del mundo como para la región de Latinoamérica (Latam).



El deterioro en las estimaciones de crecimiento entre febrero y marzo de este año (estallido de la pandemia) resultó más fuerte en Latam que en el promedio del mundo. Las razones de este mayor pesimismo en Latam se deben básicamente a 4 factores: alta dependencia de los commodities (caen sus precios internacionales), elevada informalidad en el mercado laboral, insuficiente infraestructura sanitaria y escasos ahorros para afrontar la crisis.



Argentina comparte con sus vecinos los 4 problemas citados. Sin embargo, de acuerdo a un estudio realizado por el “think tank” de la revista inglesa The Economist¹, de siete indicadores considerados para afrontar la crisis, Argentina estaría relativamente mejor posicionada en 4 de ellos respecto del promedio de Latam.

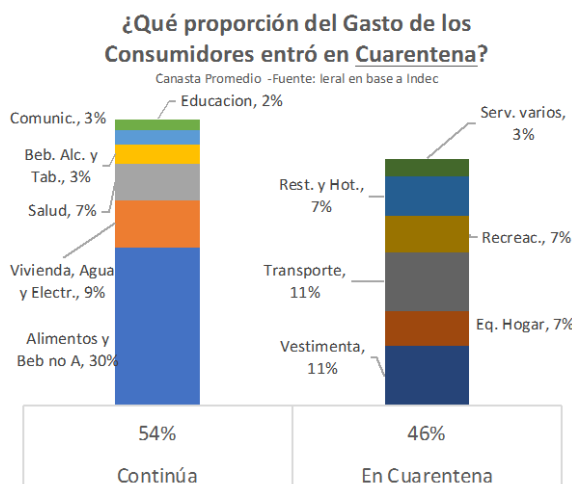


La magnitud del problema en Argentina

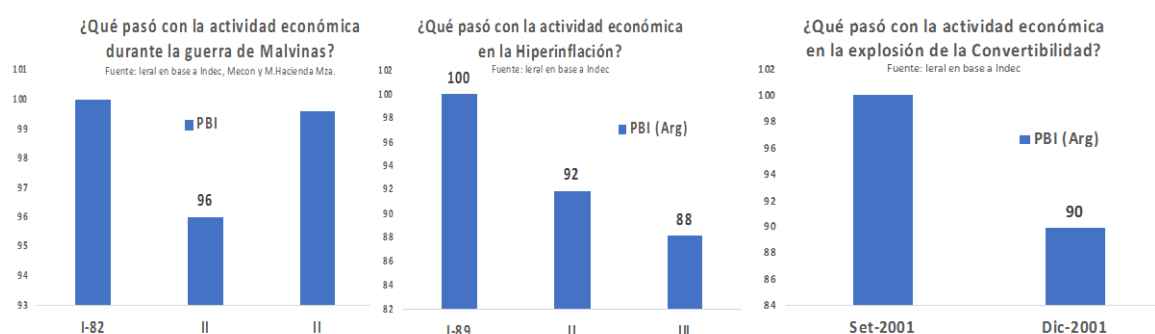
El hecho que Argentina en algunos indicadores se encuentre mejor posicionada que el promedio de Latam, no implica que los efectos de la pandemia no vayan a resultar muy severos. Estimar cuánto puede caer la economía resulta sumamente complicado ya que aún se desconoce la duración que va a tener el aislamiento tanto en el mundo en general como en Argentina en particular.

¹ Economist Intelligence Unit, <https://www.eiu.com>

No obstante, una medida de la magnitud que implica el confinamiento en términos del gasto de los consumidores puede dimensionarse con el simple hecho que casi el 50% del mismo ha quedado en cuarentena².



Otra forma de dimensionar la posible caída es comparar el actual parate de gran parte de los sectores con lo ocurrido en otros tres casos históricos. Estos períodos fueron los meses transcurridos durante de la guerra de Malvinas (1982), en la Hiperinflación (1989) y en la caída de la Convertibilidad (2001).



La profundidad de estos procesos recesivos no resultó homogénea como tampoco lo fue la velocidad de entrada y salida a los mismos:

- En el caso de la crisis de comienzos de los 80's, la economía registró la típica forma de W: dos caídas y dos recuperaciones en el nivel de actividad económica (estallido de la Tablita de Martínez de Hoz y luego el conflicto bélico de Malvinas).
- Durante la Hiperinflación de fines de los 80's, la economía mostró una forma de U en su proceso recesivo.

² Un análisis más detallado puede encontrarse en "Consumo de los Hogares en Cuarentena", En Foco 3 (Gerardo Alonso Schwarz), Informe de Coyuntura del IERAL, Año 29, Edición 1263, 2 de abril de 2020, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4112-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

- En los últimos meses de la Convertibilidad, el nivel de actividad económico mostró una forma de V, es decir, una muy fuerte y rápida caída seguido por una veloz recuperación.



¿Qué profundidad puede llegar a alcanzar el actual proceso recesivo y cuál será el ritmo de recuperación? Si bien lógicamente va a influir la extensión y alcance del período de confinamiento, en términos de las variables estrictamente económicas, también va a depender de la dinámica que tengan los siguientes tres factores claves: 1) resultado de reestructuración de la deuda pública, 2) evolución de las exportaciones y 3) que no desborde la macroeconomía.

1. La negociación de la deuda pública

El resultado de las actuales negociaciones para reestructurar la deuda pública es muy importante porque define si la economía argentina entra o no nuevamente en default en los mercados internacionales de crédito. Si bien en estos críticos meses de la pandemia, el problema de la deuda no parece ser la principal prioridad, el hecho de caer en default tiene fuertes implicancias para la salida del actual proceso recesivo una vez que la pandemia haya concluido. Una economía en default mantendría la característica actual de aislamiento de los mercados de crédito y, por lo tanto, al tener muy poco financiamiento, la recuperación de la economía sería más lenta.

Hace casi una semana se conocieron los detalles de la reestructuración propuesta por el Gobierno Nacional para los títulos con Ley Extranjera. El monto de los mismos representa el 27% del total de la deuda externa neta³ del Sector Público Nacional (u\$s 240 MM)⁴.

Si bien los servicios de deuda que tenían que ser pagados por estos bonos durante 2020 (cerca de u\$s 3.600 entre capital e intereses) no eran de imposible cumplimiento en el marco de un posible nuevo acuerdo con el FMI, el gobierno nacional utilizó esa estrategia, decidió no esperar que se calme la situación financiera internacional y terminó realizando una oferta de reestructuración a este tipo de acreedores en el medio de la crisis mundial (de salud, financiera, comercial, etc.).

³ Neta de Organismos Públicos.

⁴ Otro 27% está representado por la deuda con Organismos Internacionales y el restante 46% son deudas bajo legislación nacional.

La propuesta realizada por el gobierno a los poseedores de este tipo de títulos se resume en el siguiente cuadro:

Promedio de Bonos - Propuesta Reestructuración				
Tipo de Bonos	Par y Discount	Larga Madurez	Corta Madurez	Promedio
Vencerían en:	2030 y 2043	2036 - 2047	2030	
% Quita Nominal	0%	5%	12%	5.7%
% Quita en Valor Actua	67%	68%	60%	65.0%
Reducción Cupón	-28.2%	-54.5%	-81.3%	-55%
Cupón prom. B. Viejos	5.1%	7.0%	5.7%	5.9%
Cupón prom. B. Nuevos	3.6%	3.2%	1.1%	2.6%
Mejora Precio	6.8%	10.1%	21.5%	12.8%
Precio Bonos Viejos	31.2	28.6	33.0	31.0
Precio B. Nuevos (estimados con Tasa Descuento 12%)	33.3	31.5	40.1	35.0

Fuente: Ieral en base a propuesta Mecon y datos del mercado del día que se presentó la propuesta (17/4/20)

Como puede apreciarse los bonos de amortización más cortos son los que resultan más castigados tanto en quitas de capital nominal como en reducción de los cupones de interés. Sin embargo, lo relevante para cualquier promesa de pago futura (como lo es un bono) es la quita en valor actual (VA) de dichas promesas de pago. En este sentido, estas quitas en VA no resultan tan diferentes entre los bonos y las mismas varían entre el 60% y el 68%.

Si bien las recortes en VA son considerables, buena parte de los mismos ya estaban descontados por el mercado dado el bajo precio que cotizaban estos bonos. De esta forma, la nueva propuesta (para el promedio de los diferentes bonos) muestra una leve mejora estimada para los precios de los mismos cercana al 13% y esto es lo que podría hacer atractiva la oferta.

Sin embargo, la propuesta presenta también aspectos limitantes. Por un lado, el gobierno casi no ofrece ningún tipo de pago de capital ni de intereses hasta 2023⁵, año que finaliza el mandato del actual gobierno. Dado esto, la actual administración podría no tener incentivos para comenzar a realizar ahorros en sus cuentas fiscales. Por otro lado, más allá de la existencia de estos incentivos, tampoco se ha explicado cómo Argentina va a mejorar la situación fiscal desde ahora hasta los años que tenga que empezar a pagar dichos compromisos.

⁵ Solamente el bono 2043 ofrece pagar el primer cupón en noviembre de 2022.

Por otro parte, en esta semana el gobierno dejó de pagar intereses por cerca de u\$s 500 millones correspondientes a algunos de los bonos⁶ que se pretende reestructurar.

De esta forma, el resultado final del canje por ahora es bastante incierto pero su definición (que será probablemente en los próximos 30 días) resultará de vital importancia para definir la profundidad y velocidad de salida de la actual crisis.

2. La evolución de las exportaciones⁷

En una economía donde los componentes de la demanda agregada privada interna se desploman (consumo e inversión), las exportaciones generalmente juegan un importante rol para amortiguar la caída de la economía.

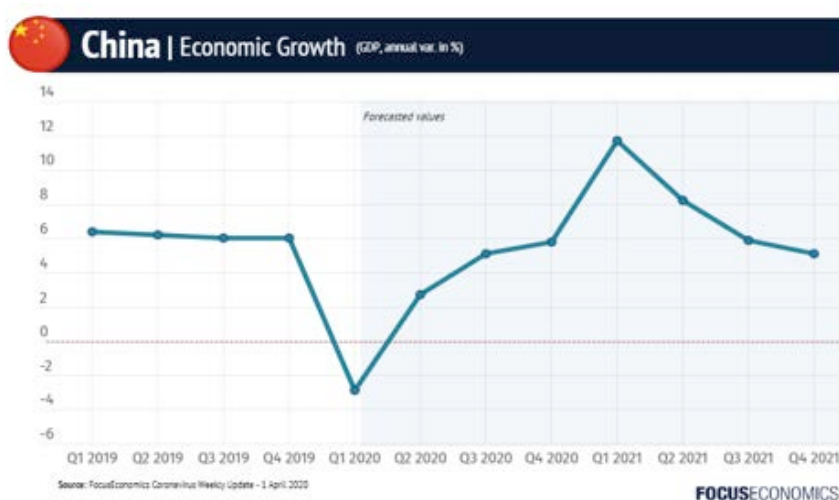
Sin embargo, en esta ocasión a diferencia de la mayoría de las crisis, el problema recesivo es compartido por la mayor parte de los países del mundo lo cual debilita la cualidad estabilizadora de las exportaciones en épocas de crisis. No obstante, las características de buena parte de las exportaciones argentinas hacen que puedan sufrir un poco menos que las del resto del mundo.

Una primer característica clave de las exportaciones de nuestro país es que más de la mitad de las mismas (60%) son básicamente alimentos. En general, este tipo de bienes presentan lo que se denomina en economía una baja elasticidad ingreso. Es decir, son relativamente menos sensibles a cambios en el ingreso de los consumidores que la mayoría de los bienes. De esta forma, en períodos cuando el mundo tiene un boom de actividad, la demanda de estos bienes crece pero no demasiado. Este problema se compensa en los períodos recesivos, donde la demanda de estos productos cae pero mucho menos que la mayoría de los productos. En períodos complicados, la gente posterga el consumo de la mayoría de los bienes pero trata de mantener sus costumbres alimenticias.

El otro hecho significativo es que buena parte de las exportaciones se venden a China, cuya economía cayó abruptamente en el primer trimestre de este año como consecuencia del Covid-19 pero que ya estaría mostrando síntomas de una rápida recuperación (¿en forma de V?).

⁶ Bonos Globales 2021, 2026 y 2043, cuyos cupones debían ser pagados el 22 de abril.

⁷ Más análisis detallado de la posible evolución de las exportaciones puede encontrarse en “El impacto de la crisis sobre las exportaciones de la Argentina”, Editorial de Juan Manuel Garzón, Informe de Coyuntura del IERAL, Año 29, Edición 1265, 9 de abril de 2020, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4124-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

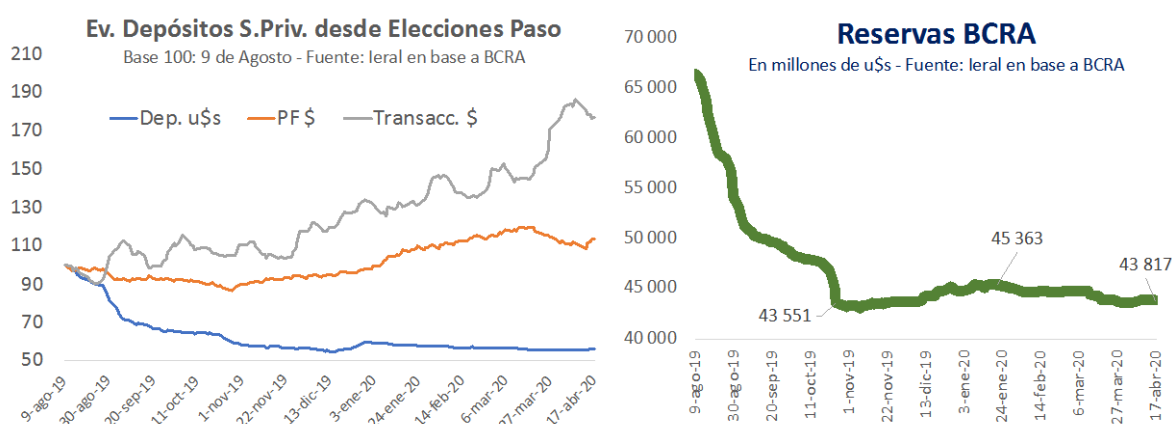


De esta forma, en la medida que las exportaciones argentinas no se derrumben, la Argentina podría mantener su elevado superávit comercial y generar el financiamiento en dólares necesario para ayudar a reactivar su economía, mientras se normaliza su acceso a los mercados financieros externos.

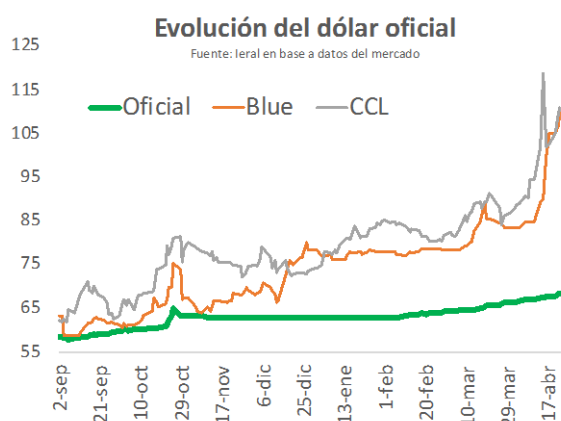
3. Que no desborde la macro 🙏

La experiencia acumulada en las crisis en Argentina indica que durante las mismas debe monitorearse permanentemente las variables críticas del sistema financiero y que si éstas se desestabilizan, la magnitud de las crisis se profundiza y alarga en el tiempo.

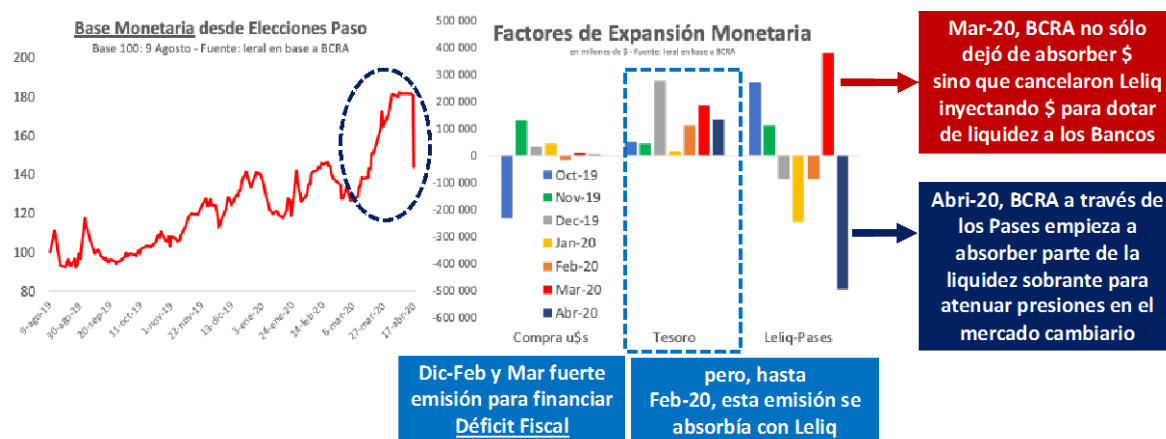
Como puede apreciarse en los siguientes gráficos, de acuerdo a los datos disponibles a la fecha del presente informe, tanto la evolución de los depósitos privados como de las reservas del Banco Central no presentan cambios relevantes.



Sin embargo, la tranquilidad mostrada por los anteriores gráficos no es la misma que presenta la evolución de los precios libres del dólar. En las últimas semanas, estos precios reaccionaron y elevaron la brecha cambiaria del 30% a más del 60% respecto de la cotización del dólar oficial.



En línea con los gráficos del tipo cambio también se encuentra la evolución de la Base Monetaria. Esta variable venía creciendo básicamente por la mayor asistencia al tesoro nacional (financiamiento del déficit) pero, como gran parte de ésta era esterilizada a través de las Leliq, la suba de la Base Monetaria no era muy pronunciada. En marzo, esta dinámica cambió totalmente. El Banco Central canceló parte de las Leliq a los bancos para liberar capacidad prestable al sistema financiero. El resultado fue una explosión de la Base Monetaria durante este mes generando una enorme liquidez en la economía que terminó repercutiendo sobre la demanda y las cotizaciones no reguladas del dólar. A partir de la segunda semana de abril, el BCRA, fruto probablemente de las tensiones en el mercado cambiario, cambió nuevamente su estrategia y comenzó a absorber parte del exceso de liquidez a través del mecanismo de pases con los bancos.

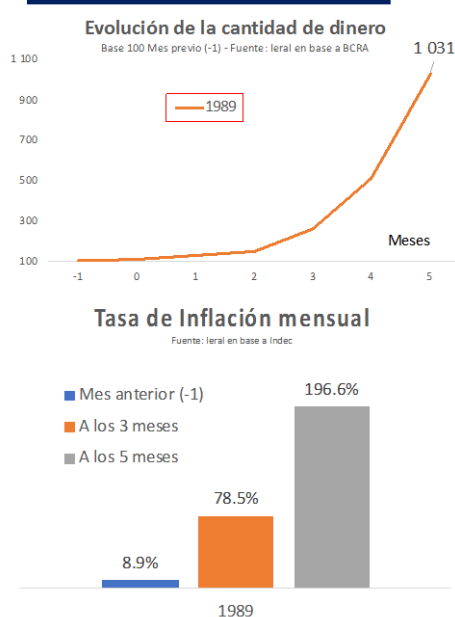


Una de las claves para que no se desborde el escenario macro, es poder rescatar, una vez que finalice la pandemia, gran parte de la enorme emisión monetaria que va a demandar la misma (financiamiento al sector público y privado).

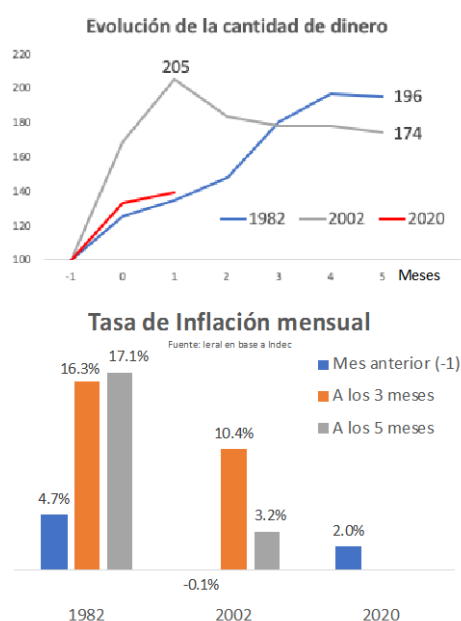
Como puede apreciarse en los siguientes gráficos, la explosión en la emisión monetaria terminó generando saltos inflacionarios muy importantes en las históricas crisis. La evolución actual de la creación de pesos resulta muy similar a la dinámica que hubo durante la guerra de Malvinas (1982) pero es aún menor que la del 2002 (salida de la Convertibilidad). La emisión inicial en este último episodio era bastante similar a la que se

había registrado durante la hiperinflación del 1989. La gran diferencia del 2002 es que, a los pocos meses, gran parte de los pesos emitidos comenzaron a ser rescatados y eso fue lo que abortó el estallido de una hiperinflación. De esta forma, ahora en 2020, para que no se desborde la macroeconomía, es clave nuevamente que esta esterilización de pesos vuelva a producirse una vez que la pandemia comience a desaparecer.⁸

¿Puede desbordarse otra vez la emisión monetaria?



¿Cómo estamos hoy?



Conclusiones

La pandemia está generando tres olas en la sociedad de nuestro país: enfermos y muertes por el Covid-19, profundización del proceso recesivo y aceleración de la inflación. Si bien la situación de Argentina en algunos indicadores se encuentra mejor posicionada para enfrentar esta crisis que el promedio de los países de Latinoamérica, la falta de acceso a los mercados crediticios y de ahorros públicos en el pasado, hacen que los shocks que implican esta pandemia puedan tener la magnitud de las crisis más importantes que ha enfrentado nuestra economía en las últimas décadas.

Hay tres factores claves que pueden ayudar a morigerar la crisis y agilizar la velocidad de recuperación de la economía una vez que la pandemia haya finalizado. Dos de ellos

⁸ Una propuesta para esterilizar dicho excedente de pesos puede ser analizada en "Para evitar el derrape de la macro, ahorro forzoso y desdoblamiento cambiario", En Foco (Jorge Vasconcelos), Informe de Coyuntura del IERAL, Año 29, Edición 1263, 2 de abril de 2020, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4112-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

dependen en buena medida del accionar del gobierno: que se evite un nuevo episodio de default y que no se desborde la macroeconomía, mientras que en el restante, la evolución de las exportaciones, hay variables que si dependen de medidas de política pero otras tienen que ver con el contexto internacional.

En Foco 1

Qué visión de futuro nos revela la oferta por la deuda

Jorge Vasconcelos

- Una propuesta tan condicionada como la que se acaba de presentar, en lugar de reflejar la potencialidad de un país que evitó el default y de un sector público que se reorganizó, parece estar adelantando un futuro en el que la Argentina habrá de seguir conviviendo con las tribulaciones de una estanflación que está a punto de cumplir una década
- Después de la crisis de 2001/02, la Argentina atravesó varios años sin salir de la situación de default y aun así el PIB creció a muy buen ritmo e incluso la tasa de inversión se recuperó. Sin embargo, aquella experiencia no es replicable. Ninguno de los cinco principales factores que explican la salida post 2002 se encuentran disponibles: ahorro público, ahorro privado, competitividad, baja presión tributaria y fuerte dinámica positiva en los términos de intercambio
- De acuerdo a la oferta presentada y, asumiendo que a los organismos internacionales se seguirá pagando los intereses, se tiene que la demanda de dólares por el factor deuda quedaría constreñida a unos 2,2 mil millones/año entre 2020 y 2023. Desde el punto de vista fiscal, es una incógnita con que “caja” el estado habrá de comprarlos, pero en el plano externo, esa cifra representa sólo el 4 % de las exportaciones. La falta de horizonte de la política fiscal es, en realidad, una de las principales fuentes de incertidumbre
- Un default sería un acto de fuerte sesgo anti-federal. La nación, dentro de todo, conservaría el manejo de las escasas reservas del Banco Central, es la que gestiona el fondo de la Anses y es la que puede apelar a la emisión monetaria a favor del Tesoro (aunque cambios en la Carta Orgánica del BCRA deberían pasar por el Congreso). Para las provincias, aun las más ordenadas y precavidas en términos fiscales, hay muy pocos instrumentos disponibles

De acuerdo a la propuesta de reestructuración presentada por el gobierno y, asumiendo que se habrá de seguir pagando intereses a los organismos multilaterales (FMI y demás), se tiene que los servicios de deuda promedio entre 2020 y 2023 serán del orden de los 2,2 mil millones de dólares por año, para ir subiendo gradualmente hasta un pico cercano a los 5,0 mil millones hacia 2030. En el arranque la cifra involucrada representa algo

menos del 4 % de las exportaciones de bienes, para llegar en diez años al equivalente a menos del 7 %. Como referencia, en la época brava de los años 80, un presidente como Alan García, de Perú, declaraba la guerra a los acreedores anunciando que su país pondría un tope a las transferencias al exterior equivalente al 10% de las exportaciones. Se infiere que una propuesta tan condicionada como la que se acaba de presentar, en lugar de reflejar la potencialidad de un país que evitó el default y de un sector público que se reorganizó, parece estar adelantando un futuro en el que la Argentina habrá de seguir conviviendo con las tribulaciones de una estanflación que está a punto de cumplir una década.

Se ha planteado en forma recurrente en estas columnas que “el problema de la deuda” no es la causa del estancamiento del país, sino la consecuencia de haber perdido el rumbo en términos de la capacidad de crecer, fenómeno que se hizo cada vez más evidente a partir de 2011, cuando comenzó a revertirse el boom de los precios de las commodities. Hoy, el país se encuentra en una especie de convocatoria. ¿Qué hace una empresa en esas circunstancias, si aspira a evitar la quiebra?. Reúne a los acreedores, les describe porqué se llegó a esa situación de acuerdo a su visión, les adelanta que errores aspira a no repetir, trata de convencerlos que el proyecto tiene futuro porque la calidad de sus productos es adecuada, porque podrá quitarle market share a sus competidores por tal o cual razón. Si el discurso de la empresa se limitara a un “vamos viendo cómo salir”, realmente sería muy difícil lograr el consenso de sus acreedores.

La pregunta es si la Argentina tiene algo más para decir que un “vamos viendo...”. Seguro que sí, pero se requiere una hoja de ruta (plan de negocios en el caso de una firma) que no está hoy sobre la mesa. Los cambios de política económica que se requieren para salir del escenario de estanflación han sido discutidos en otra oportunidad, pero se resumen en evitar repetir buena parte de los ensayos de 2011 en adelante. **Ver al respecto, “La década diferenciada de América latina”, en el anexo del presente informe.**

A un costo muy elevado, la Argentina que “vivía de prestado” en 2017 ha hecho un profundo ajuste en los últimos dos años, aunque con un centro de gravedad demasiado sesgado en contra del sector privado, haciéndolo muy poco eficiente. Obsérvese que de 2017 a 2019 el PIB medido en dólares corrientes se achicó de 631.7 a 432.6 miles de millones 199, mientras que en ese período la cuenta externa de bienes y servicios reales (excluye intereses) trastocó el déficit de 17.3 mil millones en un superávit de 9.5 mil millones, una corrección de 26.8 mil millones.

Ajuste del sector externo y sacrificio del PIB

Mil millones de dólares corrientes

	2017	2019	Diferencia	"Sacrificio" de PIB*
PIB	631,7	432,6	-199,1	7,4
Cuenta cte de bienes y serv. reales	-17,3	9,5	26,8	1,0

*por cada mil millones de mejora externa

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

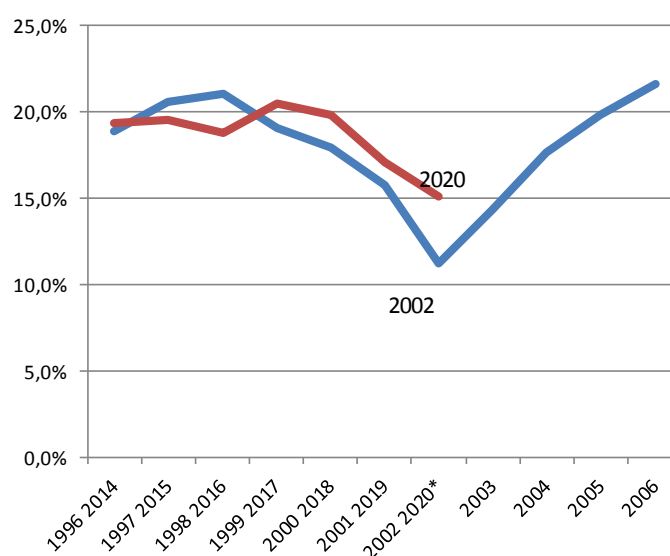
¿Por qué se trató de un ajuste ineficiente?. Porque se requirió una contracción de 7.4 dólares de PIB por cada 1 dólar de mejora en el sector externo. Para salir de esta trayectoria se requiere que la economía se organice para exportar más, lo cual demanda productividad, gestiones comerciales, competitividad, y también para lograr que ingresen mucho más divisas bajo la forma de Inversión Extranjera Directa (y de argentinos con ahorros en el exterior), cuya atracción depende de parámetros muy similares, a los que se agrega la necesidad de contar con una tasa de ahorro nacional adecuada, junto al requisito de una reestructuración exitosa de la deuda.

¿Puede recuperarse la inversión si el gobierno no logra un canje exitoso y la Argentina entra en default?. Hay quienes piensan que de todos modos podría lograrse una recreación del mercado de capitales local, con abundancia de pesos y bajas tasas de interés, dados los controles de cambio. De hecho, si el proceso de reestructuración de la deuda externa no llegara a completarse en tiempo y forma, es muy probable que aun así internamente se repliquen por decreto los términos del canje para los bonos ley nacional y se trate de evitar nuevos reperfilamientos de los títulos en pesos.

Después de la crisis de 2001/02, la Argentina atravesó varios años sin salir de la situación de default y aun así el PIB creció a muy buen ritmo e incluso la tasa de inversión se recuperó.

En realidad, un punto interesante es que después del canje de 2005 y aun con la subsistencia de los holdouts, el riesgo país de la Argentina se desplomó (de 2700 a 340 puntos) y esto ayudó a un incremento de la tasa de inversión de 19,8 % a 23,1% del PIB entre 2005 y 2008.

Argentina: Trayectoria de la tasa de inversión en dos crisis; 2002 vs 2020



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Los otros factores relevantes a mencionar, que están detrás de la recuperación de la tasa de inversión entre 2002 y 2005 tienen que ver con:

- Aceitada competitividad del sector privado, tras el duro “entrenamiento” que significaron los años de la convertibilidad
- Moderada presión tributaria, que favorecía el ciclo de ahorro a inversión del sector privado
- Elevada tasa de ahorro del estado, con un sector público nacional con superávit primario de entre 3 y 4 puntos del PIB por aquellos años
- Ahorro de largo plazo originado en los aportantes a las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones
- Inicio del superciclo de las commodities, con la irrupción de China en la demanda mundial y la consiguiente mejora de los términos de intercambio

Lamentablemente, ninguno de los cinco factores que tuvieron fuerte influencia en aquella época se replican en el cuadro de situación que domina este 2020, con la pandemia acentuando diferencias en alguno de los casos.

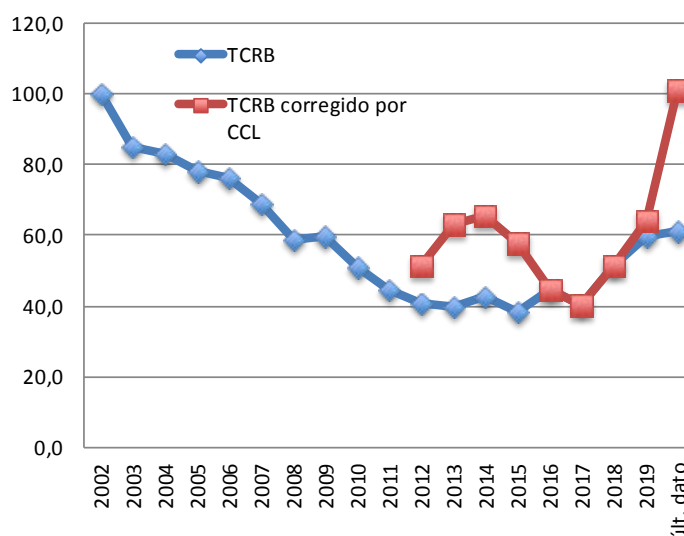
Así, resulta desaprensivo argumentar que la Argentina podría esquivar las consecuencias negativas del default utilizando la referencia de 2002 a 2005. La elevada tasa de ahorro del sector público nacional de aquellos años se ha trastocado en un déficit primario que apunta a 5 puntos del PIB en 2020, cierto es que una cuota importante de tal guarismo es atribuible a los mayores gastos y la merma en la recaudación determinados por la pandemia. Pero si éste es un fenómeno temporal, la dinámica de la reestructuración de la deuda podría perfectamente haberse adecuado a las circunstancias.

Lo cierto es que, con fuerte déficit fiscal, una presión tributaria en un andarivel extremadamente elevado y sin crédito disponible, el sector público está muy condicionado en la coyuntura. Se necesita recurrir a la emisión monetaria en proporciones inéditas, pero justamente por eso se deben recrear mecanismos que eviten la espiralización de la inflación de cara al segundo semestre (ahorro forzoso en gastos prescindibles y/o sueldos estatales elevados, desdoblamiento cambiario, etc). Se requiere reconocer al mismo tiempo que, esta vez, la recuperación del nivel de actividad y de la inversión en la etapa post-pandemia dependerá centralmente de la supervivencia y de los incentivos de las empresas privadas de todos los tamaños. La falta de horizonte de la política fiscal es, en realidad, una de las principales fuentes de incertidumbre. Tanto por lo que el gobierno podría intentar en el corto plazo, “forzando la maquineta”, como por la falta de un sendero verosímil para la recuperación del superávit primario en el mediano plazo, clave para comprar las divisas necesarias para servir los intereses de la deuda.

Como se señaló más arriba, de acuerdo a la propuesta oficial para la reestructuración de la deuda y, asumiendo que a los organismos internacionales se seguirá pagando los intereses, se tiene que la demanda de dólares por el factor deuda quedaría constreñida a

unos 2,2 mil millones/año entre 2020 y 2023. Desde el punto de vista fiscal, es una incógnita con que “caja” el estado habrá de comprarlos, pero en el plano externo, esa cifra representa sólo el 4 % de las exportaciones. Sin considerar efectos colaterales, este es un ratio excelente en términos de sustentabilidad!!. Sin embargo, si se termina en un conflicto legal interminable con un grupo significativo de bonistas, hay que considerar que en este escenario la dinámica del sector externo también se verá afectada, pudiendo “perderse” muchos dólares por “ahorrar” en uno de los ítems. Por empezar, un default recortaría en forma significativa la oferta de crédito de organismos multilaterales y bilaterales (por fuera del FMI), habría que esperar menor ingreso de Inversión Extranjera Directa y, si todo esto ocurre en el contexto de un mayor desarreglo de la macro, la ampliación de la brecha cambiaria entre el tipo de cambio oficial y el blue, que ya supera el 65 % , llevaría a un drenaje que puede ser intenso en el flujo neto de divisas que pasan por el mercado oficial. Y no hay holgura en las reservas del Banco Central como para subestimar esas derivaciones.

En términos reales, el tipo de cambio libre en el nivel de 2002, el oficial en el de 2009



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA y Ambito

No hay que olvidar tampoco que un default sería un acto de fuerte sesgo anti-federal. La nación, dentro de todo, conservaría el manejo de las reservas del Banco Central, aun con su escasez, es la que gestiona el fondo de la Anses y es la que puede apelar a la emisión monetaria a favor del Tesoro (aunque cambios en la Carta Orgánica del BCRA deberían pasar por el Congreso). Para las provincias, aun las más ordenadas y precavidas en términos fiscales, hay muchos menos instrumentos disponibles. Hay, como se ve, una marcada asimetría entre quienes toman decisiones y quienes habrán de hacerse cargo de las consecuencias de un eventual default. Una hoja de ruta desplegada y abierta a la discusión de todos los actores, podría permitir medir con mayor precisión la relación costo-beneficio de los pasos a dar.

En Foco 2

La balanza comercial acumula un superávit de 17,3 mil millones de dólares en los últimos doce meses

Marcos O`Connor

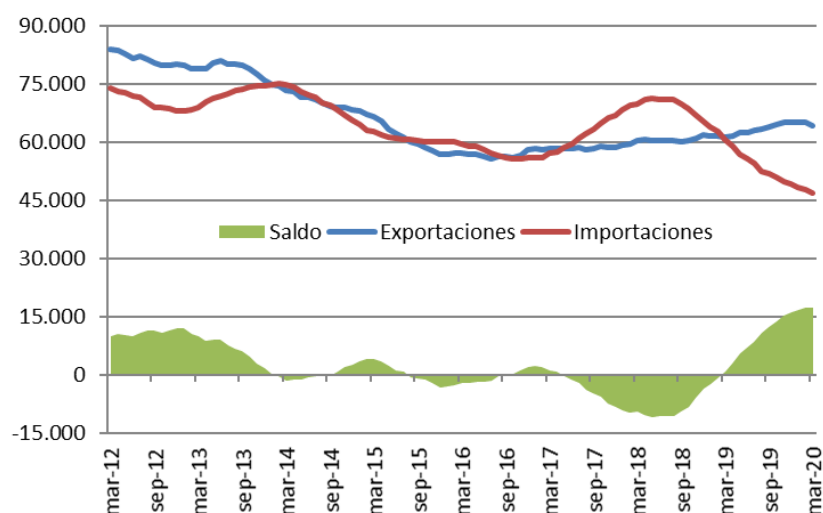
- En los últimos doce meses, la balanza comercial acumula un superávit de US\$ 17.284 millones, explicada por la caída en las importaciones. Las exportaciones totalizaron US\$ 64.146 millones y el monto de compras al exterior fue de US\$ 46.862 millones
- En marzo, las ventas al exterior alcanzaron US\$ 4.320 millones, un 15,9% menos que igual mes de 2019. Las importaciones, por su parte, totalizaron US\$ 3.175 millones, un 19,7% por debajo de marzo de 2019
- El saldo energético presenta un déficit de US\$ 101 millones en el acumulado de los últimos doce meses, con exportaciones de combustibles por US\$ 4.197 millones e importaciones por US\$ 4.298 millones

Con el comercio mundial en retroceso debido al coronavirus, en la Argentina la balanza comercial registró un superávit de US\$ 1.145 millones en marzo de 2020, según los datos del Intercambio Comercial Argentino (ICA), revelados por el INDEC. Este guarismo se explica por una caída interanual en las exportaciones de 15,9% y por la baja en las importaciones de 19,7%.

En el acumulado de los últimos doce meses, la balanza comercial acumula un superávit comercial de US\$ 17.284 millones, con ventas al exterior por US\$ 64.146 millones y compras de US\$ 46.862, lo que implica un acumulado 22,8% inferior al de doce meses atrás.

Balanza Comercial

Millones de dólares, acumulado 12 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Exportaciones

En marzo, las exportaciones alcanzaron los US\$ 4.320 millones, un 15,9% menos que igual mes de 2019. Se registraron caídas en todos los rubros, destacando los combustibles y energía, con una baja de 35,2%. Por su parte, las manufacturas de origen industrial cayeron un 20,5%, mientras que las manufacturas de origen agropecuario lo hicieron un 18,2 % y los productos primarios un 1,7%.

Si consideramos el primer trimestre de 2020, los productos primarios anotaron una suba interanual de 8,9%, un guarismo con desaceleración respecto a los trimestres anteriores. Las manufacturas de origen industrial profundizaron la merma registrada en 2019, anotando una baja de 11,6% en el primer trimestre de 2020, mientras que las manufacturas de origen agropecuario y los combustibles y energía registraron caídas luego de los buenos resultados de los últimos trimestres de 2019.

Exportaciones por principales rubros

Var. interanual

	II 2019	III 2019	IV 2019	I 2020
Primarios	26,2%	53,9%	25,0%	8,9%
MOA	3,2%	4,9%	10,8%	-10,9%
MOI	-4,6%	-6,6%	-4,5%	-11,6%
Combustibles y energia	32,0%	6,6%	9,3%	-18,6%
Total	7,1%	9,8%	6,7%	-6,4%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Importaciones

Las compras al exterior totalizaron los US\$ 3.175 millones, un 19,7% menos que en marzo de 2019. Este guarismo sigue en línea con lo ocurrido en los primeros dos meses del año y los tres trimestres del año anterior.

En el primer trimestre de 2020, las importaciones cayeron un 18,6% interanual. Se presentan caídas en todos los rubros, destacando los vehículos automotores de pasajeros (-44,9%) y las piezas y accesorios de bienes de capital (-22,9%). Por su parte, los bienes de capital cayeron un 21,4%, los combustibles y energía un 14,8%, los bienes intermedios un 13,8% y los bienes de consumo un 10,3%.

Importaciones por principales rubros

Var. interanual

	II 2019	III 2019	IV 2019	I 2020
Bienes de capital	-34,9%	-25,3%	-15,9%	-21,4%
Bienes intermedios	-14,2%	-13,2%	-25,0%	-13,8%
Combustibles y lubricantes	-27,2%	-39,8%	-25,0%	-14,8%
Piezas y acc de bb de capital	-21,7%	-8,0%	-8,5%	-22,9%
Bienes de consumo	-27,3%	-25,3%	-13,3%	-10,3%
Vehículos automotores de pasajero	-62,7%	-47,0%	-46,7%	-44,9%
Resto	-14,3%	-4,2%	-16,2%	-15,4%
Total	-27,8 %	-21,9 %	-20,2 %	-18,6 %

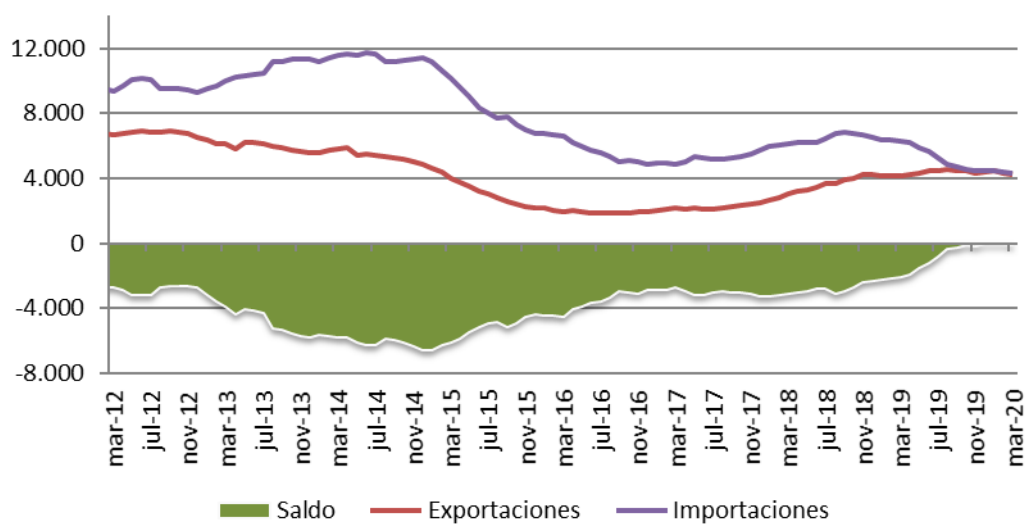
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Balanza comercial energética

El saldo de la balanza comercial energética arroja un déficit de US\$ 101 millones para el acumulado de los últimos doce meses hasta marzo. Las exportaciones en combustibles alcanzaron los US\$ 4.197 millones, con una variación de 0,5% para dicho período, mientras que las importaciones fueron de US\$ 4.298 millones, cayendo un 31,1%.

Balanza comercial energética

Millones de dólares, acumulado 12 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

En Foco 3

El dato regional de la semana: La recaudación de impuestos en las provincias ya estaba en terreno negativo (en términos reales) en el primer trimestre

Vanessa Toselli, Sabrina González del Campo

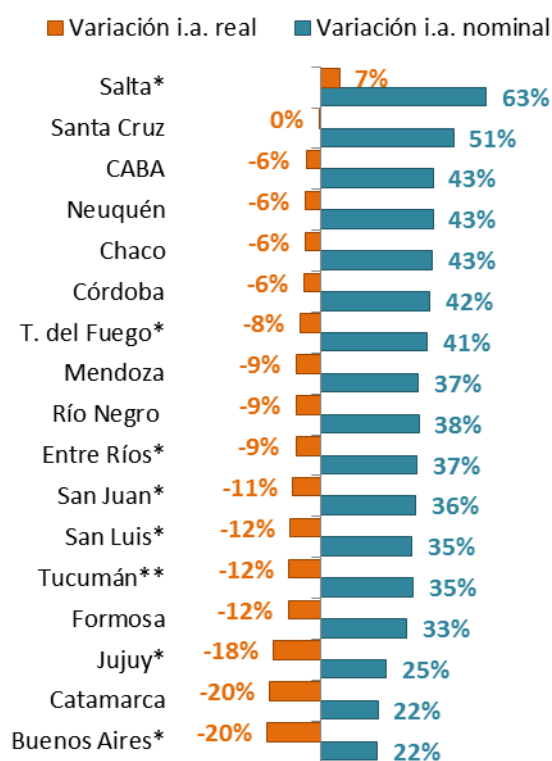
- La recaudación en las provincias no logró superar a la inflación en los primeros 3 meses del año. Así, en 16 de las 17 jurisdicciones con información disponible, se registraron bajas en términos reales
- Salta fue la única jurisdicción con mejoras en términos reales, del orden del 7%, mientras que Buenos Aires y Catamarca vieron reducir sus ingresos en torno al 20%
- La recaudación por ingresos brutos cayó también en todas las jurisdicciones (salvo Salta), con las bajas más significativas en Jujuy (-21%) y Catamarca (-19%). La recaudación del impuesto a los sellos mostró caídas en todas las jurisdicciones, mientras que fue dispar el resultado para el caso del impuesto inmobiliario y automotor

Con datos provistos por fuentes oficiales de las provincias argentinas, fue posible hacer una comparación de la evolución de la recaudación tributaria propia en los primeros tres meses de 2020, mostrando también el desempeño del impuesto sobre los ingresos brutos, el de mayor importancia en las arcas provinciales. Para ello se consideran 17 de las 24 provincias argentinas (tomando Ciudad Autónoma de Buenos Aires), ya que son las que poseen información más actualizada en la materia.

Los recursos tributarios provinciales totales – compuestos principalmente por los cuatro impuestos comunes a la mayor parte de las provincias: Ingresos Brutos, Sellos, Inmobiliario y Automotor – registraron reducciones en términos reales en todas las provincias excepto en Salta, donde se mostró un aumento del 7% interanual en la recaudación real acumulada a febrero, mientras que Santa Cruz no presentó variación en su recaudación real total, en lo que refiere al primer trimestre del año. Las reducciones en la recaudación total propia, registradas en las provincias, se ubicaron entre un 5,6% y un 20,39%. Las administraciones más afectadas fueron Buenos Aires, Catamarca y Jujuy, con caídas reales en su recaudación del orden del 19%.

Recaudación tributaria provincial total

Variación Interanual acumulada a marzo de 2020. Incluye fondos especiales



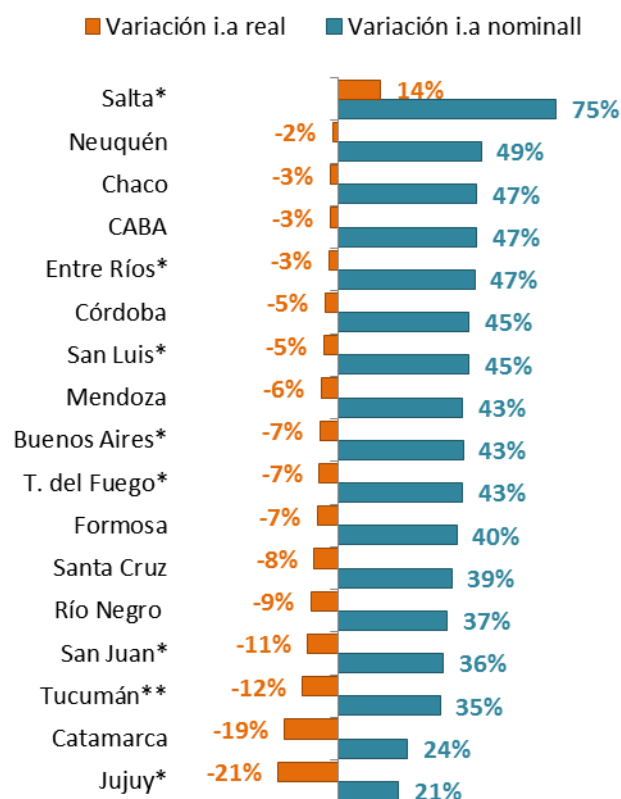
Fuente: IERAL en base a datos oficiales provinciales e INDEC.

(*) Acumulado a febrero; (**) enero.

La recaudación correspondiente al impuesto sobre los ingresos brutos, la cual explica alrededor de un 75% de los ingresos tributarios propios, presentó caídas en todas las provincias, a excepción de Salta, donde se registró un aumento del 14% i.a. en términos reales para los primeros dos meses del año. Jujuy y Catamarca presentaron las mayores reducciones reales en este impuesto, con variaciones del -21% y -19% i.a respectivamente. Neuquén, Chaco, CABA y Entre Ríos registraron las caídas más leves, en torno al 3%.

Recaudación Tributaria Provincial de Ingresos Brutos

Variación Interanual acumulada a agosto 2019. Incluye fondos especiales



Fuente: IERAL en base a datos oficiales provinciales e INDEC.

(*) Acumulado a febrero; (**) enero.

En lo que respecta al impuesto inmobiliario recaudado por las provincias, tres de ellas registraron aumentos en su recaudación real, mientras que Jujuy se mantuvo neutral en el primer bimestre. Tierra del Fuego aumentó la recaudación de este impuesto en un 15% i.a., seguida de Salta (5%) y Neuquén (2%). A diferencia del impuesto a los ingresos brutos, donde todas las provincias vieron aumentar en términos nominales su respectiva recaudación, Santa Cruz, Formosa, San Luis, Buenos Aires y Mendoza también mostraron, además, caídas nominales en la recaudación correspondiente al impuesto inmobiliario.

La recaudación impositiva correspondiente a Sellos marcó caídas en términos reales en la totalidad de las provincias. Neuquén presentó la mayor caída (-45% i.a.) seguida de San Luis (-35% i.a), Formosa y Río Negro (ambas -29% i.a). Las menos afectadas en la recaudación de sellos fueron Santa Cruz (-5%), Entre Ríos (-6%) y Córdoba (-8%).

Finalmente, la recaudación del impuesto automotor también presentó reducciones en la mayoría de las provincias, pero se registraron aumentos en tres de ellas: San Juan incrementó un 24% su recaudación real en el primer bimestre de 2020 respecto a igual período de 2019, mientras que Córdoba aumentó la recaudación real de su impuesto automotor un 6% interanual en el primer trimestre. La tercera con variación positiva fue

Mendoza con el 2% i.a. Buenos Aires y Catamarca, en el otro extremo, presentaron las mayores reducciones en la recaudación de patentes.

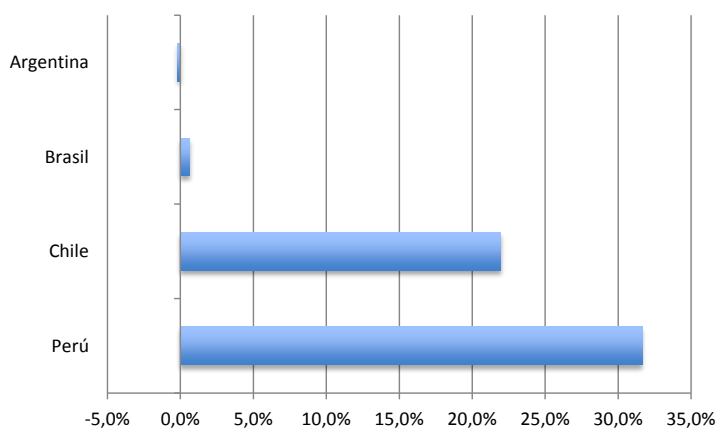
Anexo

La década diferenciada de América Latina¹

Jorge Vasconcelos

Los años ´80 pasaron a la historia como la “década perdida de América latina”, por la falta de crecimiento de la mayoría de los países de la región, una crisis detonada a partir de la abrupta suba de las tasas de interés de los Estados Unidos. Más acá en el tiempo, el 2011 marcó otro punto de inflexión, porque luego de tocar valores records, los precios de las commodities comenzaron a bajar, para estacionarse en un andarivel intermedio. A diferencia de lo sucedido en los ´80, esta vez hay contrastes entre los distintos países de la región, por la forma en que transitan el nuevo escenario. Focalizando en Argentina y Brasil por un lado, y Chile y Perú por el otro, se observa una bifurcación de caminos que tiene que ver tanto con el modo con el que los gobiernos se apropiaron de los beneficios del boom que llegó hasta 2011, como con el tipo de políticas económicas con las que se enfrentó la etapa posterior, de precios internacionales más moderados. Este conjunto de factores explica por qué entre 2011 y 2018, Brasil y la Argentina tuvieron crecimiento cero, mientras el PIB de Perú se expandía un 31,6 % y el de Chile lo hacía un 21,9 %.

PIB a precios constantes, en moneda nacional
2011-2018. Variación % acumulada



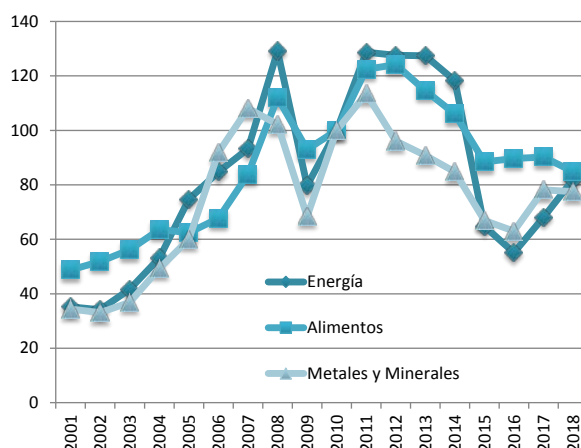
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a FMI

No se puede entender el ciclo de stop and go que se inicia en 2011, que origina el estancamiento de los últimos siete años, sin considerar el contexto. La historia arranca con la suba sostenida de los precios de las materias primas a partir de 2003 en adelante, hasta llegar a niveles records, que provocó un beneficio inédito en la región, pero un

¹ Artículo publicado el día 13 de Enero de 2019

aprovechamiento cortoplacista en la Argentina y otros países, caso de Brasil, que terminó dañando los cimientos de estas economías, haciendo mucho más difícil la etapa posterior.

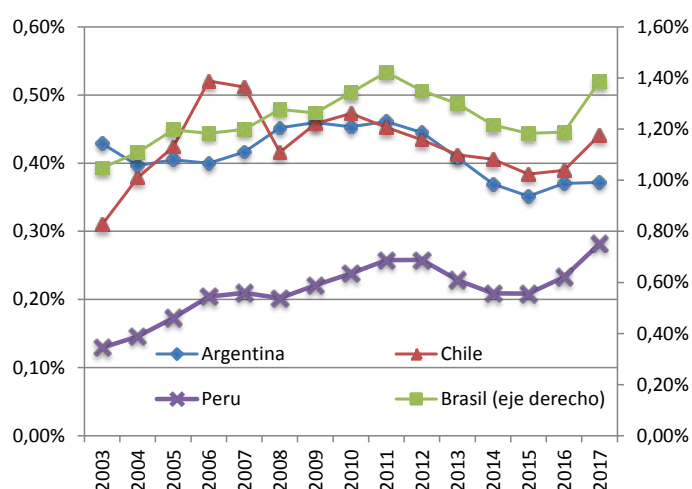
Índice de Commodities. 2010=100



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Banco Mundial

Con pocos datos se ilustra este punto: las exportaciones de la Argentina, que en 2003 capturaban 0,43 dólar de cada 100 dólares de las exportaciones mundiales, pasaron en 2011 a 0,46 dólar de cada 100, un magro incremento de 6,9%, pese al boom de la soja y demás productos. Esto compara con un aumento de 35,2 % obtenido por Brasil (de 1,05 a 1,42 dólares cada 100) en igual período, el 45,0 % de Chile (de 0,31 a 0,45) y el 100 % de Perú (de 0,13 a 0,26). La escasez de dólares genuinos en el presente de la Argentina no se explica sin repasar esta parte cercana de la historia.

Participación en las exportaciones mundiales



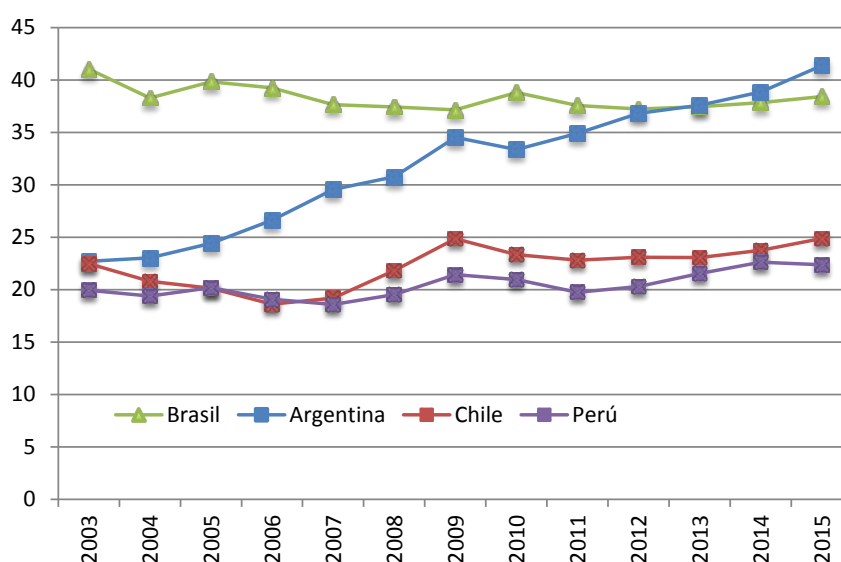
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Comtrade

Ahora bien, cuando el precio internacional de las materias primas comienza a hacer su recorrido inverso, para quedar en un nivel intermedio, Brasil y la Argentina ensayan políticas económicas que, en lugar de recortar la brecha con Chile y Perú, la profundizan.

El común denominador que se observa para Argentina y Brasil a partir de 2011, es el intento de compensar la merma del impulso externo con políticas contracíclicas, activando el gasto público y los subsidios (a las tarifas en nuestro país, a los créditos, en el vecino). Más allá del mayor gasto público, debe tenerse en cuenta la calidad del mismo. Por ejemplo, un informe publicado por el Centro de Estudios de la Educación Argentina de la Universidad Belgrano sostiene que entre los años 2003 y 2015 las escuelas públicas primarias perdieron 12% de alumnos pero los cargos docentes aumentaron 19%. En el mismo período, las escuelas privadas ganaron 27% de alumnos y subieron los docentes en un 23%.

Pero esa reacción agravó los desequilibrios fiscales sin conseguir éxito en términos de nivel de actividad (se entró en el ciclo del stop and go), al costo de daños adicionales en la competitividad y deterioro incremental del sector externo. El “cepo cambiario” fue, de todos modos, una peculiaridad de la Argentina, acentuando el sesgo antiexportador. Y, dado que el sector externo es un espejo de los desequilibrios internos, en este punto debe subrayarse otra excentricidad argentina: el gasto consolidado del sector público, que en 2003 se ubicaba en 22,7 % del PIB, ya había trepado a 34,9 % en 2011, para coronar un 41,4 % en 2015. En tanto, de 2003 a 2015 el gasto público en Chile pasó de 22,5 % a 24,9 % del PIB y en Perú de 20,0% a 22,4 %.

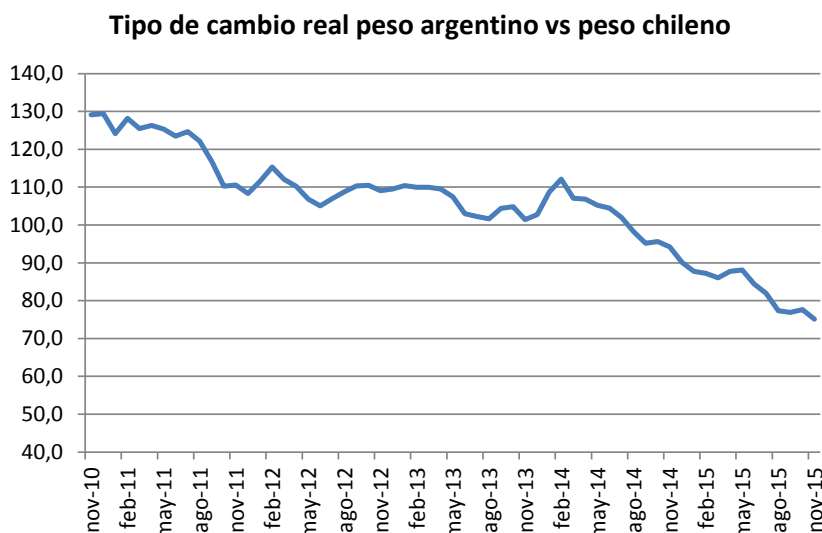
Gasto público como porcentaje del PIB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a FMI

La política fiscal desaprensiva provocó un efecto negativo de “segunda ronda” sobre el sector externo, potenciando el primer impacto de los menores precios internacionales, ya que alimentó la “inflación en dólares” al interior de las economías, más intensa todavía en

el caso de la Argentina. Así, entre Noviembre 2010 y Noviembre 2015, el peso argentino se apreció en términos reales un 41,8% contra el peso chileno, quitando competitividad cuando más se la necesitaba.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Hubo, además, un impacto de “tercera ronda”, ya que la inversión privada fue desplazada por la pública, mucho más cara y menos productiva, como muestran el “Lava Jato” y los “Cuadernos” en Brasil y la Argentina.

Está claro que, a partir de 2011, había que adaptarse al escenario internacional dando prioridad a las políticas del lado de la oferta, con desregulación, recorte de impuestos distorsivos, menos burocracia, precios relativos locales alineados con los internacionales, mejor logística e infraestructura. Sin embargo, aun cuando los gobiernos de la Argentina y de Brasil hubieran tenido el diagnóstico correcto (que no lo tuvieron) había una pesada inercia que complicaba ese giro, por la falta de acuerdos comerciales con el resto del mundo, con impuestos (incluido el inflacionario) cubriendo un gasto público fuera de escala, con un sector productivo debilitado por la falta de estímulos y la pérdida de transparencia de esos años, como lo ilustra el recorrido de YPF en el período.

Hay una conclusión, y es que se necesita avanzar hacia un modelo de crecimiento apoyado en exportaciones e inversión, agotada la vía del gasto público y los subsidios.

Brasil y la Argentina enfrentan el mismo tipo de problemas, pero Brasil sufrió una brutal recesión entre 2015 y 2016, fenómeno que fue determinante para ordenar su agenda, a 180° de lo que había sido la política económica del gobierno de Dilma.

En cambio, la nitidez de esa agenda es menor en la Argentina. Si bien nuestro país comparte con Brasil el estigma del crecimiento cero entre 2011 y 2018, las causas del estancamiento enfrentan mayor controversia de este lado de la frontera. Sin embargo, si

la dirigencia política reparara en los factores que explican la diferencia entre nuestro país y la performance de Chile y Perú en los últimos años, la discusión podría focalizarse en los hechos relevantes.

Índice Global de Competitividad. Nota obtenida en 2017/2018

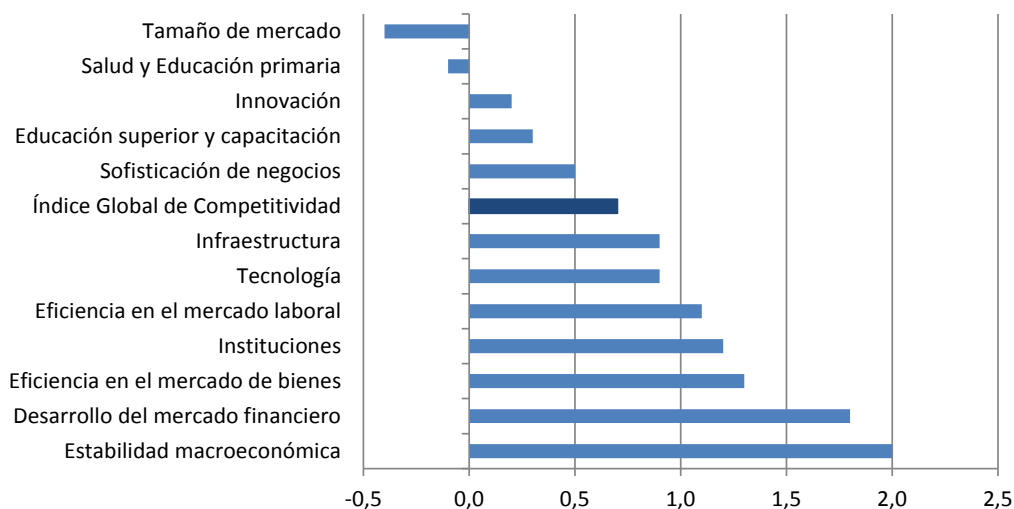
	Argentina	Brasil	Chile	Perú
Índice Global de Competitividad	4,00	4,10	4,70	4,20
Instituciones	3,30	3,40	4,50	3,20
Infraestructura	3,90	4,10	4,80	3,80
Estabilidad macroeconómica	3,40	3,40	5,40	5,40
Salud y Educación primaria	5,90	5,40	5,80	5,40
Educación superior y capacitación	5,00	4,20	5,30	4,10
Eficiencia en el mercado de bienes	3,40	3,80	4,70	4,30
Eficiencia en el mercado laboral	3,30	3,70	4,40	4,30
Desarrollo del mercado financiero	3,10	3,70	4,90	4,50
Tecnología	4,30	4,60	5,20	3,70
Tamaño de mercado	4,90	5,70	4,50	4,50
Sofisticación de negocios	3,80	4,10	4,30	3,80
Innovación	3,30	3,20	3,50	2,80

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a World Economic Forum

Obsérvese que, de acuerdo a las notas de competitividad del World Economic Forum, la puntuación de Argentina (4,0) es la menor de los cuatro países bajo análisis. Para Brasil esa puntuación es de 4,10, para Perú de 4,20 y para Chile de 4,70.

El ranking de las diferencias entre la puntuación de Chile y Argentina es encabezado por el ítem “estabilidad macroeconómica”, en el que nuestro país debería pasar de 3,40 a 5,40 para igualar la medición correspondiente al país trasandino.

Pero para lograr crecimiento sostenido, ese salto en la nota de estabilidad macroeconómica es sólo una condición necesaria, no suficiente. Obsérvese que los ítems vinculados a la forma en que se asignan los recursos en cada país también muestran una brecha considerable. Las notas de Chile en la eficiencia con la que funcionan el mercado de bienes y de trabajo, las asignadas a infraestructura e instituciones, son referencias claras respecto de las reformas que aún necesita encarar la Argentina en función de la recuperación de la capacidad de crecer, única forma en que los ratios vinculados a la sustentabilidad de la deuda pública puedan converger a niveles manejables.

Argentina: la agenda para igualar las notas de competitividad de Chile

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a World Economic Forum

De este modo, lo ocurrido entre 2016 y principios de 2019 puede verse como una transición, costosa pero transición al fin, en la construcción de los cimientos para encarar los desafíos señalados. Por caso, la tarea de estabilizar la economía necesitaba previamente alinear el set de precios relativos del mercado local con los internacionales, un requisito que estará cerca de ser cumplido hacia fin de 2019. Esta forma de reorganizar la economía es la única consistente con el florecimiento de incentivos para la inversión y el empleo productivo. En cambio, la estabilidad basada en la represión de precios claves, tipo de cambio, tarifas y demás, es la receta indicada para prolongar el escenario de estancamiento.