
FIDE Coyuntura y Desarrollo

La incertidumbre como nueva normalidad. BCRA: el gran articulador del programa de emergencia. Deuda: se achican las diferencias. Mercado internacional de crudo y el dilema de Vaca Muerta. Precios y emisión: desarmando el relato monetarista. Un cisne negro en el régimen de hegemonía financiera. Política fiscal: una respuesta a la altura del problema.

Escribe: Nicolás Arceo

Datos básicos de la economía argentina

	2018	2019	2020			
			I trim.	Abril	Mayo	Junio
P.I.B Total(% igual período del año anterior)	-2,5	-2,2	-5,4	s/i	s/i	s/i
P.I.B Agropecuario(% igual período del año anterior)	-15,3	21,5	-6,2	s/i	s/i	s/i
P.I.B Industria(% igual período del año anterior)	-5,0	-6,3	-6,5	s/i	s/i	s/i
Formación bruta de capital fijo(% igual período del año anterior)	-5,7	-15,9	-18,3	s/i	s/i	s/i
P.I.B Total(en millones de pesos corrientes)	14.605.790	21.650.351	25.352.325	s/i	s/i	s/i
Tipo de cambio nominal (peso/dólar)	28,70	50,02	63,94	67,87	70,05	72,37
Exportaciones(millones de dólares)	61.782	65.116	13.200	4.329	5.061	s/i
Importaciones(millones de dólares)	65.483	49.124	9.903	2.918	3.168	s/i
Saldo comercial(millones de dólares)	-3.701	15.992	3.297	1.411	1.893	s/i
Balance de la cuenta corriente(en millones de dólares)	-27.276	-3.462	s/i	s/i	s/i	s/i
Deuda externa(millones de dólares)	352.468	350.138	s/i	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio(2004=100)	131,4	130,5	133,2	s/i	s/i	s/i
Total reservas internacionales(millones de dólares)	65.806	44.781	43.561	43.568	42.589	43.198
Base monetaria(en millones de pesos)	1.336.800	1.734.073	1.941.047	2.168.039	2.181.264	2.143.878
M1(en millones de pesos)	1.292.401	1.817.914	2.031.788	2.285.069	2.506.853	2.674.792
M2(en millones de pesos)	1.863.152	2.512.325	2.969.529	3.398.864	3.683.670	3.869.517
M3(en millones de pesos)	3.273.203	4.028.477	4.824.767	5.217.830	5.687.728	6.094.497
Tasa de interés activa(efectiva anual,%)	48,4	67,5	44,4	21,1	20,7	22,9
Tasa de interés pasiva para ahorristas(efectiva anual,%)	31,9	47,2	31,9	21,4	23,5	28,4
Recaudación tributaria (en millones de pesos)	3.382.645	5.023.567	1.442.615	398.659	499.535	s/i
Resultado primario(en millones de pesos)	-338.987	-95.121	-155.991	-228.821	-251.287	s/i
Intereses de la deuda(en millones de pesos)	388.940	724.285	168.710	37.228	56.932	s/i
Resultado financiero(en millones de pesos)	-727.927	-819.406	-324.701	-266.049	-308.219	s/i
Precios al consumidor (en tasa de variación)	47,6	53,8	7,9	1,5	1,5	s/i
Precios al por mayor (en tasa de variación)	73,5	58,5	3,6	-1,3	0,4	s/i
Precios costo de la construcción (en tasa de variación)	44,8	47,8	10,4	0,8	-0,6	s/i
Tasa de actividad (% de la población total)	46,6	47,3	47,1	-	-	-
Tasa de empleo (% de la población total)	42,3	42,6	42,2	-	-	-
Tasa de desocupación (% de la PEA)	9,2	9,8	10,4	-	-	-
Tasa de subocupación (% de la PEA)	11,2	12,7	11,7	-	-	-

(*) Provisorio. s/i: Sin información.

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

FIDE Coyuntura
y Desarrollo

Se distribuye por venta directa
o suscripción anual

Valor de la suscripción:

Exterior: u\$s 170

Países limítrofes: u\$s 140

Junio 2020

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

Consejo Directivo y de Administración:

Presidenta:

Mercedes Marcó del Pont
(en uso de licencia)

Vicepresidente:

Alberto José Valle
(a cargo de la Presidencia)

Secretario:

Sebastián Soler

Vocales:

Rafael Prieto
Silvia Traverso (en uso de licencia)

La reproducción total o parcial del
contenido de esta revista está
permitida únicamente indicando a
FIDE como fuente.

Las notas de opinión reflejan
la posición de sus autores, y no
necesariamente la de la Fundación.

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

Inscripto en la Dirección Nacional de
Derechos de Autor bajo el N° 119.566.
Queda hecho el depósito que marca la
ley N° 11.723. ISSN 0325-5476.

Fotomecánica e Impresión:
Altuna Impresores
Doblas 1968. Ciudad de Buenos Aires.

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

La incertidumbre como nueva normalidad

La experiencia nacional e internacional está dejando en evidencia que, en una realidad tan compleja, resolver los problemas a partir de un abordaje “día a día” es más que un recurso retórico. Es difícil pensar en el futuro cuando el horizonte de esta crisis es todavía tan incierto. A nivel global, los datos objetivos indican que el ciclo de la pandemia está lejos de su punto de inflexión y que las falsas dicotomías entre salud y economía han obligado a muchos países a volver atrás en las fases de aislamiento social.

En el caso de la Argentina, tal escenario de incertidumbre se agudiza en el marco de un proceso de renegociación de la deuda que se prolonga, y parece corporizarse la posibilidad de un default parcial. Sin subestimar las implicancias de una circunstancia de esta naturaleza, lo cierto es que en el contexto de una crisis mundial atípica como la actual, éste no parece ser el frente más problemático a la hora de pensar la etapa “post pandemia”. A nadie escapa que la posibilidad de reanudar un sendero de crecimiento con inclusión y sostenibilidad macroeconómica estará fuertemente condicionada por las decisiones que el Estado asuma en el presente para preservar, en la mayor medida posible, los puestos de trabajo, los ingresos y las capacidades productivas. En tal dirección se han orientado todas las políticas desplegadas desde el sector público hasta el momento. Las mismas deberán readecuarse en función de necesidades sectoriales, sociales y regionales crecientemente heterogéneas.

A diferencia de lo ocurrido en crisis anteriores, como la de 2001 o la de 2008/9, nuestro país deberá encarar la recuperación de su economía en un contexto mundial y regional sumamente adverso. Las preocupaciones acerca de las consecuencias de las crecientes tensiones proteccionistas, las tendencias hacia la relocalización del capital fuera de las economías emergentes o el estancamiento secular de la economía y el comercio global, a las que hacíamos referencia hace apenas unos meses, ahora empalidecen frente a las nuevas perturbaciones sistémicas provocadas por la pandemia. Mientras dure esta nueva realidad, los cambios en la composición de la demanda transformarán prácticas de consumo que dábamos por sentadas, afectando ramas enteras de la provisión de servicios y bienes que también son grandes proveedoras de empleo.

A nivel global se ha consolidado un cierto consenso a favor del rol llevado adelante por los estados nacionales para paliar las consecuencias de la crisis. En el caso de nuestro país, es importante reivindicar no sólo su papel en la asignación de recursos fiscales o del crédito para sostener la demanda, sino también la recuperación de instrumentos de política que habían sido desactivados por el gobierno anterior. Un ejemplo elocuente es el rol que viene desempeñando el BCRA orientando el crédito, administrando el mercado de cambios y financiando al Tesoro. Desde nuestro punto de vista, estas funciones deben ser incorporadas como parte de la nueva normalidad de un Estado que debe ampliar y mejorar su capacidad regulatoria, coordinar sus acciones y generar los consensos imprescindibles entre los principales actores económico-sociales en torno a un proyecto de desarrollo e inclusión.



TE CUIDAMOS A VOS

NOS CUIDAMOS
ENTRE TODOS

Te recordamos que podés realizar todas
tus operaciones con nuestros medios automáticos.



Credicoop Móvil.

Todas las operaciones desde tus
dispositivos móviles.



Si necesitás efectivo.

Utilizá la red de Cajeros Automáticos
o retirá dinero con tus compras
en locales adheridos a
Más Efectivo Cabal.



Banca Internet.

Activá tu clave y realizá todas
las operaciones que necesites
sin moverte de tu casa.



Reducí el uso de efectivo o papel.

Relizá tus compras con tus
Tarjetas Credicoop.

#yomequedoencasa



La Banca Solidaria

Cartera comercial y de consumo. Consultá locales adheridos para el servicio Más Efectivo Cabal en www.cabal.coop.
Más información en www.bancocredicoop.coop.



Economía en tiempos pandémicos

Proyectando el nuevo escenario

El brote de COVID19 implicó un giro de 180 grados sobre el funcionamiento de la economía mundial. Casi todos los países han debido restringir el movimiento de personas y suspender actividades económicas, a excepción de aquéllas estrictamente esenciales. Y como es de esperar, esto tendrá un fuerte impacto en la actividad económica.

Según las proyecciones del OECD en su segundo informe anual sobre la economía global, se espera un escenario de derrumbe del PIB, seguido por una lenta recuperación. Dentro de este marco, el organismo destaca la incertidumbre que marcará la etapa siguiente a la crisis, frente al riesgo del rebrote del virus durante la así llamada “nueva normalidad”.

En el “escenario 1” (sin rebrote del virus), se estima que el PIB mundial caerá un 6% en 2020, con crecimiento positivo recién para el primer trimestre de 2021. En un “escenario 2” (con rebrote del virus), el segundo impacto de la enfermedad, la economía mundial caería un 7,6% en 2020. Recién se registraría crecimiento positivo hacia el segundo trimestre de 2021. Sin embargo, los niveles de actividad permanecerían en valores menores que los de pre-cuarentena hasta 2022.

Tal es la corrección de las previsiones originales que

los nuevos escenarios implican bajas de al menos un 11% sobre lo inicialmente previsto. La magnitud de esta caída es algo sin precedentes para la economía mundial por fuera de los periodos de guerra, y en el caso de los países desarrollados, solo comparable con la crisis de 1930.

Para la región, y según las últimas estimaciones de CEPAL, la economía de América Latina caerá un 5,3% en 2020. México y Brasil, las economías más grandes del continente, registrarán caídas del 6,5% y 5,2%, respectivamente. Sin embargo, estos pronósticos podrían empeorar aún más en las nuevas estimaciones del segundo semestre de 2020 frente a la dinámica que ha mostrado la enfermedad los últimos meses. La Argentina no será la excepción. Desde FIDE reestimamos nuestras proyecciones macroeconómicas para el año 2020, con fuertes correcciones a la baja en la dinámica de crecimiento.

Los pronósticos podrían empeorar aún más en las nuevas estimaciones del segundo semestre de 2020, frente a la dinámica que ha mostrado la enfermedad.

De más está decir que, si bien resulta difícil realizar pronósticos en un contexto tan dinámico, plantear un escenario hipotético resulta de utilidad para tener algunas pistas de qué se puede esperar en el corto plazo.

En el planteo general, en 2020 esperamos que el PIB se contraiga anualmente un 6,6%, con caídas concentradas fuertemente en el segundo trimestre del año, como producto de las medidas de aislamiento social obligatorio y la extensión de la cuarentena.

Si las medidas de aislamiento social se extendiesen más tiempo o hubiese un rebrote luego de la flexibilización, nuestras estimaciones deberían ser nuevamente revisadas.

Por el lado de la demanda, se espera una reducción del consumo de, al menos, el 10% y de la inversión, del 34% anual. En términos sectoriales, la industria, la construcción y el sector de esparcimiento serán las actividades más afectadas, con caídas que podrían superar el 20% para todo el 2020.

El efecto inmediato de tales bajas tendrá un impacto muy fuerte sobre varias áreas de la vida económica, como el empleo, las importaciones y las cuentas fiscales.

En primer lugar, en términos del balance presupuestario habrá un relajamiento de la meta fiscal planteada por el Gobierno a comienzos de año. En esto influyen dos dimensiones: la caída de ingresos y el mayor gasto impulsado por las políticas de sostenimiento de la actividad. La combinación de ambos efectos hace que el resultado fiscal primario se estime deficitario en un 5% del PIB y el financiero en el 8,4% del producto.

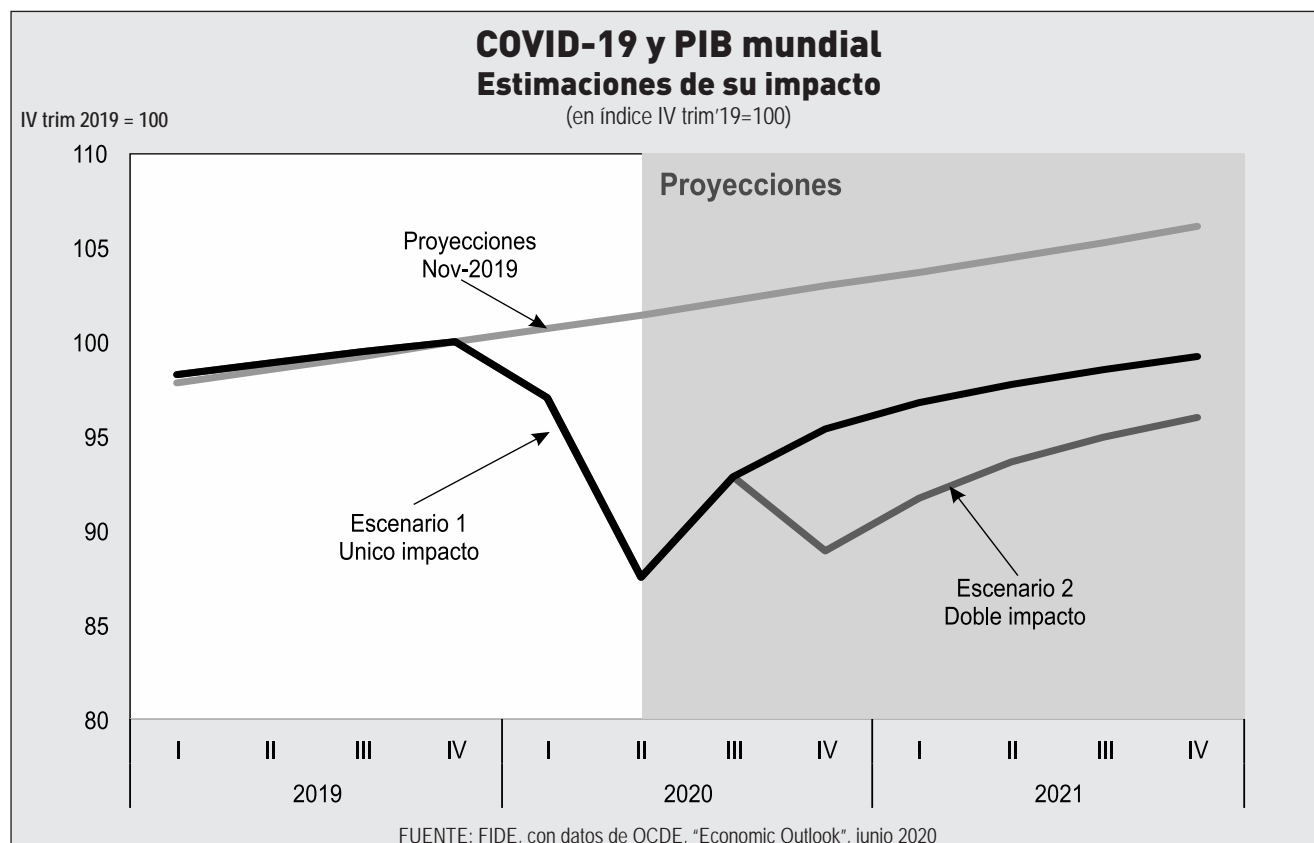
En un contexto tan delicado para el endeudamiento

público como el actual, este mayor déficit exigirá una asistencia creciente del BCRA. Desde el comienzo de la cuarentena el BCRA transfirió al Tesoro 950.000 millones de pesos, cuyo destino principal fue el financiamiento del déficit presupuestario.

Y si bien aún hay mucho espacio para avanzar, la capacidad que tiene el BCRA para financiar al Tesoro no es infinita. Por eso, será importante que el Gobierno realice la sintonía fina del mercado local de deuda en pesos. Esto le permitirá, en primera instancia, refinanciar los vencimientos de capital deuda denominadas en pesos, como lo viene haciendo desde abril último. Y luego, buscar fondos con los cuales refinanciar parte del déficit, cosa que no se está llevando a cabo.

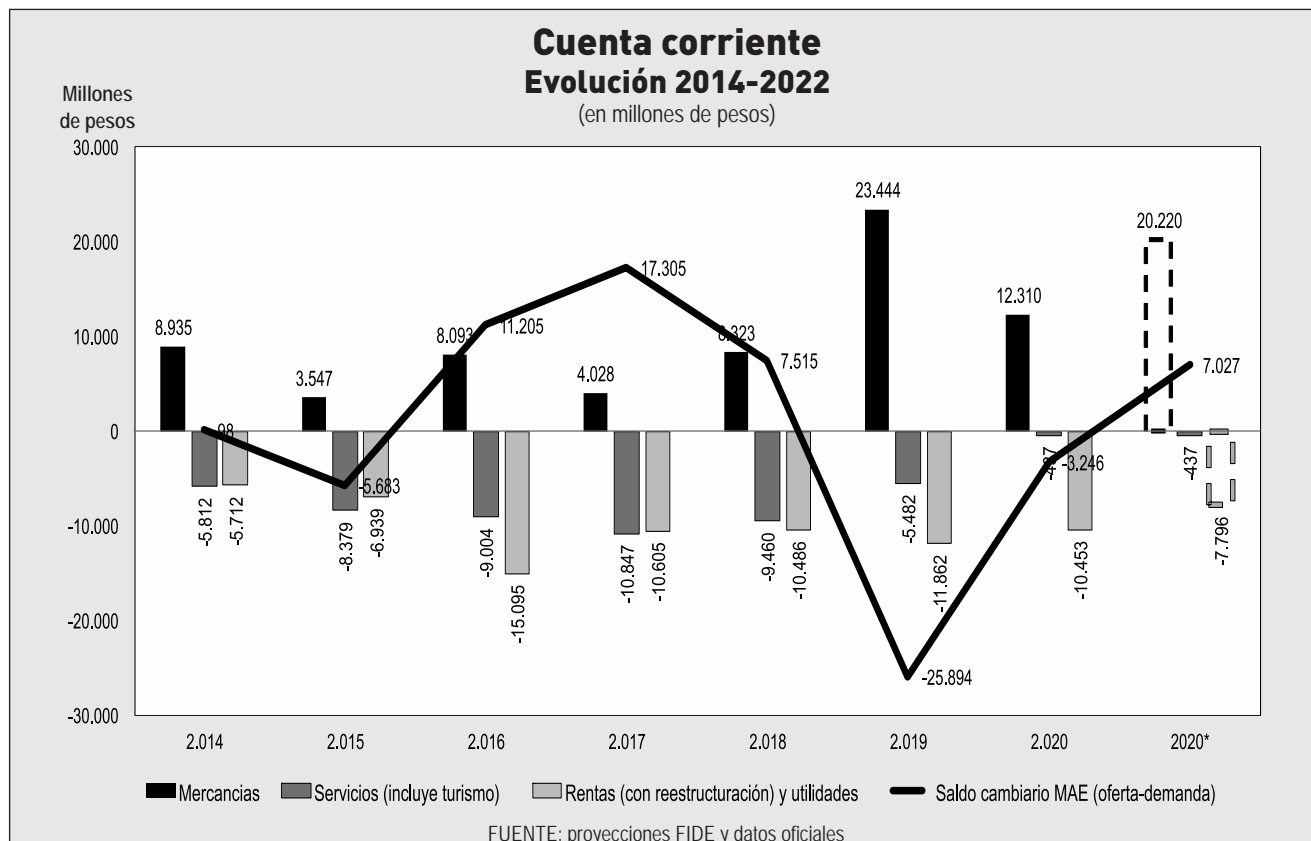
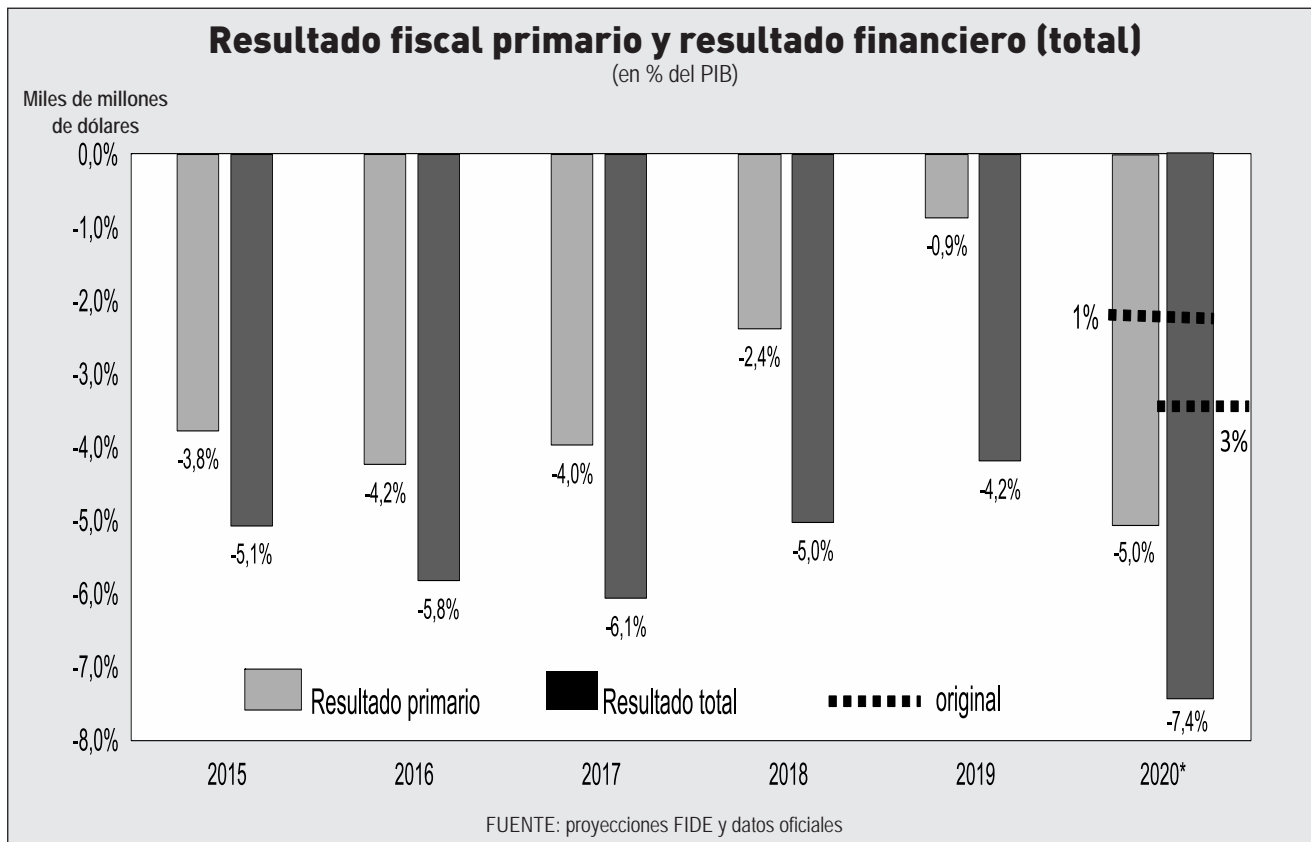
En segundo lugar, desde la perspectiva del sector externo, y paradójicamente, las malas noticias de la actividad representarían un alivio para el balance de pagos.

Por el lado comercial, estimamos caídas en las importaciones del 24%, producto del consumo y la producción local. Asimismo, también habrá un impacto sobre las exportaciones. Estimamos caídas de las ventas externas del orden del 15%, con bajas del 5% en cantidades y del 10% en precios.



El resultado final del balance comercial cambiario (sin incluir gastos de flete y servicios) para 2020 será

superavitario en 20.200 millones de dólares, 8.000 millones de dólares más que lo inicialmente proyectado.



Además, tal deterioro en la actividad económica redundará sobre el resto de los componentes corrientes y financieros del balance de pagos. La continuidad de las regulaciones cambiarias mantendrá la remisión de utilidades y el déficit de turismo por debajo de los 600 millones de dólares en todo el año. Tal monto representa 5.000 millones de dólares menos que lo devengado por estos conceptos en 2019.

El control cambiario mantendrá la fuga de capitales por debajo de los 1.600 millones en todo el 2020. Y a excepción de los pagos de deuda de privados, no habrá otras salidas significativas por la cuenta capital y financiera.

En el caso simple de que solo se pagasen los intereses hasta marzo y nada del capital de los bonos, el saldo sobre reservas sería positivo por 7.000 millones de dólares, revirtiendo el efecto negativo sobre reservas de 3.000 millones de dólares de la proyección original.

Bajo este escenario creemos que la expansión del saldo de cuenta corriente en combinación con los controles cambiarios son las dos grandes anclas para que la economía pueda atravesar sin sobresaltos cambiarios o financieros este contexto tan delicado.

Por ende, no creemos probable que ocurran disrupciones significativas en el tipo de cambio y, por ende, en los precios. Esto nos hace reafirmar las proyecciones originales sobre dólar e inflación, en torno al 38%.

Proyecciones de principales indicadores macroeconómicos

(en variación % respecto al periodo anterior y en millones de dólares)

INDICADOR	2019	2020	2020-revisión
PBI	-2,5	0,6	-6,6
Consumo	-5,7	0,5	-9,1
Inversión	-21	0,6	-34,0
Precios (IPC)	53,0	35,0	36,3
Salarios	41,0	37,0	37,0
Dólar (devaluación anual)	72,0	42,0	48,2
TCN (dic)	58,9	75,8	80,0
Tasa interés (fin de año)	60,0	36,0	18,0
Balance comercial (BC)	14.000	15.000	20.220
Cuenta corriente	-11.300	1.270	14.000
Dolarización ahorros	26.279	2.400	1.400
Saldo en reservas*	-21.000	-3.000	7.000
Deficit primario	0,8	-1,0	-5,0
Deficit financiero	4,2	-3,5	-7,4

FUENTE: proyecciones FIDE y estadísticas oficiales

En particular, proyectamos que el tipo de cambio se mantendrá en un sendero de deslizamiento marcado por la dinámica de los precios, con una devaluación anual del 48% y un tipo de cambio a fin de año de 78 pesos por dólar.

Por su parte, estimamos que la inflación anual será del 36%, con una tendencia marcada a la desaceleración que perdurará durante todo el segundo semestre, cerrando el año por debajo del 0,8%. De cumplirse tal proyección, la inflación de 2020 sería 15 puntos porcentuales inferior a la 2019, que fue cercana al 53%.

La expansión del saldo de cuenta corriente en combinación con los controles cambiarios son las dos grandes anclas para que la economía pueda atravesar sin sobresaltos cambiarios o financieros este contexto tan delicado.

Abril, el mes más complicado

Estas proyecciones tan negativas ya comienzan a reflejarse en estadísticas sectoriales, que, a modo de anticipo, muestran un derrumbe de la actividad económica durante la primera etapa de la cuarentena.

El desfiladero entre la protección de la salud pública y la minimización de los costos sociales y económicos producidos por la paralización de una parte substancial de su aparato productivo es estrecho.

Según estadísticas de consumo minorista, las ventas en los locales cayeron un 48% en el mes de marzo respecto al año anterior, con sectores como el textil, artículos de hogar y muebles con bajas mayores al 60%.

Asimismo, las caídas se profundizaron en abril, mes en el que la cuarentena abarca las 4 semanas. Según puede anticiparse por el consumo de energía de grandes usuarios informado por CAMMESA, el uso de electricidad de la industria cayó un 38% en abril de 2020 respecto a abril de 2019, destacándose bajas del 78% en el sector de insumos de la construcción y del 75,4% en la industria metálica no automotriz (excluyendo Aluar).

Tales bajas en la actividad indican un colapso de la actividad que no tiene parangón con ningún otro registro histórico. El modo en que evolucionará este pro-

CONCURSO EMPRENDEDORES METALÚRGICOS 2020

ADIMRA ESTÁ BUSCANDO
STARTUPS QUE **DESARROLLEN**
SOLUCIONES APLICADAS DE
INDUSTRIA 4.0

LLEVATE
\$ 300K
para desarrollar tu negocio

Inscribite

ÁREAS ESTRATÉGICAS



AGRO



ENERGÍA



SALUD



OIL&GAS



MOVILIDAD



MANUFACTURA
AVANZADA

ceso es aún incierto, y en ello va el resultado sobre las proyecciones antes indicadas. En uno y otro caso, el balance final sobre la caída del año 2020 terminará definiéndose por el formato que tenga la duración de la cuarentena, el riesgo o no de otro rebrote y la velocidad del sendero de recuperación.

A pesar de la gravedad de la situación actual, creemos que están dadas las condiciones para que la recuperación sea rápida. A diferencia de una crisis tradicional, nos enfrentamos a una encrucijada cuyos elementos característicos vienen dados por caídas en la producción por restricciones de oferta, y no por falta de demanda. De tal modo, si el gasto público acompaña la demanda y continúa su sesgo expansivo como lo vino haciendo durante todos estos meses, la recuperación podría ser más rápida que en otras crisis.

A diferencia de una crisis tradicional, nos enfrentamos a una encrucijada cuyos elementos característicos vienen dados por caídas en la producción por restricciones de oferta, y no por falta de demanda. De tal modo, si el gasto público acompaña la demanda y continúa su sesgo expansivo, la recuperación podría ser más rápida que en otras crisis.

Igualmente, las restricciones a la circulación de personas y el apagón sanitario aún perduran.

Sin embargo, no debemos olvidarnos de que no han sido lineales en todo el territorio nacional; las fases del aislamiento social y preventivo han ido variando a lo largo de este tiempo, flexibilizándose actividades y regiones en el marco de una estrategia sanitaria de alcance federal. Cabe esperar que esta circunstancia de atenuación en el interior del país modere la caída. De seguir así, abril habrá sido el peor mes de toda la serie.

Una muestra ello es lo que sucede por fuera del territorio del AMBA. Entre el 20 de marzo y el 27 de abril estuvo vigente la etapa más rígida de la cuarentena. A partir de los primeros días de mayo, más y más actividades fueron ingresando en la así llamada “nueva normalidad”.

El impacto concreto de estas medidas, especialmente sobre la oferta, hizo que abril fuera el mes de mayor

caída de toda esta etapa. A nivel agregado, la industria manufacturera registró derrumbes en abril del 2020 del 33,5% respecto al mismo mes del año anterior. La parálisis sanitaria se hizo sentir en varias ramas de la producción que durante el mes de abril no tuvieron actividad, especialmente en la industria de gran escala, como metalmecánica, la producción de acero o los despachos de cemento, con caídas superiores al 50%.

A modo de ejemplo, y según informó la Asociación de Fabricantes de Automotores (ADEFSA), la producción de la industria automotriz registró cero producciones durante abril, es decir, una caída interanual del 100%. En el caso de los minerales no metálicos, y según informó la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland, la producción cayó un 85,5% y la importación fue del 0%. La misma imagen se repite en otras ramas productivas, como la industria metálica básica, muebles, maquinarias y equipos y textiles.

Exceptuadas de este derrumbe solo se encuentran aquellas actividades declaradas esenciales, como alimentos, parte de la industria química y la extracción y refinación de petróleo y combustibles.

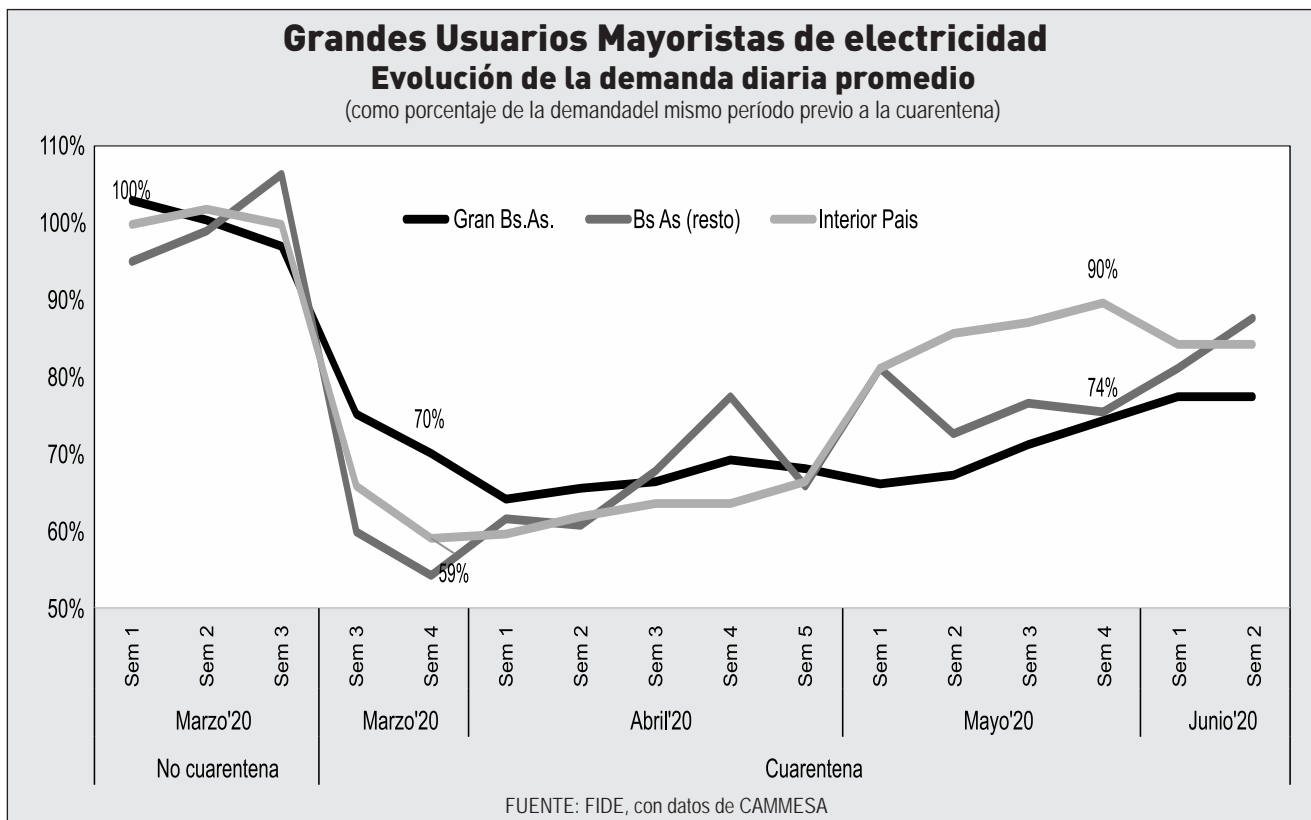
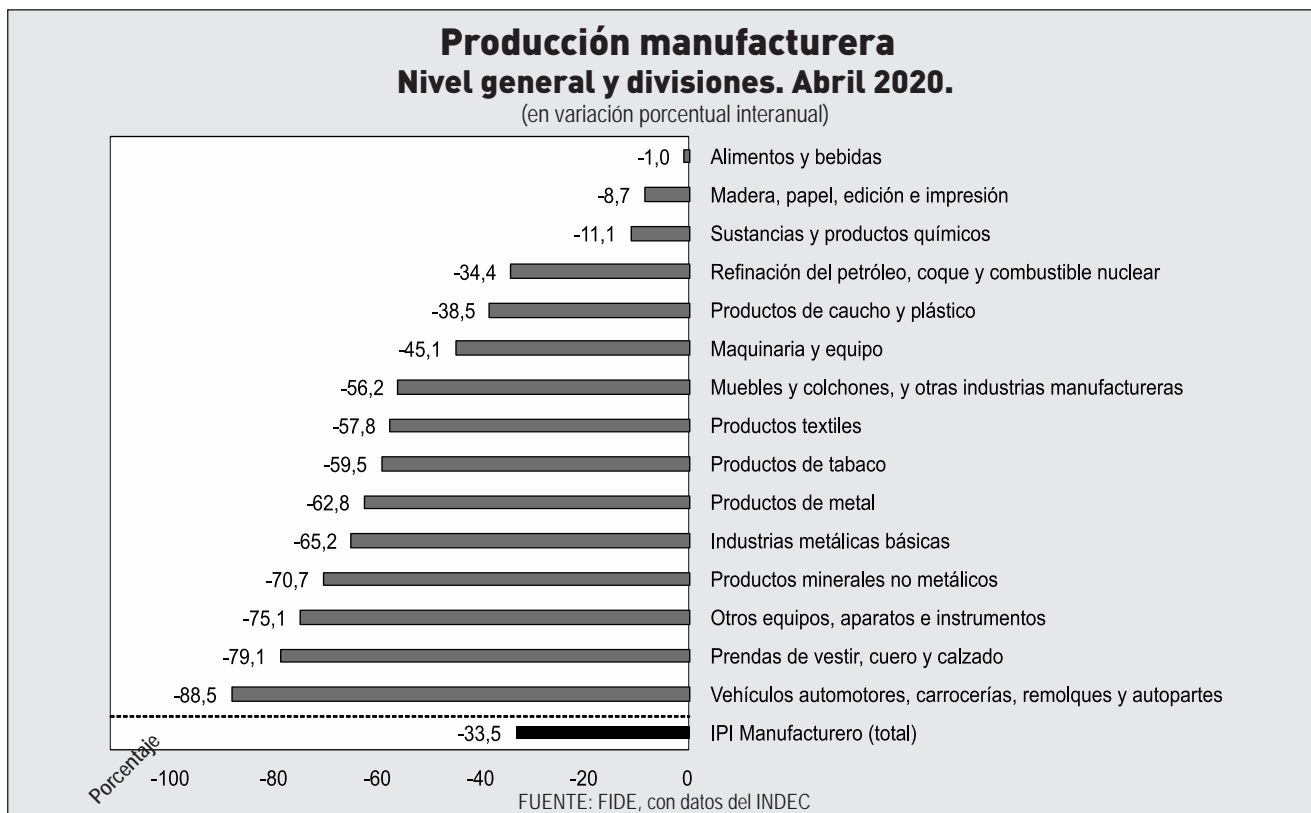
Sin embargo, ya para mayo muchas restricciones sobre la oferta han comenzado a flexibilizarse. A excepción del AMBA, y con el inicio de la llamada “fase 4 de la cuarentena”, gran parte del territorio nacional transita hacia una gradual normalización. Con ello se habilitó una mayor circulación de personas en el ámbito local, reabriendo una amplia rama de actividades industriales, prestación de servicios técnicos, profesionales y de comercio minoristas, siempre y cuando se evite la aglomeración de personas.

Debido a esto, y aunque todavía se esté lejos de recuperar niveles de actividad previos a la cuarentena, se estima que mayo será mejor que abril, especialmente en las regiones económicas fuera del AMBA.

A modo de anticipo, es posible observar un repunte en el consumo de electricidad de grandes usuarios relevado de manera diaria por CAMMESA para el interior del país. Según este indicador, la demanda diaria promedio de días hábiles en las regiones del interior y Buenos Aires sin AMBA, registra en la tercer semana mayo consumos de electricidad equivalentes al 85% de la demanda de electricidad diaria promedio previa a la cuarentena. Esto es indicio de una mayor utilización de la capacidad instalada, debido a la vuelta a la producción de varias actividades industriales.

Por su parte, la región del AMBA, que, recordemos, concentra el 47% de la industria nacional, viene más rezagada. Esto hará que el indicador industrial agregado para mayo continúe muy golpeado. Según el mismo

indicador sobre consumo de electricidad para grandes usuarios en AMBA, la demanda para la tercer semana de mayo en esta región es equivalente solo al 64% de la demanda promedio previa a la cuarentena.



Igualmente, no hay que entusiasmarse. La flexibilización del apagón programado es solo la mitad de la historia. Aún resta observar la evolución de la demanda. Y éste es un punto que el Gobierno viene siguiendo muy de cerca.

Con el objetivo prioritario de preservar los puestos de trabajo, amortiguar la reducción en los ingresos y evitar un deterioro mayor en las capacidades productivas, en abril y mayo se desplegó un conjunto de programas de asistencia que, según lo anunciado hasta ahora, en su totalidad supondrán una transferencia de ingresos en torno a los 3,0% del PIB.

La mayor parte de la ejecución de los programas se materializó entre abril y junio. Estos tuvieron como objetivo evitar el deterioro de las capacidades productivas y el drenaje de puestos de trabajo. Es decir, sostener la demanda, mientras se normalizaba la oferta.

Viendo más en detalle estas medidas, en primer lugar se destaca el crédito productivo. Según información del BCRA, ya se otorgaron 124.000 créditos a micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyME), por un monto

de 222.361 millones de pesos. Es decir, un 60% de lo inicialmente proyectado. La tasa anual de financiamiento es del 24%, es decir, 20 puntos porcentuales debajo de la inflación. De estos, un 42% fue utilizado para pagar sueldos, un 40% para el acceso a capital de trabajo y el 18% restante para la cobertura de cheques de pago diferido.

En el caso de los monotributistas y autónomos, se gestionaron 221.670 préstamos por un monto total de 28.301 millones de pesos. La modalidad es a tasa cero y se otorgó directamente en las tarjetas de crédito del banco del que la persona es cliente; tiene un período de gracia de seis meses y, luego de ello, su devolución será en 12 cuotas fijas sin interés.

Además de lo anterior, la reducción del costo de financiamiento también ha implicado que el resto de los créditos convencionales para empresas, como son los adelantos de cuenta corriente y de capital de trabajo, también hayan crecido.

En el mes de mayo, y en comparación con mayo de 2019, los créditos de adelantos en cuenta corriente



Equipo profesional especializado en soluciones estadísticas aplicadas a la mejora de procesos y a la gestión de calidad

Capacitación estadística aplicada a la calidad

Desarrollamos cursos y talleres organizados según las necesidades de los proyectos y de los participantes, abarcando temas tales como:

- ✓ Manejo eficaz del software Minitab, Herramientas estadísticas básicas,
- ✓ Test de Hipótesis,
- ✓ ANOVA,
- ✓ Análisis de regresión,
- ✓ Diseño de experimentos,
- ✓ Control estadístico de procesos,
- ✓ Análisis de capacidad de los procesos,
- ✓ Análisis de los sistemas de medición,
- ✓ Análisis multivariado con diversas aplicaciones,
- ✓ Estudio de superficies de respuesta,
- ✓ Diseño de experimentos con mezclas
- ✓ Fiabilidad,

Asesoramiento estadístico

- ✓ Informes estadísticos descriptivos
- ✓ Análisis del modo de fallas y sus efectos
- ✓ Modelos de pruebas de hipótesis y análisis de variancia
- ✓ Análisis de los sistemas de medición
- ✓ Análisis de series de tiempo
- ✓ Construcción de indicadores

www.six-soft.com.ar
minitab@six-soft.com.ar
Móvil 11-5730 7081

Distribuidores oficiales de Minitab Inc.



Minitab® 19



Companion by Minitab®

crecieron un 113%, los documentados en 92% y el resto de créditos productivos en 178%. Es decir, el stock total de créditos bancarios a la producción se duplicó.

La segunda dimensión del programa de emergencia consiste en las transferencias por el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE). Del universo elegido de casi 9 millones de beneficiarios, para los primeros días de junio ya se ejecutaron pagos para 8,3 millones de personas. Esto equivale a 83.000 millones de pesos que se inyectaron de manera directa las familias más vulnerables, el 45% de lo hasta ahora vigente del programa.

El pago debió realizarse en varias tandas, comenzando por los beneficiarios de AUH, empleadas domésticas y trabajadores que cobran salario social complementario, quienes fueron automáticamente beneficiarios; y luego, empadronando y pagando al resto de las personas, muchas de ellas sin cuenta bancaria. De estos beneficiarios nuevos, 1,3 millones de personas eligió cobrarlo por Correo Argentino; 1,2 millones de personas por la red Link y 455 mil por el Banco Provincia. La última tanda de pagos se realizó en los primeros días de junio, correspondiendo a las personas que cobraban en efectivo en las sucursales del Correo Argentino. Los 700.000 individuos restantes, los cuales aún no cobraron, han sido seleccionados en el proceso de revisión de mayo y cobrarán una vez que completen los datos y elijan el medio de pago.

La tercera dimensión del plan de emergencia la cons-

tituye el Programa de Asistencia al Trabajo y la Producción (ATP). En mayo el Estado nacional pagó los sueldos de 2,3 millones de trabajadores registrados, en 244 mil empresas, con un costo fiscal de 40.691 millones de pesos. Esto implica que en un mes se ejecutó el 63% del programa inicialmente pautado.

Como sabemos, los ATP constan de desembolsos por tramos y montos fijos que van desde uno a dos salarios mínimos. Tal estructura termina beneficiando a las empresas más chicas y que, en promedio, pagan menores salarios.

La flexibilización del apagón programado es solo la mitad de la historia. Aún resta observar la evolución de la demanda. Y éste es un punto que el Gobierno viene siguiendo muy de cerca.

Dentro del universo de trabajadores beneficiarios, en el 87% de los casos el Estado pagó la mitad de su salario de manera directa. Por el lado de las empresas, el 45% del total de empleadores recibió asistencia. En el caso de las empresas beneficiarias de hasta 10 empleados, el Estado pagó el 84% de la nómina salarial de mayo; para las de entre 10 y 49 empleados, el Estado pagó el 64%; entre 50 y 99, el 58%; entre 100 y 199, el 56%; entre 200 y 799 empleados, el 52%; y para más de 800 empleados, el 51% de la nómina salarial.

Monitor de actividad económica

Indicador	Ultimo mes		Pre-cuarentena	
	último dato	var % anual	mes	var % anual
EMAE	Mar '20	-11,5%	Ene.'20	+0,2%
Industria Manufacturera (IPI, INDEC)	Abr '20	-33,5%	Dic.'19	+1,4%
Ventas en centros de compras (\$ constantes)	Mar '20	-56,6%	Feb.'20	+5,3%
Ventas en supermercados (\$ constantes)	Mar '20	10,7%	Feb.'20	3,9%
Indice de actividad de empresas de la construcción (CONSTRUYA)	May'20	-34,0%	Dic.'19	+9,3%
Ventas minoristas (CAME)	Mar '20	-48,7%	Feb.'20	-1,1%
Producción de automóviles	May'20	-84,1%	Ene.'20	+39,7%
Despachos de cemento	Abr'20	-32,9%	Dic.'19	-9,4%
Producción de acero	May'20	-52,0%	Feb.'20	8,0%
Consumo de energía industrial (CMMESA)	May'20	-30,8%	Ene.'20	-3,0%
Consumo de energía industrial (CMMESA)	Jun'20	-28,7%	Ene.'20	-3,0%
IVA DGI (real) (AFIP)	May'20	-30,6%	Ene.'20	-20,0%
Tributario (real) (AFIP)	May'20	-39,3%	Ene.'20	-5,4%

FUENTE: FIDE con datos de estadísticas oficiales y sectoriales

Para la segunda edición de junio se incrementó la cobertura de empresas y la cantidad de trabajadores alcanzados en un 20%. El ATP2 pagó la mitad de los salarios en 244.000 empresas de manera directa, a un total de 2,3 millones de trabajadores.

Hacia adelante, el diseño del IFE y del ATP posiblemente deban reformularse. En principio, aquellas actividades que normalicen su producción y ventas no cumplirán

con los requisitos básicos para solicitar el ATP, que son que la facturación caiga respecto al año anterior. De este modo, de manera natural, y de continuar un mes más, el programa tendría que concentrarse automáticamente en el AMBA y en ciertos sectores puntuales. Por otro lado, el IFE tiene un diseño diferente, ya que está dirigido a los beneficiarios de otras ayudas sociales, monotributistas de bajos ingresos y empleados no registrados, pero también a sectores que forman parte del universo de “inactivos”.

Medidas de política económica para enfrentar el COVID-19

Beneficio	Detalle	Personas unidades	Monto Millones pesos	PIB %
Crediticia			410.000	1,46%
BCRA - MIPYME + BNA	tasa 24% anual	250 mil PyME	350.000	1,25%
Minprod - Fondo de Garantía FOGAR para PyME	capitalización fondo garantías	250 mil PyME	30.000	0,11%
Créditos monotributistas	tasa 0% y hasta \$150 mil	200 mil	30.000	0,11%
Trabajo (dos meses)			112.400	0,40%
Programa Asistencia al trabajo (ATP)	\$ 16.875 a \$ 33.750	2,3 millones	85.000	0,30%
Rebaja en contribuciones patronales	mes abril-20	244 mil empresas	27.400	0,10%
Seguro desempleo	\$ 6.000 a \$ 10.000	s/i		
Ingreso Familiar de Emergencia (dos meses)			178.000	0,63%
Monotributistas A y B	\$ 10 mil	869 mil	17.384	0,06%
Monotributistas sociales	\$ 10 mil	365 mil	7.312	0,03%
Personal casas particulares	\$ 10 mil	502 mil	10.040	0,04%
Empleo no registrado e inactivos	\$ 10 mil	7,1 mill	143.265	0,51%
Infraestructura y obra publica			100.000	0,36%
Paquete obra pública sanitaria e infraestructura	+40% partida existente		100.000	0,36%
Pro.Cre.Ar	100 mil préstamos	100 mil	s/i	
Pro.Cre.Ar (reparaciones)	hasta \$ 30.000	200 mil	s/i	
Sociales (un mes)			31.584	0,11%
Bono AUH	\$ 3.103 por AUH	3,9 millones	12.102	0,04%
Bono a Jubilados y Pensionados	\$ 3.000 para la ménima	4,4 millones	14.030	0,05%
Suspensión dos cuotas créditos ANSES AUH y SUAF	\$ 823 (cuota promedio)	2,7 millones	2.222	0,01%
Suspensión dos cuotas créditos ANSES Jubilados	\$ 1900 (cuota promedio)	1,7 millones	3.230	0,01%
Ayuda de alimentos a comedores			s/i	
Otros				
BCRA mejorará criterios de calificación de riesgo crediticio de empresas				
Congelamiento aumento alquileres y cuotas hipotecarias por 180 días				
Precios maximos por 30 días para alimentos, higiene personal, medicamentos e insumos médicos				
Extensión programa Ahora 12 por seis meses				
Restricción a la exportacion de equipamiento médico				
Aceleración programa reintegros de exportaciones a firmas industriales				
Suspensión corte servicios públicos y multas a PyME por cheques sin fondos				
Total anuncios			831.984	3,0%

FUENTE: FIDE, con dtos de anuncios del Gobierno y estadísticas oficiales

Tensiones en el mercado de cambios

Durante las últimas semanas de marzo y comienzo de abril, el mercado financiero local se vio afectado por una mayor volatilidad, como producto de incrementos en la brecha cambiaria a valores que no se habían registrado desde la implementación de las nuevas regulaciones.

Tal situación dio pie a diversos economistas liberales y analistas de la oposición para, nuevamente, cargar tintas sobre las regulaciones cambiarias, reivindicando la cotización del dólar paralelo como el “dólar rea” y aseverando que la ampliación de la brecha no es más que un reflejo del retraso del tipo de cambio, anunciando una inminente devaluación.

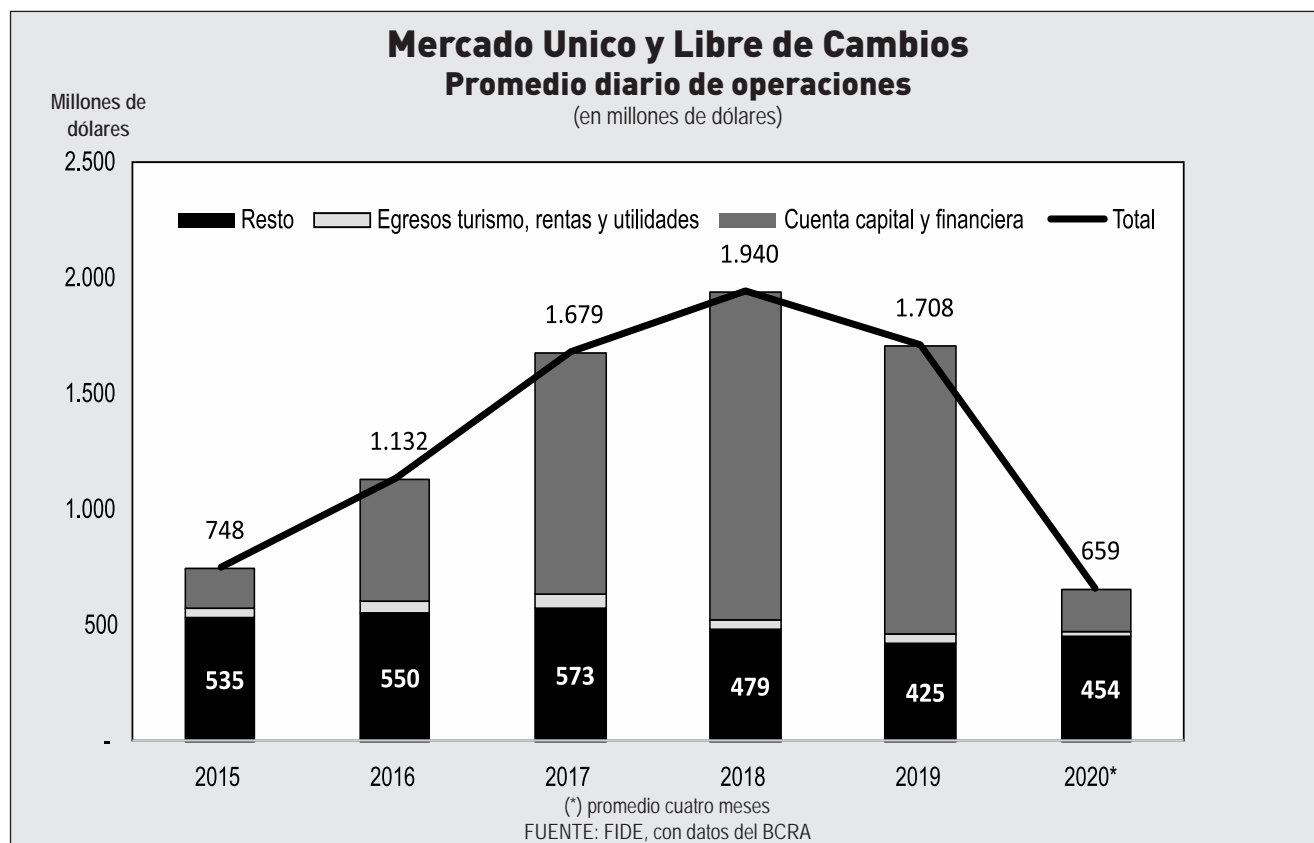
Sin embargo, nada de eso terminó pasando. Y por ello se deben tener presentes tres dimensiones fundamentales al analizar la dinámica actual del tipo de cambio y el sector externo.

En primer lugar, el tipo de cambio real se encuentra en valores históricamente altos. Para abril de 2020 el valor del tipo de cambio real multilateral fue equivalente al de septiembre de 2011, incluyendo la fuerte devaluación de los últimos dos meses de Brasil, la principal causa de nuestra apreciación real. En este sentido, y si solo

se compara con Estados Unidos, el tipo de cambio real bilateral es equivalente al de mayo de 2009.

En segundo lugar, el mercado del dólar paralelo es tan chico que, con poco volumen, la cotización se dispara. Y esto no es señal de nada *per-se*, sino que es simplemente el movimiento de un mercado financiero que incluye, en la operación, la cotización de los bonos de deuda nominados en dólares.

Lo que realmente importa es la cotización del dólar oficial. Solo para tener una idea, el Mercado Único y Libre de Cambios, en el cual participan el Banco Central y el resto de las entidades financieras, opera al día un promedio de 660 millones de dólares. Por otro lado, el dólar CCL y MEP son dos cotizaciones de dólar que surgen de operaciones financieras de compra-venta de títulos o acciones que cotizan en ambas monedas y resultan en la adquisición de dólares de manera legal con la acreditación en el exterior (dólar CCL) o en el país (dólar MEP). El mercado del “dólar financiero” opera en una jornada no más de 30 millones de dólares (15 millones de dólares en el Merval y 15 millones de dólares el Mercado Abierto Electrónico-MAE). Es decir, el dólar bolsa representa menos del 5% de lo que se opera en el mercado oficial. Ambos son mercados muy chicos, el precio que manejan es excesivamente volátil y no



pueden servir de referencia para ninguna transacción de la economía real.

En tercer lugar, la cuenta corriente es superavitaria. Según el registro del balance cambiario del BCRA, desde hace 16 meses la cuenta corriente resulta superavitaria, acumulando un saldo positivo acumulado de más de 6.200 millones de dólares.

Sí es cierto que los meses de marzo y abril registraron comportamientos inusuales en las operaciones de dólar comercial, en particular, en el pago de deuda dolarizada de grandes importadores.

Lo que realmente importa es la cotización del dólar oficial. Solo para tener una idea, el Mercado Único y Libre de Cambios, en el cual participan el Banco Central y el resto de las entidades financieras, opera al día un promedio de 660 millones de dólares. El mercado del “dólar financiero” opera en una jornada no más de 30 millones de dólares, menos del 5% de lo que se opera en el mercado oficial.

A comienzos de marzo, el tipo de cambio CCL superó la brecha del 30%, es decir, la barrera a partir de la cual la cotización financiera supera el precio del dólar solidario. Tal comportamiento se debió a la incertidumbre por la pandemia y por la reestructuración de deuda, y produjo una salida de capitales de inversores locales hacia activos más seguros. Esto se replicó en otros países del mundo y en la región, en muchos casos alcanzando volúmenes récord.

Sin embargo, y ya en el mes de abril, esta tendencia a ampliación de la brecha cambiaria se intensificó.

En particular, la modificación de tasas interbancarias y la liberación de encajes del BCRA en el marco del plan de emergencia aumentaron significativamente la liquidez en el mercado. Y aunque no a través de los bancos directamente, ya que estos tienen la Posición General de Cambios muy regulada, sino a través del mercado de cauciones privado, se generó un exceso de liquidez que terminó impactando en la cotización del dólar financiero.

De tal modo, aunque no tenga un efecto real directo, el mercado paralelo sí tiene un rol en la formación de

expectativas. Y en ausencia de una política de gestión de la brecha cambiaria por parte del Gobierno, los movimientos del dólar paralelo terminan teniendo una dimensión económica mayor a la que realmente poseen.

Cuando las fluctuaciones son grandes, aparecen comportamientos especulativos sobre los actores económicos concretos, demorando la liquidación de exportaciones, aumentando precios de sectores concentrados o buscando sacar provecho con arbitrajes ilegales de cotizaciones, entre otras acciones.

Algo de esto comenzó a jugar en el mes de abril. Según información del Balance cambiario, abril registró un inusual crecimiento del pago de importaciones, en un contexto de fuerte caída de la actividad.

Dicho de un modo simple, en un marco de derrumbe de la actividad en torno al 40%, y dada la elasticidad ingreso de las importaciones, que suele ser entre 3 y 4 puntos del producto, lo esperable es que las importaciones se desplomen en una medida aún mayor que lo que cae la actividad. Por el contrario, en abril de 2020 se registró un crecimiento del 46% en los pagos de importaciones respecto a abril de 2019.

Lo que sucedió es que no se trató de importaciones efectivas, sino de pagos de deuda en importaciones de hasta 150 días atrás. Fue así que, en abril, de los 1.146 millones de dólares de crecimiento de las importaciones, 1.200 millones correspondieron a pagos de deuda.

Aunque no tenga un efecto real directo, el mercado paralelo sí tiene un rol en la formación de expectativas. Y en ausencia de una política de gestión de la brecha cambiaria por parte del Gobierno, los movimientos del dólar paralelo terminan teniendo una dimensión económica mayor a la que realmente poseen.

Muchas empresas, especialmente de los rubros cereales y oleaginosas, automotor, químico y petrolero, especulando con una devaluación, adelantaron pagos de deuda. Varias de ellas, obteniendo financiamiento a tasa baja en el mercado local, con el que luego fueron a comprar dólares al tipo de cambio oficial.

Con este objetivo en mente, el Gobierno buscó hacer

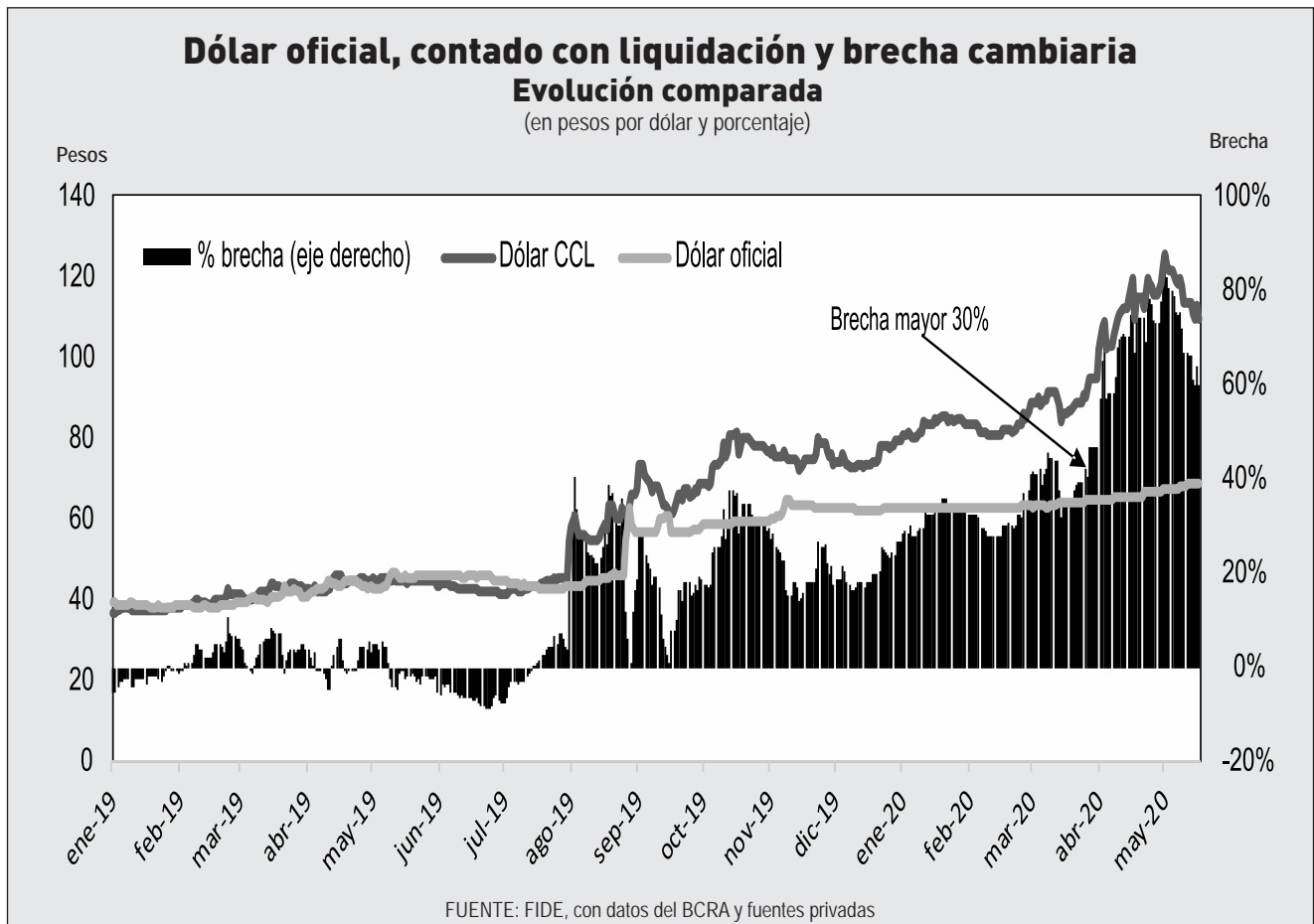
intonía fina de la regulación como forma de contener las presiones sobre el dólar paralelo y preservar las reservas.

Existe una enseñanza de política macro importante de lo sucedido. Aunque la tasa de interés no funcione como un mecanismo relevante para contener la salida de divisas por fuga, el financiamiento barato puede servir para la especulación cambiaria de un grupo de importadores si no son lo suficientemente regulados.

Por un lado, se impusieron nuevas regulaciones a la demanda especulativa de divisas. La Comisión Nacional de Valores activó el “parking” de bonos para la compra de títulos dolarizados con pesos. Es decir, rige un período de tenencia mínima de 5 días hábiles como forma de sacarle presión a la demanda de instrumentos financieros utilizados para hacer la operación de dólar MEP y contado con liquidación.

Por el otro, el BCRA regulará más de cerca a aquellas empresas que quieran acceder al MULC para pagar importaciones. En primer lugar, obligará a las firmas que tengan que realizar pagos al exterior, y que posean dólares en sus cuentas, a utilizar primero esas divisas para cancelar sus obligaciones. En segundo lugar, extenderá a 90 días previos y 90 días posteriores la restricción a que operen dólar en la Bolsa las empresas que adquirieron dólares en el mercado oficial. En tercer lugar, les exigirá a las que hayan reducido sus deudas con sus proveedores externos desde el 1º de enero, que pidan permiso para acceder al mercado oficial.

Sin embargo, existe una enseñanza de política macro importante de lo sucedido. Aunque la tasa de interés no funcione como un mecanismo relevante para contener la salida de divisas por fuga, el financiamiento barato puede servir para la especulación cambiaria de un grupo de importadores si no son lo suficientemente regulados. Como vimos, éstos pudieron tomar dinero barato en pesos en el mercado local, compraron dólares al tipo de cambio oficial y salieron a adelantar vencimientos de compromisos comerciales en dólares, impactando finalmente en las reservas.



no solo la regulación cambiaria, sino también en la gestión de la brecha cambiaria, la demanda de divisas y el arbitraje de grandes jugadores frente a la política de tasas que está llevando el BCRA.

Los datos del BCRA indican que una parte importante de la liquidez del plan de emergencia está colocada en depósitos a la vista (que vienen creciendo un 110% en términos interanuales). Avanzar en la canalización de esos excedentes hacia el ahorro en instrumentos en pesos que tengan como contrapartida el financiamiento productivo y del Tesoro nacional asume en la presente etapa carácter prioritario. En ese sentido se orienta

la decisión del BCRA de fijar pisos para las tasas que remuneran a los depósitos a plazo, así como también las colocaciones de títulos por parte del Tesoro.

Reestructuración de la deuda: segunda oferta sobre la mesa

En paralelo a los grandes desafíos que plantea la economía real, el Gobierno continuó avanzando en el proceso de negociación de la deuda.

Durante abril se ingresó a la etapa más importante del

Tercer propuesta de deuda de reestructuración del Gobierno Nacional Al 17 de junio de 2020 Parámetros de canje

	Bono GB-1	Bono GB-2	Bono GB-3	Bono EB-D	Bono EB-P	Bonos de acarreo	Cupón de "recu pero de valor" (cupon expo)
Deuda elegible	Bonos globales ley extranjera prospecto 2016 (que no excedan 2023)	Bonos globales ley extranjera prospecto 2016 (madurez 2026 y 2036)	Todos los bonos	Bonos discount prospecto 2005	Bonos discount ley extranjera prospecto 2005 Bonos discount ley extranjera prospecto 2005	Bonos discount ley extranjera prospecto 2005 (intereses corridos) Bonos discount ley extranjera prospecto 2005 i(nter. corridos)	Bonos discount ley extranjera prospecto 2005 Bonos discount ley extranj. prospecto -2005
Moneda	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD
Fecha vencimiento	2030	2035	2046	2038	2041	2030	2046
Techo emisión	13.500 millones de dólares	22.900 millones de dólares	-	-	-	-	-
Recorte capital	3%	3%	3%	-	-	-	-
Pagos de capital	12 pagos equivalentes semi-anales (primer pago mayo-2025)	10 pagos equivalentes semi-anales (primer pago mayo-2031)	44 pagos equivalentes semi-anales (primer pago mayo-2025)	22 pagos semi-anales (primer pago mayo-2028)	30 pagos semi-anales (primer pago mayo-2027)	8 pagos semi-anales (primer pago mayo-2026)	8 pagos anuales de 0,75% (primer pago mayo-2026)
Pagos de cupón	semi-anual	semi-anual	semi-anual	semi-anual	semi-anual	semi-anual	anual
Estructura de cupón	2020: 0% 2021: 0,125% 2022-23: 0,5% 2024-27: 0,75% 2028-30: 1,75%	2020: 0% 2021: 0,125% 2022: 1,125% 2023: 1,5% 2024: 3,625% 2025-28: 4,375% 2029-35: 5,0%	2020: 0% 2021: 0,125% 2022: 1,125% 2023: 1,5% 2024: 3,625% 2025-28: 4,375% 2029-35: 5,0%	2020: 0% 2021: 0,125% 2022: 1,625% 2023: 3,125% 2024: 3,625% 2025-28: 4,375% 2029-46: 5,0%	2020: 0% 2021: 0,125% 2022: 1,625% 2023: 3,0% 2024-S1: 3,5% S2 2029 - 2041: 4,875%	2020: 0% 2021-30: 1%	2020-25: 0% 2026-46: 0% a 0,75% (*)

(*) condición: si valor exportaciones es mayor al "umbral" mínimo (65.200 millones de dólares ajustado al 3% a partir de 2019)
FUENTE: FIDE, con datos de MECON

proceso de reestructuración con la presentación de la primera oferta de canje a los acreedores.

La oferta de reestructuración inicial suponía la emisión de nuevos títulos, que otorgaban un interés inicial de 0,5% y creciente hasta los 4,75% para los títulos más largos, y una quita de capital, concentrada en los bonos más cortos. De haber sido aceptada la propuesta inicial, el nuevo perfil de vencimientos traería un ahorro para el Estado argentino de casi 40.000 millones de dólares y una quita equivalente a valor técnico del 34% sobre la deuda total vigente.

El default consensuado implicó entrar técnicamente en default, acordando que el país no se retiraba de la mesa de negociación y con el compromiso de mejorar la oferta. Por el lado de los tenedores, el compromiso fue no ejecutar la aceleración de pagos de los vencimientos de deuda no desembolsados.

Sin embargo, esta propuesta no prosperó. Durante esta primera etapa aparecía una primera fecha clave, que era el 22 de mayo, donde vencía el plazo para pagar los primeros vencimientos de deuda, una vez abierta la oferta de reestructuración. Lo que sucediera allí marcaba una posible bifurcación en el proceso de canje. Pagar, aunque era una apuesta segura, debilitaba mucho la posición argentina en la mesa de negociación y disminuía la sustentabilidad financiera externa en el mediano plazo. Por el contrario, avanzar en una cesación de pagos implicaba algunos riesgos, pero permitía continuar con la negociación en los términos trazados por el objetivo de lograr la sustentabilidad financiera externa, y así cuidar los dólares.

El default consensuado implicó entrar técnicamente en default, acordando que el país no se retiraba de la mesa de negociación y con el compromiso de mejorar la oferta. Por el lado de los tenedores, el compromiso fue no ejecutar la aceleración de pagos de los vencimientos de deuda no desembolsados.

A partir de allí se dieron a conocer dos ofertas. Cada una de ellas mejoró la propuesta anterior.

Según consta de la comunicación oficial, la segunda propuesta implicó comenzar a pagar intereses en 2022 en vez de 2023, adelantar un año los vencimientos de

capital de los bonos a partir del 2035 y mejora el último tramo de los intereses en 0,375 puntos porcentuales. Esto equivale a una mejora en torno al 15% el Valor Presente Neto (VPN) de la propuesta original. Esta propuesta también fue rechazada.

La tercer oferta mejoró la segunda: acorta un año más el período de gracia de pago de intereses a solo el 2021, achica a 3% la quita de capital de los bonos globales 2016, emite un bono especial para los Discount y los Par del canje 2005 y adiciona un “cupón por desempeño” o cupón exportaciones, que paga siempre que las exportaciones tengan un buen resultado, dado cierto criterio o umbral mínimo ya fijado.

El VPN es un término muy importante de todo este proceso de recuperación, ya que mide la relación de recupero que consideran los inversores al evaluar la conveniencia del canje. En la determinación de este coeficiente influyen dos cosas. Por un lado, el flujo de fondos que el título devenga, tanto en el monto de los intereses, su duración y el formato de amortización del capital. Por otro, la tasa de salida o “exit yield”, la tasa implícita a la cual estos intereses se actualizan en el tiempo. Es decir, cómo se valúa hoy el pago de un interés dentro de 10 o 15 años.

En un contexto como el actual, en donde la economía global estalló a causa de la pandemia, con retornos de activos en los países desarrollados por el piso y las economías de la región marcadas por una creciente volatilidad, la cesación de pagos ha dado más tiempo para seguir negociando, y esto juega a favor del proceso de reestructuración argentino.

Mientras más largo es el vencimiento del bono, mayor es la importancia de considerar esta tasa de interés. Asimismo, si la tasa de colocación de deuda argentina mejora en el tiempo, y por ende la tasa de descuento baja, los bonos argentinos aumentarían su valor. Por el contrario, si las condiciones financieras empeoran, la tasa de colocación aumenta, y los bonos pierden valor.

Según estimaciones privadas, el VPN de la oferta del Gobierno es superior a los 51 dólares por bono. Un grupo de bonistas está pidiendo 54,7 dólares por bono y el otro, 60,2 dólares por bono. Es decir, aunque las

diferencias persisten, también se van achicando.

En un contexto como el actual, en donde la economía global estalló a causa de la pandemia, con retornos de activos en los países desarrollados por el piso y las economías de la región marcadas por una creciente volatilidad, la cesación de pagos ha dado más tiempo para seguir negociando, y esto juega a favor del proceso de reestructuración argentino.

Igualmente, la tarea del Gobierno sigue siendo ardua. Y el desafío para conducir la negociación de manera exitosa se mueve en direcciones opuestas. Por un lado, cuidar los dólares para no comprometer la sustentabilidad financiera externa de mediano plazo. Por el otro, mejorar la oferta para juntar las mayorías calificadas y llevar adelante la reestructuración voluntaria.

Recordemos que una reestructuración voluntaria de deuda tiene como condición necesaria que la adhesión a la propuesta cuente con un número especial de acreedores tal que sea posible modificar las condiciones originales de emisión.

En la reestructuración conviven series de bonos emitidos en períodos distintos. Es por ello que los pisos mínimos necesarios no son homogéneos a lo largo de los

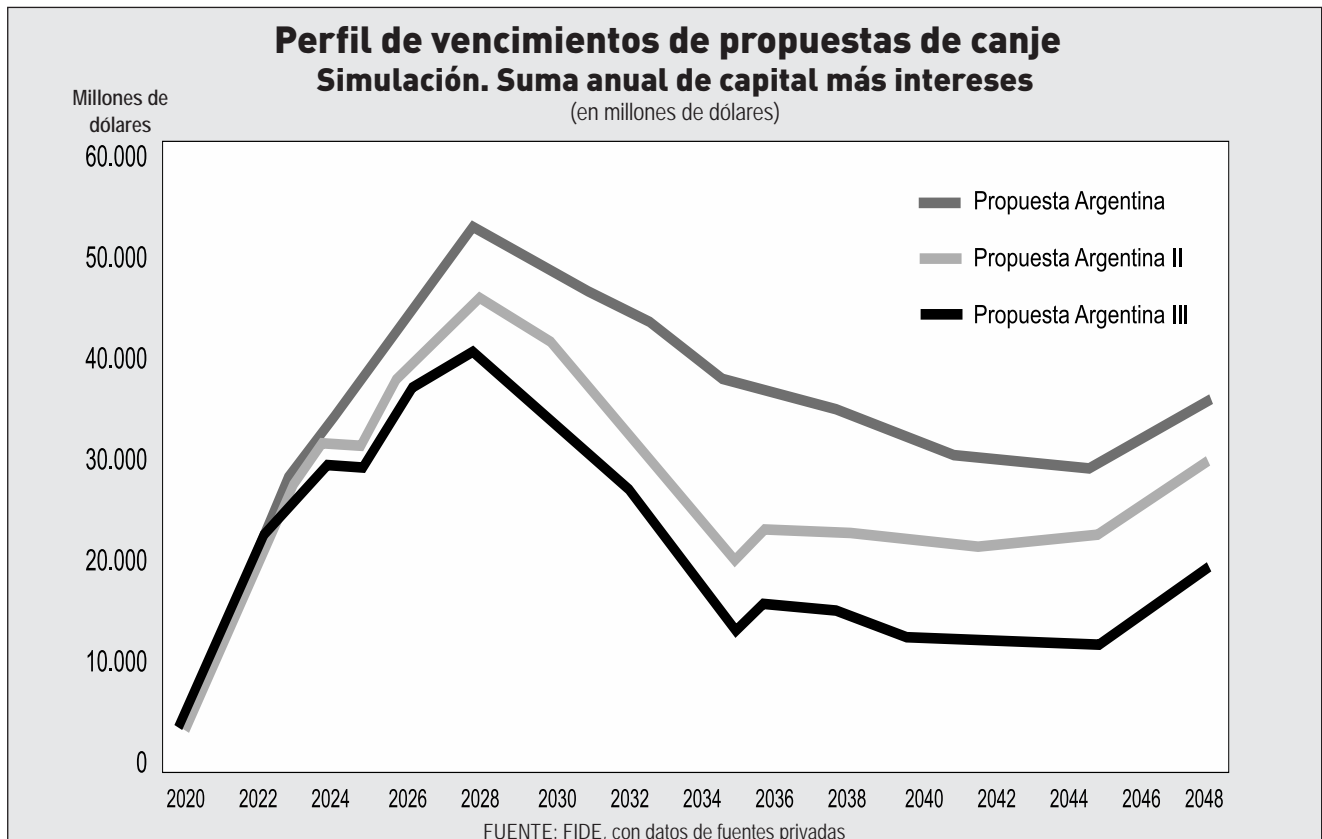
títulos. Algunos necesitan pisos de adhesión más elevados que otros.

Los títulos surgidos del canje 2005 y 2010, como los bonos “Discount” y “Par”, requieren de la aceptación de, al menos, el 85% de los tenedores para poder avanzar en la reestructuración. El otro grupo, constituido por los bonos globales que fueron emitidos luego de 2016, requieren pisos de aceptación más bajos, de al menos el 75% del total de los bonistas.

En el proceso de negociación de deuda argentino conviven dos grandes grupos de acreedores. Por un lado, el grupo que lidera Blackrock, que nuclea a dos clubes de deudores, “Ad Hoc Bondholder group” y “Exchange Bondholder Group”, cuyas principales tenencias, se sospecha, son en bonos globales 2016. El segundo grupo, que lideran Fintech y Gramercy, es el llamado “Bondholder Group”, cuyas tenencias, se cree, son mayoritarias en los bonos Discount y Par del canje 2005.

Ambos grupos han planteado contrapropuestas, en las que aún existen diferencias con la propuesta oficial. En especial con la letra chica del acuerdo.

En este sentido, hay 6 puntos importantes relacionados a cuestiones legales que son muy agresivos, especialmen-



te en la propuesta del grupo liderado por Blackrock, que se ha mostrado como el más inflexible.

De no llegarse a un acuerdo con la totalidad de acreedores, podría explorarse la posibilidad de “re-designar” la oferta, segmentándola “bono por bono”. Tal cosa implicaría excluir a acreedores que tengan capacidad de bloqueo sobre la negociación agregada y negociar con grupos más pequeños.

En primer lugar, que todos los bonos nuevos sean emitidos como prospecto 2005, es decir, tengan cláusulas de canje más elevadas. En segundo lugar, que si ocurre un default todos los bonos devenguen intereses del 2%. En tercer lugar, que la mitad del nuevo financiamiento que obtenga el país se utilice para recomprar títulos de este canje. En cuarto lugar, que se impida usar cualquier tipo de cláusula de re-designación en el proceso de canje (ver más abajo). En quinto lugar, que la Argentina tenga forzosamente que cumplir con las cláusulas de revisión de artículo IV; en caso contrario, se entraría en default. Sexto lugar, que la Argentina incluya dentro de los activos

del soberano no solo bienes del Estado nacional, sino también de entidades públicas e intra-sector público y, de este modo, sean más fácilmente embargables en el futuro.

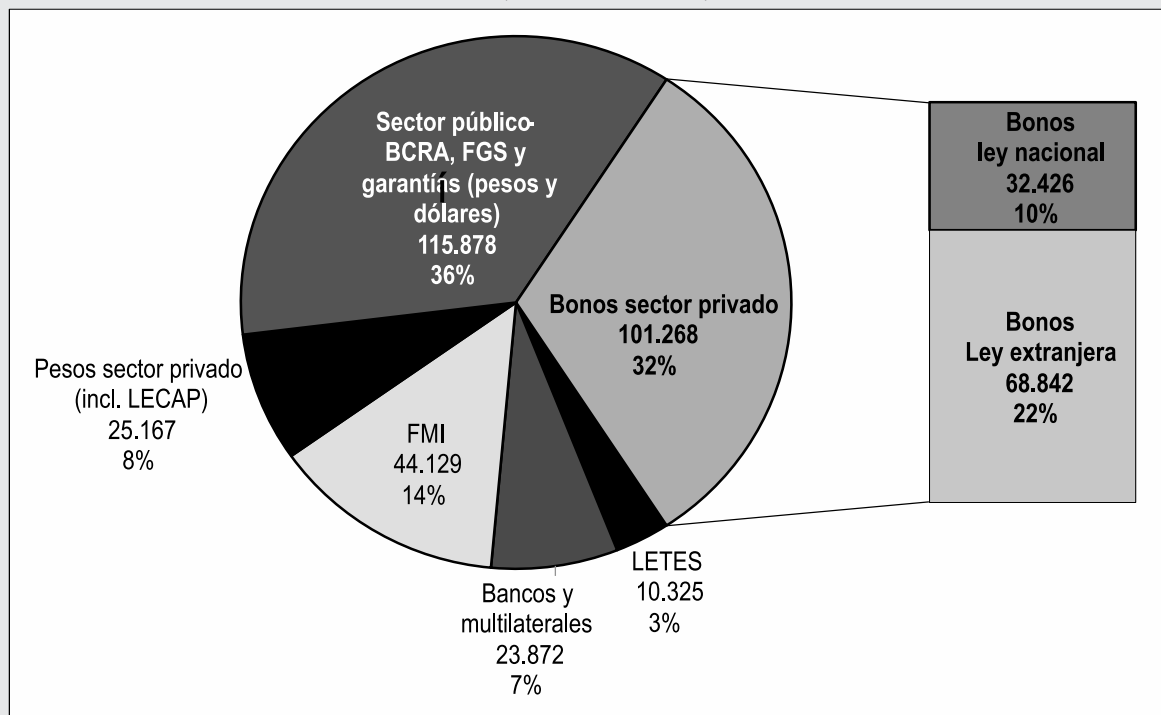
La próxima fecha clave en la negociación será el 28 de julio. El calendario de pagos original marca que el 28 de junio, un mes antes, deberían pagarse vencimientos del bono centenario (AC17) y el Discount (DICY) por 583 millones de dólares. De no hacerse efectivo el pago, estos bonos también caerán en default.

De no llegarse a un acuerdo con la totalidad de acreedores, podría explorarse la posibilidad de “re-designar” la oferta, segmentándola “bono por bono”. Tal cosa implicaría excluir a acreedores que tengan capacidad de bloqueo sobre la negociación agregada y negociar con grupos más pequeños. Es decir, segmentar la negociación y buscar llegar a los pisos mínimos para reestructurar título por título.

Esto es posible porque los pisos de “re-designación” de la emisión 2016 son más bajos, ya que solo es necesario un 66,7% del total de acreedores de cada título que acepte la propuesta. Sin embargo, se trata de una tarea más ardua, más larga, y no está libre de riesgos legales.

Stock de deuda de la Administración Central Diciembre 2019

(en millones de dólares)



FUENTE: FIDE, con datos del Ministerio de Economía

Desarmando (otra vez) el relato monetarista

Desde hace cinco meses la inflación en la Argentina viene siguiendo un claro sendero hacia la desaceleración. Según información oficial del INDEC, el Índice de Precios al Consumidor registró en mayo de 2020 una suba mensual de 1,5%, lo que representa un 43,4% anual, el valor más bajo desde noviembre de 2017. Esto da cuenta de una tendencia a la desaceleración de los precios sostenida desde enero de 2020.

En paralelo a esto, y a las urgencias generadas por la pandemia del Covid-19, el Gobierno llevó adelante una política de fuerte expansión monetaria. Esto profundizó la dinámica de transferencias del BCRA al Tesoro que se venía registrando desde octubre de 2019, con el reperfilamiento de la deuda local.

Y fue en razón de esto que muchos economistas liberales aprovecharon la mayor flexibilidad monetaria para volver a cargar tintas sobre el riesgo de la aceleración inflacionaria. Incluso, dada la magnitud del programa de emergencia por el COVID19, han llegado a sugerir la posibilidad de una hiperinflación. Sin embargo, nada más lejos de la realidad.

Las bases teóricas de estos planteos ortodoxos no encuentran su correlato en la coyuntura actual, y eso se debe en buena medida a la subestimación del control de cambios como ancla externa por parte de estos sectores. En este punto veremos que existen planteos teóricos más profundos sobre la naturaleza de la inflación como fenómeno económico y su dinámica en la Argentina en particular.

El BCRA, articulador clave del programa de emergencia

Luego del estallido de la pandemia, el Gobierno desplegó un paquete de incentivos fiscales y monetarios para auxiliar al sector privado en esta difícil situación. En particular, sostener a los sectores más vulnerables de la economía informal, retener los puestos de trabajo en el sector privado y evitar la desarticulación de la cadena de pagos.

El gran articulador de todo este programa ha sido el BCRA, tanto desde lo monetario como desde lo fiscal. Por el lado monetario y crediticio, el Banco Central aplicó una fuerte baja de tasas de referencia, junto con la ampliación de los créditos PyME. Para esto se implementó un direccionamiento de encajes que busca sostener el financiamiento del sector privado.

Muchos economistas liberales aprovecharon la mayor flexibilidad monetaria para volver a cargar tintas sobre el riesgo de la aceleración inflacionaria. Incluso han llegado a sugerir la posibilidad de una hiperinflación. Sin embargo, nada más lejos de la realidad.

Por el lado fiscal, el impacto es doble, dado el mayor gasto y los menores ingresos. Frente al derrumbe de la actividad, entre marzo y mayo de 2020 los ingresos fiscales solo crecieron un 19% en términos nominales respecto al mismo período de 2019, es decir: acumulan una caída real del 13%. Esto implicó una pérdida de ingresos que ya registra 180.000 millones de pesos.

Por el lado del gasto, los programas de transferencias al sector privado y el gasto público existentes previo al estallido de la pandemia se han mantenido en su normalidad. A

estas políticas se les sumó la creación del IFE, que alcanza a 9 millones de personas, el programa ATP para 244.000 empresas y 2,3 millones de trabajadores, los bonos de AUH y jubilaciones. Este paquete implicó un desembolso extra de más de 760.000 millones de pesos.

Estas necesidades han sido financiadas en su totalidad con adelantos y transferencias de utilidades del BCRA al Tesoro. Entre marzo y junio las transferencias alcanzaron los 940.000 millones de pesos. Solo para tener una idea de la magnitud de las mismas: durante los 5 meses anteriores se había inyectado 450.000 millones de pesos. Es decir, menos que la mitad que estos últimos tres meses.

Además, como rasgo distintivo entre una etapa y la otra, a partir de octubre de 2019 la mayor parte de la inyección monetaria correspondió a sostener los vencimientos de deuda en pesos luego del reperfilamiento de las letras del Tesoro. En cambio, a partir de marzo la inyección monetaria tuvo como principal objetivo cubrir el aumento del gasto.

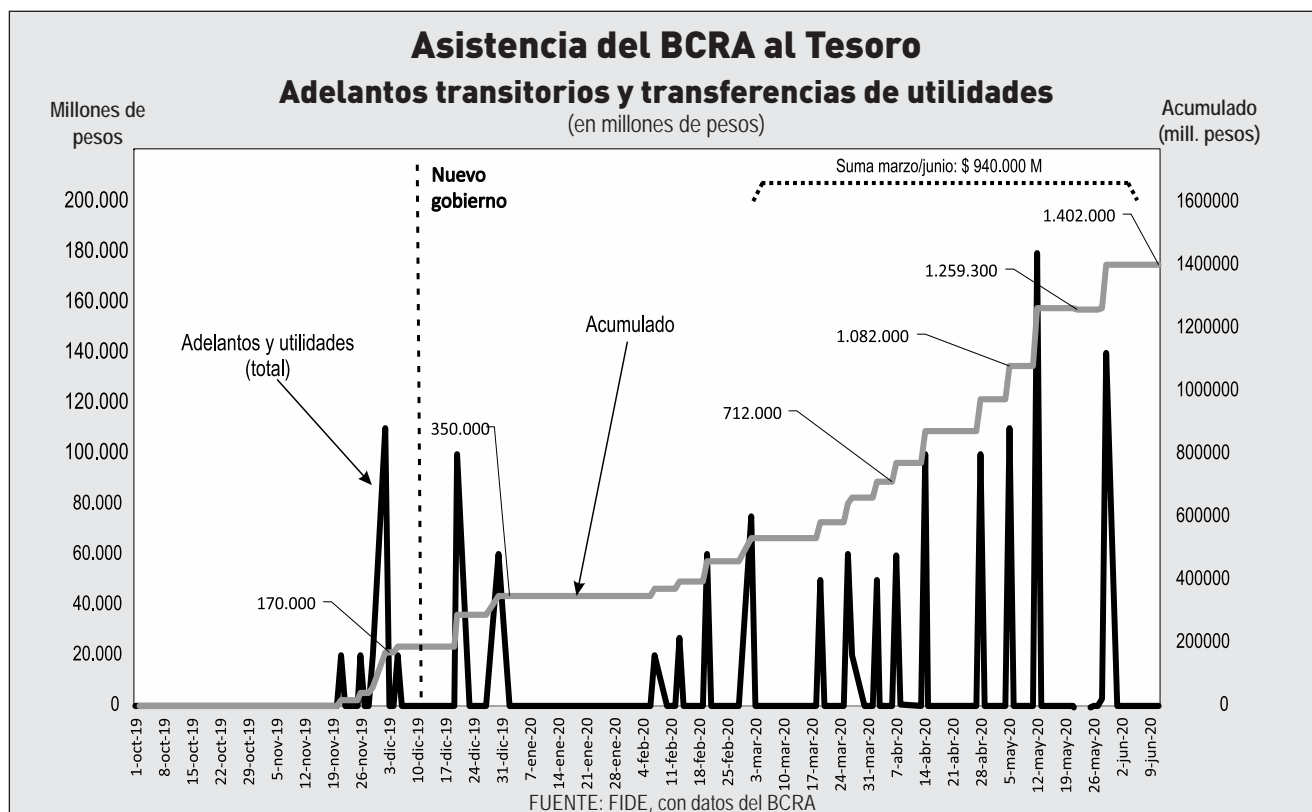
Las causas de la inflación

Como mencionamos anteriormente, la inyección monetaria fue usada de excusa para que muchos economistas liberales volvieran al relato sobre el riesgo de la hiperinflación. Pero nada más lejos de la realidad. Para indagar sobre la naturaleza de este tema, consideremos una serie de elementos muy relevantes.

Comencemos analizando la dimensión conceptual. La visión monetarista sobre la inflación supone que el aumento de precios es únicamente un fenómeno monetario. Según estos economistas, todo el dinero impreso por el Estado tendrá como fin único el consumo. Es decir, se supone que todo el ingreso extra que las personas reciben no se ahorra, o si se lo hace, tiene un efecto muy menor. Y, dado que la cantidad de bienes disponibles no es suficiente para satisfacer el exceso de demanda, habría un sobre-consumo, que presiona en todos los mercados de bienes y servicios y provoca un aumento de los precios, es decir, genera inflación.

A partir de marzo la inyección monetaria tuvo como principal objetivo cubrir el aumento del gasto, en lugar de pagar vencimientos de deuda en pesos, como luego del reperfilamiento.

Este razonamiento queda sintetizado en la famosa "ecuación cuantitativa". La formulación analítica allí representada no es más que el resultado del razonamiento básico mediante el cual, en una economía monetaria, la cantidad existente de bienes "Q", multiplicada por sus precios "P", es equivalente a la cantidad de dinero "M", multiplicado por la velocidad de circulación del dinero "V". Es decir, se cumple que $P*Q=M*V$.



Dado que “Q” está fijo, ya que la economía no puede producir más bienes porque se encuentra al tope de su capacidad, y “V” es la constante de circulación del dinero que no cambia en el tiempo, cualquier movimiento de “M” debe necesariamente verse reflejado en “P”.

En un contexto de elevado desempleo y caída en la actividad, atribuir a un problema de demanda la dinámica de los precios en nuestro país no tiene asidero.

Sin embargo, la realidad está muy lejos de las relaciones planteadas por la teoría monetarista. En primer lugar, aún si todo el dinero inyectado se gastara, nadie cree que la economía argentina hoy se encuentre en un límite de su capacidad productiva. El dinero inyectado se gasta en mayor cantidad de bienes, aumenta el consumo y, lejos de generar inflación, pone el circuito económico en movimiento, sosteniendo el empleo, que, de otra manera, se vería severamente afectado.

En segundo lugar, nada garantiza que el dinero puesto en circulación vaya a comprar bienes, siendo que la liquidez extra también puede ahorrarse. Tal cosa implica que el mayor circulante se recicle financieramente, incluso antes de ingresar al circuito productivo.

En una economía monetaria lo más común es que una parte del dinero extra se ahorre. Si se ahorra en efectivo, esa liquidez queda fuera del sistema económico y, por ende, no es gastada en consumo. Asimismo, si decidiese ahorrarse en el banco en la forma de un plazo fijo, el banco puede hacer un depósito de esa liquidez con el BCRA y así la emisión adicional se reabsorbería automáticamente. Incluso si la persona buscara comprar divisas como forma de ahorro, eso presionaría sobre el tipo de cambio, tratándose de un problema del sector externo y no de cantidad de dinero.

Esto se ve respaldado por una dimensión empírica muy relevante. No existe evidencia estadística sólida que sostenga la existencia de un vínculo uncausal entre emisión monetaria e inflación.

El caso paradigmático de la literatura económica para representar esto es lo sucedido con los distintos programas de “expansión cuantitativa” llevados adelante por la FED o el Banco Central Europeo durante la crisis de 2008/09. En el caso de la FED, implicó que la base monetaria de la mayor economía del mundo se multiplicase por 6 en menos de 5 años, mientras que los precios permanecieron cercanos a cero.

En cualquier caso, si solo fuese un problema de diagnóstico, la cuestión se reduciría a un tema de enfoque analítico. Pero tal diagnóstico trae consigo una recomendación de política sobre qué hacer con la inflación. En este sentido,



la recomendación monetarista para tratar el problema inflacionario, cualquiera sea la economía de que se trate, es siempre generar una política monetaria y fiscal contractiva. En última instancia, debe haber una caída de la actividad tal que anule cualquier exceso de demanda, que es la que produce la inflación.

Sin embargo, tal razonamiento es poco reflexivo para entender lo que sucede con la economía argentina.

En un contexto de elevado desempleo y caída en la actividad, atribuir a un problema de demanda la dinámica de los precios en nuestro país no tiene asidero. Siempre que haya una mayor demanda, existen los recursos disponibles para producir más bienes y abastecerla.

Por ello, es necesario considerar una teoría alternativa a la ortodoxa de la inflación, que tenga en cuenta las particularidades de nuestro país. Y esta teoría es la de la inflación estructural.

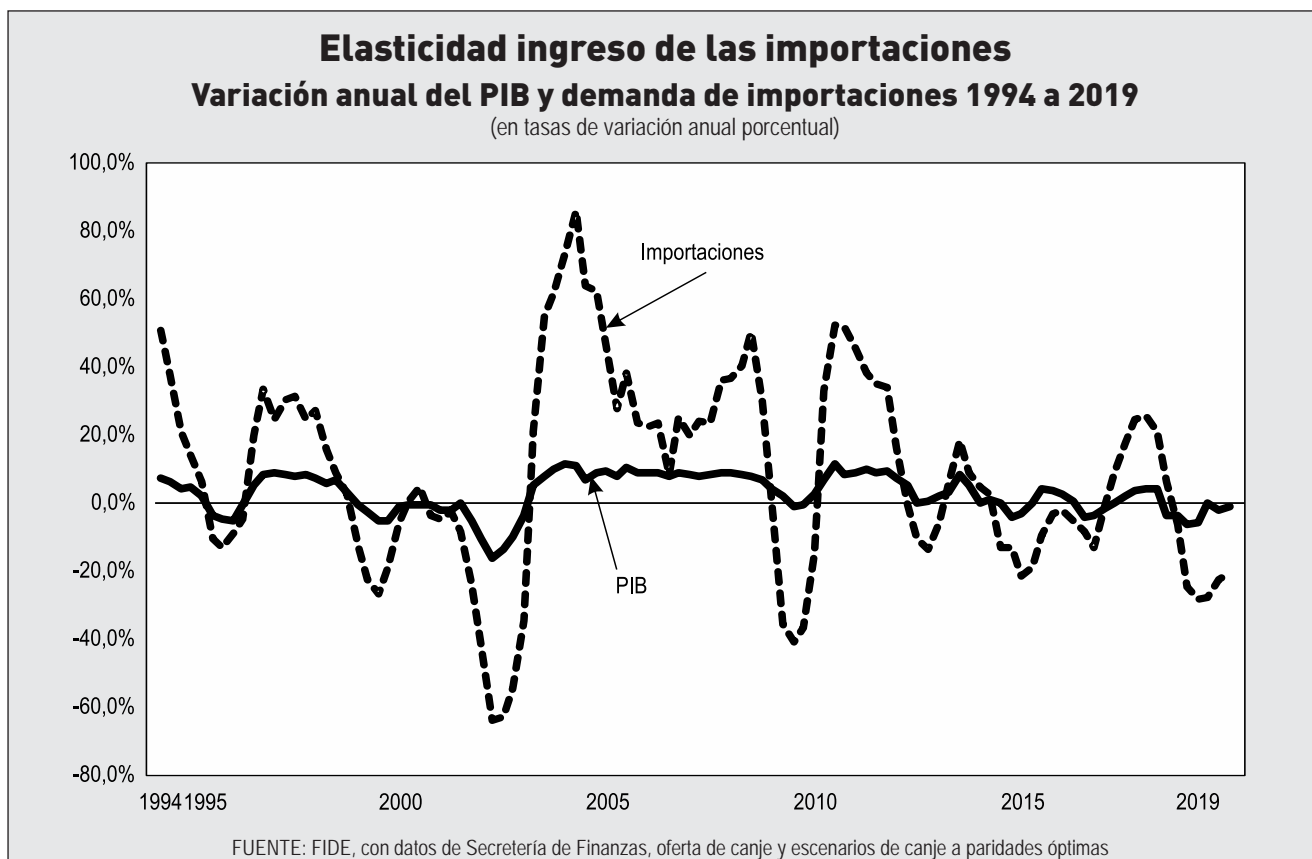
En estructuras productivas incompletas el crecimiento trae consigo una necesidad progresiva de importaciones. De modo que, mientras más rápido la economía crece, y para un nivel dado de exportaciones, mayor es el riesgo de que se generen cuellos de botella en el sector externo representados en un faltante de divisas. A medida que las reservas del BCRA se agotan, tal faltante presiona sobre el mercado de cambios oficial, produciendo una devaluación.

Esta devaluación provoca un aumento de costos que acelera la inflación. Tal hecho deteriora el poder adquisitivo del salario (medido en pesos y en dólares) y produce una recesión. Es decir, una caída en la actividad, acompañada con una aceleración de la inflación.

Y es en este sentido que la economía en los países periféricos se comporta de manera opuesta a lo que postula la visión ortodoxa. En el caso de que se siguiese la recomendación monetarista y, una vez ocurrida la crisis del sector externo, se avanzara en una política monetaria contractiva para contener la suba de precios, el problema sería aún mayor. Al problema de inflación le sumaríamos un desplome de la actividad. Por ende, en estos casos hay que hacer lo contrario: aumentar la liquidez y sostener la demanda para que la economía detenga su caída, a la par que se atiende el problema de escasez de divisas para estabilizar el sector externo.

La inflación en la post-convertibilidad

Argentina tiene desde hace varios años una inflación elevada en comparación al resto del mundo y la región. Sin embargo, la evolución de este fenómeno no ha sido homogénea en la historia económica reciente. A grandes rasgos, es posible distinguir cuatro etapas. Cada una de ellas, con ciertas particularidades que vale la pena estudiar.



En la primera etapa, el principal componente de inflación fue devaluatorio. Esta fase se inicia inmediatamente después de la devaluación con que culminó la salida de la convertibilidad y va desde enero de 2001 a diciembre de 2003. Durante este período, el tipo cambio nominal acumuló un aumento del 196%. Sin embargo, no se observó una dinámica equivalente en el IPC o en la evolución de los salarios. La inflación creció a un promedio del 50% y los salarios, del 44%, quedando muy lejos de acompañar el aumento en el tipo de cambio.

Esto tuvo dos razones. Por un lado, tras casi una década de inflación baja, la indexación de precios y contratos era muy moderada. En segundo lugar, y más importante, la gravedad con la que se dio la crisis del 2001 trajo consigo un elevado desempleo, deprimiendo la capacidad de negociación de los trabajadores para recomponer salarios. Por ello, los salarios reales fueron los grandes perdedores de esta etapa.

La economía en los países periféricos se comporta de manera opuesta a lo que postula la visión ortodoxa. En el caso de que se siguiese la recomendación monetarista y, una vez ocurrida la crisis del sector externo, se avanzara en una política monetaria contractiva para contener la suba de precios, el problema sería aún mayor. Al problema de inflación le sumáramos un desplome de la actividad. Por ende, en estos casos hay que hacer lo contrario.

El segundo período, que va de enero de 2004 a diciembre de 2006, se caracterizó por mantener el tipo de cambio sin grandes variaciones, acumulando un aumento de solo el 6% en casi 3 años. Esta etapa estuvo marcada por la estabilización luego de la crisis y por el inicio de un período de fuerte crecimiento.

El aumento de los precios y volúmenes de los bienes exportados, combinado con el bajo nivel de importaciones producto de la crisis, dio holgura al sector externo. En cuanto a inflación y salarios, a diferencia del período anterior se observó que los sueldos crecieron por encima de los precios, acumulando un 93% de aumento, mientras que el IPC lo hizo en un 30%. Podemos observar que en esta etapa sobresalieron los salarios, por su fuerte recuperación en términos reales.

Luego se registra una tercera etapa, que va de enero de 2007 a noviembre de 2015. En esta fase la inflación comienza a elevarse, aunque sin que ello implique una disrupción o

espiralización. En este sentido, el principal componente de la inflación en este período fue la inercialidad.

Por “inercia” se entiende el mecanismo mediante el cual la inflación perdura en el tiempo. De algún modo, la inercialidad es equivalente al proceso subyacente de puja distributiva. Dado un aumento inicial de precios, en la próxima rueda los salarios buscarán compensar la pérdida de ingresos. De lograrlo, los empresarios aumentarán nuevamente los precios para compensar la caída de ganancias por el mayor costo salarial. Tal circuito de precios-salarios transfiere la dinámica inflacionaria inicial hacia adelante, tornándola inercial.

En esta etapa de la economía, el shock inicial vino dado por los aumentos de precios de alimentos internacionales, producto de la crisis de 2008/09, como quedó reflejado, entre otras cosas, en el conflicto con los productores agrarios por la Resolución 125. En ese contexto, complejo tanto en términos económicos como políticos, el gobierno de ese entonces eligió avanzar en una fuerte alianza con los sindicatos y aseguró aumentos salariales por encima de la inflación, dando comienzo al proceso de inflación inercial.

Fue así que el aumento de los alimentos operó como shock inicial y el de los salarios por encima de esos aumentos resultó un gran mecanismo propagador de la inercia inflacionaria.

A partir de este momento, hubo una dinámica precios-salarios que, lejos de espiralizarse, se convirtió en inercial. Por ello, durante ese período se observa que la inflación anual siguió secuencias del 22%, el 20% o el 23%.

En enero de 2014 la devaluación hizo que esta dinámica inercial alcanzase una nueva escala. De no haberse revertido rápidamente el efecto de esta devaluación, quizá habría correspondido situar el cambio de etapa aquí. Por el contrario, en los primeros meses post devaluación la inflación llegó a ubicarse casi en 40 puntos porcentuales; sin embargo, hacia finales de 2015 este valor se estabilizó en torno al 25%.

El hecho de que tanto el tipo de cambio como las tarifas se mantuvieran sin grandes variaciones fue importante para evitar una aceleración inflacionaria mayor. Junto con ello, esta etapa estuvo marcada por políticas activas para lidiar con los aumentos de precios y la puja distributiva, tales como los controles de precios o las regulaciones para evitar abusos de posición dominante.

A pesar de todo esto, la etapa se caracterizó por la ausencia de un plan focalizado en atacar el problema de la inercia inflacionaria. Incluyendo la falsificación de estadísticas oficiales de precios a partir del 2007. Entre otras consecuencias macroeconómicas, esto afectó la forma en

que gestionar las expectativas de inflación, un punto central en la política de gestión de la inercia inflacionaria.

Durante este período, si bien la inflación acumulada fue alta, los salarios reales acompañaron el ritmo de crecimiento. Por otro lado, se aprecia que el tipo de cambio evolucionó en una proporción marcadamente menor.

Por último, nos encontramos con la etapa comprendida entre diciembre de 2015 y octubre de 2019. Esta fase estuvo marcada por una fuerte desregulación de precios por parte del Estado: baja de retenciones, fin de controles cambiarios, aumentos tarifarios, etc.

Tal combo llevó a una aceleración inflacionaria muy marcada. Y a pesar de que el enfoque macroeconómico estuvo puesto al servicio de la baja de la inflación, a pocos días de haber asumido la nueva gestión realizó una devaluación (el famoso “fin del cepo”), mediante la cual el dólar pasó de \$9,7 a \$13,4. A su vez, se dio un enorme aumento en las tarifas de servicios públicos, que funcionó como inyección adicional en el combo de costos para la determinación de precios de bienes y servicios. En pocos meses, la inflación llegó al 40% y se convirtió en el nuevo piso de inflación inercial de todo el período.

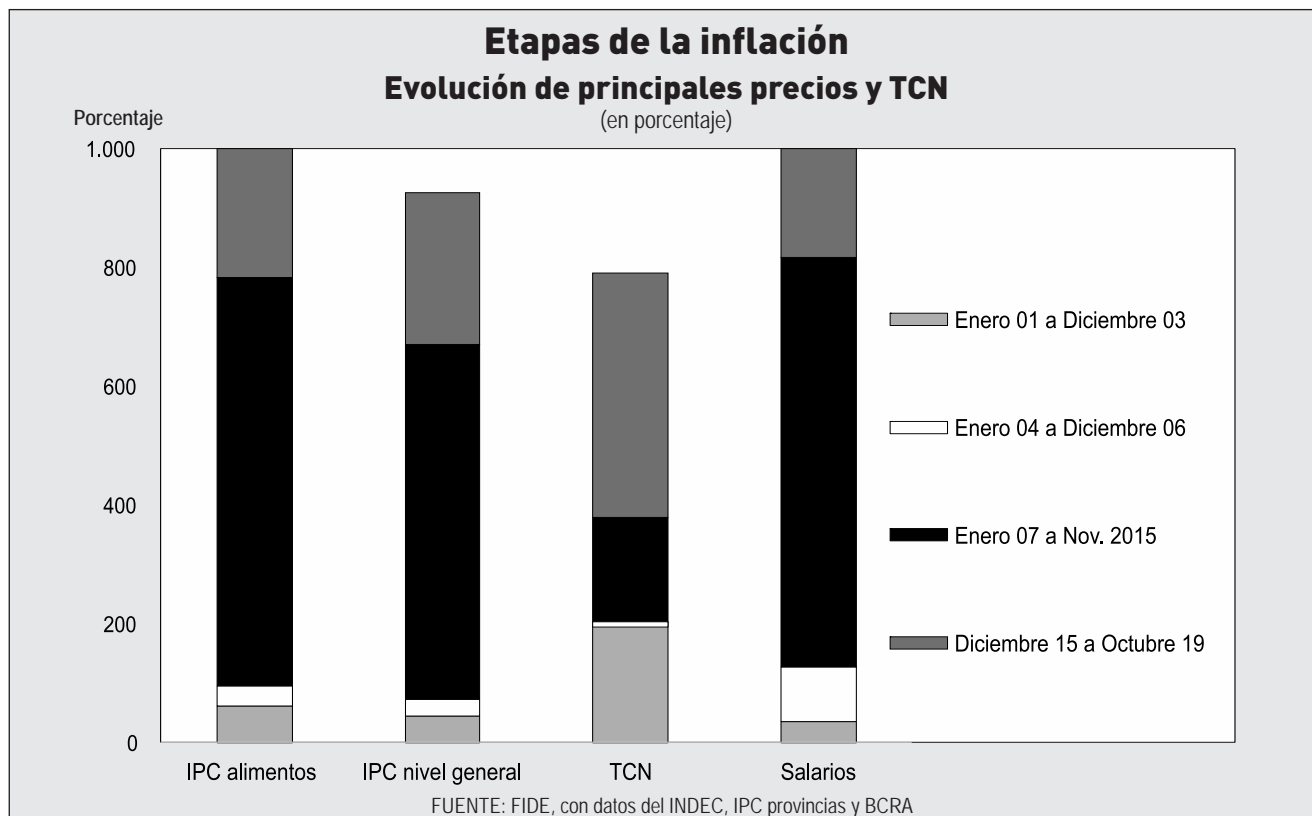
Hacia 2018, con la firma del acuerdo con el FMI, el peso volvió a sufrir una importante devaluación y a partir de este momento el nivel de precios volvió a crecer, partiendo de un piso inercial alto. Durante esta etapa los salarios reales

no acompañaron la dinámica del tipo de cambio y tampoco la de los precios, registrando un deterioro acumulado de más del 20%.

Las metas de inflación, con alta inflación

Como comentamos anteriormente, entre diciembre de 2015 y diciembre 2019 la inflación, lejos de disminuir, aumentó. Y a pesar de que los esfuerzos económicos y políticos estaban direccionados a la baja de esa inflación, incluso a costa de un fuerte deterioro del salario real, la política desinflacionaria del gobierno anterior fracasó rotundamente. En parte, ello se debió a que el diseño del programa inflacionario buscó atacar el problema partiendo de un abordaje exclusivamente monetarista.

Y dentro de este mismo enfoque, intentó dos caminos alternativos: las metas de inflación y el control de los agregados monetarios. En un primer momento, el BCRA implementó las metas de inflación. Esta política, muy utilizada en diversos países de la región y en economías desarrolladas, consiste en que el BCRA preanuncia un objetivo de inflación para el período y, para cumplirlo, se compromete a modificar la política monetaria mediante el manejo de las tasas de intereses, exclusivamente. De este modo, si la expectativa de inflación está por encima del objetivo, la tasa de interés aumenta; y si la expectativa de inflación está por debajo, la tasa de interés baja. Como se puede intuir, este tipo de abordaje no es más que una



actualización del enfoque monetarista tradicional, ya que concibe a la política de tasas como el instrumento predilecto para la gestión de la demanda agregada, que es lo que en definitiva generaría la inflación.

En el caso del gobierno anterior, éste tuvo como objetivo de meta para el primer año (período de la etapa de transición) una inflación de entre el 20% y el 25% anual. Luego, para 2017 (el primer año de la vigencia de las metas) la meta de inflación sería de entre el 17% y el 12%; en 2018, de entre el 8% y el 12% y para 2019, de entre el 3,5% y el 6,5%. Es decir, el mandato del gobierno neoliberal iba a terminar con una inflación muy por debajo de un dígito.

De ese modo, la combinación de una política tan rígida respecto a los objetivos de disminución de la inflación, en combinación con una política de “recomposición” de tarifas de servicios públicos, hizo que la mayor inflación obligase al BCRA a subir cada vez más la tasa. Y, en parte, esto explica los elevados retornos en dólares que registró la Argentina durante la vigencia del régimen de metas de inflación.

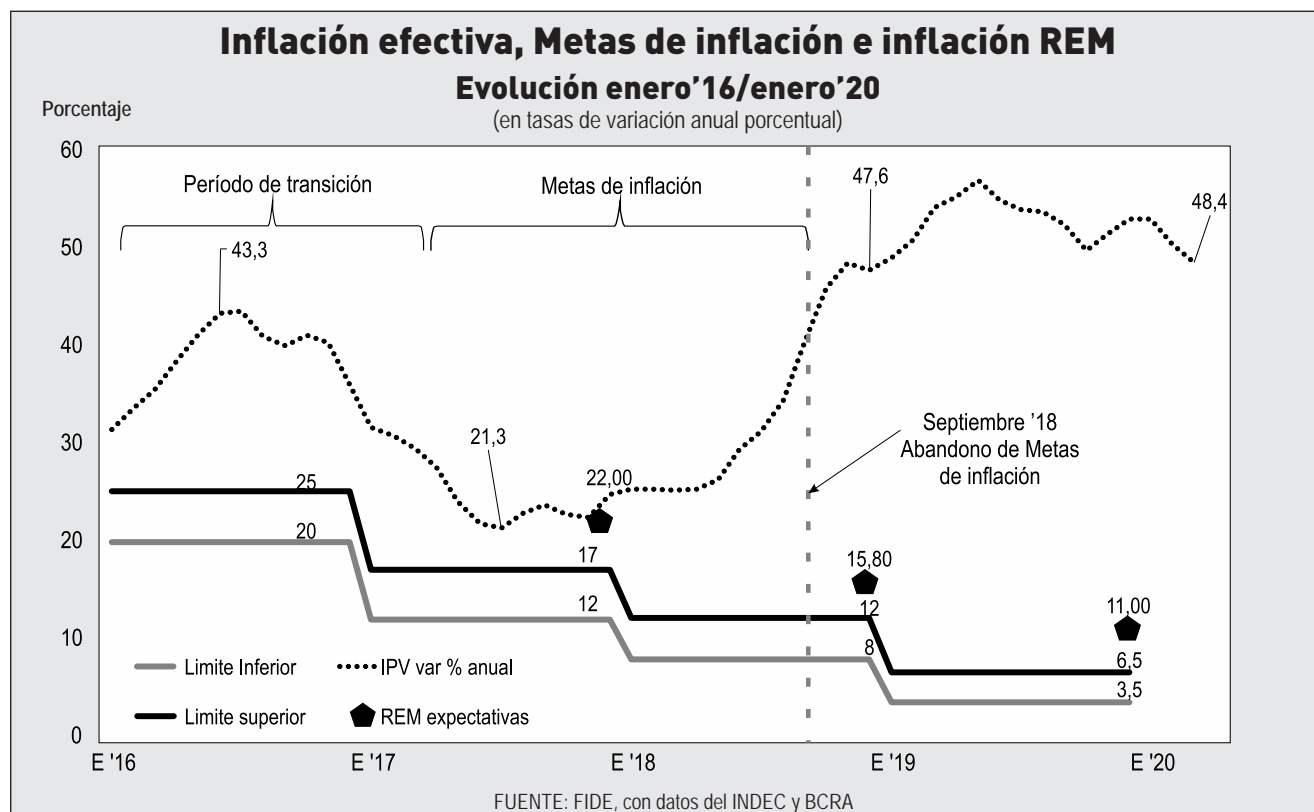
Sin embargo, a poco de andar las metas de inflación debieron abandonarse. Las razones de este fracaso son múltiples y obedecen, entre otras cosas, al estallido de la crisis cambiaria en marzo de 2018. Igualmente, siguieron vigentes de manera oficial hasta septiembre de 2018 cuando, con la firma del segundo acuerdo con el FMI, el gobierno neoliberal las reemplazó por un agresivo programa de regulación de los agregados monetarios.

En este sentido, lejos de reconvertir el enfoque monetarista de la inflación luego del fracaso de las metas, éste se profundizó. El programa de agregados monetarios que se firmó con el FMI se comprometía a la emisión monetaria cero en pocos meses.

Fue así que, entre septiembre de 2018 y septiembre de 2019, el crecimiento de la base monetaria anual pasó del 45% al 5,6%. Sin embargo, los precios siguieron yendo por el camino contrario. Para el mismo período, la inflación pasó del de 40,4% anual en septiembre de 2018 al 52,4% en septiembre de 2019, es decir, 12 puntos más.

Y aquí tampoco hubo una cuestión de magia negra. Sucede que, durante ese período, el tipo de cambi se disparó, y con ello los precios. Entre marzo de 2018 y octubre de 2019 el precio del dólar pasó de 20,23 pesos a 56,50 pesos, o sea que se devaluó un 180%. No fue, entonces, que asistimos al fracaso de una medida puntual, es decir, la sintonía fina de las metas de inflación o las metas de agregados. Sino que asistimos a un experimento trágico donde quedó demostrado que la perspectiva ortodoxa de reducir la inflación a un fenómeno monetario y desvincularla de otras decisiones de política económica como la regulación cambiaria y tarifaria es un grave error del enfoque de gestión económica en general.

La explicación es simple: en la Argentina el principal componente de la ecuación inflacionaria es el dólar. Las presiones sobre el tipo de cambio y las posibles devaluaciones



ciones operan como un factor muy importante dentro de la dinámica de la inflación en nuestro país. Por ello podríamos decir que el problema no es la emisión, sino la falta de controles cambiarios que eviten la dolarización ilimitada de esos pesos. La inflación es, en nuestro caso, fundamentalmente cambiaria.

La hiperinflación

El análisis anterior nos da la oportunidad para discutir en detalle la cuestión hiperinflacionaria. Y dar por tierra, de manera contundente, las falsas profecías sobre el riesgo hiperinflacionario en el esquema cambiario actual.

En primer lugar, debemos tener presente que las hiperinflaciones son casos muy poco frecuentes en la historia económica mundial, y para que se den, deben combinarse varios factores al mismo tiempo.

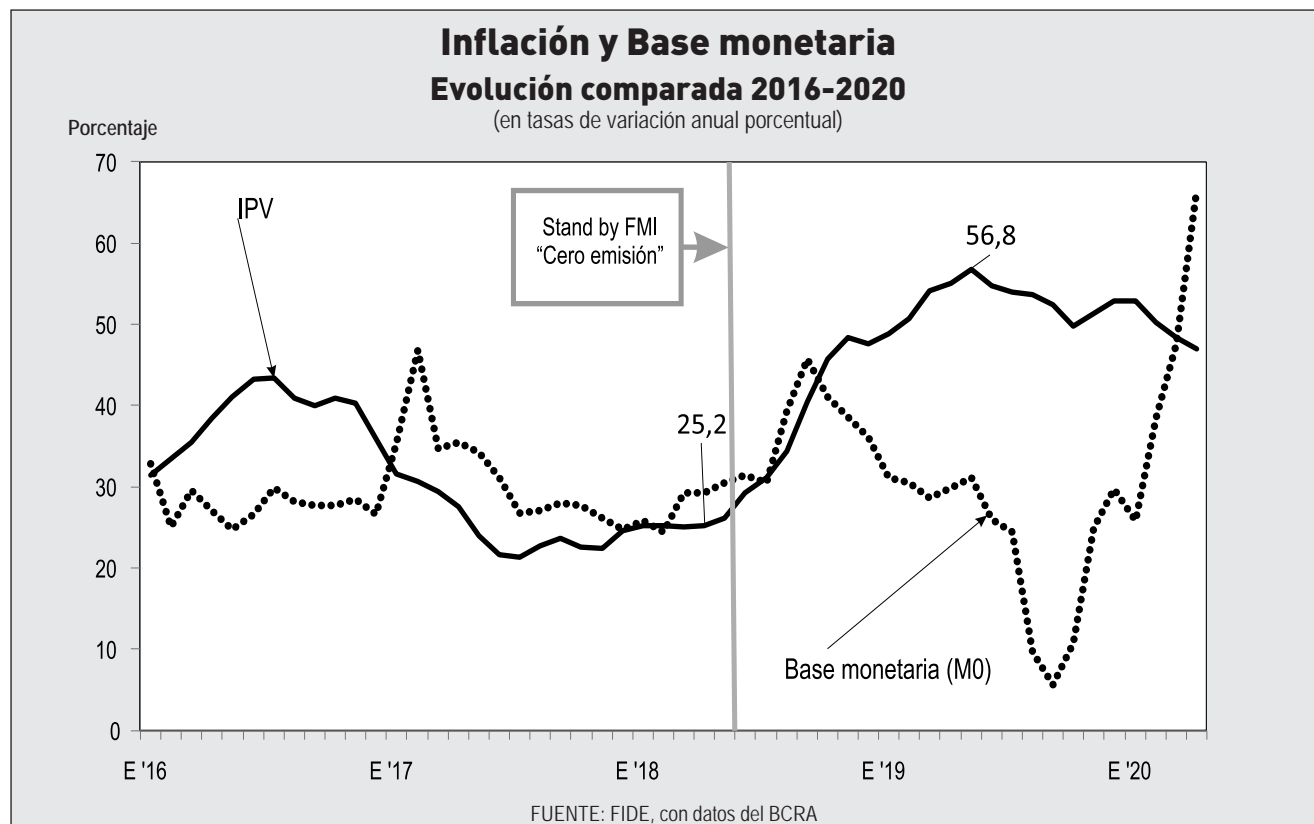
Para que exista un proceso hiperinflacionario se debe dar una situación de crisis, tanto del sector externo como también del dinero, entendiendo a este último como una institución monetaria estatal en sí. En el primer caso, el sector externo debe encontrarse con un profundo desequilibrio, tanto real como financiero. Esto se verificó en episodios de hiperinflación como los de la República de Weimar en Alemania en 1920 y en América Latina a finales de los '80 y comienzos de los '90. En ambos casos, los pagos de deuda tenían un peso muy significativo sobre el saldo de balance de

pagos. Y en un contexto de muy pocas reservas, la disparada cambiaria desató la espiralización de la inflación.

En segundo lugar, tal crisis no puede darse al margen de una crisis del dinero como institución estatal en sí. Es tal la desconfianza a la moneda nacional como unidad de cuenta, medio de cambio y reserva de valor, que los individuos buscan deshacerse del dinero comprando bienes y divisas. La dinámica de aumentos de precios es tan alta que los precios se determinan por día y la indexación de contratos se reduce significativamente en el tiempo, amplificando los efectos inflacionarios de cada devaluación y acelerando la crisis de inflación.

Otro punto importante aquí tiene que ver con la manera en que los agentes forman sus expectativas sobre el futuro. En un régimen de alta inflación, las expectativas se forman en base a la inflación del mes anterior y el movimiento de variables relevantes del período en curso, como pueden ser las tarifas de servicios públicos. En cambio, en un régimen hiperinflacionario los shocks son tan fuertes y constantes que las personas dejan de mirar la inflación anterior y forman sus expectativas únicamente en base al futuro.

En ese sentido, debe tenerse en cuenta que la hiperinflación es sobre todo un cambio de régimen macroeconómico, dado por la diferente velocidad en que aumentan los precios entre un régimen y otro. Por ello es tan importante la desindexación al momento de estabilizar la economía.



El desafío: romper con la inercia inflacionaria

A pesar de la crisis por el estallido de la pandemia global, la desaceleración inflacionaria que experimentó la economía argentina en los primeros meses de un nuevo gobierno es alentadora para pensar la posibilidad de romper con la inercia que la caracterizó durante la última década.

Los controles cambiarios y el saldo de cuenta corriente favorable resultan dos anclas sólidas para contener las presiones sobre el mercado de divisas.

Esto nos da la pauta de que, en economías con las características de la argentina, es imprescindible contar con ciertos controles del mercado cambiario, que puedan generar previsibilidad sobre el futuro cercano y eviten la conformación de expectativas devaluatorias.

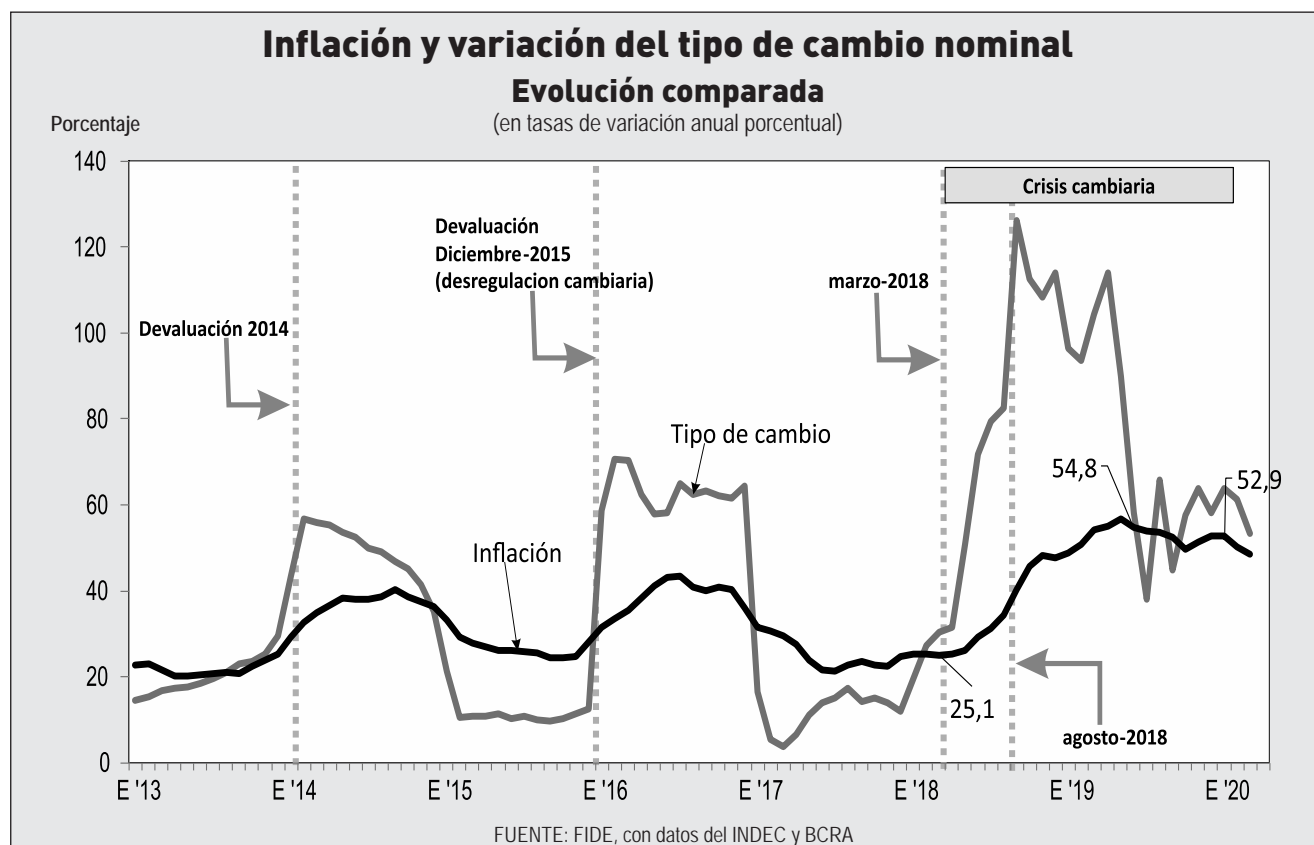
Si bien el aumento del dólar financiero no resulta ser un componente de la ecuación de precios, ya que la mayoría de las importaciones se realiza al tipo de cambio oficial, sí es un elemento que influye en la formación de expectativas. Y si a ello sumamos que en los procesos desinflacionarios suele haber una etapa inicial de apreciación real, la estabilidad cambiaria resulta una condición de partida fundamental para que este proceso pueda ponerse en marcha.

En segundo lugar, están los grandes problemas de la inercia inflacionaria y la puja distributiva. Para esto será

necesario un ámbito de diálogo político y social como el que podría gestarse en torno al Consejo Económico y Social.

Tal ámbito resulta propicio para que el sector empresario entienda que parte de su rentabilidad pasará por la recomposición de sus volúmenes de venta y aumentar el uso de la capacidad instalada que en la actualidad se encuentra ociosa, y no por la remarcación. Desde el sector sindical, el desafío será avanzar en un proceso de recomposición gradual de las remuneraciones de manera consistente, dentro de un plan de política de inclusión social y desinflacionaria sostenida.

No puede negarse que en ese camino aparecerán tensiones, características de la heterogeneidad que define tanto al sector de los trabajadores como al entramado productivo. Sin embargo, será necesario identificar esas heterogeneidades y pensar políticas para resolver situaciones disímiles, y el ámbito natural para esto podría ser, insistimos, el Consejo Económico y Social. Sería interesante que este espacio fuera utilizado para discutir cuestiones estructurales, como las prioridades en materia de inversión, el cambio tecnológico, la productividad y la distribución de sus mejoras. Más allá del contexto adverso en el cual nos ubica la pandemia, será importante aprovechar el capital político de un gobierno que recién comienza, utilizando ese ámbito para diagramar acuerdos de precios entre sectores que permitan un plan mancomunado para combatir la inercia inflacionaria, junto con un planeamiento sectorial.



VACA MUERTA

La baja del petróleo y su impacto en la Argentina

Nicolás Arceo

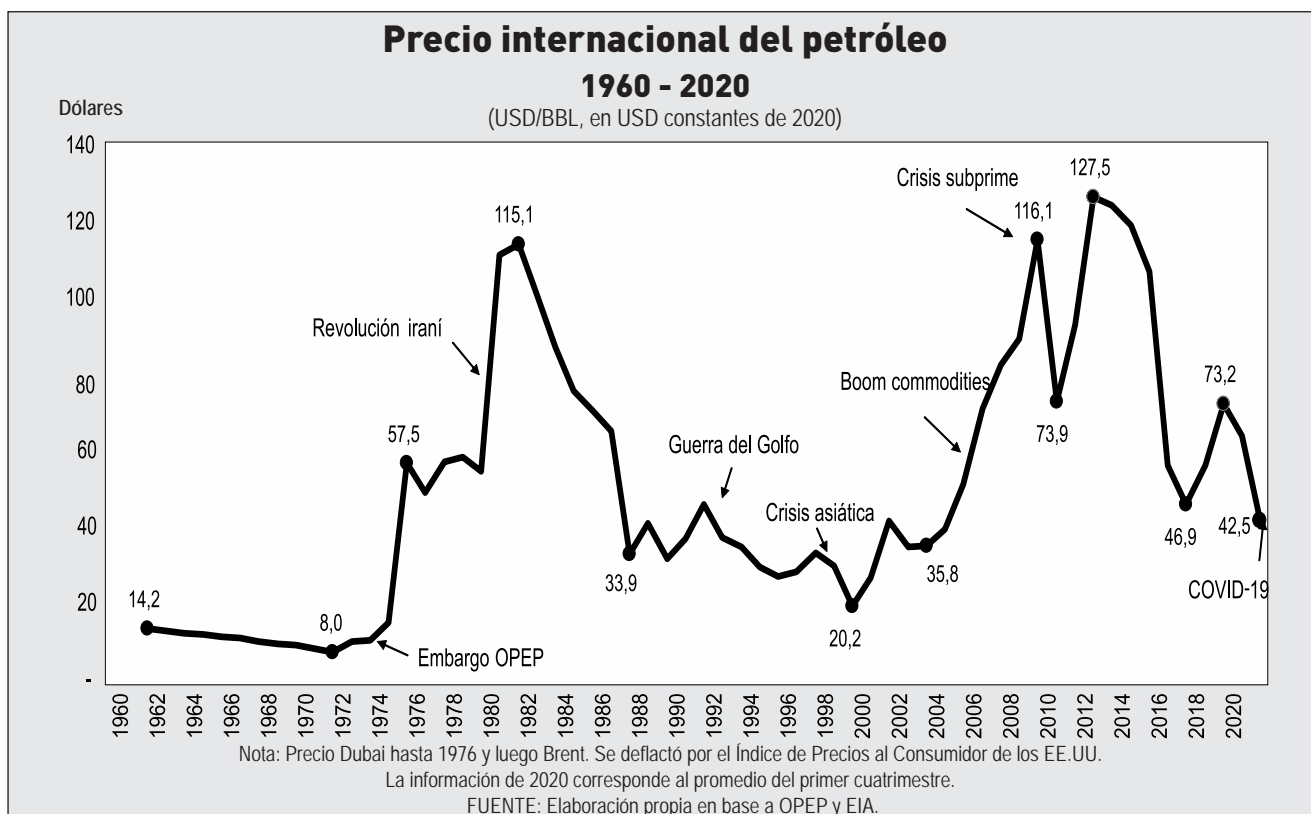
Economista especializado en temas energéticos.
Director de "Economía y Energía".

recuperación de la demanda mundial y la disminución de la oferta determinaron una progresiva recomposición de los precios internacionales. Este proceso fue robustecido hacia finales de dicho año a través de un acuerdo de restricción en los niveles de producción por parte de los principales países productores, estableciéndose así lo que hoy conocemos como la OPEP ampliada (OPEP+).

La OPEP+ incluye a los principales países productores de hidrocarburos, entre ellos a los miembros históricos de la OPEP (Arabia Saudita, Irak, EAU, Irán, Kuwait, Nigeria, entre otros), a Rusia, varias ex-repúblicas soviéticas y México. Este conjunto de países representó en 2019 el 60% de la producción mundial y reúne a quince de los principales veinte países productores.

El "apagón santiario" y la baja del precio del petróleo

La fuerte disminución del precio internacional del petróleo crudo registrada en el segundo semestre de 2014 marcó un punto de inflexión con relación a lo acontecido durante la década previa. Recién en 2016, la



A lo largo de los últimos años, el acuerdo de cuotas de producción por parte de este conjunto de países permitió “estabilizar” los precios del crudo en el mercado internacional y, con ello, recuperar los niveles de producción. Sin embargo, a comienzos de 2020, específicamente en el mes de marzo, Rusia se negó a realizar reducciones adicionales en dichos niveles, en un contexto de progresiva disminución de la demanda como consecuencia del COVID19.

La falta de acuerdo por parte de los países de la OPEP+, en un contexto de contracción de la demanda global, condujo a una persistente caída en los precios internacionales, proceso que se agudizó como consecuencia de la política de descuentos en los precios aplicada por Arabia Saudita, buscando desplazar la producción rusa.

La falta de acuerdo por parte de los países de la OPEP+, en un contexto de contracción de la demanda global, condujo a una persistente caída en los precios internacionales, proceso que se agudizó como consecuencia de la política de descuentos en los precios aplicada por Arabia Saudita, buscando desplazar la producción rusa.

Sin lugar a dudas, la intervención de los Estados Unidos a comienzos del mes de abril fue determinante en la conformación de un nuevo acuerdo de cuotas entre los principales países productores para los años 2020 y 2021. En el marco de la OPEP+, y con el apoyo del G20, se acordó la aplicación de recortes a la producción de petróleo por 9,7 Mbbbl/d en los meses de mayo y junio de 2020, con recortes decrecientes hasta finales del 2021.

La reducción en los volúmenes de producción a partir del mes de mayo, pero por sobre todo la percepción del cumplimiento del acuerdo por parte de los principales países de la OPEP+, permitieron una progresiva recomposición de los precios internacionales desde ese momento. Es más, en las últimas semanas, y tras una nueva reunión de la OPEP+, se profundizaron los recortes de producción previstos para el mes de julio y se mantuvieron los planificados para los siguientes meses.

De todas formas, se debe señalar que durante el primer bimestre de vigencia del acuerdo diversos países (Irak y Nigeria, entre otros) incumplieron sus metas, ante

la imposibilidad de reducir sus niveles de producción producto de los desequilibrios fiscales y externos que presentan sus economías. En consecuencia, en la última reunión de la OPEP+ se estableció que aquellos países que no cumplieron las metas de restricción a la producción durante el primer bimestre del acuerdo deberán realizar recortes adicionales en el segundo semestre del año, compensando dichos volúmenes.

El acuerdo alcanzado en el marco de la OPEP+ constituye un evento sumamente relevante en términos del funcionamiento del mercado internacional de crudo de las últimas décadas. Si bien éste no es el primer acuerdo de cuotas de producción que se realiza, por primera vez en décadas recibió un apoyo explícito por parte de los países del G20 y, en particular, de los Estados Unidos. Este último país, si bien no estableció recortes formales a sus niveles de producción, tuvo un rol determinante en lograr un acuerdo que permitiera contener la caída de los precios internacionales de los hidrocarburos.

Vale la pena mencionar que los Estados Unidos abandonaron el criterio de cuotas de producción en el período de posguerra y adoptaron desde comienzos de los años '80 una política fuertemente alineada con los principios del libre comercio, núcleo estructural de su política hidrocarburífera a lo largo de las últimas décadas. En este contexto, la postura adoptada por la administración Trump marca un quiebre respecto a las políticas previas, en parte como consecuencia de necesidades electorales de corto plazo, pero por sobre todo ante la importancia que posee el mantenimiento del autoabastecimiento energético alcanzado en los últimos años.

La reducción en los volúmenes de producción a partir del mes de mayo, pero por sobre todo la percepción del cumplimiento del acuerdo por parte de los principales países de la OPEP+, permitieron una progresiva recomposición de los precios internacionales

Cabe recordar que la vertiginosa recuperación que exhibió la producción de crudo en los Estados Unidos durante la última década, como consecuencia de la expansión de la producción no convencional, disminuyó drásticamente su dependencia externa y, en particular, respecto a los países de la OPEP.

La producción en Estados Unidos pasó de 5,0 Mbbbl/d en 2008 a 12,2 Mbbbl/d en 2019, convirtiéndose nuevamente a este país en el principal productor mundial. A su vez, le permitió mejorar su saldo comercial desde un déficit de 10,1 Mbbbl/d en 2005 a sólo 3,8 Mbbbl/d en 2019. Es más, si consideramos el crudo y los combustibles líquidos, se observa que el déficit energético de los Estados Unidos en 2019 fue de tan sólo 0,5 Mbbbl/d. El aumento de la producción de crudo canadiense permitió reducir drásticamente las importaciones provenientes de países de la OPEP, las cuales rondaron los 1,5 Mbbbl/d en 2019 respecto a los 6 Mbbbl/d verificados en la década previa.

El desarrollo de los recursos no convencionales y la disminución de la dependencia externa en materia energética por parte de los Estados Unidos implicaron una modificación sustantiva del escenario mundial. La necesidad de sostener la producción no convencional y, con ello, el autoabastecimiento energético, podría determinar un cambio perdurable en la política hidrocarburífera norteamericana, habida cuenta de que la producción no convencional requiere de precios relativamente elevados para su desarrollo. Al mismo tiempo, esta modificación de la estrategia en materia de precios hidrocarburíferos seguramente será apoyada por los restantes países productores cuyo equilibrio fiscal y externo depende de un elevado precio del crudo en los

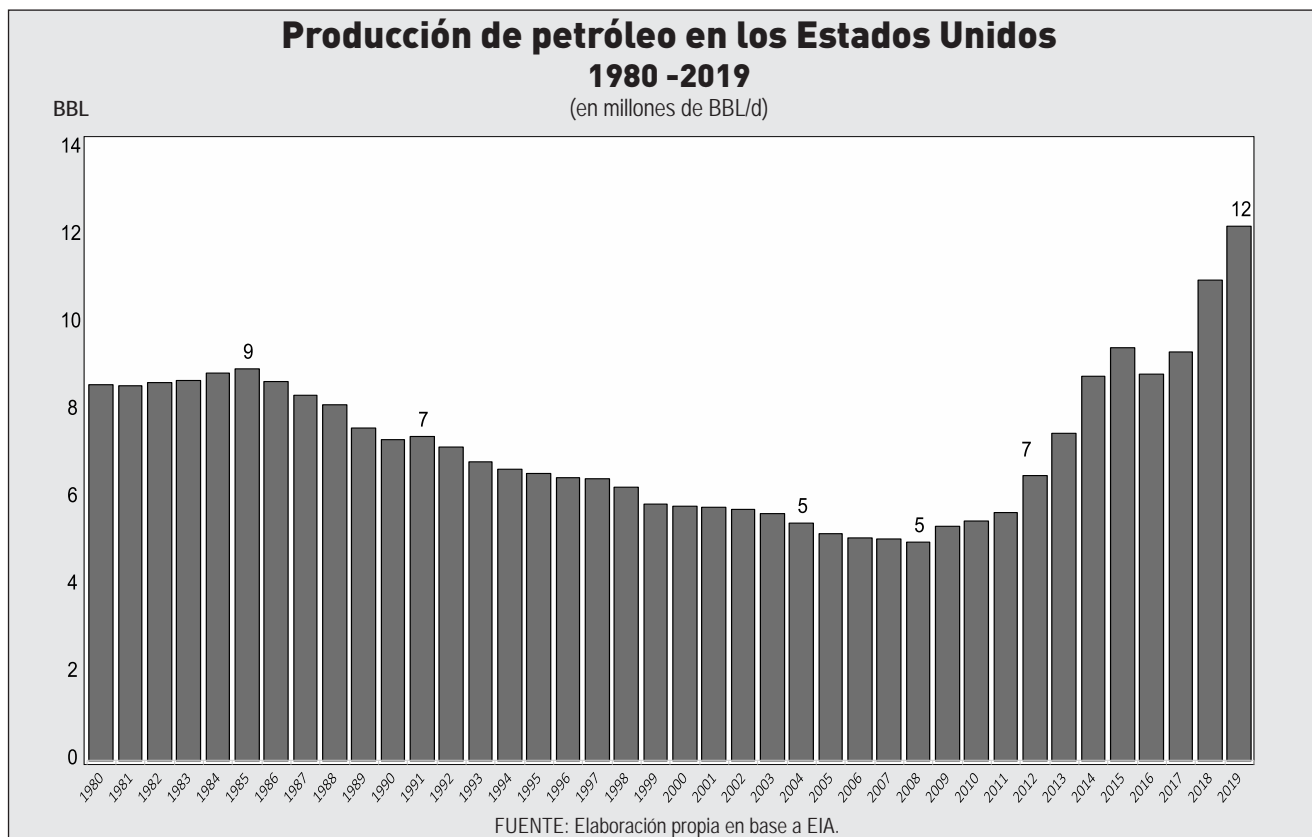
mercados internacionales.

En este contexto, la gran incógnita es si los principales países productores podrán alcanzar un precio que posibilite el sostenimiento de la producción no convencional por parte de los Estados Unidos y, simultáneamente, evite nuevos períodos de sobre oferta en los mercados internacionales. Esta disyuntiva seguramente atravesará la política hidrocarburífera mundial durante los próximos años.

Los nuevos desafíos sobre Vaca Muerta

Estos cambios en el escenario internacional hidrocarburífero serán determinantes en la evolución del sector en nuestro país y, en particular, en si se avanza en el desarrollo masivo o no de la producción no convencional a lo largo de las próximas décadas.

La producción de petróleo en la Argentina evidencia una tendencia descendente desde finales de la década de 1990, centralmente como consecuencia del agotamiento progresivo de los yacimientos convencionales, pero también por el persistente desacople de los precios locales de los vigentes en el mercado internacional. Así, la producción de crudo se redujo desde los 819 kbbbl/d



en 1998 a 509 kbbl/d en 2019, evidenciando una tasa de declino del 2,2% anual acumulativo.⁽¹⁾

Sin embargo, a lo largo de los últimos años el desarrollo de la producción no convencional en los Estados Unidos y el nivel de recursos existente en la Argentina hicieron posible que se comenzaran a desarrollar este tipo de reservorios en nuestro país y así aminorar, en una primera instancia, las tendencias de declino de la producción. El impulso inicial al desarrollo de la producción no convencional provino del acuerdo suscripto entre YPF y Chevron para el desarrollo del yacimiento Loma Campana en 2013. Desde ese momento, la producción no convencional tuvo un crecimiento sustantivo, alcanzando a fines de 2019 los 111 kbbl/d, un 21,5% de la producción total de crudo.

A lo largo de los últimos años el desarrollo de la producción no convencional en los Estados Unidos y el nivel de recursos existente en la Argentina hicieron posible que se comenzaran a desarrollar este tipo de reservorios en nuestro país y así aminorar, en una primera instancia, las tendencias de declino de la producción.

El desarrollo de la producción no convencional enfrentó diversos desafíos. En primer lugar, la aguda contracción que experimentaron los precios internacionales en 2014 condujo a la instrumentación de un precio de referencia local a fin de mantener los niveles de producción, proceso que se logró durante 2015. A partir de 2016, sin embargo, se registró un cambio en la política hidrocarburífera, buscando en una primera etapa lograr la convergencia de los precios locales a los vigentes en el mercado internacional. De este modo, el valor del crudo en el mercado local se vio progresivamente reducido, proceso que se tradujo en una sensible disminución en los niveles de producción. Así, hacia mediados de 2017 la producción local de petróleo fue casi un 15% inferior a la de fines de 2015.

Posteriormente, la progresiva recuperación del precio internacional del crudo permitió un incremento en los niveles de inversión en la Argentina y, con ello, de los

(1) La disminución de la producción condujo primero a la reducción de los volúmenes exportados y, posteriormente, a la necesidad de importar crudo liviano para abastecer al parque refinador local.

volúmenes de producción. En este sentido, la producción de crudo creció un 6% entre 2017 y 2019 producto de la expansión de la producción no convencional, que creció a una tasa anual acumulativa del 57,3% en dicho período. De todas formas, la producción a finales de 2019 se encontraba aún un 2,8% por debajo de la registrada a fines de 2015.

A su vez, la crisis económica desatada en la Argentina en el segundo trimestre de 2018 condujo a una nueva modificación en la política hidrocarburífera, la cual se orientó a lograr un desacople de los precios locales de los vigentes en el mercado internacional, a fin de contener el incremento de los precios en surtidor. Si bien este proceso se inició en 2018, a través de acuerdos para la determinación de los precios en surtidor y la implementación de retenciones a las exportaciones de crudo, cobró particular importancia a lo largo de 2019, generando una progresiva y significativa contracción en los niveles de inversión.

La caída del precio internacional del crudo registrada en marzo de este año, pero sobre todo la retracción que enfrentó la demanda local de combustibles, determinó una reducción en el nivel de producción local a lo largo de los últimos meses.

De esta forma, el sector hidrocarburífero argentino inició el año 2020 con una sensible retracción en los niveles de inversión, proceso que fue exacerbado por la pandemia generada por el COVID19. La caída del precio internacional del crudo registrada en marzo de este año, pero sobre todo la retracción que enfrentó la demanda local de combustibles, determinó una reducción en el nivel de producción local a lo largo de los últimos meses. En el mes de abril, la demanda de naftas y gasoil se redujo en más de un 60% respecto a los valores prevalecientes antes de la pandemia. Si bien desde mediados de abril se registró cierta recuperación en los niveles de consumo, la demanda en la primera quincena de junio se encuentra todavía sensiblemente por debajo de los valores registrados a comienzos del año.

Esta contracción de la demanda local de combustibles condujo a una disminución en los niveles de utilización del parque refinador, que en el mes de abril procesó sólo 288 kbbl/d, es decir, un 35% menos que en idéntico período del pasado año. Si bien el factor de utilización

del parque refinador se recuperó desde ese momento, el mismo se encuentra aún por debajo de su promedio histórico y, hasta tanto no se recupere la demanda local, el nivel de procesamiento no retornará a sus niveles habituales (en 2019 promedió los 476 kbbl/d).

En la medida en que se recupere la demanda, se espera que la existencia de un precio de referencia local más elevado que el vigente en el mercado internacional permita una recuperación más acelerada de la inversión.

En este contexto, más allá de haberse ampliado la capacidad de almacenamiento de crudo gracias a la utilización de buques cisterna, los productores se enfrentaron a la disyuntiva de cerrar producción y/o exportar. Esta última alternativa significó aceptar sensibles descuentos en el precio en un mercado internacional sobre ofertado, pero fue adoptada por diversas compañías ante la imposibilidad de ampliar la capacidad de almacenaje. Así, los volúmenes exportados se incrementaron sustantivamente a lo largo de los últimos meses. Al mismo tiempo, se asistió a un sensible cierre de producción, en particular en la cuenca neuquina, determinando que la producción de crudo

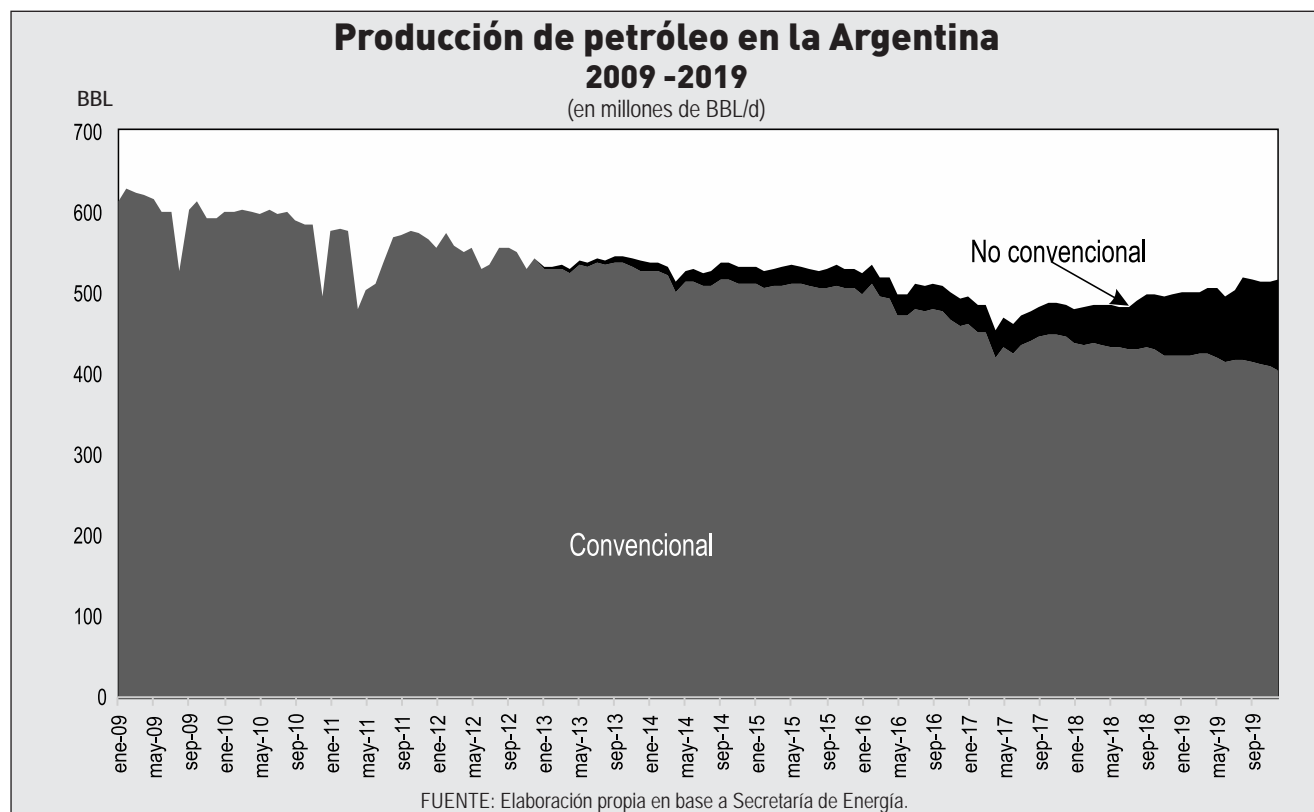
se contrajera en el pasado mes de abril en un 9,2% con respecto a idéntico período del año anterior.

Precios de referencia para sostener la inversión

En el mes de mayo, mediante el Decreto N° 488, el Poder Ejecutivo Nacional instrumentó un precio de referencia local —el denominado “barril criollo”—, buscando mantener el nivel de actividad en un complejo contexto internacional y local. Sin embargo, la contracción en la demanda local de crudo determinó que el mismo no haya tenido un impacto significativo sobre los niveles de actividad.

De todas formas, en la medida en que se recupere la demanda, se espera que la existencia de un precio de referencia local más elevado que el vigente en el mercado internacional permita una recuperación más acelerada de la inversión. Ello resultará fundamental, dado que un escenario de recomposición de la demanda acompañado por una contracción sustantiva de la producción local determinaría la necesidad de incrementar el volumen de importaciones.

La producción de crudo en Argentina, y por sobre todo su mantenimiento y potencial expansión, depende centralmente del desarrollo de la producción no



convencional, que posee costos elevados respecto a otras cuencas productoras a nivel mundial. Al mismo tiempo, el autoabastecimiento energético de la Argentina ha mostrado ser dependiente de un nivel de precios que garantice el repago de las inversiones en el mediano y largo plazo, considerando que se trata de una región marginal en términos de la producción global. En este sentido, el establecimiento de un precio de referencia para el crudo local que viabilice el desarrollo masivo de los hidrocarburos no convencionales constituye un factor de relevancia para avanzar en el autoabastecimiento en materia energética y así, al menos, aminorar la restricción externa que enfrenta la economía argentina.

El volumen de recursos no convencionales con los que cuenta la Argentina plantea la posibilidad de expandir sensiblemente las exportaciones hidrocarburíferas y, con ello, lograr un salto sustantivo en el nivel de exportaciones que determine un importante ingreso de divisas

Debe considerarse que el volumen de recursos no convencionales con los que cuenta la Argentina plantea la posibilidad de expandir sensiblemente las exportaciones hidrocarburíferas y, con ello, lograr un salto sustantivo en el nivel de exportaciones que determine un importante ingreso de divisas. Así, el establecimiento de un precio de referencia se puede considerar como un primer paso en una estrategia tendiente a garantizar la expansión de las inversiones en el sector productor de petróleo en los próximos años.

De todas formas, el establecimiento del precio de referencia local no saldó las discusiones en torno al precio de los combustibles en la economía local. La depreciación progresiva de la moneda a lo largo de los próximos meses supondrá nuevas tensiones en la determinación de los precios locales de los combustibles, en donde el mantenimiento de un precio de referencia del crudo local que viabilice, al menos, el sostenimiento de los niveles de actividad, requeriría de incrementos de los precios en surtidor o reducciones en la carga impositiva a través de la disminución de la alícuota del impuesto a los combustibles líquidos. Más aún cuando los márgenes de refinación se han visto reducidos producto del precio de referencia local establecido, dados los precios de los combustibles en surtidor y el aumento del costo unitario de refinación

ante los menores niveles de procesamiento.

Por lo tanto, la discusión acerca de los precios de la cadena energética, lejos de haberse saldado, retornará con fuerza en el segundo semestre del año. En el marco de la crisis económica y social que afronta la Argentina desde el segundo trimestre de 2018, y que se agudizó por el impacto del COVID19, nuestro país se enfrenta a una disyuntiva no menor: proteger el ingreso disponible de los consumidores en el corto plazo y enfrentar una potencial reducción de la producción hidrocarburífera en el próximo año o intentar mantener los incentivos para el desarrollo de la inversión en el sector.

Más allá de la discusión coyuntural, y en una visión de mediano plazo, el desarrollo del sector hidrocarburífero será seguramente determinante en el sendero de recuperación de la economía argentina en los próximos años. En este sentido, la prevalencia de precios que permitan viabilizar la expansión de la inversión, y que a su vez protejan a los consumidores ante abruptas oscilaciones en los precios internacionales, será determinante para alcanzar un crecimiento sustantivo de las exportaciones durante la próxima década.

Sin alcanzar consensos que permitan conformar una política hidrocarburífera de largo plazo, difícilmente pueda potenciarse el desarrollo del sector en la próxima década.

El autoabastecimiento energético y la expansión de las exportaciones hidrocarburíferas no son un *slogan*, sino la oportunidad más concreta que posee la economía argentina para revertir la restricción externa que jaqueó su desarrollo en las últimas décadas.

En este contexto, la discusión que se desarrolló en los últimos tiempos en torno a la sanción de un régimen promocional para potenciar el desarrollo del sector hidrocarburífero seguramente volverá a situarse en un lugar expectante de la agenda política en los próximos meses. Así, la articulación entre el nivel de rentabilidad en la cadena, el precio de la energía en la economía local y costo fiscal de los potenciales incentivos seguramente serán factores difíciles de compatibilizar. Sin embargo, sin alcanzar consensos que permitan conformar una política hidrocarburífera de largo plazo difícilmente pueda potenciarse el desarrollo del sector en la próxima década.

EL GRAN APAGÓN

La respuesta de la política económica mundial

Un cisne negro en el régimen de hegemonía financiera

Pocos meses atrás era difícil imaginar que 2020 sería el año de una nueva gran recesión. Y menos todavía que el parate sería provocado por un virus, antes que por la acumulación de las tensiones internas del capitalismo, entre ellas las limitaciones a la demanda agregada producida por el estancamiento secular del ingreso de los trabajadores, especialmente en los países centrales.

El estallido de la pandemia global del COVID-19 ha representado un verdadero cisne negro para el funcionamiento de la economía mundial. Y aunque se vislumbra un horizonte en donde las consecuencias más graves del impacto en la salud de las naciones europeas y el sudeste asiático parecen haberse moderado significativamente, el impacto sobre la dinámica económica se va a sentir durante un tiempo. El principal riesgo es la existencia de nuevos brotes que exijan tomar nuevas medidas de aislamiento social y suspensión de actividades productivas.

En este contexto, el “gran aislamiento” puso en primer plano el rol de los estados nacionales en la movilización de los recursos sociales. En las principales economías, y con prescindencia de la ideología de los gobernantes, los estados respondieron al desafío de la forma en que lo hicieron siempre: gastando antes de recaudar; es decir,

haciendo uso de su soberanía monetaria para sostener las actividades económicas básicas y evitar la ruptura generalizada de las cadenas de pago y la consecuente destrucción irreversible y sistemática de empresas.

Esto ha hecho que parte del discurso que sustentaba económicamente al neoliberalismo haya quedado muy golpeado.

De un modo simple, el régimen económico neoliberal tiene cuatro pilares fundamentales para su funcionamiento: el libre comercio, la desregulación financiera y la libre movilidad de capitales entre países, la flexibilización laboral y la privatización de servicios públicos y la asistencia social.

En las principales economías los estados respondieron al desafío de la forma en que lo hicieron siempre: gastando antes de recaudar; es decir, haciendo uso de su soberanía monetaria para sostener las actividades económicas básicas y evitar la ruptura generalizada de las cadenas de pago y la consecuente destrucción de empresas.

Lejos de ser la condición natural del funcionamiento del capitalismo, este sistema de desregulación y expansión financiera tiene su origen a finales de la década de los setenta, con la desarticulación del régimen fordista de consumo y producción, cuyas consecuencias perduran hasta nuestros días.

En los países centrales el modelo neoliberal ha

implicado relegar la producción y el empleo a segundo plano, para favorecer la acumulación financiera y el beneficio de corto plazo. Tales políticas han traído consigo un fuerte deterioro de la distribución del ingreso, la mayor recurrencia de crisis financieras y un estancamiento de la inversión productiva.

Las periferias también se han visto gravemente afectadas por este modelo económico. En América Latina en particular, luego haber seguido el libreto “privatizaciones, desregulación y apertura” como ningún otro continente, y tras casi una década de experimentar los beneficios de la mejora de los términos de intercambio y extraordinarias condiciones financieras globales, no se logró avanzar en una transformación significativa sobre la estructura productiva. Por el contrario, los países que más han abierto su economía han registrado una profundización de la especialización productiva en recursos naturales, y los niveles de desigualdad no se han modificado.

De tal modo, en los países centrales un primer golpe sobre el pensamiento económico convencional se produjo durante la crisis financiera de 2008/09. El segundo golpe viene dado por el estallido de la pandemia global.

Lo que la pandemia evidenció es lo poco que este

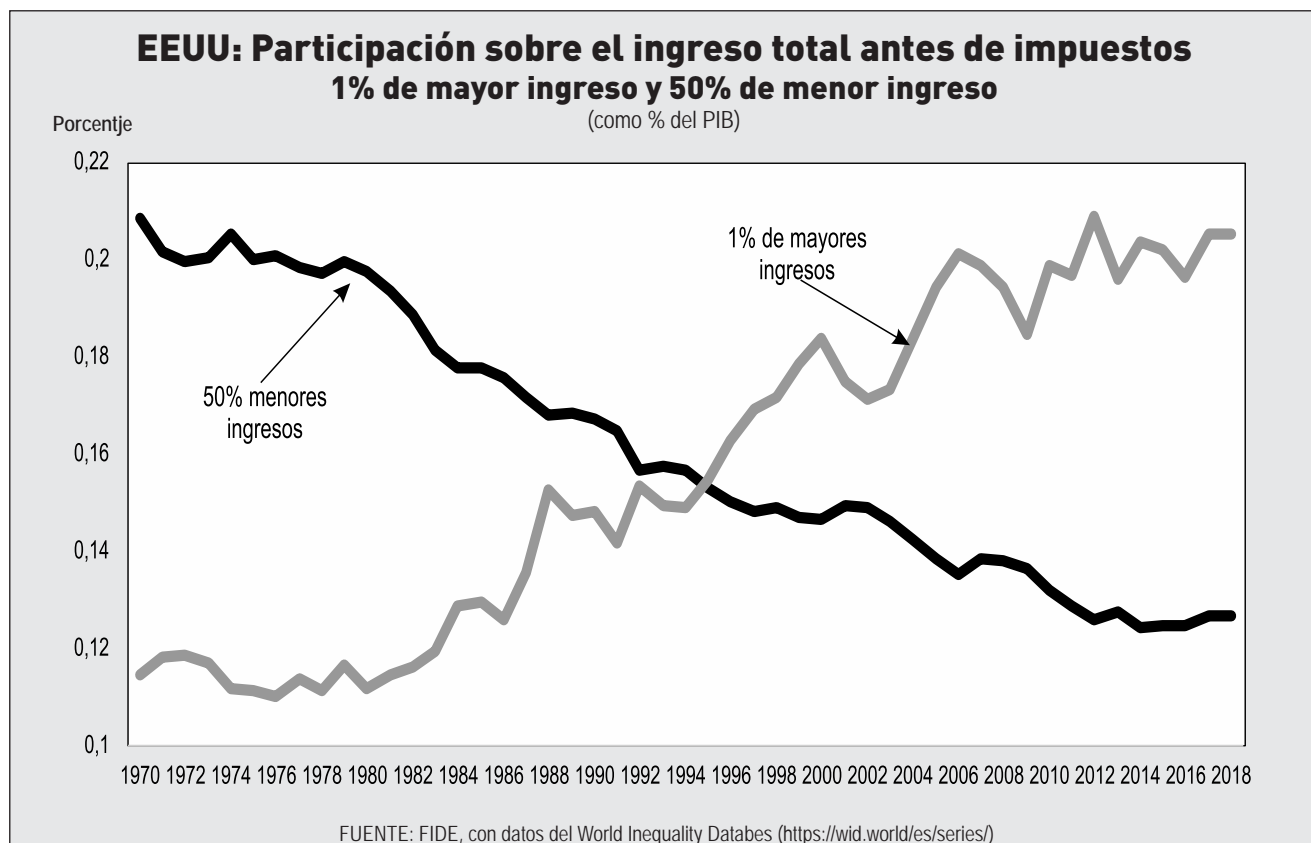
enfoque tiene para aportar cuando las crisis finalmente se desatan. Solo el hecho de pensar que el mercado podría lidiar con los desafíos de una crisis de la magnitud como la actual es, simplemente, desconcertante.

Dar una respuesta a la altura del problema

Las proyecciones de caída de actividad que se estiman producto del gran apagón no tienen equivalente con otra crisis de que se tenga memoria. Incluso en los países que han logrado evitar grandes efectos disruptivos en la salud, con cuarentenas y mayor tecnología en el rastreo de contagios, la actividad se verá severamente afectada.

Esto se debió a que las restricciones de oferta paralizaron todas las actividades declaradas no esenciales. Y aunque recién se están conociendo datos los oficiales, hoy en día existe la posibilidad de utilizar información de alta frecuencia de movilidad para intentar anticipar la contracción de la actividad. Como era de esperar, uno de los sectores más afectados por el distanciamiento social es el consumo de esparcimiento y de bienes no esenciales en grandes centros de compra.

En la comparación con el período pre-cuarentena de enero a febrero de 2020, la asistencia de individuos a



centros de compra cayó hasta un 90%. Las mayores caídas de consumo corresponden a las naciones que pusieron mayores restricciones a la circulación de personas.

A nivel nacional, y luego de China, los países más afectados por el distanciamiento social han sido los países europeos, que registraron el impacto de la crisis tiempo antes que Estados Unidos y el resto de América. España registra caídas del 89% en la asistencia de personas a centros de compra, Reino Unido del 82%, Italia del 78%, Canadá del 73%. En el caso de América del Norte, EEUU registra una caída de 58%, México del 57%. En Cono sur, a su vez, se ve con claridad la heterogeneidad de medidas implementadas por unos y otros países. Por un lado, Colombia y la Argentina, con caídas en la movilidad del 83% y 67%, respectivamente. Por otro, Chile, con caídas de movilidad del 59%, y Brasil, el de menor caída del continente, con una reducción del 34%.

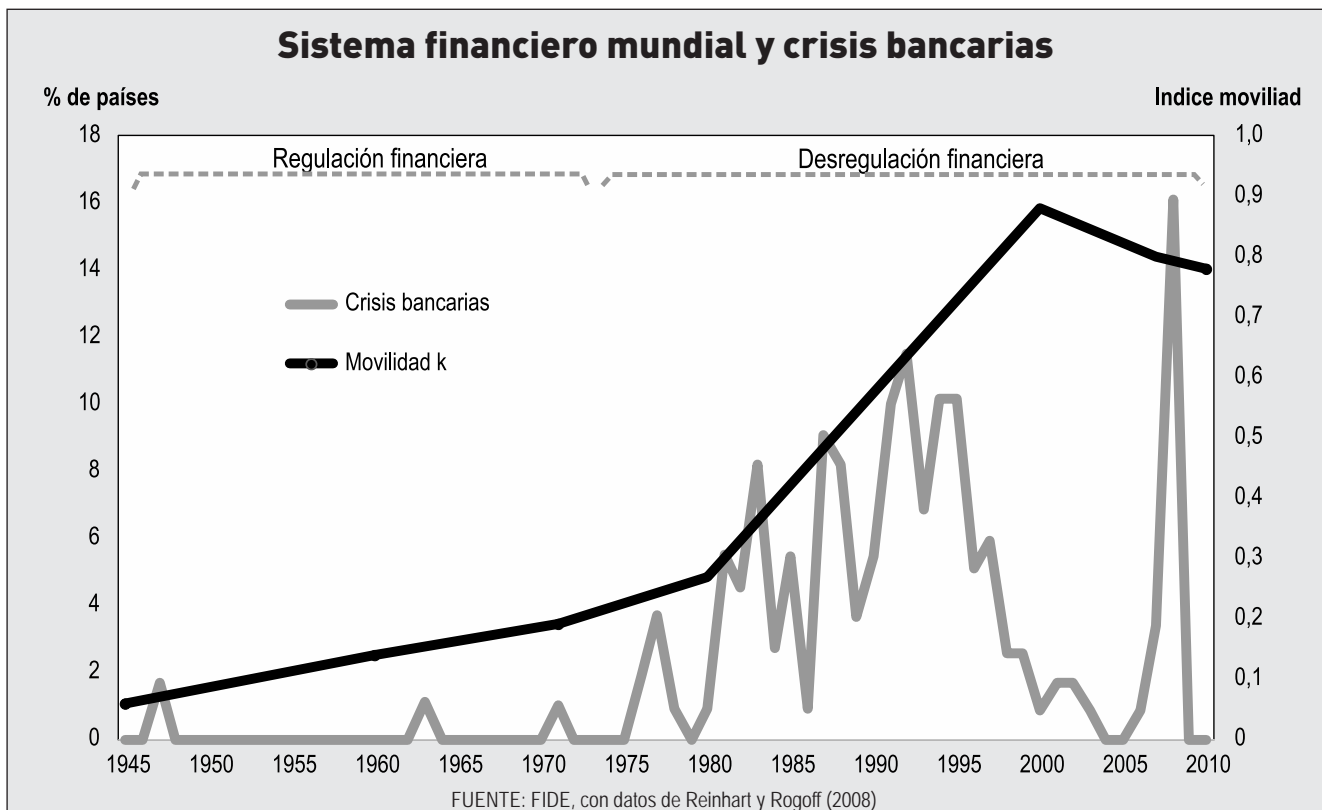
Frente a la contundencia de la nueva realidad, los estados han dado la espalda a los libretos habituales y respondieron con políticas fiscales y monetarias expansivas en niveles de magnitud inédita en la historia reciente. El discurso convencional intentó hacer foco en dos dimensiones. La primera fue la de afirmar que el sostenimiento estatal activo de los ciclos económicos sólo debía representar una situación excepcional y, en consecuencia, debería regresarse, tan pronto como sea

posible, a la supuesta normalidad *ex ante*. La segunda dimensión es que los países habrían respondido en función de sus respectivos "márgenes fiscales".

Lo que la pandemia evidenció es lo poco que el pensamiento económico convencional tiene para aportar cuando las crisis finalmente se desatan. Solo el hecho de pensar que el mercado podría lidiar con los desafíos de una crisis de la magnitud como la actual es, simplemente, desconcertante.

Por el lado financiero, en las primeras 12 semanas de la crisis se produjeron salidas de capitales con destino a los países centrales por más 100 mil millones de dólares, 5 veces más que durante la crisis de 2008-09. El 80% de estas salidas correspondió a ventas masivas en acciones y el 20% en bonos. Medidos en términos del PIB, la región más afectada por este masivo *sudden stop* fue, primero, Asia, con salidas de capitales equivalentes de 1% del PIB, y, en segundo lugar, América Latina, con salidas equivalentes a 0,5% del PIB regional.

Asimismo, tales movimientos ayudan a explicar el



fortalecimiento del dólar y su espejo habitual de caída en los precios de las commodities, una contracción que se retroalimentará por la disminución de los flujos de comercio. Vale recordar que, desde fines de 2019, el índice de precios de las commodities que elabora el Fondo Monetario Internacional acumuló una caída del 30 por ciento. Esta baja de precios será uno de los mecanismos que profundizarán la recesión global. A pesar de la batería de medidas de contención detalladas, se descarta que el “gran confinamiento” no evitará una nueva “gran recesión”. Lo que se espera de las políticas fiscales y su contraparte monetaria es que eviten que el freno se transforme en una gran depresión y crisis social.

El detalle de los paquetes fiscales

El cambio de lo pretendido por el discurso económico dominante y lo que sucedió en la realidad fue abismal. Los hechos hablan por sí solos: las políticas económicas implementadas por las principales economías no respondieron a margen fiscal alguno, sino a la capacidad de acción intrínseca –que puede denominarse “profundidad”– de cada Estado.

Al considerar el tamaño de los paquetes de ayuda fiscal “directa”, es decir las transferencias efectivas de ingresos

a personas y empresas como porcentaje del PIB, las magnitudes son enormes. En el caso de Japón se observa un paquete fiscal equivalente al 21% del PIB, en Estados Unidos el paquete será del 11% del PIB, en Canadá del 9,8% y en Austria del 9%. Y esto, teniendo en cuenta que los paquetes solo consideran las políticas anunciadas hasta el momento y que se excluyen cuestiones tales como las garantías de créditos que se otorgarán en el tiempo o el dimensionamiento del costo de políticas monetarias o tributarias vinculadas a la exención de ingresos.

Pero, como suele ocurrir, las cifras agregadas ocultan los detalles. Algunos países actuaron anticipándose a la explosión de los contagios y, por lo tanto, necesitaron transferencias menores y otros lo hicieron a posteriori, con contagios y muertes ya desatados, como son los casos de Estados Unidos y Brasil. Nótese, además, que la asistencia decidida por Brasil duplica, siempre en proporción al PIB, a la expansión del gasto decidida por Argentina, que aparece como magra en la comparación global. En el caso de Brasil se destaca que debió pasar por encima de la absurda cláusula introducida en la Constitución durante el gobierno de Michel Temer que prácticamente prohibía los déficits fiscales, pura letra muerta.

Desde la perspectiva de los déficits, el Monitor Fiscal del FMI de mayo calculó que los paquetes de ayuda sumarán



a nivel mundial unos 8 billones (millones de millones) de dólares, cifra que disparará los rojos fiscales de 2020 a más del 11% del PIB. Un detalle que el FMI no calculó fue de cuánto serían estos déficits sin los paquetes de ayuda. La cifra de 8 billones es sin embargo engañosa, pues suma todo: 3,3 billones corresponden a aumentos del gasto y a los “ingresos no percibidos”, es decir, lo que se dejaría de recaudar por la recesión; 1,8 billones a préstamos e inyecciones de capital del sector público y 2,7 billones a garantías, cifra que es un estimado sobre un potencial devengado. Si los 8 billones se dan todos por buenos, surge que 7 se concentrarán en los países del G-20, el equivalente a alrededor del 5% del PIB mundial. En las economías emergentes se esperan déficits menores al 11%, pero la situación financiera será seguramente peor.

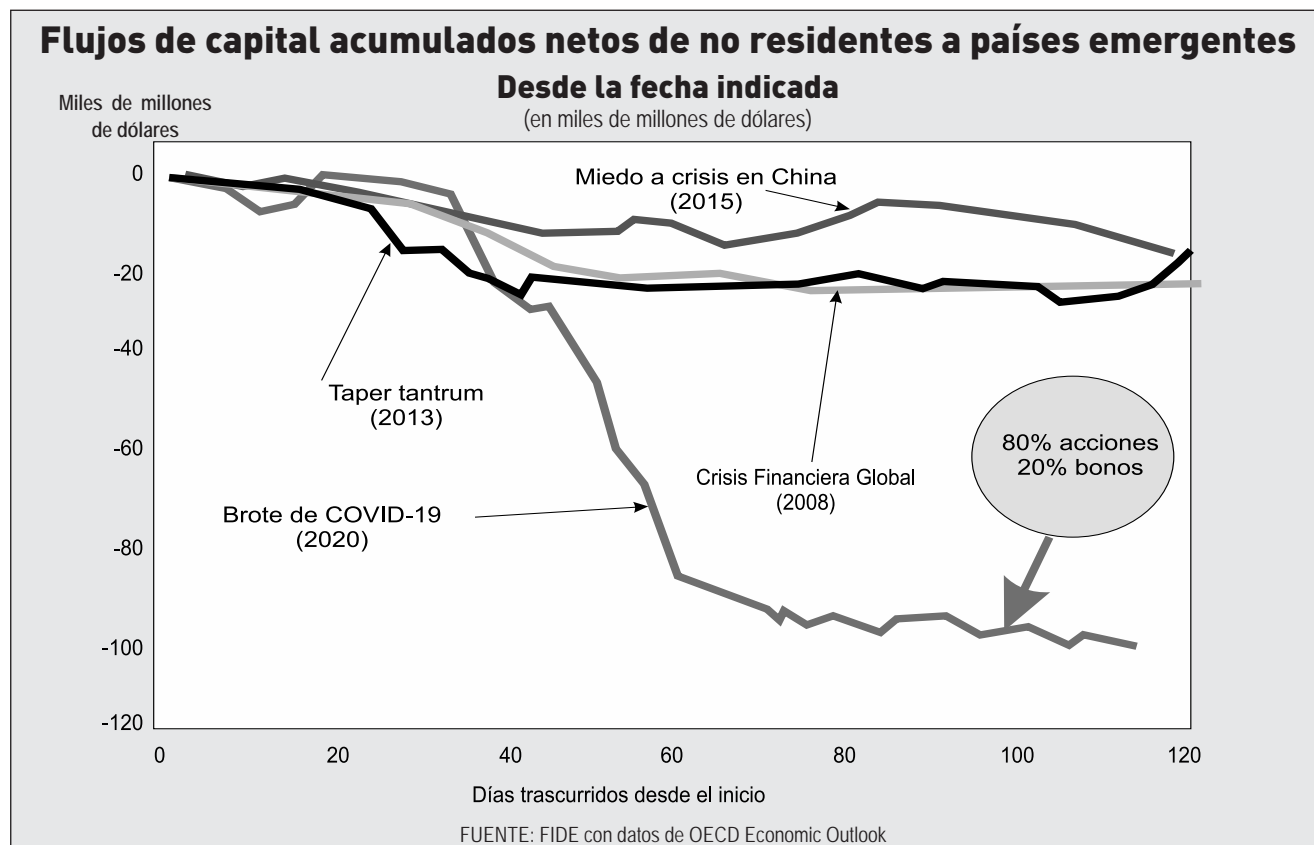
Cuando se analizan en conjunto los paquetes fiscales aplicados en todos los países, con su correlato necesario de políticas monetarias, se observa un patrón de acción común. Por un lado, aparece el objetivo explícito de “orientar” –y no “reorientar”, como postulan los organismos internacionales– el gasto hacia el refuerzo de los sistemas de salud.

Según la OECD, del total de 45 países relevados, todos han tomado alguna medida pública que implica la generación de mecanismos crediticios de préstamos subsidiados, extensión de garantías públicas

y/o capitalización de empresas con dinero público. Asimismo, varios países han implementado políticas de diferimiento de impuestos y transferencias impositivas a empresas y hogares. Solo algunos, menos del 40%, han implementado medidas de gasto público adicionales en conceptos no sanitarios, dado apoyo a pensionados y jubilados o realizado cambios en la base impositiva.

En esta línea, las medidas fueron principalmente de dos tipos: asistir a los hogares que perdieron o se quedaron sin ingresos y asistir a las empresas, principalmente en el pago de salarios. Por un lado, en todos los países se puso énfasis en reforzar la asistencia a desempleados viejos y nuevos y en llegar a los trabajadores más informales. Dependiendo de la “profundidad” de los aparatos de Estado, se reforzaron viejos programas y/o se crearon nuevos. En el caso argentino, la respuesta más directa fue el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE). Por otro lado, las medidas buscaron asistir a las empresas para el pago de salarios, sea vía transferencias directas y/o crediticias a tasa subsidiada. Para Argentina, el programa de este tipo fue el de Asistencia al Trabajo y la Producción (ATP), a través del cual el Estado se hizo cargo del pago de hasta dos salarios mínimos por trabajador.

Ambos grupos de medidas, entonces, tuvieron como finalidad en todos los países, primero, evitar el derrumbe



Número de países adoptando las medidas indicadas (*)

Medida	Nro países	% total relevado
Medidas de apoyo a jubilados/pensionados	9	20%
Cambios en base impositiva	11	24%
Adelantos de pagos del gobierno	15	33%
Gasto público adicional en conceptos extra-sanitarios	17	38%
Moratorias en vencimiento de servicios públicos	19	42%
Moratorias en vencimientos de deuda o hipotecas	19	42%
Extensión o ampliación de beneficios al desempleo	26	58%
Extensión o apoyo a la niñez	35	78%
Transferencias monetarias a los hogares	36	80%
Rebajas de impuestos	38	84%
Apoyo a sectores específicos	38	84%
Subsidios al salario o retención de trabajadores	38	84%
Transferencias monetarias a empresas	38	84%
Diferimiento de impuestos	43	96%
Prestamos subsidiados, garantías públicas y/o recapitalizaciones al sector privado	45	100%

(*) Detalle de 45 países relevados corresponden a miembros de OECD más Brasil, China, Costa Rica, India, Indonesia, Rusia, Sudafrica y Argentina
FUENTE: FIDE en base a "OECD Covid tracker" y "IMF Covid tracker"

de la demanda de las familias, especialmente las más vulnerables, objetivo que al mismo tiempo permitió una contención preventiva del potencial conflicto social. No hace falta mucha imaginación para evaluar el escenario si estos apoyos no hubiesen existido. En segundo lugar, las medidas apuntaron a sostener la oferta agregada futura, es decir a que, cuando se aceleren los procesos de salida del aislamiento social, las empresas sigan existiendo, lo que no quiere decir que en todos los casos se logre. En tercer lugar, se sumaron los relajamientos regulatorios, entre los que destacaron los diferimientos de obligaciones impositivas y de diversos pagos, como alquileres, hipotecas y cuotas de créditos. En algunos países, como es el caso local, estos paquetes se completaron con postergaciones de incrementos tarifarios.

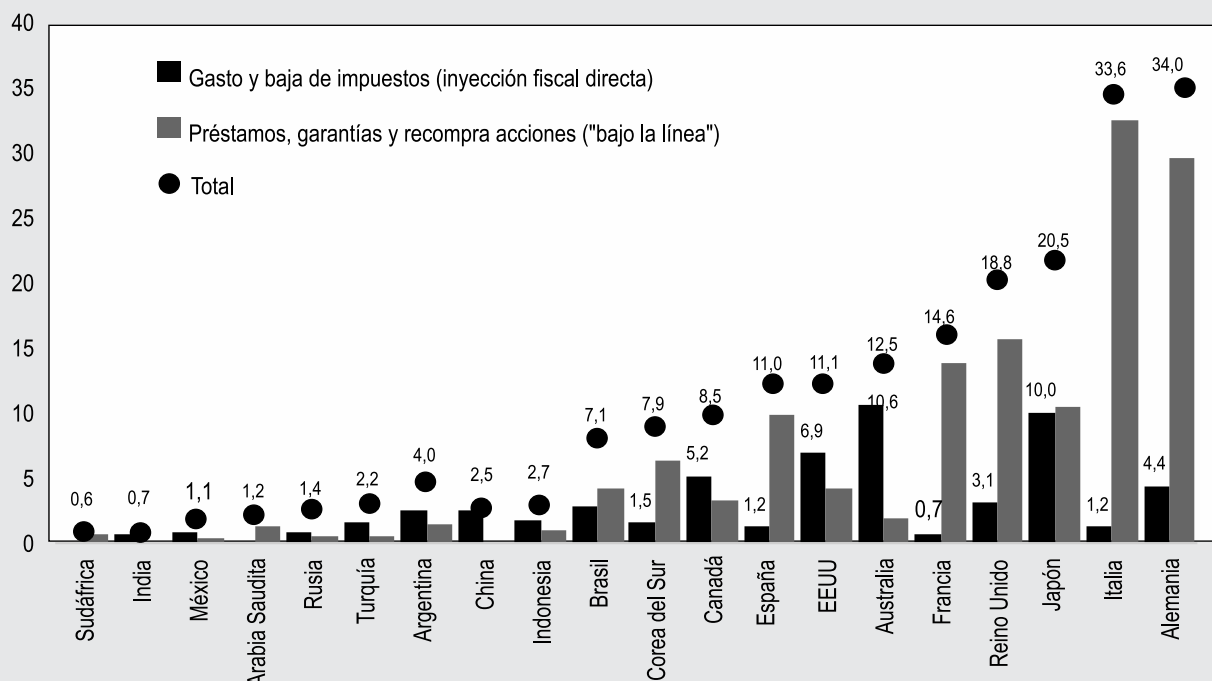
Lo primero que puede decirse cuando se observan las magnitudes de las transferencias a familias y empresas es que, más allá de la ideología declamada, los hacedores de política conocían qué acciones emprender para intervenir en el ciclo económico. Y esto es totalmente opuesto a la ideología neoliberal, que postula la persecución de "finanzas sanas".

En todo el mundo los *policy makers* supieron cómo adelantarse al shock recesivo que el cisne negro de la pandemia traía bajo sus alas.

Paquetes de apoyo fiscal en países seleccionados

(como % del PIB)

Porcentaje



FUENTE: FIDE, con datos del FMI-Monitor Fiscal mayo de 2020



#QuedateEnCasa

Hacé tus operaciones desde
nuestra App y Home Banking.

