

FIDE Coyuntura y Desarrollo

El rol del Estado en la post-pandemia. Inflación, desinflación y política anti-inflacionaria. Tranquilidad cambiaria de cara a la cosecha gruesa. Emisión de DEG y negociación con el FMI. Deuda externa privada y uso de las reservas. Panorama productivo de la recuperación. Carga tributaria y desarrollo.

Datos básicos de la economía argentina

	2020				2021	
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Enero	Febr.
P.I.B Total(% igual período del año anterior)	-5,2	-19,0	-10,2	-4,4	s/i	s/i
P.I.B Agropecuario(% igual período del año anterior)	-5,2	-10,7	-2,5	-2,0	s/i	s/i
P.I.B Industria(% igual período del año anterior)	-6,3	-21,0	-5,3	-1,2	s/i	s/i
Formación bruta de capital fijo(% igual período del año anterior)	-18,1	-38,3	-10,3	s/i	s/i	s/i
P.I.B Total(en millones de pesos corrientes)	24.791.233	23.436.530	27.147.368	s/i	s/i	s/i
Tipo de cambio nominal (peso/dólar)	63,94	70,15	78,46	85,60	91,47	94,00
Exportaciones(millones de dólares)	13.340	14.213	14.613	12.718	4.912	s/i
Importaciones(millones de dólares)	9.880	9.359	11.088	12.027	3.844	s/i
Saldo comercial(millones de dólares)	3.460	4.854	3.525	691	1.068	s/i
Balance de la cuenta corriente(en millones de dólares)	252	2.924	1.163	s/i	s/i	s/i
Deuda externa(millones de dólares)	354.135	352.755	349.069	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio(2004=100)	131,3	125,8	131,2	137,5	s/i	s/i
Total reservas internacionales(millones de dólares)	43.561	43.242	41.379	39.410	39.515	39.518
Base monetaria(en millones de pesos)	1.941.047	2.149.123	2.313.178	2.425.025	2.581.522	2.576.590
M1(en millones de pesos)	2.032.253	2.699.718	2.924.201	3.237.825	3.314.359	3.267.640
M2(en millones de pesos)	2.970.426	3.910.202	4.130.132	4.628.025	4.753.506	4.679.509
M3(en millones de pesos)	4.825.133	6.170.954	6.916.401	7.441.271	7.774.455	7.877.502
Tasa de interés activa(efectiva anual,%)	44,4	21,5	21,1	30,9	34,7	34,9
Tasa de interés pasiva para ahorristas(efectiva anual,%)	31,9	24,4	29,0	31,9	33,5	33,6
Recaudación tributaria (en millones de pesos)	1.442.615	1.444.157	1.777.746	1.970.721	772.860	716.595
Resultado primario(en millones de pesos)	-155.991	-733.814	-412.204	-447.948	24.074	s/i
Intereses de la deuda(en millones de pesos)	168.710	129.019	134.458	110.688	-3.030	s/i
Resultado financiero(en millones de pesos)	-324.701	-862.833	-546.662	-558.636	27.104	s/i
Precios al consumidor (en tasa de variación)	7,9	5,3	7,6	11,4	4,0	3,6
Precios al por mayor (en tasa de variación)	3,6	2,8	11,7	13,9	5,6	s/i
Precios costo de la construcción (en tasa de variación)	10,3	-0,5	7,8	20,1	3,1	s/i
Tasa de actividad (% de la población total)	47,1	38,4	42,3	-	-	-
Tasa de empleo (% de la población total)	42,2	33,4	37,4	-	-	-
Tasa de desocupación (% de la PEA)	10,4	13,1	11,7	-	-	-
Tasa de subocupación (% de la PEA)	11,7	9,6	13,4	-	-	-

(*) Provisorio. s/i: Sin información.

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

FIDE Coyuntura
y Desarrollo

Inscrito en la Dirección
Nacional de Derechos
de Autor bajo el N° 119.566

Queda hecho el depósito
que marca la ley N° 11.723.

ISSN 0325-5476

Se distribuye por venta directa o suscripción anual
Suscripciones en la Argentina:
Reconquista 962 - 2° Piso, C1003ABT
Buenos Aires. Tel. 4313-9494 / 5137

Valor de la suscripción:
Exterior: u\$s 170
Países limítrofes: u\$s 140

Febrero 2021

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

CONSEJO DIRECTIVO

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)
Ana María Marcó del Pont

CONSEJO ASESOR

Carlos Tomada
Carlos Heller
Héctor Recalde
Jorge Taiana
Juan Carlos Lascurain

CUERPO DE INVESTIGADORES Y EQUIPO TECNICO

Economista Jefe

Nicolás Hernán Zeolla

Base de datos

Adriana Solano

Analistas

Agustín Romero
Lucía Sanchez Barbieri

Edición y diseño

Alfredo Llana

Contabilidad y gestión

Patricia Giménez

Administración

Andrea Pezzarini
César Corti

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

El Estado en el centro de escena

En gran parte del mundo desarrollado el avance en los planes de vacunación no alcanzó a evitar una segunda oleada de la pandemia, obligando a recurrir a nuevas medidas de restricción a la actividad y a la circulación de personas. Frente a los daños que esta realidad está imponiendo al funcionamiento de las economías, los estados nacionales han venido implementando políticas fiscales expansivas de enorme alcance. Bajo la nueva gestión del presidente Joe Biden el Congreso de los Estados Unidos aprobó recientemente el tercer paquete de estímulo, por el equivalente al 9% del PIB.

Esta oportuna reacción de los países centrales desplegando ambiciosas políticas anticíclicas tiene pocos precedentes. El programa fiscal de estímulo de Japón ya alcanza al 42% del PIB, el más grande del mundo. Le siguen EE.UU., varios países nórdicos y Alemania con desembolsos del 27% y 20% respectivamente, Canadá, Australia y Francia con el 15% PIB, e Italia y Brasil con ayudas en torno al 13% del PIB, entre otros ejemplos.

Sería un hecho virtuoso que desde los países desarrollados la reivindicación del rol central del Estado en la economía se concibiera no como una situación extraordinaria, sino como parte de un “nuevo consenso fiscal” que incluya el sistema tributario y el gasto público como herramienta central para alcanzar los objetivos de crecimiento y distribución deseables para cualquier economía capitalista. Parece difícil. Como dice el historiador y filósofo Philip Mirowsky al reflexionar sobre la crisis financiera de 2007/08, “el neoliberalismo no va a dejar que una buena crisis cambie las reglas de juego”.

Sin embargo, aunque sea circunstancial, es indudable que la impronta fiscal expansiva implementada por las economías más desarrolladas genera mejores condiciones para la recuperación global. Para los países periféricos, una mayor inyección de liquidez impulsa al alza el precio de las materias primas, fortalece el comercio internacional y da señales respecto a que las políticas de tasas bajas se mantendrán un tiempo más, hasta tanto se consolide la recuperación.

En el caso de la Argentina, los espacios para desenvolver programas de estímulo equivalentes se ven acotados por ciertos rasgos inherentes al funcionamiento de nuestra economía. En particular, la posibilidad de monetizar déficits fiscales suele chocarse con los límites que le impone la aparición de tensiones en el sector externo. Aspectos tales como el bimonetarismo que caracteriza a nuestro país, como la insuficiente densidad de su aparato industrial, explican las presiones cambiarias que las inyecciones de liquidez generarían por la vía de un aumento de las importaciones o el incremento de la formación de activos externos del sector privado, entre otras.

Desde esta perspectiva, interpretamos a la vigencia de las regulaciones cambiarias no sólo como un mecanismo que a lo largo de esta crisis ha contribuido a la estabilización de ese mercado, sino que también ha extendido los márgenes de la ayuda fiscal, otorgando mayores grados de libertad a la política económica para transitar la parte más dura de la pandemia.

Si en esta carrera contra el tiempo que supone el proceso de vacunación no se logra evitar el ingreso en una segunda ola de contagios, el Estado deberá volver a tomar la posta en el despliegue de políticas fiscales tendientes a amortiguar los efectos económicos y sociales que supondría la interrupción de la actual fase de recuperación. En tal escenario, maximizar los mecanismos para minimizar los impactos sobre el frente externo será, a nuestro juicio, uno de los desafíos más relevantes de la política económica.



Con nosotros podés contar

Tu empresa o emprendimiento tiene en nuestro banco un aliado, que te ofrece las herramientas financieras más eficientes. Con la asesoría y atención que necesitás.



Si buscás quién te acompañe, con nosotros podés contar.



Más información en www.bancocredicoop.coop.
Banco Credicoop Coop. Ltda. Reconquista 484. (1003) CABA. CUIT 30-57142135-2.



La Banca Solidaria

Tranquilidad cambiaría de cara a la cosecha gruesa

Expectativas sobre el plan de vacunación

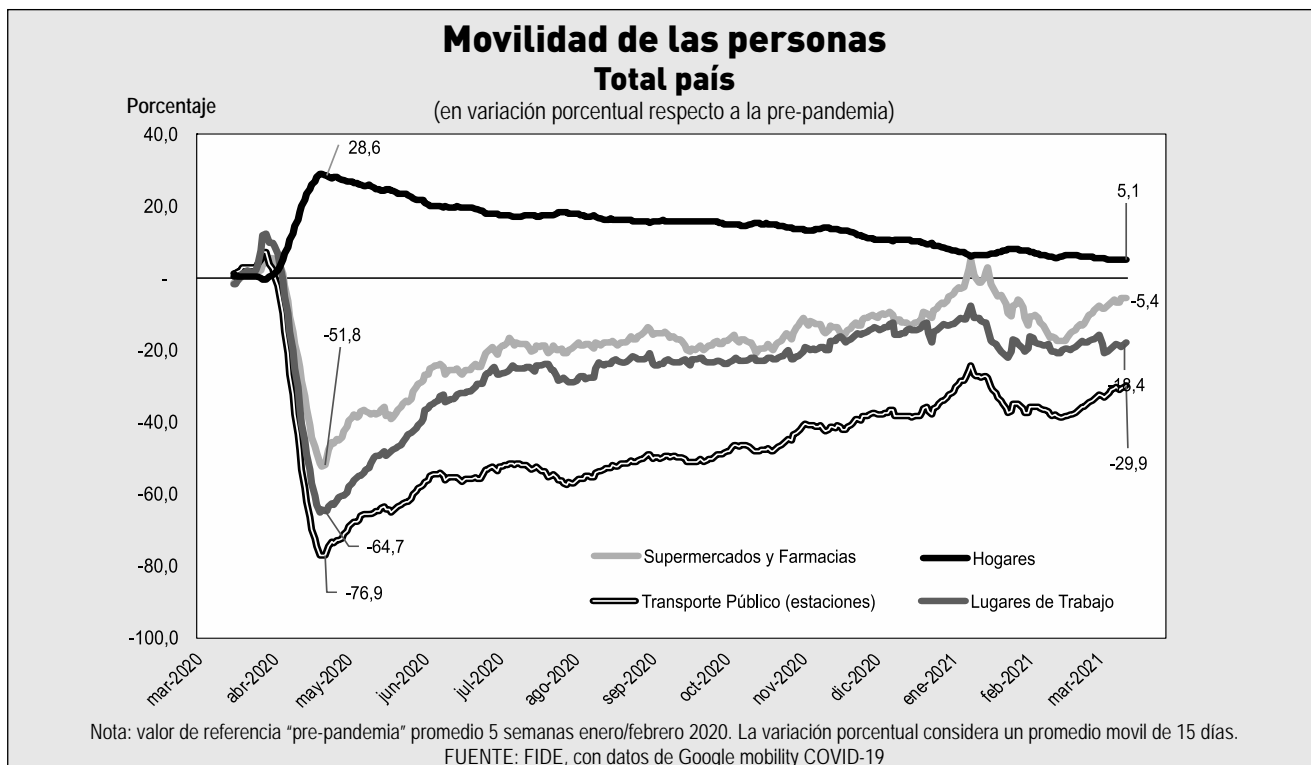
Con la ampliación del plan de vacunación, la economía argentina continúa desplegando la apertura de actividades que favorecen en gran medida el proceso de recuperación.

En este sentido, al considerar los informes de movilidad

se observa un persistente crecimiento en desplazamiento de las personas a nivel nacional desde la etapa más dura de las restricciones. Sin embargo, aún se está lejos de los niveles de movilidad pre pandemia.

Para el mes de marzo, los desplazamientos de personas por estaciones de transporte público aún son un 30% menos que en el período pre-pandemia, la concurrencia a lugares de trabajo un 18% menos y a supermercados y farmacias un 5,4% menos. En cambio, la permanencia de las personas en los hogares es un 5,1% superior que para "anterior normalidad".

En este sentido, y si bien no hay una correspondencia uno a uno entre movimiento de personas y actividad económica, todavía se está lejos de una normalidad



plena. Producto de ello, los sectores más rezagados son aquéllos relacionados con actividades de esparcimiento, cultura y deporte, hotelería, turismo y centros de compras. En cambio, entre los sectores que lideran la recuperación están la construcción y la industria.

De surgir la necesidad de tomar nuevas medidas de restricción, el Estado deberá tener un rol central en moderar los efectos adversos sobre la economía, tomando la posta en el despliegue de medidas fiscales de apoyo, frente al riesgo de una interrupción en el proceso de recuperación.

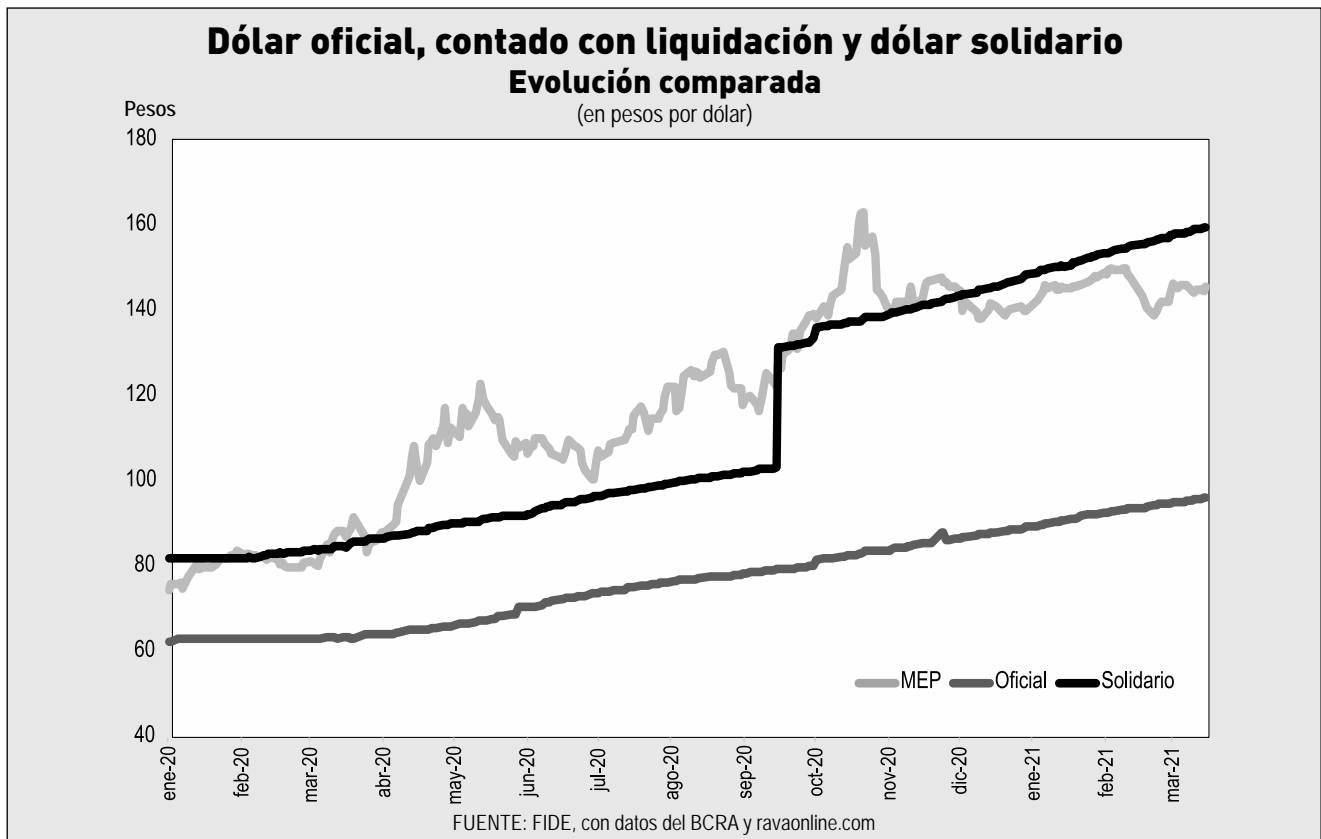
La economía global es una fuente de incertidumbre que todavía perdura. En Europa los plazos de los planes de vacunación se prolongan a causa de las demoras en la entrega de las vacunas por los tiempos de fabricación y la necesidad de más ensayos. En América Latina, y especialmente en Brasil, la emergencia de nuevas variantes del virus y los elevados números de contagios obligan a considerar nuevas medidas de restricciones.

Las implicancias de estos eventos son aspectos a tener

en cuenta. Y si bien cualquier medida restrictiva tendrá un efecto económico, hoy existe una mayor conciencia sobre la gestión de la emergencia, que posiblemente no haga necesario adoptar políticas tan severas como al comienzo de la pandemia.

Y aunque suena reiterativo, conviene recordar que nos enfrentamos a una crisis provocada por un virus que no tiene cura y que la única forma de combatirlo es mediante la prevención y el aislamiento. Desde hace unos meses se cuenta con una herramienta extra, que es la vacuna. Desde la política pública entonces se puede, además, intentar moderar los efectos de la pandemia avanzando de manera más acelerada con los planes de vacunación. En este sentido, el Gobierno ha buscado desde el comienzo todas las alternativas a su alcance para lograrlo, confiando en las vacunas y promoviendo su aplicación. Sin embargo, la desigualdad en la distribución global de las mismas hace que este proceso quede librado a factores exógenos a la política pública.

Mientras tanto, de surgir la necesidad de tomar nuevas medidas de restricción, el Estado deberá tener un rol central en moderar los efectos adversos sobre la economía, tomando la posta en el despliegue de medidas fiscales de apoyo, frente al riesgo de una interrupción en el proceso de recuperación.



Las fuentes de estabilidad cambiaria

El comienzo del mes de marzo transcurrió con una marcada tranquilidad cambiaria, continuando en el sendero iniciado en diciembre. Durante este mes el tipo de cambio aminoró su devaluación respecto los últimos dos meses, el BCRA acumuló reservas y la brecha cambiaria se redujo.

Y ello no solo llevó a un cambio en las expectativas. Por un lado, hubo señales del mercado que implicaron operatoria de inversores que configuran este escenario. Se registró un desarme de posiciones en dólares. El valor de los bonos *dollar linked* cayó 15% en un mes, producto de inversores que vendieron esos instrumentos para aprovechar tasas en pesos.

Además, y como una externalidad inesperada de la sanción del impuesto a las grandes fortunas, se observó un ingreso de divisas desde el exterior para pagar el impuesto que tendió a presionar a la baja al dólar contado con liquidación o dólar cable.

Junto con lo anterior, el BCRA y otros organismos públicos continuaron administrando la brecha cambiaria con compra-venta de títulos en sus carteras, con el fin de evitar una volatilidad del dólar MEP que refuerce expectativas devaluatorias. Y si bien el número no fue informado de manera oficial, diversas estimaciones dan cuenta de montos relevantes para la operatoria diaria del mercado local.

Como producto de estos elementos, desde diciembre y a lo largo de estos tres meses la brecha cambiaria se redujo. El mes de febrero cerró con un tipo de cambio

financiero que cotizó 10 pesos por debajo del tipo de cambio solidario (equivalente a 5 puntos porcentuales). Además, también para febrero, y descontando el pago de un vencimiento de deuda con el FMI por 300 millones, la autoridad monetaria recompró reservas en un monto neto de 60 millones de dólares. Es el tercer mes consecutivo en que la autoridad monetaria logra recomprar reservas.

El comienzo del mes de marzo transcurrió con una marcada tranquilidad cambiaria, continuando en el sendero iniciado en diciembre.

Por ello, es posible considerar tres dimensiones que configuran este contexto de tranquilidad cambiaria. La primera de ellas tiene que ver con las mejores perspectivas de la economía global, la suba precios internacionales de materias primas y el crecimiento de Brasil y China. Esto refuerza las previsiones sobre ingreso de dólares de la exportación para los próximos meses.

En cuanto a los precios de commodities, la reducción de stock mundial por el fenómeno de la “La Niña” y el crecimiento de países emergentes generó que los precios internacionales de las principales materias primas de exportación argentina crecieran de manera significativa.

En los últimos 6 meses el precio internacional de la soja aumentó un 40%, el del maíz un 45% y el del trigo un 25%. En todos los casos, se encuentran en valores récord desde 2012, cuando alcanzaron los máximos históricos.

Proyecciones de rendimientos del sector agropecuario

Campana 2020/2021

		Trigo	Maíz	Soja
Area sembrada	millones de hectáreas	6,5	7,1	17,2
Rinde	quintales por hectárea	28,6	79,6	29,2
Producción	millones de toneladas	17	48,5	49

Campana 2019/20

		Trigo	Maíz	Soja
Area sembrada	millones de hectáreas	6,8	7,26	17,2
Rinde	quintales por hectárea	29,9	82,4	30,5
Producción	millones de toneladas	19,5	51,5	50,7

FUENTE: FIDE, con datos de la Bolsa de Comercio de Rosario

La segunda dimensión se relaciona con las perspectivas sobre rindes. Las proyecciones de producción, que eran algo pesimistas para el comienzo de la siembra, se han ido corrigiendo al alza. Según la Bolsa de Comercio de Rosario, la producción de soja se estima en 45 millones de toneladas y de 48,5 millones la de maíz. En ambos casos, la mayor cantidad de lluvias llegó a corregir al alza en casi un 10% los rindes de lo estimado a comienzos de año.

Mientras que por un lado el alza de precios de materias primas mejora las condiciones financieras externas al aportar más dólares mediante el canal exportador, por otro lado, en cambio, es un factor que presiona sobre la inflación.

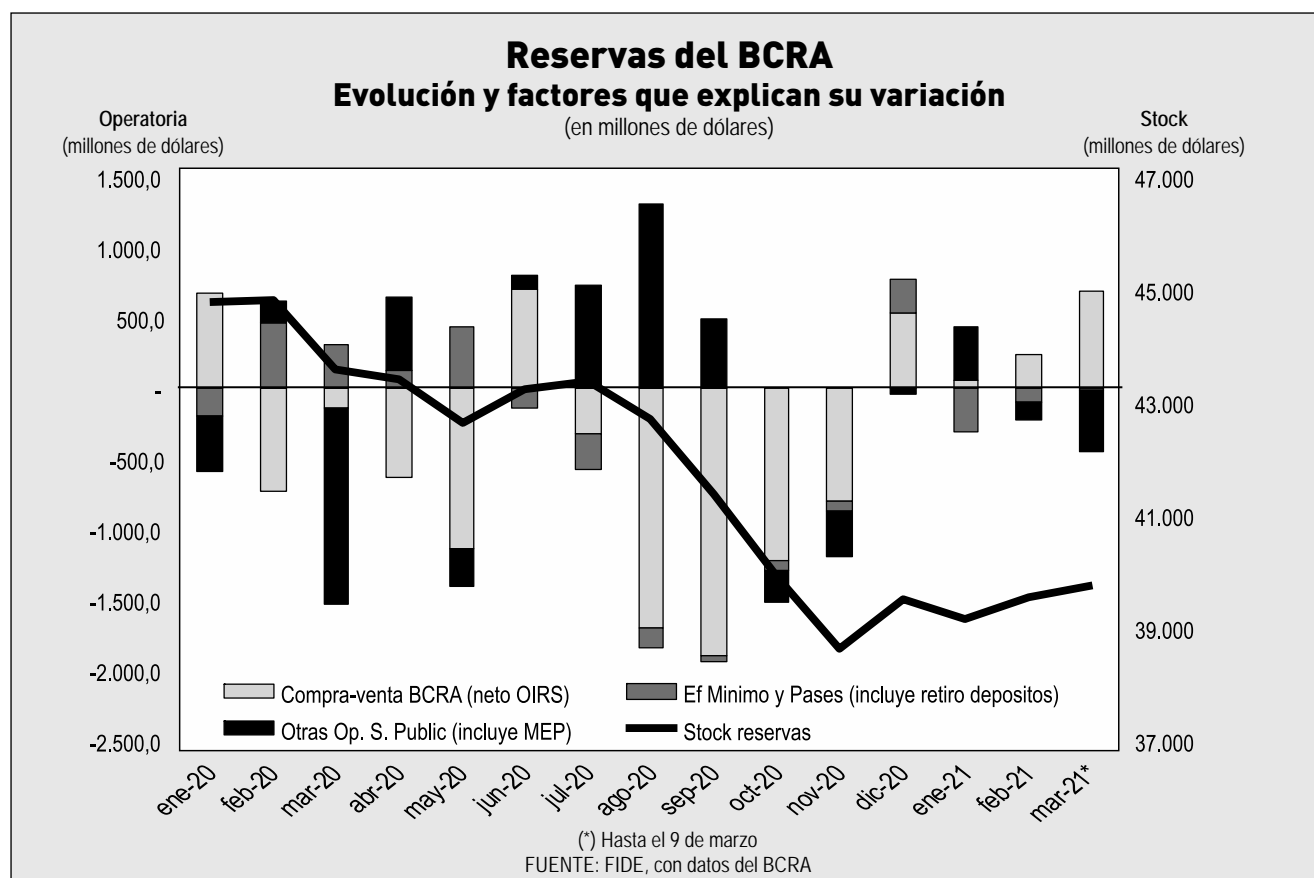
Según puede estimarse en base a las Declaraciones Juradas de Valor de Exportación (DJVE) del Ministerio de Agricultura en base al ritmo de la venta de granos oleaginosos y subproductos entre abril y junio del año pasado, estimamos que ingresarían en promedio entre 2.800 y 3.200 millones de dólares de exportaciones de granos y subproductos durante los meses de cosecha en 2021.

La tercera dimensión es financiera y se relaciona con los anuncios durante la reunión del G20 de ministros de Economía y presidentes de bancos centrales respecto a la posibilidad de ampliar el capital del FMI mediante una emisión de Derechos Especiales de Giro (DEG). En el próximo apartado daremos más precisiones sobre esto. Por lo pronto, tal posibilidad implicaría una inyección de liquidez inesperada de unos 3.300 millones de dólares, y virtualmente sin ningún requisito.

La importancia de acumular reservas

Sin detrimento de lo anterior, persiste un conjunto de limitantes que deben ser tenidas en cuenta en la presente coyuntura externa.

En primer término, aparece el efecto adverso que la suba de precios internacionales tiene sobre los precios domésticos. Esto también se conoce como el doble rol de los términos de intercambio. Mientras que por un lado el alza de precios de materias primas mejora las condiciones financieras externas al aportar más dólares mediante el canal exportador, por otro lado, en cambio, es un factor que presiona sobre la inflación.



Y si bien el principal componente de la ecuación inflacionaria es siempre el tipo de cambio, la suba de los precios de commodities se presenta como un shock exógeno, transmitido desde la economía internacional, en un contexto donde los costos son un factor adicional que acelera la elevada inflación inercial, poniendo más presión sobre la dinámica interna.

Un fenómeno similar se produjo en 2007, cuando el impulso favorable que registraron los precios internacionales terminó elevando la inflación. El piso de dos dígitos es el que nunca se pudo disminuir desde entonces.

En segundo término, la mejora de las condiciones internacionales y el ingreso de divisas de exportaciones no tuvo su correlato en un aumento equivalente en las reservas. Según datos de la operatoria diaria del BCRA, desde el mes de diciembre la autoridad monetaria mostró un marcado sesgo hacia la compra de divisas en el mercado oficial.

El Banco Central fue comprador neto de divisas (descontando el pago de vencimientos de organismos internacionales y FMI) en diciembre por 535 millones de dólares, en enero por 59 millones de dólares, en febrero de 235 millones y en marzo, hasta el 9, de 685 millones. Es decir, más de 1.500 millones en poco más de 4 meses.

Sin embargo, al observar el stock de reservas, las mismas permanecieron relativamente constantes. Entre diciembre y marzo, las reservas solo crecieron 246 millones de dólares. La diferencia es atribuible a dos dimensiones. Por un lado, la operatoria en la compra-venta de bonos por parte de la autoridad monetaria para la administración del dólar MEP. Por otro, la salida de inversores que ingresaron al país durante el proceso de "carry trade" y están pulseando por salir de títulos argentinos.

Estructura productivo-financiera desequilibrada y el tipo de cambio

Saliendo un poco de lo coyuntural, la cuestión de la brecha cambiaria nos remite a un problema conceptual sobre la cuestión de la vigencia de un único tipo de cambio para administrar el desequilibrio estructural y el peso de los flujos financieros en la economía argentina.

Por un lado, el uso de dólares para administrar la brecha es favorable, desde el punto de vista del ordenamiento

de las expectativas devaluatorias. De algún modo, la suba del dólar financiero refuerza una perspectiva sobre el desenvolvimiento del tipo de cambio oficial que, de ser muy exacerbado, podría resultar en algún tipo de profecía autocumplida sobre los actores de la economía real.

La especulación con la liquidación de exportaciones, el adelantamiento de importaciones, la compra de dólar ahorro, el adelantamiento de pagos de deuda en moneda extranjera, etc., son ejemplos de efectos contagio promovidos por los movimientos del dólar antes mencionados.

Por otro lado, la ampliación de la brecha cambiaria no tiene efecto directo que relacione al dólar financiero con la economía real. El dólar financiero resulta de transacciones en un mercado pequeño y marginal, en comparación con la operatoria de comercio exterior habitual.

La ampliación de la brecha cambiaria no tiene efecto directo que relacione al dólar financiero con la economía real. El dólar financiero resulta de transacciones en un mercado pequeño y marginal, en comparación con la operatoria de comercio exterior habitual.

Volviendo a lo conceptual, la elección de un único tipo de cambio para todas las transacciones reales y financieras no resulta deseable desde el objetivo de la gestión de la política económica. Analicemos estos elementos.

En primer lugar, tenemos la cuestión valor del dólar/rentabilidades sectoriales. El tipo de cambio es un precio relativo que ordena las rentabilidades sectoriales. El precio del dólar se define en un mercado de divisas donde la oferta viene dada por las exportaciones y los flujos financieros de deuda y la demanda se corresponde a un conjunto amplio de pagos comerciales como importaciones, remisión de utilidades, pagos de intereses de deuda y, dado el bi-monetarismo argentino, compra de dólares para ahorro.

Para operar a un nivel de rentabilidad compatible con el resto del mundo, el sector exportador puede trabajar con un tipo de cambio más apreciado, que abarate la importación de bienes finales. De no mediar la demanda industrial o intervención del Estado, el

dólar naturalmente va a tender a un valor apreciado, dada la elevada productividad del sector agropecuario pampeano.

Por el contrario, el sector industrial necesita un tipo de cambio elevado que abarate los insumos domésticos y otorgue cierta protección frente a la competencia internacional. Más si agregamos la capacidad de financiar la dolarización del ahorro doméstico.

El Estado logra compatibilizar ambos objetivos mediante la diferenciación cambiaria con instrumentos fiscales y monetarios. Entre los fiscales se encuentran impuestos a la importación, subsidios a las empresas industriales locales y reintegros de impuestos. Entre los monetarios, encontramos tasas de interés subsidiadas. Y si todo esto es insuficiente, suelen generarse procesos de diferenciación cambiaria que restrinjan el acceso al mercado oficial de divisas, privilegiando los dólares para la producción.

En segundo lugar, la economía argentina tiene una dinámica especial para las exportaciones, las importaciones y los flujos financieros. A medida que la economía crece, la demanda de dólares comerciales y financieros también lo hace. Por un lado, porque el crecimiento económico demanda insumos para poder

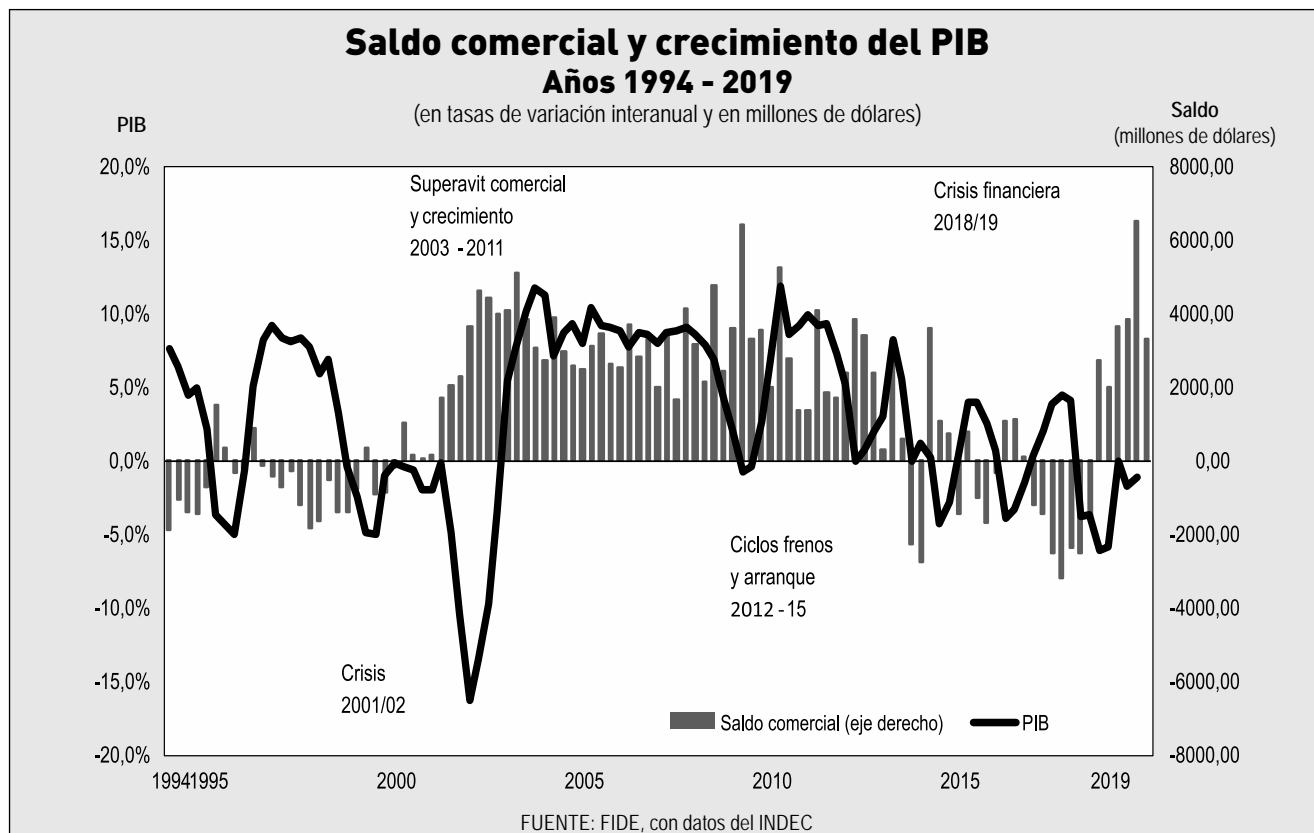
producir, maquinarias y bienes de consumo final que no se producen localmente. Por otro, la mejora de los ingresos también presiona sobre una forma de reciclaje del excedente relacionado con la compra de dólares, aumentando la demanda de flujos financieros egresantes. Además, podríamos sumar a este panorama los flujos derivados de los pagos de capital e intereses de la deuda externa. Sin embargo, las exportaciones están relativamente dadas en el corto plazo, estableciendo un techo a la disponibilidad de divisas para atender los múltiples usos.

Los desajustes entre oferta y demanda dan lugar a los tradicionales cuellos de botella externos que interrumpen el ciclo de acumulación.

En este sentido, dada la capacidad relativamente fija en el corto plazo que tiene la economía de proveer divisas, requiere administrar esta tensión con diversos instrumentos de política económica. La regulación cambiaria es sumamente relevante.

Emisión de DEG del FMI: ¿la negociación pasa a velocidad crucero?

En este marco, la última reunión de ministros de Econo-



mía y presidentes de Bancos Centrales de países que integran el G20 trajeron novedades tan inesperadas como favorables. Lo que parecía ser una reunión de rutina entre autoridades, terminó planteando la posibilidad de avanzar sobre una ampliación de capital dentro del FMI. Técnicamente esta política se conoce como una emisión de Derechos Especiales de Giro (DEG) proporcional al capital de los países miembro.

Los DEG son la moneda que, como institución financiera, emite el FMI y son un activo de reserva y circulación global equivalente al dólar. En términos prácticos, la ampliación del capital de DEG es una especie de refuerzo de liquidez para todos los países miembro sin contrapartida o requisito previo. Este tipo de política no tiene muchos antecedentes históricos; algo similar se hizo durante la crisis de 2009, cuando la Argentina recibió unos 2.700 millones de dólares. De cumplirse esta ampliación, nuestro país registraría un ingreso no menor de liquidez, de acuerdo a su cuota dentro del organismo, equivalente a 3.300 millones de dólares.

El tema de la emisión de DEG había surgido en distintos momentos desde el estallido de la pandemia de COVID-19 durante 2020, aunque fue descartado debido a la oposición de EE.UU. Sin embargo, el cambio de presidente en el país del Norte y la llegada de nuevas autoridades dieron vuelta esta posibilidad.

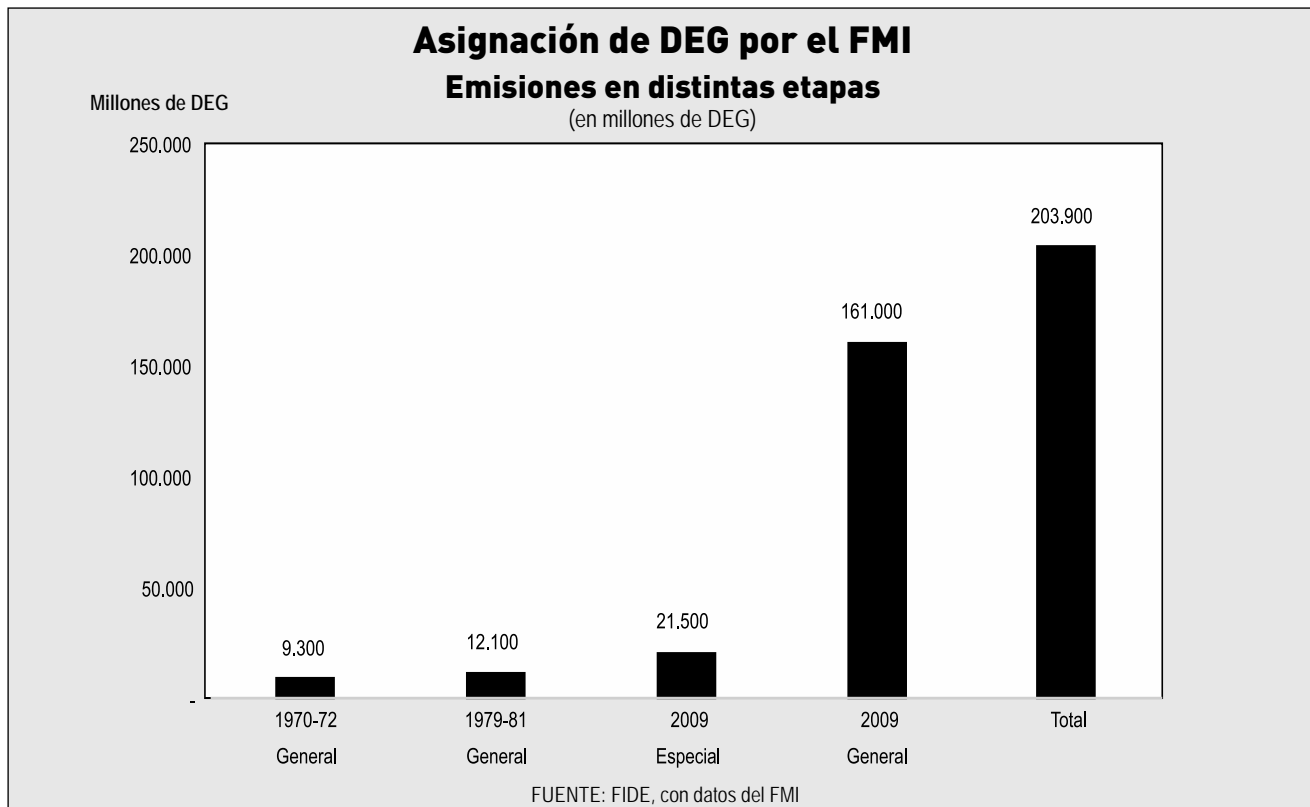
En su intervención en la Asamblea de ministros del G20, la secretaria del Tesoro estadounidense respaldó la ampliación de DEG, dando una virtual luz verde a la medida.

Hay que decir que, a excepción de los países pobres, para la mayoría de las naciones del mundo esta decisión no cambia significativamente la ecuación financiera o presupuestaria. El contexto de elevada liquidez global hace que los países emergentes no tengan problemas de acceso al financiamiento externo para refinanciar vencimientos de capital.

Sin embargo, en nuestro caso el ingreso de liquidez del FMI podría ser relevante para la negociación en curso con el FMI. Tres fechas resultan importantes para seguir de cerca.

En mayo vencen 2.130 millones de dólares por pagos de capital al Club de París, en septiembre vencen 1.825 con el FMI y en diciembre otros 1.825 millones con el mismo organismo.

Claro está que la economía no tiene márgenes para enfrentar esos vencimientos con recursos propios. Sin embargo, si incluimos la emisión de DEG en este calendario, aparecen unos grados de libertad adicionales que hasta el momento no se tenían, favoreciendo



la posición argentina de un acuerdo con menos condicionalidades.

Oficialmente, por ahora solo se conoce lo que sucedió en diciembre. En ese momento las autoridades argentinas solicitaron avanzar en la dirección de un Acuerdo de Facilidades Extendidas que permita prorrogar vencimientos en un plazo de 3 años, equivalente al obtenido con el sector privado, y plantear un esquema de devolución de capital de hasta 10 años.

En este sentido, y como analizamos en informes anteriores, creemos que la negociación con el FMI es un tema pendiente, pero no urgente. El nuevo Gobierno heredó una situación externa descontrolada, que pudo ser administrada con la vigencia de los controles cambiarios primero y, a pesar de la pandemia, ser parcialmente revertida con la reestructuración de deuda después.

En la opinión de los economistas de la city, existiría la necesidad de llegar a un rápido acuerdo como condición para la recuperación. A ello se le agrega la cuestión de la reducción de la brecha cambiaria.

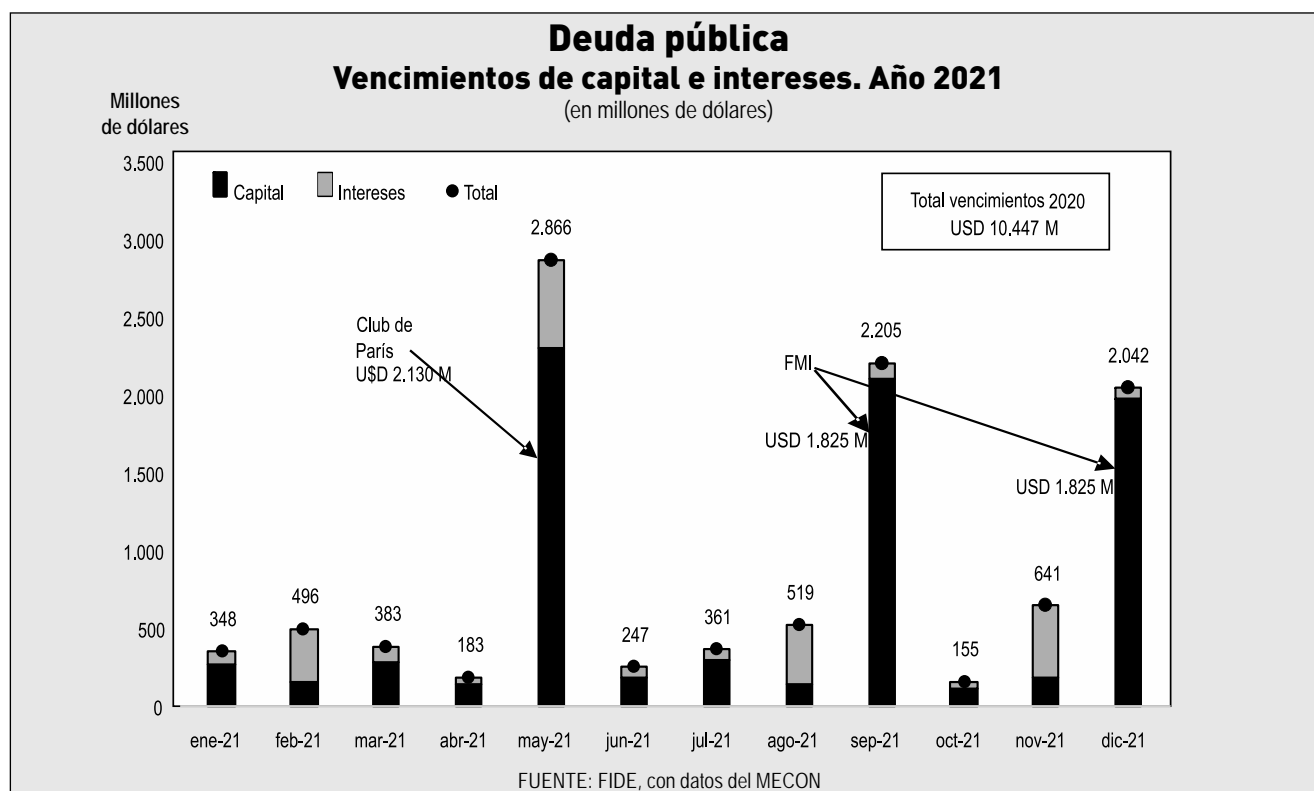
El mismo argumento había sido esgrimido en septiembre del año pasado, luego de cerrarse el acuerdo con bonistas privados, y se repitió durante la pandemia,

junto al pedido de conseguir un refuerzo de liquidez; caso contrario, habría un brusco salto devaluatorio y la recuperación no llegaría. Sin embargo, eso no sucedió.

Claro está que la situación del endeudamiento externo no estará resuelta hasta tanto se llegue a nuevo acuerdo con el FMI. Igualmente, evaluamos que un plazo mayor de negociación no modifica las previsiones proyectadas para este año de crecimiento, estabilidad cambiaria y baja de la inflación.

La negociación con el FMI es un tema pendiente, pero no urgente. El nuevo Gobierno heredó una situación externa descontrolada, que pudo ser administrada con la vigencia de los controles cambiarios primero y, a pesar de la pandemia, ser parcialmente revertida con la reestructuración de deuda después.

Más allá del formato elegido, sería deseable que el acuerdo tenga por objetivo lograr el mayor plazo de repago, con el menor conjunto de condicionamientos. Y, en ello, la letra chica será central. Incluyendo las mayores exigencias a la política económica que la solicitud de fondos frescos podría tener asociados.



La cuestión de la deuda externa ha sido un tema de fuerte gravitación en la agenda económica desde que asumió el nuevo Gobierno. Y si bien la cuestión estuvo mayoritariamente dominada por la deuda pública, producto del proceso de reestructuración llevado adelante durante 2020, la deuda privada no ha desaparecido.

El proceso de sobre-endeudamiento externo nacional 2016-17 tuvo un fuerte correlato en el sector privado. Según información del Bank for International Settlements, la deuda externa en dólares del sector privado no financiero creció de 7.760 millones de dólares en 2015 a 17.318 millones de dólares en 2018, lo que equivale a una emisión bruta de compromisos externos de 9.500 millones de dólares.

A diferencia del Estado nacional, que tiene la posibilidad de financiar parte de sus gastos con colocaciones intra-Estado, como los adelantos transitorios del BCRA, tanto el sector privado como las provincias deben acomodar sus necesidades de liquidez en una relación de conveniencia financiera comparando tasas de interés.

Es decir: frente a distintas alternativas de financiamiento, al momento de solicitar nuevo endeudamiento la regla financiera dice que hay que comparar la tasa de interés en moneda local versus la tasa de interés en dólares por la expectativa de devaluación. Y de las dos, optar por la menos costosa.

En un contexto de altas tasas de interés en pesos a causa de la vigencia de las metas de inflación y estabilidad cambiaria, el contexto macroeconómico configuró un régimen que hacía que para las empresas fuera financieramente más conveniente expandir el endeudamiento externo, en lugar de endeudarse en pesos en el mercado local, a pesar del riesgo cambiario que esta estrategia traía implícita. Sobre

todo, en aquellas empresas orientadas al mercado interno, como industriales proveedoras de alimentos o de servicios públicos, que tienen la totalidad de su facturación en moneda local.

Tras el estallido de la burbuja de las LEBAC y desatada la crisis cambiaria, el ciclo de endeudamiento externo terminó. Sin embargo, las deudas quedaron.

Un reciente informe del BCRA sobre los pasivos externos del sector privado brinda algunos datos interesantes para conocer la situación durante 2020. De hecho, presenta un conjunto de datos desconocidos hasta el momento, ya que luego de la crisis cambiaria de 2018 el BCRA había dejado de publicarlo.

En este sentido, uno de los puntos más complicados del impacto de la pandemia sobre la economía argentina ha sido la imposibilidad de acumular reservas, a pesar de la profunda recesión y el derrumbe de la demanda de importaciones. Por el contrario, la caída de más del 10% de la actividad en 2020, lejos de traer consigo un aumento de reservas, terminó generando una pérdida en el stock de reservas del orden de los 4.600 millones de dólares entre julio y diciembre.

El informe del BCRA muestra como uno de los componentes más importantes de la merma de reservas de 2020 a movimientos financieros por deuda externa comercial y financiera de empresas relacionadas con el comercio exterior. Una parte importante de estos compromisos habían sido asumidos en el período 2016-18, donde se registró el boom de endeudamiento externo al que antes hacíamos referencia.

Entre el primer y tercer trimestre de 2020 se registraron pagos netos de deuda por un total de 4.880 millones de dólares. Al desagregar por tipo de operación, se observa que, de ese total, 3.500 millones de dólares correspondieron a deuda comercial de exportadores

(prefinanciaciones con el exterior), 842 millones de dólares a deuda comercial de importadores y 1.100 millones a deuda financiera (especialmente préstamos con el exterior).

Es decir, los pagos de deuda de exportadores representaron un 77% del total de todos los pagos de deuda del período. Al analizar los sectores productivos, se observa que las empresas agroexportadores registraron pagos equivalentes al 44% del total de las cancelaciones de deuda de exportadores, las empresas mineras del 12% y las petroleras del 11%.

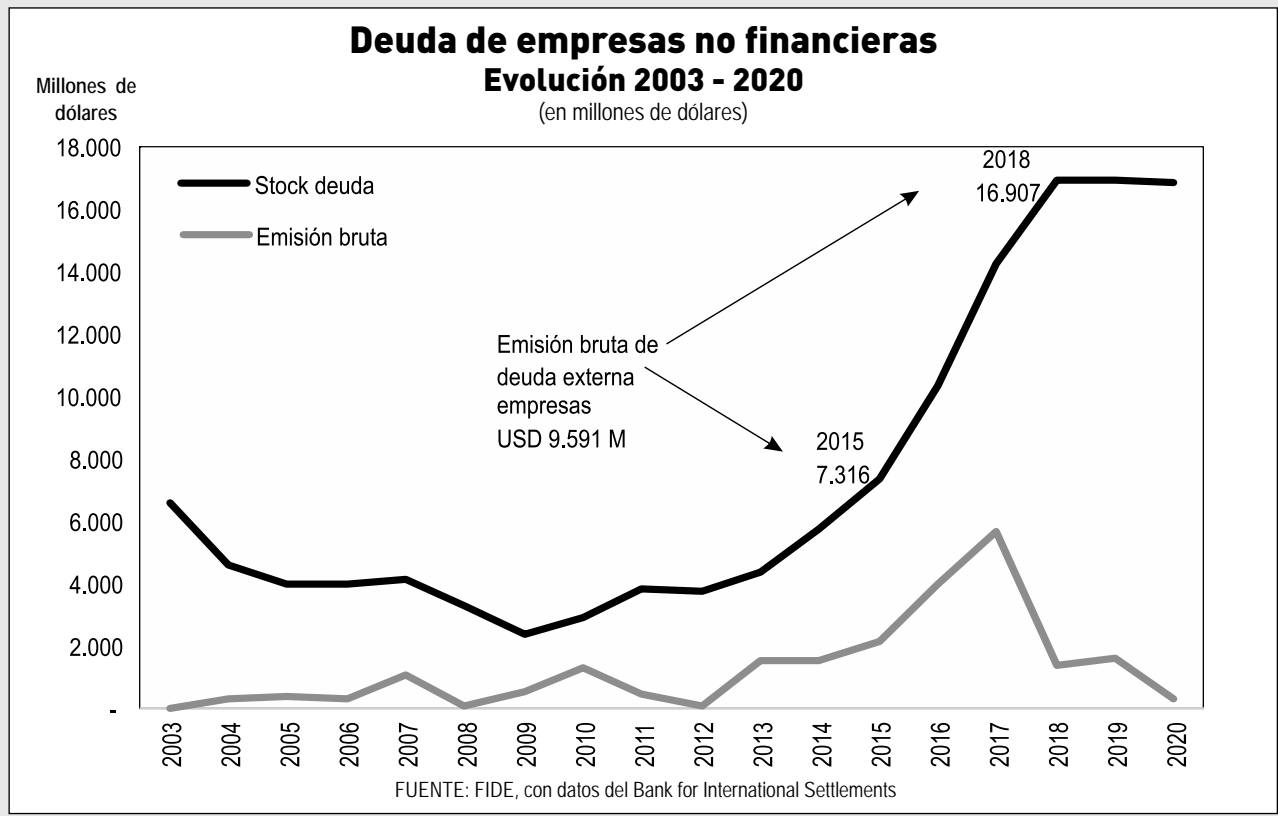
Aunque la cancelación de deuda suena algo lógico, al tratarse de una práctica comercial usual por la cual la deuda tiene que devolverse en algún momento, muchos de estos compromisos corresponden a capital de trabajo y suelen renovarse automáticamente con suma facilidad. El caso paradigmático de este tipo de deuda es la de pasivos entre empresas del mismo grupo económico.

Al desagregar por tipo de acreedor, se observa que los principales pagos correspondieron a deuda con bancos (66% de total), empresas del mismo grupo (15% del

total), socios comerciales (13% del total) y, finalmente, títulos en mercado de capitales (8% del total). Esto no es un dato menor, pues el 82% del total de la deuda externa privada no se corresponde directamente con la situación de los mercados financieros internacionales. Es decir, no está atada al llamado "riesgo argentino", sino al ciclo de negocios local y a la relación de las empresas con sus casas matrices o bancos de crédito.

Y aunque nadie desconoce que el tema de la deuda tendrá un peso significativo durante los años que siguen, la situación no es tan crítica como se intentó instalar. En el caso de la deuda financiera, por un lado, el 52% del total de vencimientos cae después de 2023. Por otro lado, el 40% corresponde a la empresa estatal YPF.

En este sentido, la reciente reestructuración de deuda de la petrolera estatal ha implicado una modificación favorable para este panorama. Según informó la empresa, YPF alcanzó un nivel de aceptación para canjear el bono corto del 60% y de la totalidad de bonos cercanos al 32%, resultando en la emisión de nuevos títulos al 2026, 2029 y 2033 por aproximadamente 2.100 millones de dólares.



Panorama productivo de la recuperación

La base está

La actividad económica continúa recortando caídas, en un sendero de rebote que busca transformarse en una recuperación. Para el cierre de 2020 diversas áreas de la producción y el consumo muestran signos de recomposición de la actividad algo mejores que las proyecciones oficiales de hace unos meses.

2020 ha sido un año muy difícil. Según información del Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) publicado por el INDEC, la producción cayó ese año algo más del 10%, haciendo que el impacto de la pandemia tenga un efecto adverso sobre la actividad solo comparable con la crisis de 2001/02. Sin embargo, el sendero de recuperación ha implicado un recorte significativo en las caídas registradas durante los peores meses de la cuarentena, de abril a septiembre 2020. Según el indicador antes citado, diciembre registró una caída interanual del 2,2%, la menor desde el comienzo de la pandemia.

Al considerar indicadores sobre utilización de capacidad, producción industrial y actividad de la construcción para los meses más recientes, se observa un nivel de actividad que en todos los casos supera el piso de actividad de la pre-pandemia. Todo indica que en los meses siguientes estas tendencias se profundizarán.

Con la ampliación del plan de vacunación y la expectativa de atravesar la segunda ola sin tener que recurrir a nuevas medidas de restricción, creemos que existe un conjunto de condiciones, tanto domésticas como internacionales, para que la economía transite en 2021 un sendero de recuperación marcado por la estabilidad cambiaria, la desinflación, la recomposición salarial y la mejora progresiva en el empleo y en la situación social.

Un panorama internacional heterogéneo que favorece a los socios de la Argentina

La economía de los países centrales aún no logra recuperarse de los efectos más adversos de la pandemia. En el caso de Europa, el indicador mensual de actividad de la producción manufacturera cayó un 0,2% en diciembre con respecto al mismo mes de 2019. En la comparación con la situación pre pandemia, la industria se encuentra en un nivel levemente por debajo del nivel de producción de diciembre 2019. La construcción y el consumo, por su parte, también se deterioraron luego del repunte parcial de agosto, con caídas anuales en torno al 1% en noviembre.

Algo similar sucede en los EE.UU. La industria tampoco llegó a recuperar los niveles de producción y empleo pre-pandemia. La producción industrial registró caídas en enero de 2021 del 1,3% respecto a enero de 2019. Los niveles de producción están casi un 2% por debajo de la situación pre-pandemia. El empleo registrado, que marcaba una tendencia alcista luego del fuerte impacto de abril, permaneció estancado. En el mes de enero las nóminas de trabajadores crecieron solo en 379 mil trabajadores sobre los registros del mes anterior, y en 8 millones de trabajadores menos respecto al comienzo de la pandemia.

Por otro lado, la trayectoria de recuperación es bien distinta para las economías china y brasileña. Con sus particularidades, ambos países han tenido un desempeño notablemente mejor que el de las potencias desarrolladas para la última mitad del 2020.

Existe un conjunto de condiciones, tanto domésticas como internacionales, para que la economía transite en 2021 un sendero de recuperación marcado por la estabilidad cambiaria, la desinflación, la recomposición salarial y la mejora progresiva en el empleo y en la situación social.

En cuanto a China, el país asiático parece haber dejado atrás todos los efectos de la pandemia. No solo los niveles de actividad se han recompuesto a niveles previos a diciembre de 2019, sino que las tasas de crecimiento avanzan de manera acelerada desde hace siete meses.

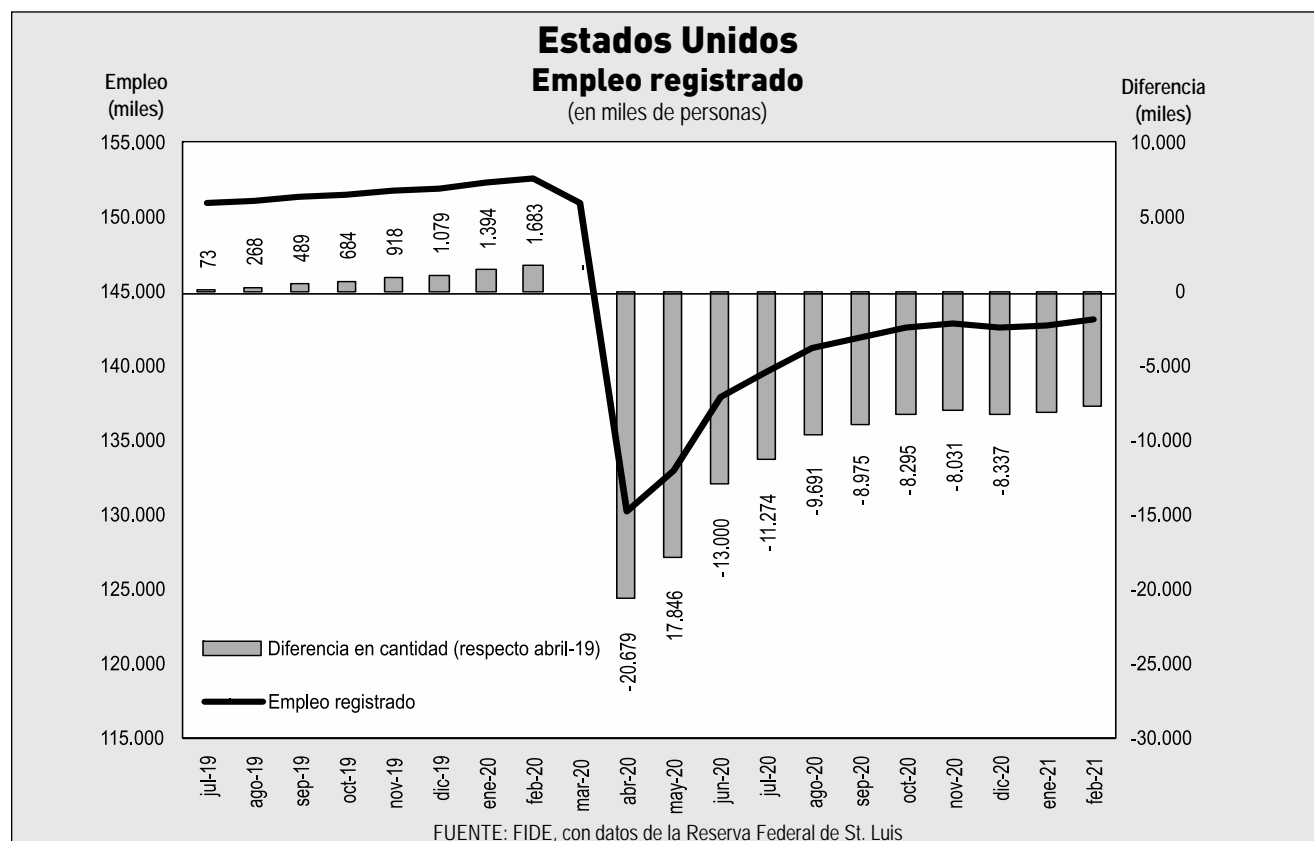
Durante diciembre, y según consignó la Oficina Nacional de Estadísticas de China, la industria creció un 7,3% respecto a diciembre de 2019, en tanto que el consumo lo hizo un 4,9% para el mismo período. El hecho de haber

evitado el impacto de la segunda ola de contagios le valió a China el mejor desempeño económico mundial de todo 2020. Es que, según datos oficiales, el PIB chino cerró 2020 con un incremento del 2,3%, siendo el único país en el mundo que creció ese año, situación que venía siendo advertida por diversos organismos internacionales desde hacía varios meses.

La economía brasileña, por su parte, continúa recuperándose del impacto más fuerte, registrado en el mes de marzo, acumulando para enero 4 meses consecutivos de crecimiento interanual.

En el primer mes de 2021 la industria brasileña mostró un crecimiento anual del 4,6% respecto a enero de 2020, la construcción un 11,4% y el consumo un 1,2%, para el mismo período. En el caso particular de la industria, el crecimiento viene impulsado por la mayor producción de bienes de capital (+12,8% i.a.), bienes intermedios (+3,6% i.a.) y bienes de consumo durables (+2,7% i.a.). En todos los sectores, los niveles de actividad ya se ubican por encima de los niveles pre-pandemia. En especial en la construcción, en donde la actividad supera en 20 puntos los niveles pre-pandemia.

Desde la perspectiva de la economía argentina, este



comportamiento diferencial registrado por las economías china y brasileña resulta ser extremadamente favorable para la dinámica económica nacional. Principalmente en el caso de Brasil, dado el estrecho vínculo que existe en el ciclo económico industrial de ambos países.

Las fuentes de la recuperación

En el plano nacional, durante las primeras semanas de enero y en el contexto del comienzo de la temporada de verano, se registró un alza en la curva de contagios en el AMBA que trajo consigo un análisis específico por parte de las autoridades respecto de si debían o no tomarse nuevas medidas que redujeran la circulación de personas, frente al riesgo de una disparada de casos.

Afortunadamente, la situación evolucionó de manera favorable sin necesidad de implementar mayores restricciones. Sin embargo, como advertíamos, el escenario es muy dinámico y la evolución de la curva de contagios es el principal semáforo amarillo de incertidumbre respecto a los siguientes meses.

El crecimiento registrado para diciembre sitúa a la economía en un ritmo de actividad más elevado que el proyectado unos meses atrás. Esta mayor velocidad

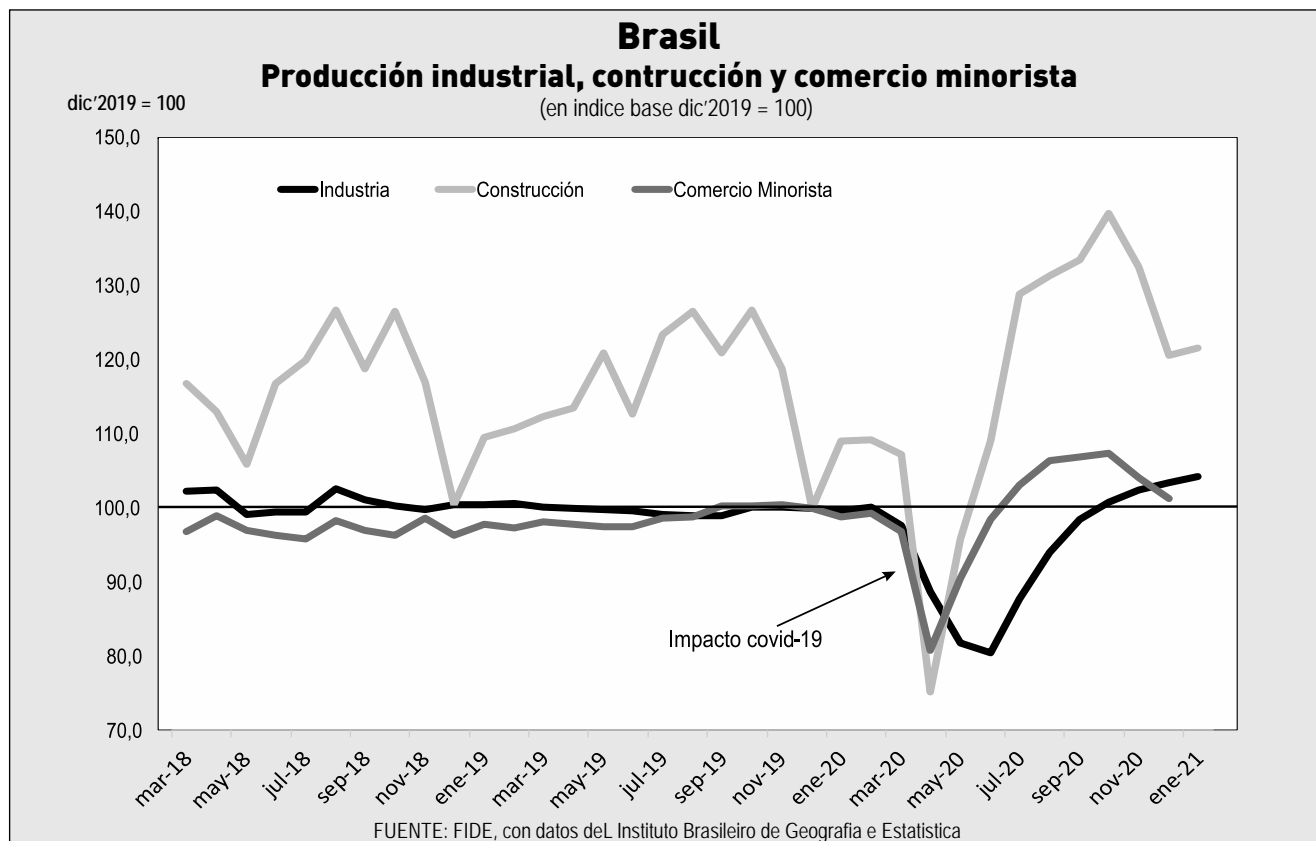
de la recuperación se observó en los indicadores de actividad económica mensual (EMAE) relevados por el INDEC para el mes de diciembre de 2020. Tan es así que 2020 cerró con una caída en la actividad económica del 10%, algo por debajo del 12,5% proyectado por el Gobierno nacional en el mes de octubre (ver grisado sobre actividad económica 2020, en página 21).

Los sectores más dinámicos que vienen liderando el rebote continúan siendo la industria y la construcción.

En el caso particular del sector industrial, el Indicador Mensual de Producción Industrial relevado por INDEC registró para enero 2021 un crecimiento del 4,5%, consolidando así el número positivo registrado en septiembre.

En el desagregado sectorial se registró crecimiento interanual en 9 de los 16 bloques industriales. Entre los de mayor incremento se destaca la producción de maquinaria y equipos (+30,9 i.a.), minerales no metálicos –como cementos– (15,3% i.a.), vehículos automotores (+15,3 i.a.) y alimentos y bebidas (+4,3% i.a.) –azúcar y productos de confitería (+18,6 i.a.), vino (+10,5 i.a.) y aguas y gaseosas (+9,7% i.a.)–.

Respecto al sector metalmeccánico en particular, y según



los datos de la Asociación de Industriales Metalúrgicos de la República Argentina (ADIMRA), la rama muestra un crecimiento interanual del 2,6% en diciembre, con aumentos en la mayoría de los sectores para el cierre de 2020. Entre los más dinámicos se encuentra maquinaria agrícola (+26,4% i.a.), agroindustrias (+9,4% i.a.) e insumos metálicos para la construcción (+5,2 % i.a.).

Los sectores más dinámicos que vienen liderando el rebote continúan siendo la industria y la construcción.

Muestra de estas señales positivas hacia la recuperación se reflejan en el mayor grado de utilización de la capacidad instalada industrial. De acuerdo al relevamiento del INDEC para el mes de diciembre de 2020, el uso de la capacidad productiva fue del 58%. Para el promedio del último trimestre, implica un valor máximo en los últimos 2 años. Y si bien aún se encuentra lejos de los valores de 2015, es una señal positiva, considerando el contexto delicado en el cual ha transcurrido todo 2020 y el descalabro financiero heredado del gobierno anterior.

La información de las cámaras sectoriales permite

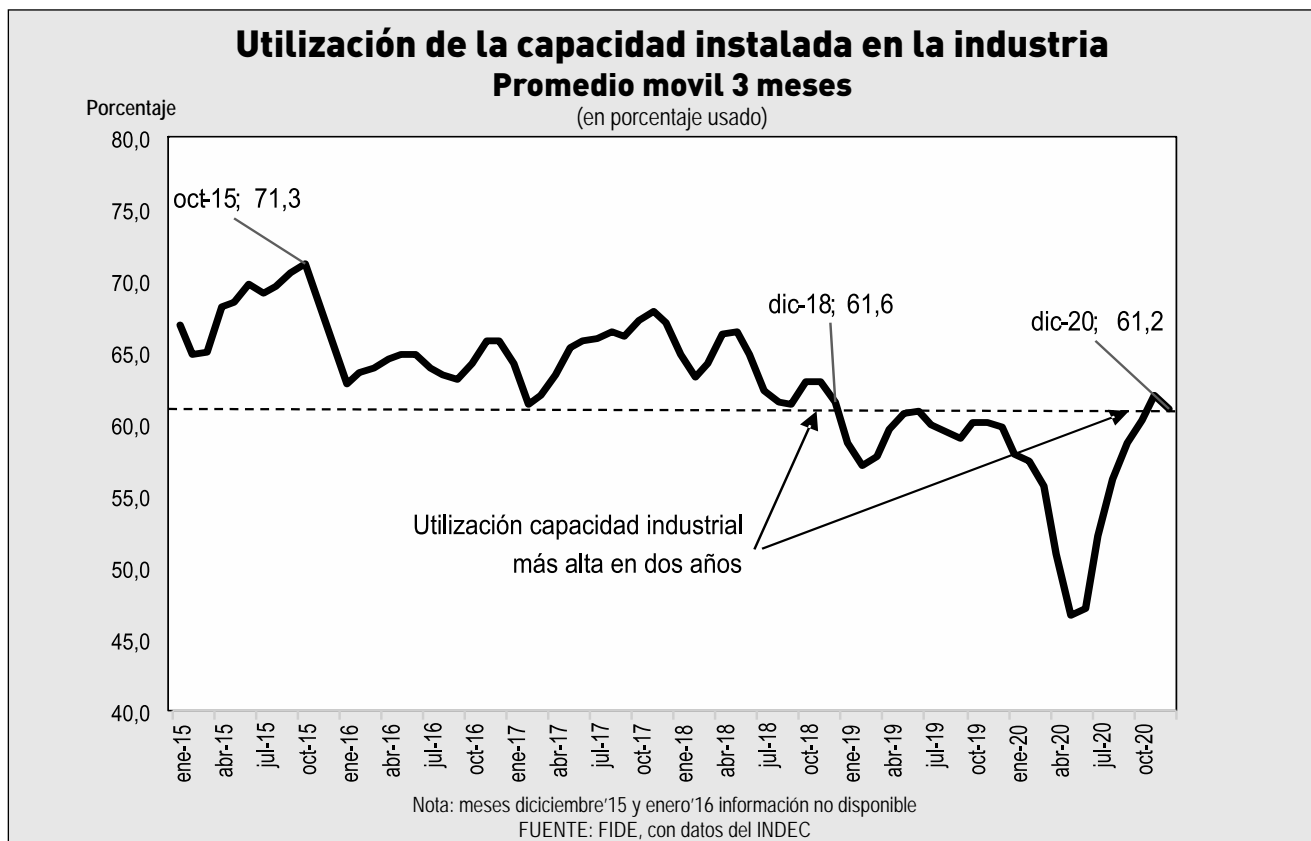
prever que el rebote de la actividad se afianza para los meses que siguen.

Por su parte, según reporta la Cámara Argentina del Acero (CAA), la producción siderúrgica en enero de 2021 alcanzó mejoras interanuales en todos sus subproductos. Según las estadísticas informadas, la producción de hierro primario creció un 16,7%, el acero crudo creció un 24,3% y los laminados un 34% respecto al mismo mes de 2020.

En cuanto a la construcción, según los datos de la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP) los despachos de cemento en enero de 2021 son un 107% mayores que en el mismo mes de 2020. Con este dato, los despachos de cemento registran el cuarto mes consecutivo de crecimiento.

En el detalle de la actividad, se observa que la construcción pública ya se puso en movimiento. Según estadísticas de ejecución presupuestaria, los gastos de capital crecieron en enero de 2021 en el orden del 200% respecto al mismo mes del año anterior, con mejor desempeño en energía y agua y alcantarillado.

Y si bien la comparación interanual está sesgada por el efecto del cambio del gobierno y la pandemia, el



nivel de ejecución es relativamente elevado, incluyendo la comparación con los años recientes. Medido en términos reales, el nivel de ejecución de la obra pública es equivalente al promedio de 2019.

Ya para febrero, y a modo de anticipo, la actividad económica continuó creciendo. El indicador de consumo eléctrico medido para grandes empresas (sin ALUAR) de CAMMESA continúa la tendencia al aumento de la demanda de energía industrial, con una mejora del 2,5% respecto del mismo mes del año anterior.

La recaudación del IVA-DGI reportada por AFIP para el mes de febrero de 2021, un indicador muy utilizado para medir la dinámica anticipada de la actividad vinculada al mercado interno, registró un crecimiento real del 8,6%. Esta suba implica el segundo mes con crecimiento anual positivo y un fuerte recorte respecto a la caída de más de 30 puntos de mayo de 2020.

Como contrapeso de esto, hay algunos rubros que todavía no logran recuperarse. Y si bien la apertura de nuevas actividades y la buena temporada tuvieron efectos positivos en el consumo, grandes espacios de consumo masivo se encuentran en terreno negativo. En especial, aquellos rubros ligados a lugares de elevada concentración de personas, como son centros comerciales, actividades culturales y recreativas, gastronomía y turismo, que siguen con niveles de demanda muy bajos. Claro ejemplo es el Centro de la Ciudad de Buenos Aires, con la ausencia de turismo internacional.

En terreno positivo se encuentra, en cambio, el consumo en supermercados. Este fue el menos afectado durante toda la pandemia. Según el INDEC, en diciembre de 2020 las ventas constantes en supermercados mostraron un crecimiento del 2,6% respecto al mismo mes de 2019.

En terreno negativo encontramos un grupo de indicadores de consumo que, aún recortando las caídas, merecen ser seguidos de cerca para ver su evolución y poder identificar su reversión a terreno positivo.

Según información del CEP XXI del Ministerio de la Producción sobre datos desagregados de facturación real, el 30% de 771 actividades registraron caídas anuales que se profundizaron entre octubre y noviembre de 2020. La mayoría de ellas corresponde a turismo, gastronomía y recreación y cultura, como por ejemplo cines y teatros, con caídas en la facturación superior al 80%.

La información de las cámaras sectoriales permite prever que el rebote de la actividad se afianza para los meses que siguen.

Por el lado del trabajo registrado, y según el informe de “Panorama Mensual del Trabajo registrado” del Ministerio de Trabajo para diciembre de 2020, todavía existe un 44% de trabajadores que, habiendo sido suspendidos en abril 2020, aún no han vuelto a cumplir sus tareas de manera

Monitor de actividad económica

Indicador	Ultimo mes		Piso de actividad	
	Mes	Var % anual	Mes	Var % anual
Ventas en centros de compras (\$ constantes)	dic'20	-32,7%	abr'20	-98,2%
Ventas en supermercados (\$ constantes)	dic'20	2,6%	abr'20	0,2%
EMAE	dic'20	-2,2%	abr'20	-26,4%
Empleo registrado sector privado (Minist.Trabajo)	dic'20	-2,0%	ene'20	-0,5%
IPI (INDEC)	dic'20	4,9%	abr'20	-33,5%
Indice de actividad industrial (CEPXXI)	ene'21	7,9%	Abr'20	-33,7%
Indice de actividad de empresas de la construcción (CONSTRUYA)	ene'21	24,0%	may'20	-34,0%
Produccion hierro primario (CAA)	ene'21	16,7%	abr'20	-56,0%
Indice de producción industrial (FIEL)	ene'21	2,5%	abr'20	-30,2%
Ventas minoristas (CAME)	ene'21	-5,8%	abr'20	-57,6%
Producción de automóviles	feb'21	-16,5%	abr'20	-99,0%
Tributario (real) (AFIP)	feb'21	11,2%	may'20	-39,9%
IVA DGI (real) (AFIP)	feb'21	8,6%	may'20	-30,6%
Despachos de cemento (AFCP)	feb'21	18,0%	abr'20	-55,2%
Consumo de energía industrial (excl. ALUAR) (CAMMESA)	feb'21	2,5%	abr'20	-30,8%

FUENTE: FIDE con datos de estadísticas oficiales y sectoriales

plena. Esto equivale a 337 mil trabajadores registrados, de los 775 mil suspendidos en abril.

Existe un 44% de trabajadores que, habiendo sido suspendidos en abril 2020, aún no han vuelto a cumplir sus tareas de manera plena.

El consumo en centros de compras y el minorista tampoco logran afianzarse en terreno positivo: los Centros Comerciales y Shoppings vieron disminuida en un -32,7% su facturación real. Y si bien recortan 66 puntos en el caso de los centros de compras, aún no logran recuperarse. En cuanto al consumo minorista, y según las estadísticas de CAME, las ventas registraron una caída del 5,8%. Y si bien en este caso también se registra un recorte permanente desde la caída del 60% del mes de abril, la comparación interanual implica menores ventas. Las bajas más elevadas se encuentran en calzados y marroquinería (-11,7%) y las más leves en alimentos y bebidas (-2,1%).

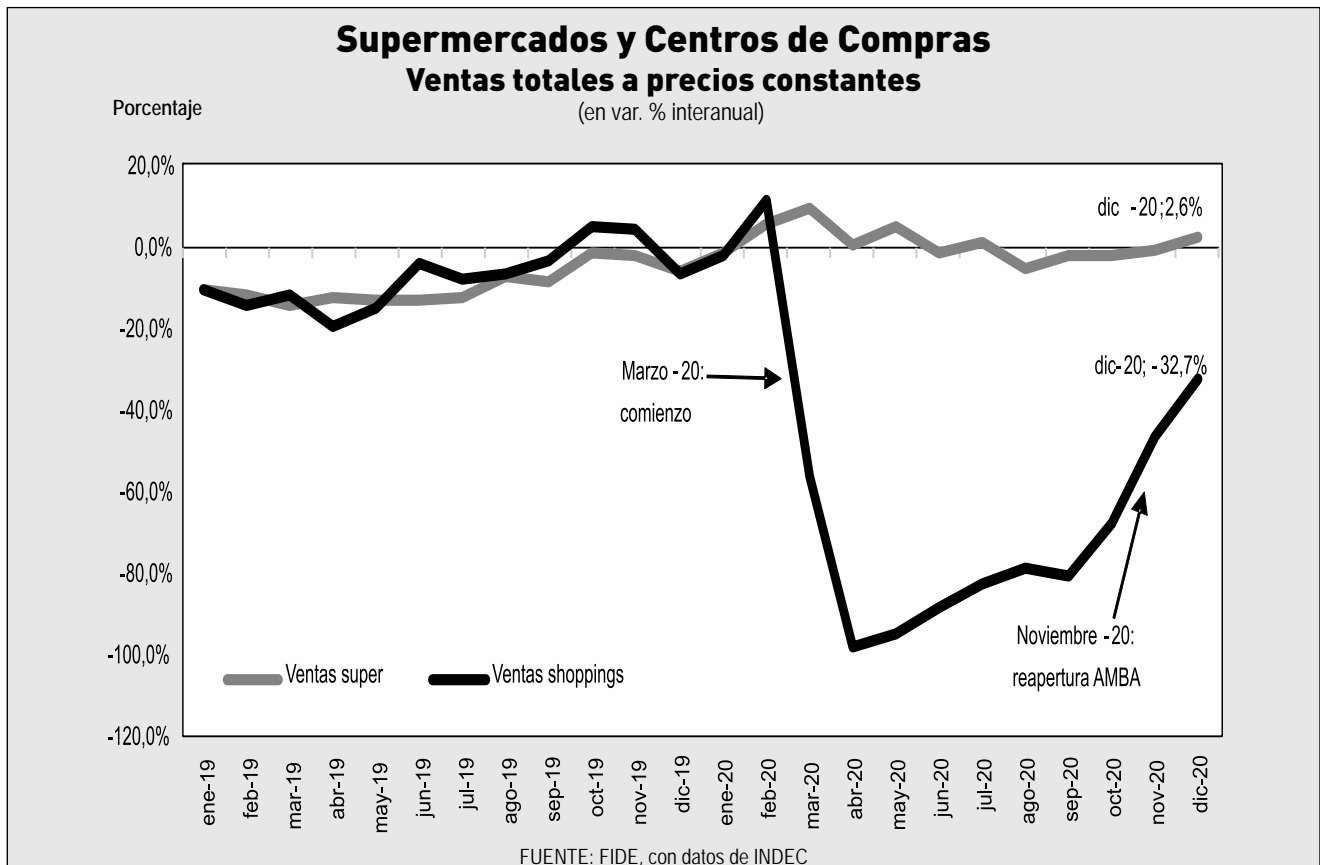
Hacia adelante, se debe advertir que en los meses siguientes se ingresará en una etapa marcada por

el efecto estadístico de la comparación anual con el período de cuarentena más estricta. Producto de ello, las estadísticas interanuales darán tasas muy elevadas. Durante estos meses, el punto central no serán las tasas de crecimiento, sino los niveles de actividad.

Del rebote al crecimiento

Considerando lo anterior, en los próximos meses se ingresa en una etapa clave. Para que el rebote de la economía real se transforme en una fase sostenida de crecimiento, es necesario que la demanda agregada se vea fortalecida en todos sus componentes. Y en ese sentido, el rol de la política fiscal es central.

Como dimensión positiva, la hoja de ruta que brinda el Presupuesto Nacional indica que el gasto público mantendrá un sesgo muy expansivo, particularmente en la inversión en infraestructura. Por su parte, hay planteadas un conjunto de iniciativas legislativas dirigidas a promover determinados sectores [industria del conocimiento, construcción y agroindustria, entre otros] orientados a estimular la inversión, las exportaciones y la diversificación productiva. La decisión del oficialismo de avanzar en un fuerte aumento del mínimo no imponible



del impuesto a las ganancias de trabajadores y jubilados, tendrá impactos sensibles en el ingreso disponible, fortaleciendo el consumo.

La otra dimensión es la recuperación del salario. Y si bien el arranque del año ha mostrado una dinámica de precios más elevada que la esperada por el Gobierno para el comienzo de 2021, se espera que los salarios reales crezcan para apuntalar la recuperación.

Es importante destacar la relevancia del salario como un componente de la demanda y no como un simple costo productivo. En caso contrario, es muy difícil entender lo sucedido durante los últimos años en la economía argentina. No solo porque el consumo privado representa el 60% del total de lo que ocurre con la actividad económica cada año en nuestro país, sino porque la evidencia histórica muestra que cada ciclo de expansión estuvo estrechamente vinculado a lo que ocurrió con el salario real.

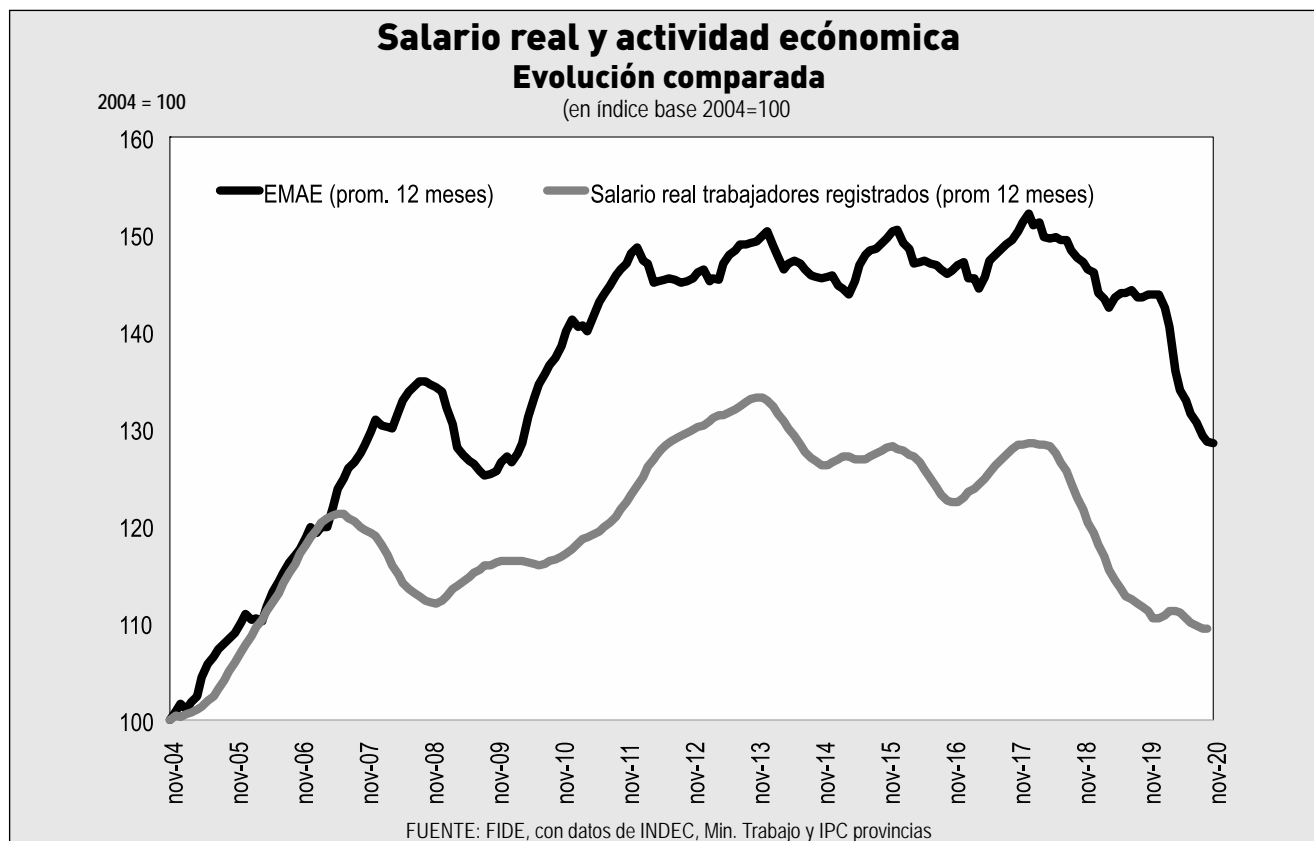
A modo de ejemplo, el período que se inicia en 2003 abre un largo proceso de recomposición del salario real, que llegó a su máximo a fines de 2012. A partir de allí, y con la acentuación de la restricción externa primero y la crisis cambiaria después, la economía argentina experimentó una serie de pequeñas ondulaciones en

donde, en cada fase expansiva, la economía estuvo acompañada por la necesaria recomposición del salario real. Incluso en el corto período de crecimiento entre marzo de 2017 y marzo de 2018 el salario real aumentó, a la par que la economía crecía.

Es decir: no es posible iniciar un ciclo de expansión de la actividad económica, incluso en el corto plazo, si no es de la mano de la demanda de infraestructura del sector público y una recomposición del salario real.

A la par de la recuperación, serán necesarias políticas productivas y financieras que busquen hacer frente al cuello de botella externo que, en los años recientes, ha frustrado la posibilidad de sostener un proceso de crecimiento continuo.

En el mediano plazo, la agenda pendiente continúa siendo la estructural. A la par de la recuperación, serán necesarias políticas productivas y financieras que busquen hacer frente al cuello de botella externo que, en los años recientes, ha frustrado la posibilidad de sostener un proceso de crecimiento continuo.



La actividad económica cerró 2020 con una caída del 10,1%

En las últimas semanas el INDEC publicó los datos de actividad económica mensual (EMAE) para diciembre 2020. Y si bien la forma más certera de desempeño económico viene medida por el PIB, el cual se publicará recién en algunas semanas, el EMAE permite conocer a modo de anticipo lo sucedido.

Según pudo observarse, la variación acumulada anual del EMAE para el período enero-diciembre 2020 fue de una caída del 10,1%. Al ver el detalle por sectores, todas las ramas presentaron una baja respecto de 2019, con excepción de intermediación financiera (+2%) y electricidad gas y agua (+0,8%). Entre los más golpeados en el acumulado anual se encuentran aquéllos relacionados al turismo (hoteles y restaurantes -48,6%), los servicios comunitarios, sociales y personales (-37,7%), la construcción (-26,2%), pesca (-19,3%) y transporte y comunicaciones (-17,2%). Asimismo, si se observa las variaciones mensuales por sector, ya para diciembre 11 de los 16 rubros que releva el EMAE mejoraron en relación con el mes anterior. Por otra parte, 6 de estos sectores se encuentran mejor que el mismo mes de 2019. Destacan en la variación inte-

ranual: intermediación financiera (+11,3% i.a.), comercio (+10,7% i.a.), industria manufacturera (+4,5% i.a.) y construcción (+6,3% i.a.). Tal magnitud de caída en la actividad hace que no existan muchos antecedentes históricos de una baja tan profunda del PIB, tratándose de una crisis récord, las más profunda desde el año 2001/02 y una de las peores que se haya registrado en toda la historia argentina. Igualmente, y como aspecto positivo, la caída fue menor al 12,5% proyectado inicialmente por el Gobierno y por muchos analistas. Ello se debió a lo sucedido en los últimos meses, tras la apertura de más actividades.

El patrón de recuperación ha sido veloz. El levantamiento de las restricciones que condicionaban fuertemente el normal desenvolvimiento de la actividad desde la oferta permitió que la economía respondiera rápidamente. En ello también se destaca el paquete de estímulos del sector público, como fueron los planes de ayuda social, productiva y laboral, que lograron contener la caída de los ingresos y la destrucción de la riqueza, y brindar un escenario apto para la recuperación. El paquete fiscal y monetario de estímulo para enfrentar el COVID fue de 6 puntos del PIB.

Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) Índice y variación porcentual

	Índice (2004=100)	Var % mes anterior	Var % mismo mes año anter.	Var % acum.12 meses
Nivel general	132,4	-0,5%	-2,2%	-10,1%
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	95,1	5,6%	-3,6%	-6,8%
Pesca	102,1	16,0%	6,5%	-19,3%
Explotación de minas y canteras	80,2	4,8%	-9,2%	-10,6%
Industria manufacturera	119,1	-4,0%	4,5%	-7,8%
Electricidad, gas y agua	149,4	8,2%	2,7%	0,8%
Construcción	129,1	1,4%	6,3%	-26,2%
Comercio	140,9	-5,2%	10,7%	-5,2%
Hoteles y restaurantes	92,9	14,6%	-47,1%	-48,6%
Transporte y comunicaciones	149,7	-1,8%	-19,2%	-17,2%
Interm. Financiera	189,6	5,1%	11,3%	2,0%
Act. Inmobiliarias y otras	144,4	3,0%	-0,7%	-6,0%
Adm. Pública y otras	143,2	0,0%	-7,8%	-7,5%
Enseñanza	158,6	0,4%	-3,5%	-5,0%
Servicios sociales y salud	166,4	-3,9%	-1,7%	-9,7%
Servicios comunit., sociales y person. y otros	120,1	6,9%	-14,7%	-37,7%
Impuestos netos de subsidios	142,1	-1,5%	-4,2%	-10,5%

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC

Inflación y desinflación

Un arranque de año movido

El año 2021 arranca con una dinámica de precios más elevada que la registrada en promedio para 2020. Tal cosa ha abierto el debate respecto a las consecuencias que este mayor movimiento de precios puede tener sobre la trayectoria desinflacionaria y la recuperación que proyecta el Gobierno para este año.

Igualmente, hay varios puntos a considerar. Por un lado, y como dimensión positiva, se observa que la inflación para el cierre de 2020 fue menor que la del año anterior. En la comparación punta a punta, el aumento de precios disminuyó del 52,9% punta a punta, para diciembre 2019, al 34% punta a punta para diciembre de 2020.

Parte de la explicación tiene que ver con la vigencia de controles cambiarios que lograron estabilizar la situación, conducir ordenadamente la dinámica nominal de la economía a pesar del fuerte impacto de la pandemia.

Por otro lado, y como dimensión negativa, la inflación continúa en valores altos. Durante 2020 no solo no se logró perforar el piso inercial de inflación anual en torno al 35% heredado del gobierno anterior, sino que, además, en los primeros meses de 2021 los precios han registrado una aceleración.

En febrero de 2021 el Índice de Precios al Consumidor relevado por INDEC registró una suba del 3,6% respecto a enero. Entre los principales aumentos, se destacan los aumentos en alimentos –con un 4,0%–, restaurant y hoteles –con un 5,4%– y transporte –con un 4,8%–. Y si bien se espera que esta tendencia se modere parcialmente en marzo, el pulso continuará alto. Estimaciones de precios de alta frecuencia en supermercados relevados por **FIDE** permiten anticipar una inflación mensual del 2% para la canasta básica. Entre los mayores aumentos se destacan los rubros frutas y panificados.

Las razones de estas alzas son básicamente tres. En primer término, la aceleración de la devaluación para el último trimestre del año generó un impacto equivalente sobre los precios. En segundo término, el aumento de los precios internacionales de alimentos, especialmente maíz y trigo, produjo un incremento de costos sobre toda la cadena de comercialización de aceites, carnes y harinas. En tercer lugar, la demanda internacional de China y la recuperación más acelerada, produjo comportamientos especulativos en diversas ramas, como carne bovina y construcción.

Además de ello, la cuarentena también tuvo un correlato sobre la técnica de medición de precios. Debido a que un gran número de actividades estuvieron cerradas durante un período prolongado, los precios relevados no se correspondían estrictamente con la normal prestación del servicio en condiciones de mercado. Luego de la flexibilización de actividades, durante diciembre y enero, se observó un crecimiento de los precios mayor al promedio del nivel general, imponiendo una dinámica especial en coincidencia con la aceleración de la inflación. Ejemplos de estos rubros son restaurant y hoteles, recreación y un amplio rango de servicios personales.

Las causas de la inflación en la teoría económica

El fenómeno inflacionario en las economías periféricas tiene un conjunto de particularidades que merecen ser analizadas en detalle. De hecho, el problema de la inflación y la estabilización ha sido un tema central en los debates entre los economistas latinoamericanos y los economistas ortodoxos durante los años '50 y los '60, en torno al cual se fogearon los fundamentos de lo que hoy conocemos como escuela estructuralista latinoamericana.

Al considerar la dinámica inflacionaria en las economías periféricas, se presenta al mismo como un fenómeno multicausal y cuyo componente cambiario es el más relevante.

En este sentido, la visión monetarista de la inflación no tiene mucho para aportar a la comprensión del proceso latinoamericano y argentino. Por un lado, están los problemas teóricos. El enfoque ortodoxo postula a la generalización de la teoría microeconómica de excesos de demanda en los mercados como el origen de la inflación. Desde este punto de vista, la inflación se produce por una demanda de bienes y servicios que crece más rápido que la capacidad de la oferta para abastecerla. El monetarismo, en particular, considera que la sobredemanda de bienes es impulsada por el Estado con gasto público financiado con emisión monetaria. De allí la idea de que la mayor emisión genera inflación.

Sin embargo, esto está lejos de suceder. Desde el plano

exclusivamente teórico, siempre que exista demanda habrá capacidad de aumentar la producción para satisfacerla. Las economías operan con elevados márgenes de subutilización de la capacidad instalada, lo que posibilita aumentar rápidamente la producción cuando es necesario. En especial en las economías periféricas, donde existen mercados de trabajo fragmentados con grandes niveles de desempleo y subempleo.

La historia económica argentina reciente demuestra casi como un hecho estilizado la nula relación entre emisión monetaria e inflación.

Asimismo, nada garantiza que la mayor cantidad de dinero volcada al mercado por parte del Estado se vaya al consumo de bienes. En una economía bancaria la mayor cantidad de dinero no consumida en las cuentas de los ahorristas simplemente es re-absorbida por el sistema financiero mediante pases, redescuentos o colocación de títulos.

Por otro lado, está la cuestión empírica y de política económica. La historia económica argentina reciente demuestra casi como un hecho estilizado la nula relación entre emisión monetaria e inflación.

Tomemos como ejemplo simplemente lo sucedido en 2020. Mientras durante ese año la emisión y el déficit casi se duplicaron, los precios se desaceleraron de manera

Variación de precios de febrero 2021 respecto al mes anterior Según divisiones. Total nacional y por regiones

(en tasas porcentuales de variación)

	Total nacional	Región GBA	Región Pampeana	Región Noroeste	Región Noreste	Región Cuyo	Región Patagonia
Nivel general	3,6	3,6	3,4	3,8	3,3	4,1	3,9
Alimentos y bebidas no alcohólicas	3,8	4,0	3,6	3,7	3,9	3,6	4,5
Bebidas alcohólicas y tabaco	3,6	3,6	3,4	3,0	4,0	3,9	3,9
Prendas de vestir y calzado	2,8	2,3	3,1	3,7	2,4	4,8	3,5
Vivienda. agua. electricidad y otros combustibles	2,0	2,2	1,6	1,3	0,8	5,8	1,5
Equipamiento y mantenimiento del hogar	4,6	5,0	4,1	4,2	4,9	4,4	4,1
Salud	3,5	2,9	3,6	6,3	3,2	3,8	4,7
Transporte	4,8	4,8	4,9	4,8	4,1	5,7	4,3
Comunicación	1,8	1,0	2,9	3,3	1,5	1,2	2,8
Recreación y cultura	2,3	2,7	1,6	2,8	2,6	0,9	4,2
Educación	0,1	0,0	0,1	1,7	0,1	0,0	0,0
Restaurantes y hoteles	5,4	5,8	5,2	5,8	3,9	5,1	5,2
Bienes y servicios varios	3,2	3,3	3,3	2,8	2,5	4,0	2,6

FUENTE: FIDE con datos del INDEC.

persistente. El resultado fiscal primario de 2020 fue deficitario en un 8,5% del PIB, más del doble de lo que cerró en 2019. La emisión, por su parte, también creció con fuerza, al pasar de una tasa de crecimiento anual del 40% en diciembre de 2019 al 82% en octubre de 2020.

Por el contrario, para la visión estructuralista suelen distinguirse aspectos que funcionan como presiones básicas –que imprimen dinámicas especiales sobre los actores del mercado que hacen que los participantes de ese mercado deban aumentar los precios para poder seguir operando– y mecanismos de propagación, que hacen que este fenómeno se sostenga en el tiempo.

Cuando las inflaciones son moderadas o altas, los movimientos bruscos en el tipo de cambio motivados por desajustes en el sector externo son el componente principal para explicar la inflación.

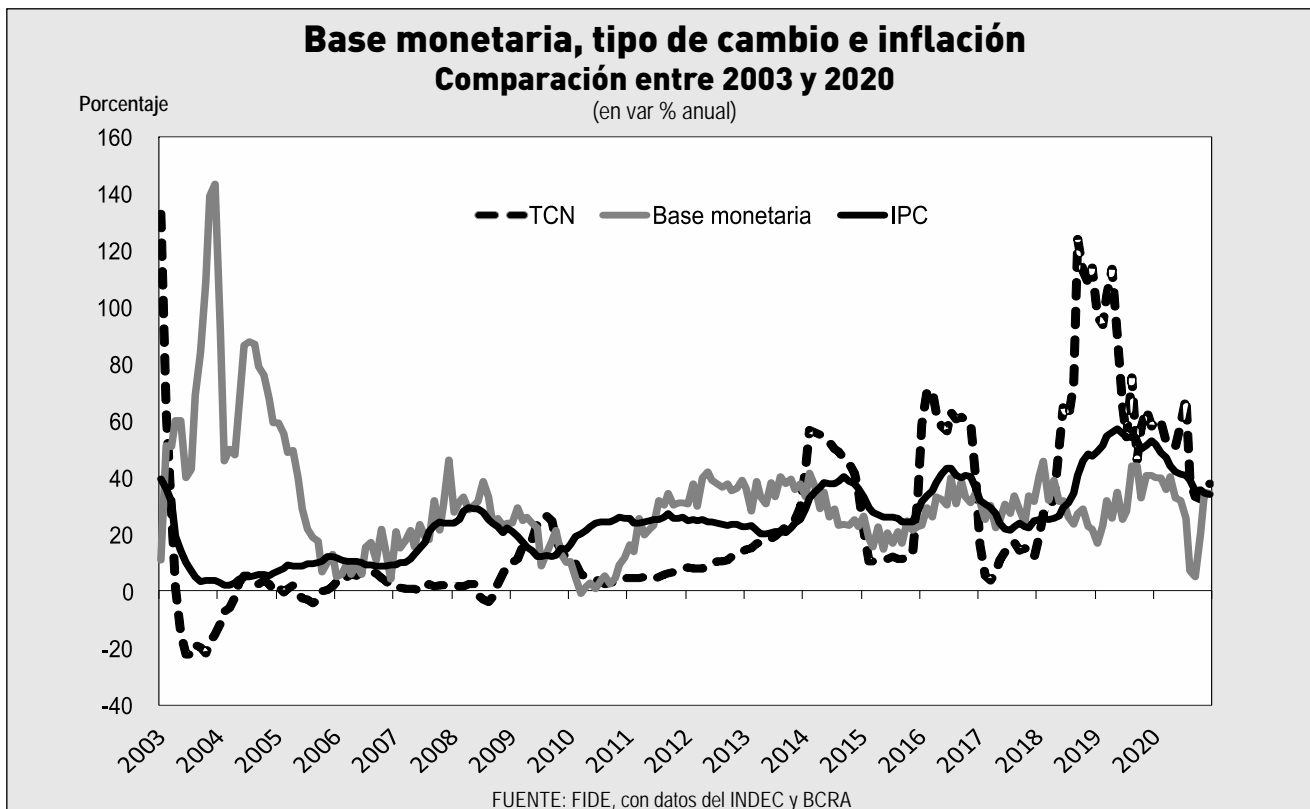
Es decir: las presiones básicas generan efectos de aceleración sobre la inflación, haciendo que los precios incrementen su ritmo de aumento anual, por ejemplo, subiendo del 8% al 30%, en tanto que los mecanismos de propagación hacen que el ritmo de inflación se sostenga,

por ejemplo, en torno al 30% durante varios años.

Entre las presiones básicas encontramos una multiplicidad de elementos, como cuellos de botella sectoriales, costos internacionales de la energía, precio de los alimentos o saltos en el tipo de cambio.

Los mecanismos de propagación se corresponden con todos aquellos elementos económicos y sociales que hacen que el fenómeno inflacionario perdure en el tiempo. Son los también llamados factores de indexación. Entre estos se encuentran las expectativas de precios y el circuito precios/salarios o “puja distributiva”. Los mecanismos de propagación funcionan como un vehículo que transmite los aumentos de precios del pasado al futuro.

En el caso de las inflaciones bajas, los factores de demanda u oferta pueden ser suficientes para explicar la inflación. Esto es lo que sucede mayoritariamente en países desarrollados. Sin embargo, cuando las inflaciones son moderadas o altas, los movimientos bruscos en el tipo de cambio motivados por desajustes en el sector externo son el componente principal para explicar la inflación. Luego, desatada la presión inflacionaria básica, existen regímenes de inflación con ciertas características estructurales que ponen en movimiento los mecanismos de propagación que hacen



que la dinámica perdure en el tiempo, más allá del shock inicial.

Al poner en juego estos elementos para analizar la dinámica inflacionaria reciente de la historia económica argentina, es posible observar lo sucedido con bastante claridad.

En la primera etapa, desde el año 2002, el principal componente de la inflación fue el salto brusco en el tipo de cambio. La presión básica que significó la devaluación sobre los costos generó un proceso de aceleración inflacionaria, rompiendo con la estabilidad nominal de los años '90. Para este período, la combinación de crisis de demanda, tranquilidad cambiaria y baja inflación durante 10 años estableció el contexto de baja inflación y baja indexación, haciendo que los niveles de traspaso de la devaluación a precios (*pass-through* cambiario) sean muy moderados.

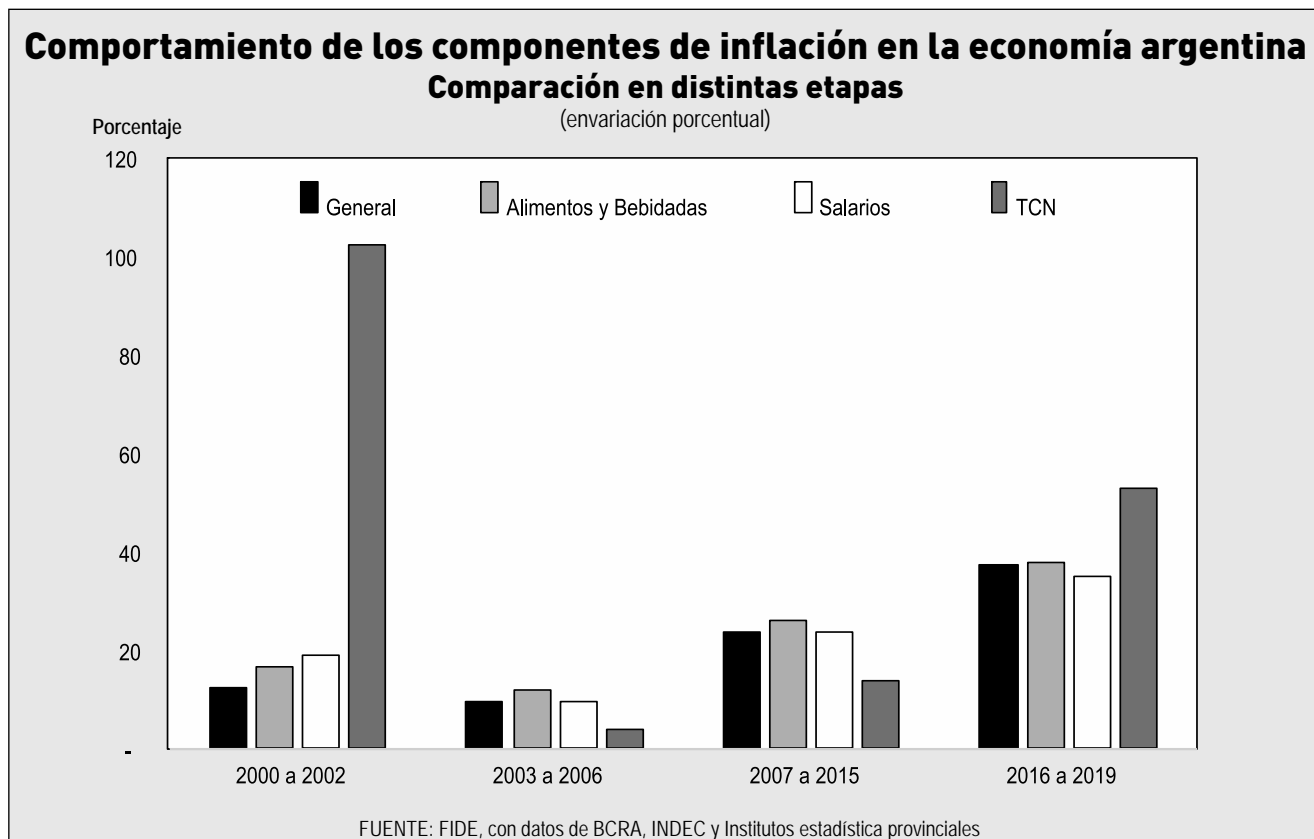
Entre 2003 y 2006 la dinámica de precios fue en promedio menor al 10% anual. La estabilidad cambiaria sacó de la ecuación inflacionaria al principal componente, permitiendo que los salarios acompañen los aumentos nominales.

A partir de 2007, el aumento de precios internacionales de los alimentos generó un shock de costos que luego

fue sostenido en el tiempo por la dinámica precios y salarios. En promedio, los alimentos subieron un 25% anual, especialmente en 2007, mientras que los salarios y el nivel general de precios siguieron esos aumentos. El tipo de cambio no fue un factor relevante, aumentando un 13% anual en promedio. Esta etapa estableció un piso inflacionario inercial en torno al 20%-25% que se sostuvo durante varios años. Es decir, una inflación moderada sin aceleración.

Desde 2016 hasta 2019, el salto del tipo de cambio, producto de la desregulación cambiaria, dio un nuevo impulso a la inflación. A causa de ello, en este período se estableció un nuevo piso inercial más elevado, de casi 15 puntos por encima del período anterior. Entre los componentes, los niveles salariales fueron lo que menos aumentaron, con un promedio anual del 35% para los salarios, un 37% para los precios y los alimentos y el 53% para el tipo de cambio.

Con el cambio de gobierno, entre 2016 y 2019 se destaca como particularidad la adopción de un enfoque ortodoxo basado en metas de inflación para la administración de la inflación. Bajo esta perspectiva, las nuevas autoridades de la conducción económica creían que la política de unificación cambiaria y el ajuste de tarifas no resultaba ser un componente de aceleración



en la suba de precios, porque existía una combinación de política fiscal y monetaria capaz de neutralizar la inflación, a la par que se modificarían los precios relativos.

La política de metas de inflación implicaba el pre- anuncio de objetivos claros de comportamiento de precios y una política de tasas de interés local muy agresivas para poder cumplirla. En los manuales, esto llevaría a un “anclaje” de expectativas que haría que la inflación converja a tasas más bajas. Se esperaba para 2017 un 17%, para 2018 un 10% y un 5% para 2019. Luego, ante la evidente dificultad del cumplimiento para el primer año, se redefinió el objetivo, con una meta del 15% para 2018 y del 10% para 2019.

La política de metas no solo fue inefectiva para lograr el objetivo buscado, sino que fue parte de las razones que terminaron generando la burbuja en las LEBAC, uno de los elementos explicativos de la primera corrida cambiaria, en marzo de 2018. En septiembre de 2018 las metas de inflación debieron ser abandonadas y se volvió al tradicional objetivo de control de la inflación mediante agregados monetarios.

Producto de ello, la Argentina obtuvo un triste récord. Nuestro país se convirtió en el único en el mundo en adoptar y abandonar las metas de inflación desde su creación. El resto de los bancos centrales que siguen

objetivos de metas de inflación, nunca salieron de este esquema luego de su adopción inicial.

Las experiencias de desinflación en América Latina y el mundo

Considerando lo anterior, el desafío que tiene actualmente el Gobierno es lograr la convergencia de la economía a una menor nominalidad. Este tipo de políticas se conocen en la literatura académica como trayectorias de desinflación.

La experiencia latinoamericana e internacional da diversas pistas respecto a qué esperar frente a este objetivo.

Bajar la inflación en una economía puede llevarse adelante a través de diversos formatos. Desde una perspectiva de costo-beneficio, el fin último de esta política económica debería ser poder avanzar en una trayectoria desinflacionaria sin producir grandes costos económicos y sociales en el camino.

Excluyendo las hiperinflaciones, situaciones en donde la dinámica nominalidad se vuelve extrema impidiendo las transacciones económicas y afectando gravemente el normal funcionamiento de la economía, no existe en la literatura evidencia que respalde la idea de que



la inflación baja o moderada tiene costos significativos sobre el crecimiento. En este sentido, resulta deseable que la política orientada a la desinflación no genere costos (por bajar la inflación) que terminen generando efectos adversos sobre la estructura productiva o la distribución.

Suele clasificarse como inflación moderada a procesos cuyos umbrales nominales se ubiquen entre el 15% y el 30% durante 3 años. Tomando una amplia gama de países que incluyan estos procesos, este grupo de dinámicas nominales suele concentrarse mayoritariamente durante los años 1970-1975, en menor medida durante 1976-1980 y excepcionalmente durante los años '90. Ya para el siglo actual la inflación como fenómeno económico se ha convertido en una problemática poco usual en la economía mundial.

En el siglo actual la inflación como fenómeno económico se ha convertido en una problemática poco usual en la economía mundial.

La literatura sobre el tema es muy abundante. La más interesante es la que enfatiza aspectos empíricos de los procesos de desinflación exitosas. Suele reconocerse que los países que recorrieron exitosamente la transición desde inflaciones moderadas lo hicieron de manera paulatina, para evitar grandes desajustes en la estructura productiva y la distribución, y con un contexto internacional y local favorable a la desindexación.

En primer lugar, las transiciones de inflaciones moderadas a inflaciones bajas no son algo garantizado. De hecho, casi la mitad de los países que transitan procesos de inflación moderada continúan con inflación moderada o alta.

En segundo término, las desinflaciones han llevado una media de 4 años, con una tasa de desinflación promedio del 5,9% anual. Incluso, en algunas economías de América Latina el plazo fue más largo: en México fue de 6 años, en Chile fue de 7 años, en Colombia fue de 11 años. En este sentido, suele suceder que, mientras más tiempo permanecen los países en inflaciones moderadas, el proceso de transición hacia una desinflación exitosa debe ser más paulatino.

En tercer lugar, en los primeros dos años de esos procesos el tipo de cambio real registró una marcada tendencia a la apreciación. Incluso, si uno es más flexible con el año de comienzo del programa, la tendencia estable del tipo de cambio se mantuvo desde varios años antes.

En cuarto lugar, la mayoría de los países que adoptaron este enfoque de desinflación paulatina registró una tasa de crecimiento del PIB positiva y persistente. En el caso de Chile, la tasa de crecimiento promedio fue del 7,7%. La tasa más baja fue la de Grecia, con el 1%.

En el caso argentino, la variable principal que sale de la escala es la dinámica del tipo de cambio real. El quiebre que significó el estallido de la crisis cambiaria dio lugar a una dinámica inflacionaria al alza de la tasa de inflación anual promedio en casi 27 puntos porcentuales más.

Procesos de desinflación Países seleccionados

	Años hasta inflación baja (5% anual o menos)	Año 0 (previo programa)	Años inflación moderada previo adopción programa	Evolución TCR primeros 2 años	PIB	Desinflación total	Desinflación anual promedio	Índice de precios alimentos (FMI)
	Años	Años	Años	var % total	%	%	%	var % total
Chile	6	1990	9	-4,3	7,7	-17,8	-3,0	27,0
Colombia	10	1991	16	-12,2	2,9	-19,9	-0,7	-11,0
Israel	11	1986	0	-5,0	5,7	-39,1	-3,6	30,1
México	6	1995	8	-35,6	3,4	-122,1	-20,3	24,2
Grecia	5	1990	22	6,8	1,0	-11,5	-2,3	30,6
Portugal	8	1984	4	0,6	3,9	-18,8	-2,4	-0,8
Irlanda	3	1981	5	9,5	2,4	-11,7	-3,9	-50,2
Argentina	sin cumplir	2015	12	421,5	-1,0	26,9	6,7	-10,0

FUENTE: FIDE, con datos de Morra (2014), IFS-FMI y WDI-Banco Mundial

El rol del Consejo Económico y Social

En este marco, resultan auspiciosas las reuniones que se vienen generando dentro del Consejo Económico y Social. En torno a esta institución deben crearse las condiciones para que los salarios puedan recuperar una parte del poder de compra de los últimos años, a la vez que ayuden a impulsar la recuperación de la actividad económica.

Una condición necesaria para ello pasa por que los empresarios entiendan que parte de la rentabilidad debe construirse a partir de mayores volúmenes de ventas, y no exclusivamente a causa de la recomposición de los márgenes.

Según información de la cuenta generación del ingreso del INDEC sobre la rentabilidad empresaria durante los últimos años, los márgenes de ganancia han ido en aumento: entre 2016 y 2019 crecieron del 40,2% al 42,7%. Mientras tanto, la participación de los salarios sobre el valor agregado total cayó del 51,8% al 46,1%.

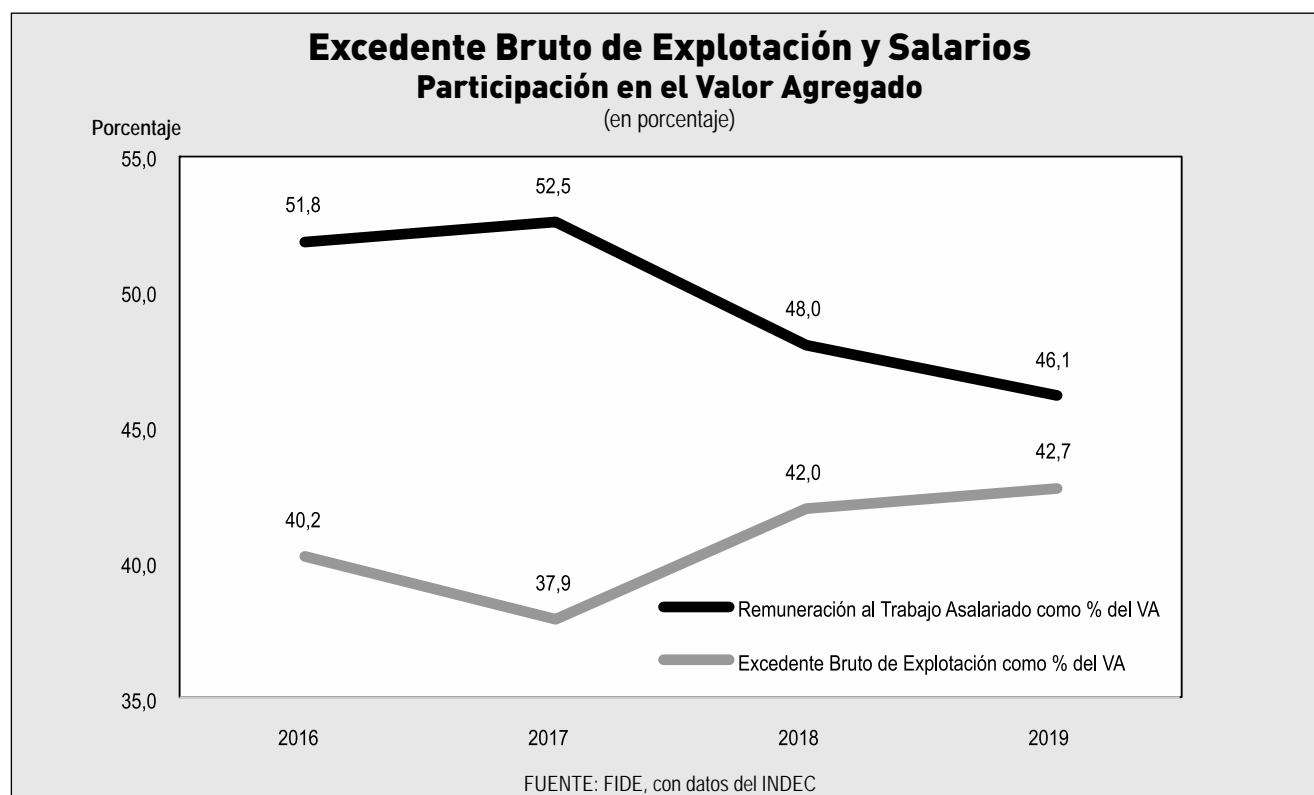
En ello, una advertencia. Se sabe que en algunos productos identificados como esenciales se acuerdan con precios bajos (y por ende, se venden a pérdida), lo que implica que el mayor volumen de venta, en lugar de aumentar la ganancia, la disminuye. Sin embargo,

también es claro que en muchos casos los costos de ese tipo de oferta se compensan con productos de otras marcas de la misma empresa que se venden a márgenes elevados.

Suele reconocerse que los países que recorrieron exitosamente la transición desde inflaciones moderadas lo hicieron de manera paulatina, para evitar grandes desajustes en la estructura productiva y la distribución, y con un contexto internacional y local favorable a la desindexación.

De tal modo, los acuerdos de precios vigentes no invalidan el objetivo de que en la búsqueda del consenso económico la primera concesión deba hacerse del lado de los empresarios, ya sea en el Consejo Económico como en las distintas mesas sectoriales de monitoreo de precios y costos creadas en el ámbito del Ministerio de la Producción.

Para los meses que vienen, será central seguir de cerca la dinámica de la puja distributiva para promover una menor nominalidad y la recuperación del salario real que permita apuntalar la demanda.



El 2021 será el año de la vacunación. Aquellos países que logren avanzar más velozmente en la inoculación de su población serán los que podrán atravesar de mejor manera los impactos de las segundas y terceras olas de contagio. De este modo, los países más ricos, que cuentan con más recursos, han acaparado grandes cantidades de vacunas y han podido comenzar antes los planes de vacunación. Esto les otorga una ventaja en comparación con el resto de los países más pobres, que no cuentan con recursos, como es el caso de América Latina.

Esta situación se refleja en las proyecciones de la actividad económica y otras variables *macro* relevantes para 2021. En términos generales, y más allá del enfoque de los organismos internacionales que las elaboran, se observa un consenso sobre la previsión de un rebote de la economía global a una tasa mayor al 5% anual.

El FMI, por ejemplo, proyecta un crecimiento del PIB mundial del 5,5% para 2021 y 4,2% para 2022. Una de las buenas noticias consiste en que, a partir de los procesos de vacunación y el respaldo de ciertas políticas que brindaron los gobiernos, hubo una revisión del pronóstico para el 2021 al alza, del 0,3% de la tasa de crecimiento respecto a la previsión anterior. En especial, las proyecciones de Japón y Estados Unidos, que fueron revisadas al alza, producto de los paquetes de medidas de incentivo llevadas adelante hacia el final de 2020.

A nivel nacional, se observan heterogeneidades en la recuperación. Entre los países de mayor crecimiento se destaca China. El FMI prevé que la economía del gigante asiático cierre 2020 con un crecimiento del 2,3%, siendo el único país en el mundo que reportará crecimiento positivo, y para 2021 registre un crecimiento del 8,1%.

Economía global y países seleccionados
Estimaciones sobre crecimiento del PIB

(en tasas porcentuales de variación anual)

	FMI		CEPAL	
	2020	2021	2020	2021
Mundo	-3,5	5,5	-4,4	5,2
EEUU	-3,4	5,1	-4,1	3,6
Zona Euro	s/i	s/i	-8,0	5,1
Japón	-5,1	3,1	-5,6	1,9
Reino Unido	-10,0	4,5	-10,0	6,8
China	2,3	8,1	1,9	8,1
Rusia	-3,6	3,0	s/i	s/i
India	-8,0	11,5	-10,3	9,8
Sudáfrica	-7,5	2,8	s/i	s/i

FUENTE: FIDE, con datos de WEO-FMI y CEPAL

En este sentido, la reversión hacia una nueva normalidad china será más rápida que la de cualquiera de los países europeos o de los EE.UU: no solo se espera que en 2021 China recupere los niveles de producción pre-COVID, sino también, con una aceleración del crecimiento de corto plazo, que revierta a la tendencia de crecimiento registrada hasta el estallido de la pandemia.

Para la Argentina, el FMI espera que el PIB caiga en 2020 un 10,4% y en 2021 la economía crezca un 4,5%. Esto es menor a las previsiones oficiales y de otros analistas, que esperan que la economía argentina en 2021 crezca al menos un 5,5%.

Por su parte, la CEPAL estima un crecimiento mundial del 5,2% para 2021. Diferenciando por regiones, se prevé una tasa de crecimiento para Estados Unidos del 3,6% para 2021 y de un 5,1% para la Zona Euro.

En el caso de las economías emergentes y en desarrollo, la CEPAL espera un crecimiento del 6% en 2021, con China también llevando la delantera.

Para América Latina y el Caribe se espera que el PIB se contraiga un 7,7% en el 2020, tratándose de la mayor caída de la actividad económica registrada desde 1930.

Para 2021 se espera una reversión hacia el crecimiento, aunque a una tasa modesta. La CEPAL esti-

ma que la región crecerá el 3,7% en 2021. Con pocas excepciones, el rebote anunciado no será suficiente para recuperar los niveles de actividad económica pre-pandemia.

En cuanto a la Argentina, la CEPAL espera que el PIB caiga en 2020 un 10,4% y en 2021 la economía crezca solo un 4,9%. Esto también resulta menor a las previsiones oficiales para nuestro país para 2021.

Como dato sobresaliente de ambos informes, existe un énfasis muy fuerte en la necesidad de sostener los incentivos monetarios y fiscales para apuntalar la recuperación. Incluso en el caso del FMI, una institución de la cual no se espera un sesgo tan favorable a las políticas de gasto.

Tan es así que el organismo presentó un análisis específico en torno a la efectividad de la política fiscal y monetaria de aumento del gasto, al estudiar las bancarrotas en la crisis del COVID en relación a otras crisis recientes.

El FMI afirma que, a diferencia de la crisis de 2008 y la recesión de los primeros años 2000, durante la crisis del COVID las trece economías más grandes del mundo, lejos de incrementar las bancarrotas, las han reducido. Esto es atribuible al sesgo expansivo que tuvieron las políticas monetaria y fiscal.

América Latina: total y países seleccionados Estimaciones sobre crecimiento del PIB

(en tasas porcentuales de variación anual)

	FMI		CEPAL	
	2020	2021	2020	2021
América Latina	s/i	s/i	-7,7	3,7
México	-8,5	4,3	-9,0	3,8
Brasil	-4,5	3,6	-5,3	3,2
Argentina	-10,4	4,5	-10,5	4,9

FUENTE: FIDE, con datos de WEO-FMI y CEPAL

Presión tributaria y desarrollo

La visión ortodoxa sobre el rol del Estado en la economía

Desde la perspectiva ortodoxa de la economía hay un enfoque pesimista sobre el rol del Estado como promotor del desarrollo. Derivado de ello, y en el caso del sistema tributario en particular, suele pensarse al mismo como un obstáculo a la iniciativa privada, ya sea por costo de eficiencia o como una carga sobre la rentabilidad privada.

El esquema básico detrás de este razonamiento es bastante simple. Si partimos de considerar un mercado perfectamente competitivo regido por la oferta y la demanda, se postula al punto de equilibrio como el resultado de un proceso de maximización individual de decisiones de consumo y producción.

Por el lado de la demanda, los consumidores eligen entre una multiplicidad de bienes disponibles en el mercado, sujetos a una restricción presupuestaria. Por el lado de la oferta, estos deben llevar adelante un nivel máximo de producción, limitados por la cantidad de factores de la producción que pueden contratar.

A partir de aquí, la visión convencional pretende demostrar que cualquier intervención exógena sobre los precios a los que se enfrentan los oferentes y los demandantes, tendrá un impacto negativo sobre el

resultado eficiente del mercado. Es decir, la mayor cantidad producida y consumida, incluyendo precios máximos, cantidades máximas o intervenciones sobre los mercados de factores tales como legislación de seguridad social.

Derivado de lo anterior, aparecen los famosos teoremas del bienestar. Estos afirman que el resultado descentralizado del mercado es el único eficiente de todos los resultados posibles concebidos por cualquier esquema de planificación posible. En este sentido, cualquier intervención de carácter distributivo debería hacerse a posteriori y conociendo las limitaciones de ser un “segundo mejor”, sacrificando eficiencia productiva en pos de algún tipo de carácter ético del resultado autónomo del mercado.

La visión convencional pretende demostrar que cualquier intervención exógena sobre los precios a los que se enfrentan los oferentes y los demandantes, tendrá un impacto negativo sobre el resultado eficiente del mercado.

Para los defensores de tales preceptos, a nivel internacional sucede lo mismo, al considerar la división internacional del trabajo y la selección del patrón de especialización productiva. Los gobiernos tampoco deberían intervenir en la relación de precios locales e internacionales con impuestos o subsidios, porque esto afecta directamente los precios relativos y las relaciones de rentabilidad de los sectores. Los cambios en las rentabilidades sectoriales para direcciones que no son las naturales hacen que no se aprovechen al máximo las capacidades productivas dadas por las dotaciones iniciales, generando artificialmente actividades y un tipo

de especialización que, de otro modo, no se produciría.

A partir de estas dimensiones se establece un sentido común económico que es muy adverso a la intervención del Estado en la economía. Desde esta perspectiva, el Estado con su intervención es una carga para la producción, que cobra demasiados impuestos y, como consecuencia, resultaría muy difícil dejar correr la iniciativa privada y avanzar a niveles más altos de desarrollo.

Es difícil pensar cómo los países que hoy son desarrollados pudieron haberlo hecho al margen de políticas fiscales muy activas de reasignación de recursos para la promoción de actividades generadoras de divisas, de empleo y/o tecnológicamente más dinámicas.

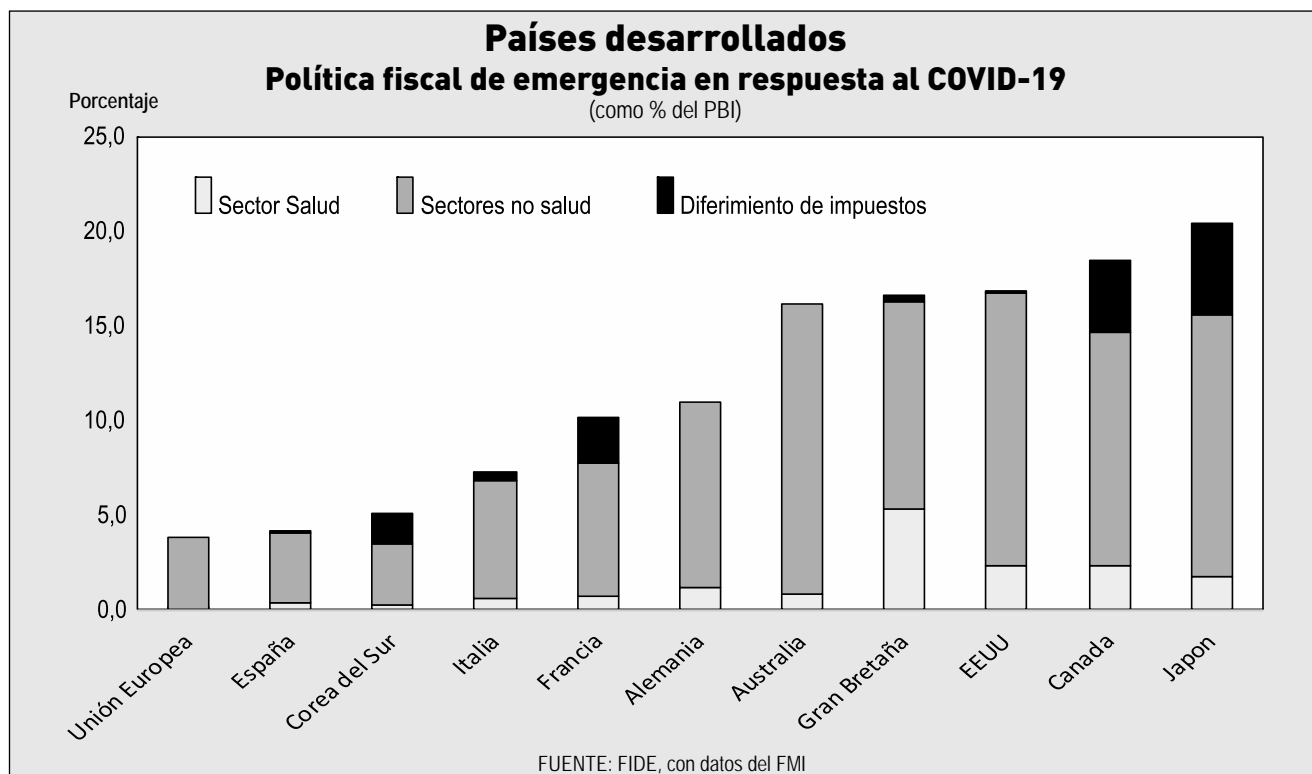
Sin embargo, la evidencia disponible acerca de los efectos de la redistribución de los sistemas impositivos en el grado de desarrollo productivo y humano va a contramano de la visión ortodoxa. Incluso es difícil pensar cómo los países que hoy son desarrollados pudieron haberlo hecho al margen de políticas fiscales muy activas de reasignación de recursos para la promoción de actividades generadoras de divisas, de empleo y/o tecnológicamente más dinámicas.

Asimismo, y en una dimensión más reciente, en el contexto de la pandemia el pensamiento liberal registró otro traspie. Debido al derrumbe del empleo y la producción por la adopción de cuarentenas generalizadas, han aparecido diversas iniciativas tendientes a promover un rol más activo, tanto de la política de gasto como de la política fiscal.

La primera muestra de ello es el fabuloso incremento del gasto que se ha registrado en los países desarrollados con el objetivo de sostener la actividad económica. Según el monitor de política económica en respuesta al COVID-19 del FMI, los países avanzados han implementado programas que, en promedio, alcanzan el 12% del PIB solo en política fiscal.

El segundo ejemplo han sido los diversos llamamientos a una mayor justicia tributaria para enfrentar las consecuencias adversas de la pandemia. Muestra de ello son las consideraciones del FMI sobre la necesidad de “considerar aumentos de las tasas en los tramos superiores del impuesto sobre la renta, del impuesto sobre la propiedad y del impuesto sobre el patrimonio, quizás a modo de ‘sobretasa solidaria’” (FMI, 2020).

En este sentido, resulta interesante analizar la cuestión de la presión tributaria desde una perspectiva histórica y conceptual y las distintas transformaciones que este panorama tuvo durante la pandemia.



Presión tributaria, datos y consideraciones

La cuestión de la carga tributaria sobre la economía se obtiene considerando el peso de la recaudación impositiva total sobre el PIB. Sin embargo, este indicador tiene un conjunto de consideraciones a tener en cuenta que se presentarán de forma general. Una mayor carga tributaria se reflejaría en un nivel mayor de impuestos sobre el PIB, resultando en una mayor traba para el desarrollo.

En la comparación internacional, la Argentina se encuentra muy por debajo del promedio del resto de los países. Según estadísticas del año 2019, y considerando los ingresos tributarios totales (con seguridad social) sobre el PIB, los tres países con mayor ratio de recaudación sobre el producto son Francia (46,1%), Dinamarca (45,7%) y Bélgica (44,5%). En este listado la Argentina ocupa el puesto 65°, con un ratio de 28,4%, lo que representa una diferencia de más de cinco puntos porcentuales por debajo del promedio de la OCDE (el grupo de países más desarrollados del mundo), un puesto relativamente bajo en la comparación internacional.

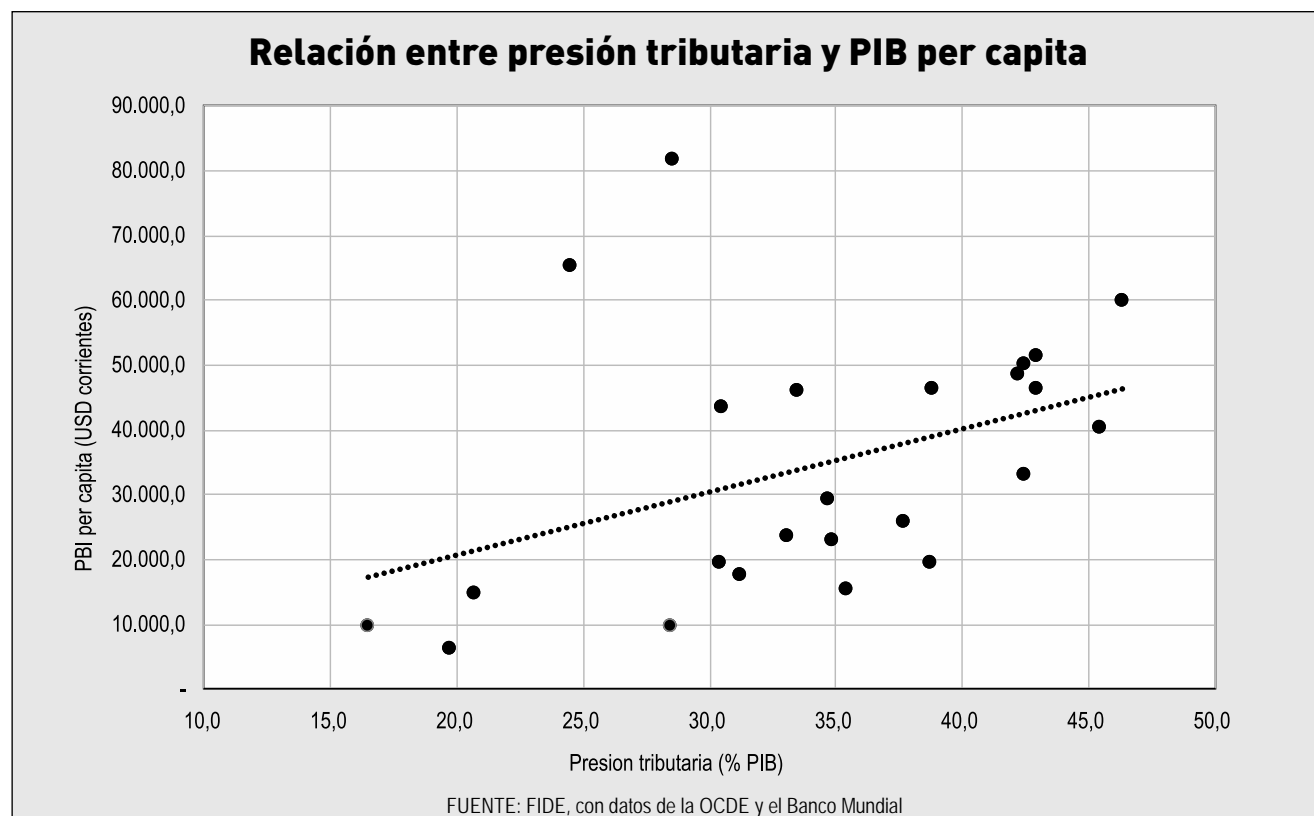
Los economistas ortodoxos tienden a vincular aquello que consideran como una elevada presión tributaria con un rasgo de subdesarrollo, aunque esto es exactamente al revés: las estadísticas oficiales y la evidencia histórica muestran una correlación positiva entre el PIB per cápita

(indicador del nivel de ingresos de los países) y la presión tributaria.

Además de lo anterior, aparecen consideraciones extra para poder realmente comparar los sistemas impositivos. El cálculo de la presión tributaria solo toma lo que el Estado cobra, pero ignora lo que éste transfiere al sector privado. De ese modo, sistemas de salud, educación y seguridad social más privatizados conducen a una menor presión tributaria *per se*.

Según el monitor de política económica en respuesta al COVID-19 del FMI, los países avanzados han implementado programas que, en promedio, alcanzan el 12% del PIB solo en política fiscal.

El ejemplo típico de esto es el de los sistemas de jubilaciones privadas. Aquellos países que no tienen un sistema de reparto público tienen menor recaudación, pero también son menores las obligaciones que el Estado tiene con su población pasiva. En la Argentina este concepto es especialmente importante. La seguridad social en nuestro país representa el 24% de los ingresos del Estado nacional, aunque las prestaciones de jubilaciones y pensiones superan el 40%. Para hacer



frente a los gastos previsionales, el Estado debe cubrir, mediante fuentes adicionales, la diferencia con la recaudación de casi un 10% del total de sus ingresos, financiados con otra porción de la recaudación.

Adicionalmente, debe considerarse que no es igual la cobertura previsional que ofrecen todos los países de América Latina. En ese sentido, la Argentina cuenta con un sistema totalmente público y ocupa el segundo puesto, con una cobertura mayor al 92% para su población que pasa los 65 años. Medido en términos del PIB, la recaudación de seguridad social argentina es del 6,3%, en tanto que Perú tiene una recaudación por este concepto del 2% del PIB, Colombia del 1,9% y Chile del 1,2%.

Las estadísticas oficiales y la evidencia histórica muestran una correlación positiva entre el PIB per cápita (indicador del nivel de ingresos de los países) y la presión tributaria.

El cálculo de la presión tributaria tampoco contempla los recursos fiscales no tributarios del Estado. Suele escucharse que los países con menor presión tributaria se sostienen con menores recursos, que son más eficientes, etc. Sin embargo, esto también desconoce el hecho de que algunos países cuentan con ingresos fiscales que no se contabilizan como impuestos y son fondos de los que el Estado dispone para llevar adelante políticas públicas. Ecuador, Bolivia, México y Colombia cuentan con ingresos no tributarios provenientes de la minería y los hidrocarburos, que son entre 3 y 20 veces mayores que los de la Argentina y les “permiten” financiarse con menos impuestos.

Por último, el sector informal de la economía no paga impuestos, pero alguna parte de su producción sí se contabiliza en el PIB. Es decir que del *ratio* que utilizamos para la presión tributaria aportaría más al denominador (PIB) que al numerador (recaudación). En la medida en que haya más informalidad/evasión en la generación de valor, más se subestimaré la presión tributaria. Es así que un mercado de trabajo más formalizado podría significar una mayor carga fiscal sin modificaciones de alícuotas.

El perfil distributivo de la política fiscal

Dejando de lado la cuestión del nivel de tributación, tanto por lo coyuntural como por lo estructural, los

sistemas de América Latina y Argentina resultan especialmente regresivos y condicionan los recursos disponibles frente a los sistemas más progresivos de los países desarrollados y de ingresos altos.

Entre los impuestos progresivos se consideran el impuesto a las ganancias, a los bienes personales, ganancia mínima presunta y (sólo en un modelo heterodoxo) los derechos de exportación. El caso típico de esta categoría impositiva son los impuestos al consumo. En esta cuestión, las personas de menores ingresos asignan una mayor parte de su ingreso al

Presión tributaria

Año 2019

(como porcentaje del PIB)

Puesto	País	Porcentaje
1	Dinamarca	46,3
2	Francia	45,4
3	Bélgica	42,9
4	Suecia	42,9
5	Italia	42,4
6	Austria	42,4
7	Finlandia	42,2
8	Noruega	39,9
9	Holanda	39,3
10	Luxemburgo	39,2
11	Alemania	38,8
12	Grecia	38,7
13	Eslovenia	37,7
14	Islandia	36,1
15	Hungría	35,8
16	Polonia	35,4
17	República Checa	34,9
18	Portugal	34,8
19	Eslovaquia	34,7
20	España	34,6
21	OECD	33,8
22	Canadá	33,5
23	Estonia	33,1
24	Gran Bretaña	33,0
25	Nueva Zelanda	32,3
26	Letonia	31,2
27	Israel	30,5
28	Lituania	30,3
29	Suiza	28,5
30	Argentina	28,4
31	Corea del sur	27,4
32	Estados Unidos	24,5
33	Turquía	23,1
34	Irlanda	22,7
35	Chile	20,7
36	Colombia	19,7
37	México	16,5

FUENTE: FIDE con datos de OCDE y Ministerio de Economía

consumo, pagando de este modo proporcionalmente más impuestos.

La recaudación de seguridad social argentina es del 6,3% del PIB, en tanto que Perú tiene una recaudación por este concepto del 2% del PIB, Colombia del 1,9% y Chile del 1,2%.

Especialistas en el estudio de los sistemas de recaudación señalan que los sistemas tributarios regresivos responden a 4 principales características en su configuración:

- Primero, la mayor parte de la recaudación se encuentra apoyada en impuestos indirectos y regresivos como el IVA, que se pueden transferir via precios a los sectores de menores ingresos.
- En segundo lugar, el impuesto a las ganancias sobre personas humanas es significativamente menor que el aplicado a empresas. Las personas son gravadas según nivel de ingresos con una alícuota creciente, mientras que para las empresas la alícuota es plana y no distingue nivel de ingresos o sector de actividad.
- Tercero, está el problema de los impuestos patrimoniales con relativamente baja recaudación. Estos están explicados fundamentalmente por: el

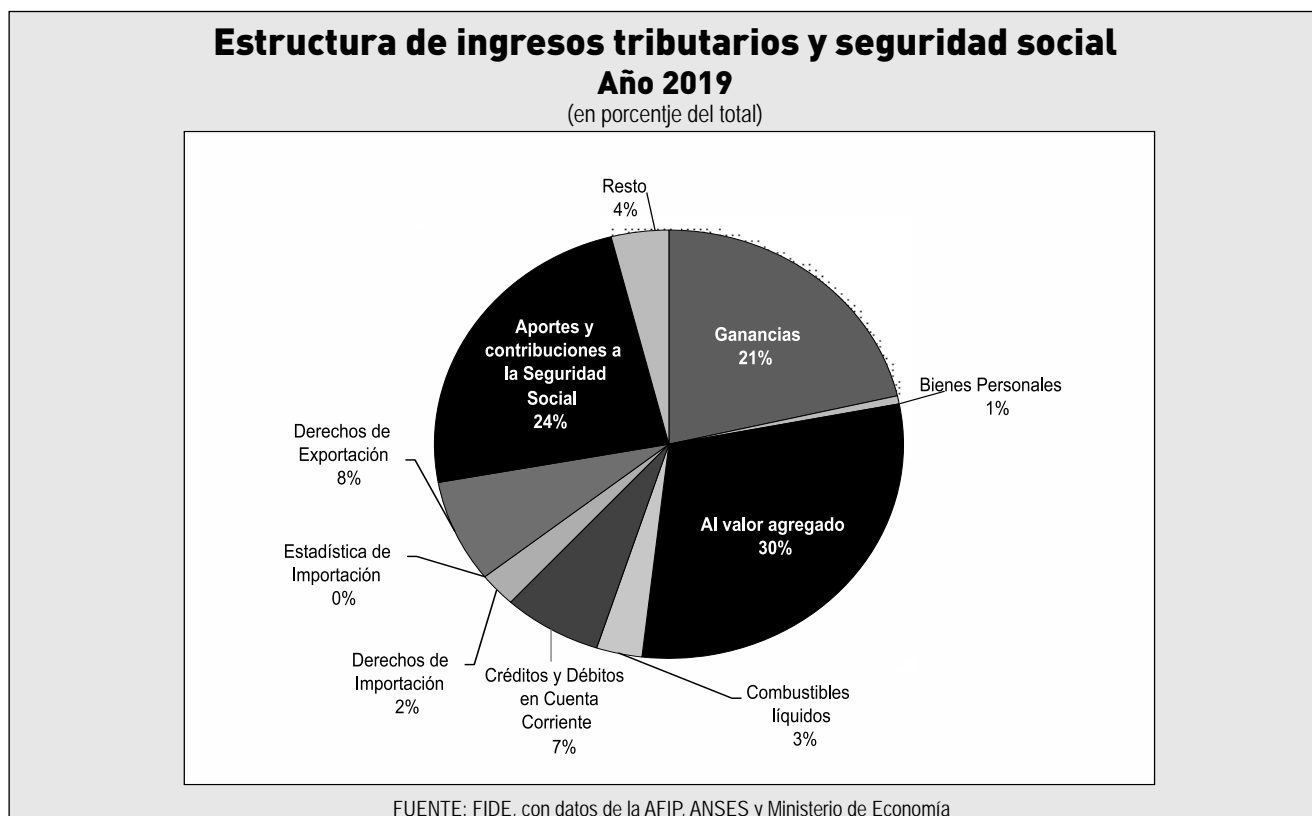
impuesto nacional a los bienes personales y los impuestos provinciales o municipales (inmobiliario y automotor).

- Por último, suele haber elevados gastos atribuibles a privilegios fiscales para sectores de ingresos altos, siendo, estos, recursos con que no cuentan los estados para hacer frente a la necesidad de gasto público.

Al desagregar la estructura tributaria argentina, vemos las características de un sistema tributario regresivo. Tomando como ejemplo el año 2019, el IVA fue el más imponente, con un 30% del total. En segundo lugar se encontraron los aportes y contribuciones de la seguridad social, con el 24%. En tercer lugar el impuesto a las ganancias, con un 21%. En cuarto lugar los impuestos al comercio exterior, con derechos a la exportación (con un 8% del total) e impuestos a la importación (con un 3% del total).

En el caso particular del impuesto a las ganancias de personas humanas, a su vez la distribución al interior también resulta regresiva. En los países más desarrollados representa más del 80% del total del impuesto a los ingresos y las utilidades, mientras que las empresas aportan el otro 20%. En la Argentina el 60% lo aportan las empresas, mientras las personas representan el 40% de este tipo de impuestos.

En la comparación internacional, y según los datos



de la OCDE para 2018, la recaudación por ganancias de las personas humanas en el promedio de las naciones pertenecientes a esa organización representó el 8,3% del PIB, mientras que en América Latina fue del 2,3%, y en la Argentina fue del 2% del PIB. Nuestro país se encuentra en el tercio de naciones con menor presión fiscal en este concepto.

Asimismo, se ve también el rol distributivo del sistema impositivo de esos países. En los miembros de la OCDE la desigualdad de ingreso cae un 36% después de la inversión pública y los impuestos directos, mientras que en los países latinoamericanos solo se reduce un 6%. Esto se debe al gran peso que tienen los impuestos indirectos en la región, ya que son transferibles vía precios a los consumidores.

Un rasgo que vuelve especialmente regresivo al sistema argentino está vinculado al bajo peso de los impuestos patrimoniales dentro de la recaudación total. Mientras que en países más desarrollados el peso de este tipo de impuestos ronda el 3% del PIB (EE.UU.) o el 4% del producto (Francia, Reino Unido), en la Argentina éste representa sólo el 0,8% del PIB.

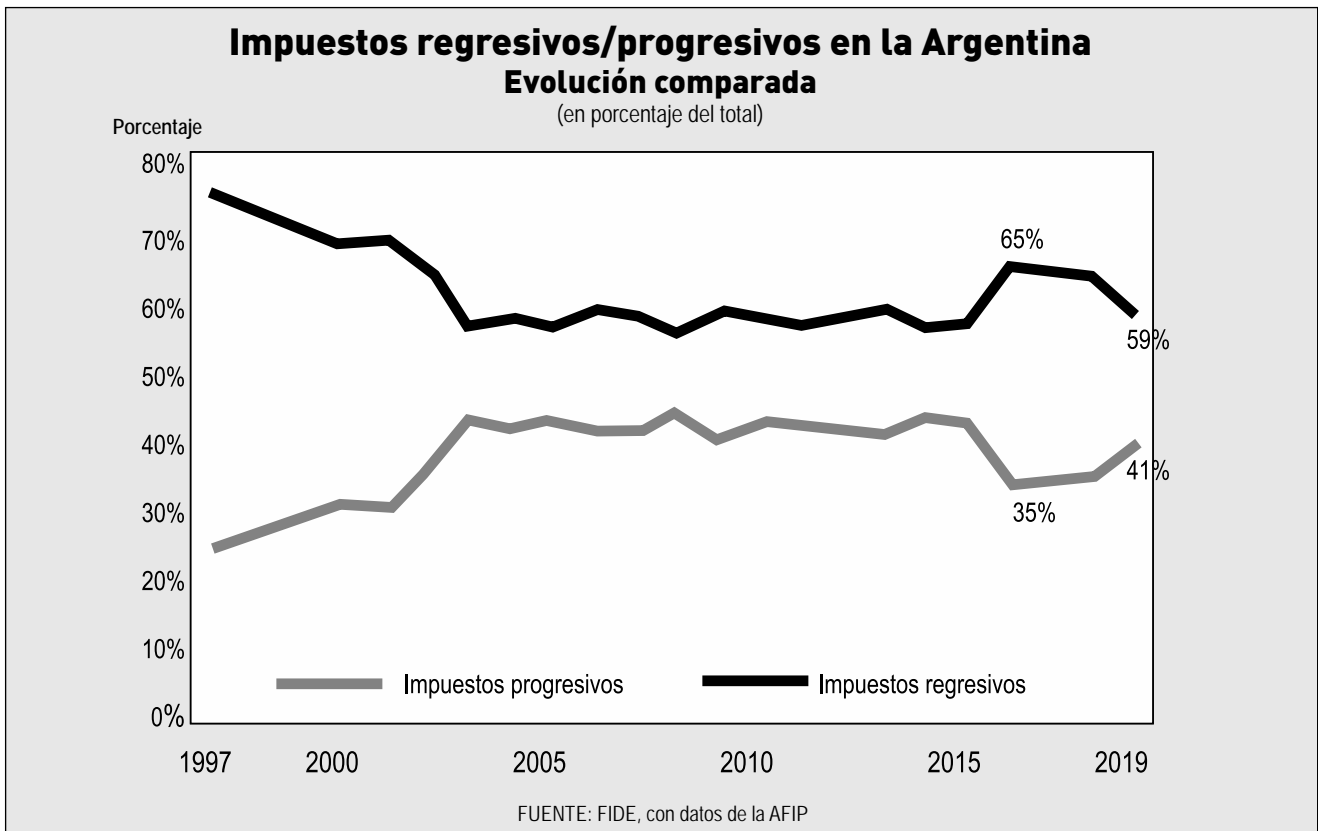
En este marco, toma mayor relevancia la sanción del aporte extraordinario de las grandes fortunas. Este no

solo resultó razonable dada la urgencia de enfrentar los gastos de la pandemia, sino frente a la necesidad de establecer una mayor carga impositiva sobre bases imponibles, más estables, de este tipo de impuesto.

En la comparación histórica, la situación no ha cambiado mucho durante los últimos 30 años. Y si bien los datos disponibles muestran una mejora en la progresividad del sistema argentino a partir del año 2000 con la mayor participación del impuesto a las ganancias y las retenciones dentro del esquema impositivo, otorgando mayor progresividad a la estructura tributaria, la tendencia regresiva se mantiene durante los años del kirchnerismo. Igualmente, para peor, se observa una reversión hacia la profundización de la regresividad con la llegada del gobierno neoliberal.

Al desagregar la estructura tributaria argentina, vemos las características de un sistema tributario regresivo.

A partir de 2016 la reducción de las alícuotas de bienes personales y las retenciones hacen que nuevamente aumente el peso de los impuestos regresivos sobre el total. Se creó una alícuota única, que era decreciente



en el tiempo, y se elevó el mínimo no imponible. Como consecuencia, en 4 años la recaudación por bienes personales se redujo a la mitad.

Financierización y soberanía tributaria

Desde hace varias décadas la desregulación y expansión de los mercados financieros ha favorecido la operatoria de activos financieros. El anonimato y el volumen de las transacciones ha dado un fabuloso insumo para la triangulación de flujos de riqueza mediante empresas off-shore y paraísos fiscales de personas y corporaciones.

La nueva información disponible sobre la evasión tributaria de las corporaciones del mundo ha resaltado la importancia de revisar las legislaciones internacionales acerca de los sistemas tributarios para lograr transparencia, soberanía tributaria y evitar la evasión impositiva por parte de los grupos corporativos multinacionales.

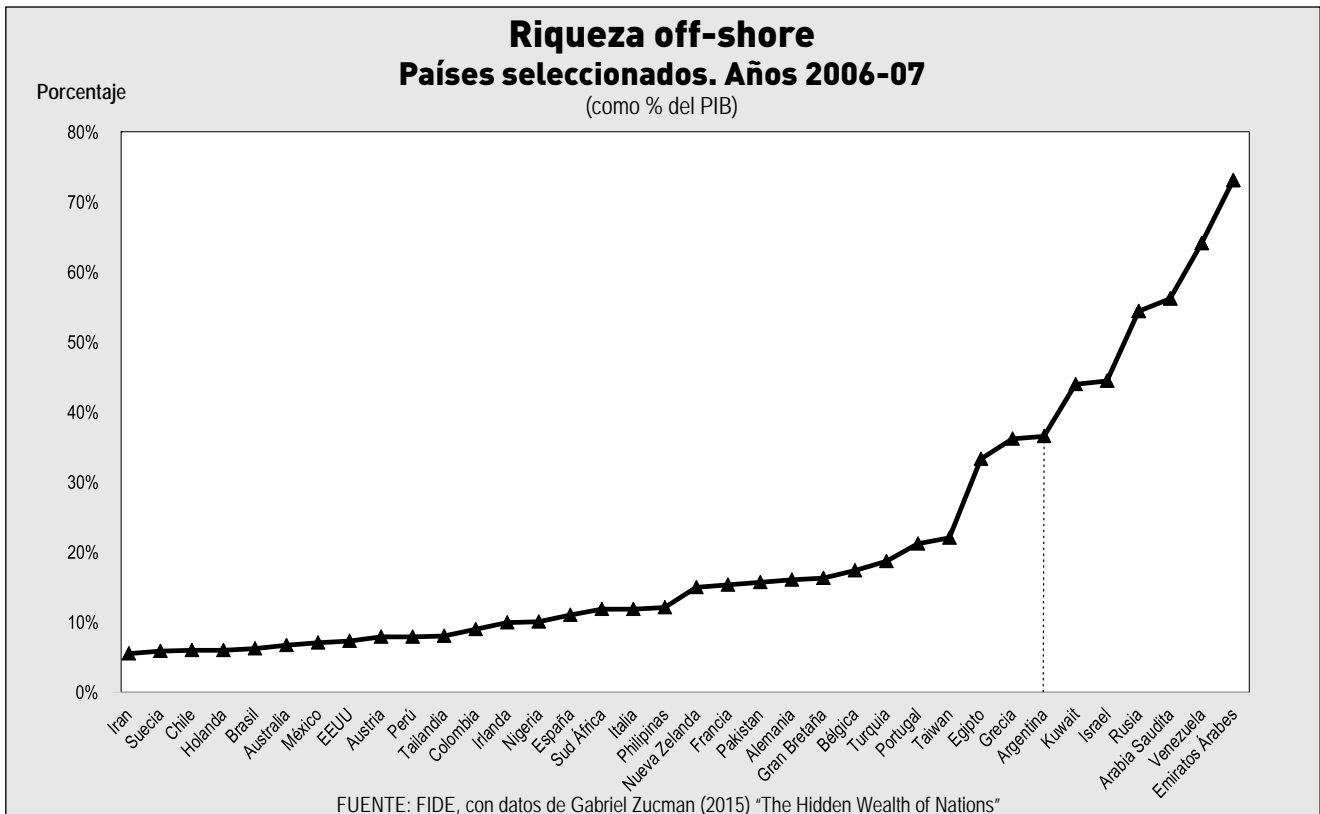
Según un documento recientemente publicado por la *Tax Justice Network*, “El Estado de la Justicia Fiscal 2020: La justicia fiscal en tiempos de la Covid-19”, se estima que la evasión anual mundial es de unos 245 mil millones de pérdidas tributarias directas. Estos son recursos que escapan a la entidad recaudadora de donde tiene lugar

el proceso productivo.

Estas pérdidas, en términos de gasto en salud de los distintos países, permiten ver quiénes son los principales afectados. Según el citado documento, “los países de ingresos más bajos pierden impuestos equivalentes a casi el 52 por ciento de sus presupuestos sanitarios, mientras que los países de ingresos más altos pierden el equivalente al 8,4 por ciento.” (*Tax Justice Network*, 2020)

El sistema fiscal mundial está configurado para favorecer la evasión y para dificultar la recaudación de los estados. Los beneficios para unos pocos se dan a costa de la pérdida de una potencial fuente de financiamiento del desarrollo.

Así, condicionan la inversión necesaria para que las sociedades se desarrollen económica y socialmente, situando a los países más pequeños y de ingresos más bajos en una desventaja sistemática. Específicamente, cuando los servicios básicos no están garantizados las principales víctimas son las mujeres y niñas, que se hacen cargo de las tareas de cuidado del hogar y ven mayormente vulnerados y desprotegidos sus derechos.



Es muy común, por parte de las corporaciones, declarar ganancias en un paraíso fiscal con bajos impuestos y recargar en éstas los costos ligados a su centro productivo. Junto con ello, es muy común la operatoria de sobreprecios de servicios de sus propias filiales offshore. Así transfieren sus ganancias a los paraísos fiscales, incurriendo en costos absurdos que disminuyen la recaudación en los centros productivos.

De las 10 jurisdicciones cuyos sistemas fiscales y financieros son más flexibles en permitir el fraude fiscal corporativo mundial, 8 forman parte de la telaraña del Reino Unido. El Reino Unido dispone de plenos poderes para imponer o vetar la elaboración de leyes en sus territorios y, además, tiene el poder de nombrar a funcionarios gubernamentales principales. Junto con los Países Bajos, Luxemburgo y Suiza, son responsables de la mitad de los riesgos de fraude fiscal corporativo del mundo.

Los ingresos fiscales deben recaudarse en el mismo lugar donde tiene lugar la actividad económica. No en un paraíso fiscal, donde la empresa solo existe como un buzón alquilado.

Una forma de reflejar esto es mediante las estadísticas de riqueza “off-shore” recopiladas por Gabriel Zucman (2015) en su trabajo *“The Hidden Wealth of the Nations”*. El autor estimó que, para 2007, unos 5,6 billones de dólares o el equivalente al 10% del PIB mundial correspondía a riqueza off-shore. Y si bien algunos países poseen un porcentaje de riqueza off-shore en torno al 10% de PIB, otros rompen con el promedio y llegan a niveles que van desde el 35% (como Argentina o Grecia) hasta el 70%, en el caso de los Emiratos Árabes Unidos o Venezuela.

En conclusión, el sistema fiscal mundial está configurado para favorecer la evasión y para dificultar la recaudación de los estados. Los beneficios para unos pocos se dan a costa de la pérdida de una potencial fuente de financiamiento del desarrollo. De este modo, la falta de regulaciones y la ineficiencia del sistema fiscal mundial abonan a un tipo de acumulación que atenta

contra la soberanía y la justicia tributaria de los estados.

Hacia un sistema más justo

La necesidad de sistemas más progresivos es evidente. Para esto, deben instrumentarse mejoras en los impuestos patrimoniales (asociados a stocks de riqueza) como el impuesto a las grandes fortunas, a los bienes personales o el impuesto inmobiliario y también en los impuestos a las ganancias (flujo), de forma de aumentar el peso de los impuestos directos y otorgarle mayor progresividad al sistema impositivo.

Asimismo, es importante avanzar en un camino hacia sistemas recaudatorios que se adapten a las nuevas formas de acumulación financierizada y a la utilización creciente de guardidas fiscales como forma de evasión fiscal. Deben configurarse sistemas enfocados en gravar más efectivamente las ganancias patrimoniales, activos extraterritoriales y fuentes de ingresos.

Es necesario avanzar en un sistema que logre adaptarse a la forma multinacional de acumulación que proponen las empresas del mundo para, de este modo, conseguir sistemas más soberanos, que puedan recaudar lo correspondiente a la producción que tiene lugar en su espacio nacional. Los ingresos fiscales deben recaudarse en el mismo lugar donde tiene lugar la actividad económica. No en un paraíso fiscal, donde la empresa solo existe como un buzón alquilado.

Referencias

- FMI (2020) “Serie especial sobre políticas fiscales en respuesta al COVID-19” en *FMI Fiscal Affairs Report*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional
- Tax Justice Network* (2020) “El Estado de la Justicia Fiscal 2020: La justicia fiscal en tiempos de la Covid-19”
- ACIJ (2020) “Avanzar hacia un sistema tributario progresivo: una deuda histórica que la crisis volvió urgente”.
- Zucman, G. (2015). *“The hidden wealth of nations: The scourge of tax havens”*. University of Chicago Press.

FIDE

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.

Fotomecánica e Impresión: Altuna Impresores - Doblas 1968. CABA

Impulsando la industria nacional

Reúne a **63** cámaras, tanto sectoriales como regionales que hoy alcanzan a más de **24.000** empresas en todo el territorio argentino que generan unos **300.000** puestos de trabajo directos, cuya actividad incide notablemente en el PBI.



ADIMRA

ASOCIACIÓN DE INDUSTRIALES METALÚRGICOS
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

www.adimra.org.ar