

## Un sistema a dos velocidades

Los límites de las recetas exitosas en nuestro país

### Informe Mensual N° 134

03 de agosto de 2020

#### Esquema del informe

- I. Editorial
- II. Señales de recuperación en el mundo
- III. El mundo recupera el rumbo, Argentina no
- IV. El problema de Argentina en el espejo: no es hoy, es ayer y mañana
  - a. La cuestión fiscal
  - b. La deuda preocupa
  - c. El (des)orden monetario
  - d. La reasignación de recursos y los mercados de factores
  - e. El sistema bancario y financiero nacional e internacional
  - f. El canal comercial como esperanza
- V. Conclusiones

**Guido Lorenzo**  
Director Ejecutivo  
g.lorenzo@lgsa.com.ar

**Melisa Sala**  
Economista jefe  
m.sala@lgsa.com.ar

**Julia Segoviano**  
Economista  
j.sego-  
viano@lgsa.com.ar

**Emilia Calicibete**  
Analista  
e.calici-  
bete@lgsa.com.ar

**Florencia Blanc**  
Analista  
f.blanc@lgsa.com.ar

**Bautista Bassi**  
Analista  
b.bassi@lgsa.com.ar

**L**a economía global colapsó en el primer semestre del año. Se espera una caída del PBI global que supere los 5 pp., algo que no se veía desde hace más de medio siglo. **Si bien estamos inmersos en un problema impensado hace meses atrás, al mismo tiempo, el mundo empieza a dar señales de recuperación.** La economía americana empezó a generar empleo en forma neta, la Reserva Federal con apoyo del resto de los bancos centrales del mundo ayudaron a que el shock real no se traslade al mercado financiero y los programas de estímulo fiscal tienen el efecto esperado. La receta de Keynes, Bagehot, Friedman y otros tantos que han contribuido en crisis de esta magnitud ayudaron a que el mundo no haya hecho un ajuste deflacionario.

Esta mirada optimista que luego reforzaremos con evidencia está **sujeta a un desafío, convivir con el virus, y a una amenaza, segundas y/o sucesivas oleadas de contagio que obliguen a mayor confinamiento.** Existen algunos efectos permanentes de las decisiones de esa política expansiva que podrían preocupar, como la elevada liquidez global, el aumento de la deuda, el aumento de expectativas de inflación, entre otras. Sin embargo, es un mundo en recuperación. Siempre bajo la amenaza mencionada, esta economía podría retornar rápido a los niveles de actividad previo a la pandemia. Nunca se vio una destrucción de empleo tan fuerte en Estados Unidos, pero tampoco se vio una recuperación tan rápida.

Argentina, a pesar de ser un país pequeño, podría pensarse dentro de esa dinámica. Sin embargo, los problemas de nuestra economía son previos a la recesión, algunos se agravaron con el confinamiento y las medidas de estímulo, y el futuro es pura incertidumbre en nuestro país. **Argentina es un país que ya estaba complicado y que despierta poco optimismo.**

Este contraste se debe a que nuestra economía estaba desordenada y el virus la desalineó más aún. Aquí la política fiscal rompió lo que se había logrado en dos años y a futuro existe el riesgo de tener que abandonar una meta de equilibrio fiscal incluso con un alto porcentaje de participación del gasto público y la presión impositiva. El balance externo mejoró por las malas, caída de las importaciones; el tipo de cambio está caro para la población que transforma ingresos al dólar paralelo, pero el comercio tiene un tipo de cambio (oficial) que ajustado por presión tributaria apenas tiene la competitividad del 2010. Por el lado del sector privado, pocos proyectos de inversión son esperados en un contexto de renegociación de la deuda y un consumo alicaído de la mano de una licuación de salarios en términos reales persistente durante tres años consecutivos gracias a una inflación que podría superar el 35% en un año donde la actividad se desploma en torno al 15%.

**Estos problemas no resueltos en años en nuestra economía ponen un límite a la recuperación. Las medidas fiscales son tímidas para la magnitud del shock, el sector privado luce más insolvente que ilíquido y eso le pone freno a la efectividad de la política monetaria y el tipo de cambio, más allá del nivel, necesita de un marco de certidumbre que no está garantizado.**

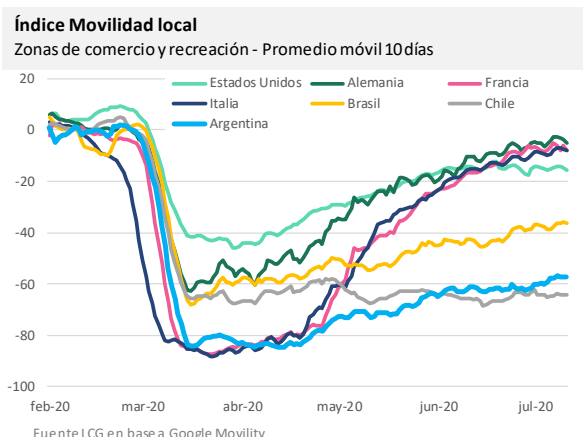
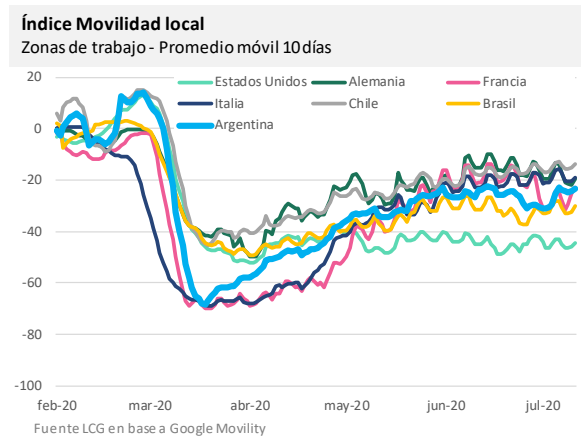
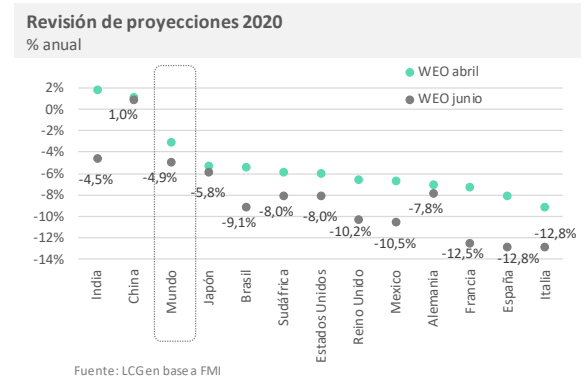
Vemos un sistema que funciona en dos velocidades. El mundo sin los problemas estructurales podrá recuperarse rápido (y ya hay algunas evidencias). Argentina, con una mochila de problemas, le costará volver a escalar los niveles previos de actividad. Aún peor, cuando recuperemos el nivel anterior, la tendencia nuestra era poco promisoriosa y el gobierno no parece tener un rumbo fijo, o si lo tiene, parece ser una analogía a las políticas del 2003, lo que sería un error de diagnóstico, al menos.

## Señales de recuperación en el mundo

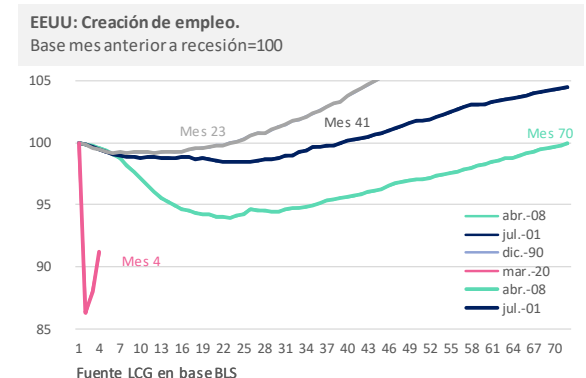
Las proyecciones del FMI que fueron revisadas apenas dos meses luego del WEO parecían pesimistas en un primer momento, pero en función a la magnitud del shock puede decirse que fueron realistas para el tamaño de caída que se espera de un shutdown de la economía a nivel global.

**A diferencia de un desastre natural, este shock afectó a toda la geografía por igual, no discriminó.** A diferencia de una guerra, no movilizó recursos de la industria pesada. Es un shock que, como bien determinaron varios autores (Blanchard; Werning), **hizo contraer la oferta, pero quizás más la demanda.**

Los índices de movilidad de Google tanto a zonas de trabajo como a zonas de comercio y recreación pueden considerarse como un proxy de la evolución de la oferta y la demanda, respectivamente. Ambos índices ponen en evidencia que, aun cuando las actividades recobran impulso y con diferente grado dados los efectos de las restricciones, todavía se mantienen por debajo de los niveles previos. Estos gráficos refuerzan la idea de que el sector servicios en zonas urbanas es el que más va a sufrir.



Los signos de esta época están marcados por el vértigo, por la velocidad en la que se están sucediendo los hechos. Así como el Covid afectó negativamente las proyecciones en los primeros meses del año, cuestión que obligó al FMI a revisar a la baja las proyecciones para todos los países, ahora las economías se están recuperando sostenidamente.

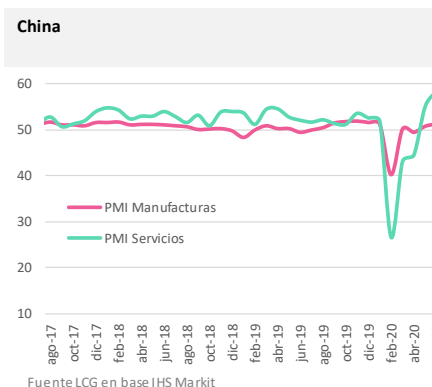
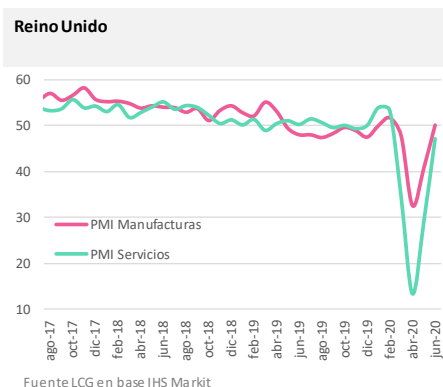
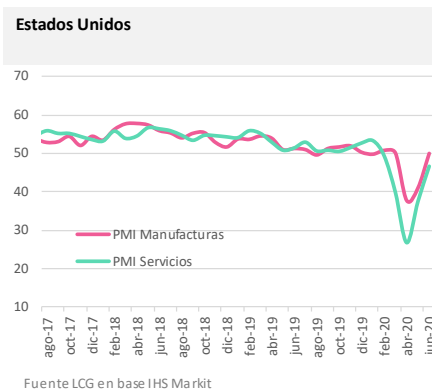
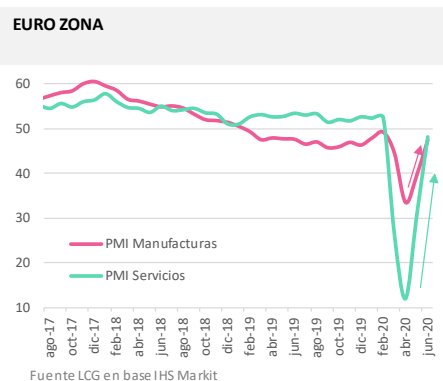


Siempre atados a la evolución de la cuestión sanitaria, el mundo parece estar empezando a aprender a convivir con el virus. **Toda la perspectiva negativa fue rápidamente atendida con medidas fiscales y monetarias que lograron revertir la situación y evitar el colapso de la economía global.** El sector público se hizo cargo de la caída de la iniciativa privada que reaccionó en forma más que proporcional a la caída del PBI.

**Los indicadores de alta frecuencia como el Purchasing Managers Index (PMI) para los distintos países han marcado una forma de V.** Si bien no refieren a niveles, dado que son índices de difusión, podría dar la pauta de una economía en la que lo peor ha pasado. A riesgo de ser repetitivos, vale aclarar, la última palabra la tiene el virus.

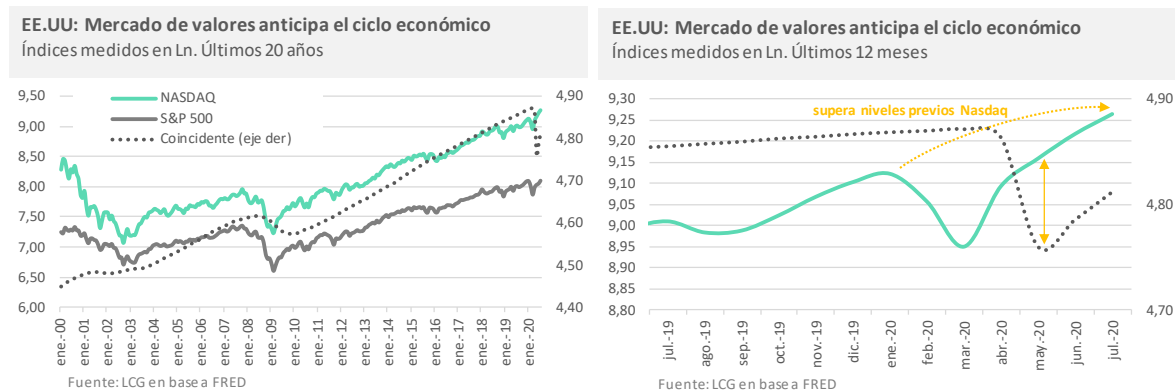
## Indice de difusión PMI

Manufactura y Servicios



Otro dato alentador es cómo en el mercado de valores, donde se arriesga dinero en lugar de pronósticos que no tienen castigo, han apostado por una recuperación fuerte. **El más optimista es el NASDAQ, las famosas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google) pudieron llevar al índice a niveles máximos por encima del inicio de la pandemia.**

Más alentador aún es cuando se ve el indicador coincidente de Estados Unidos<sup>1</sup>, parece que el índice bursátil anticipa con bastante precisión al ciclo económico. Si se realiza el mismo análisis con el S&P 500 se podrá ver que también retomó niveles pre pandemia.



En Argentina, cuando se mira hacia delante, la incertidumbre es plena. Qué contratos se podrán respetar, qué empresas serán aún solventes, qué proyectos se pueden iniciar en un marco donde la expropiación parece ser válida y hay una politización de la corte suprema. Estos son algunos de los interrogantes y algunas de las características que, de mantenerse, no permitirán que florezca la inversión aún cuando pase el coletazo de la pandemia.

## El mundo recupera el rumbo, Argentina no

Cuando se analizan las caídas de la actividad en tiempos de pandemia, la comparación del número anual puede resultar tramposa. Todas las economías se contraerán, todas las economías a distinto ritmo se irán reponiendo. Sin embargo, en algunos países las caídas alejaron mucho a las economías de su tendencia de crecimiento de largo plazo (entendida esta como el filtro Hodrick Prescott).

<sup>1</sup> El indicador coincidente que realiza el CBO de Estados Unidos captura la evolución de la actividad en base a distintas series de tiempo.

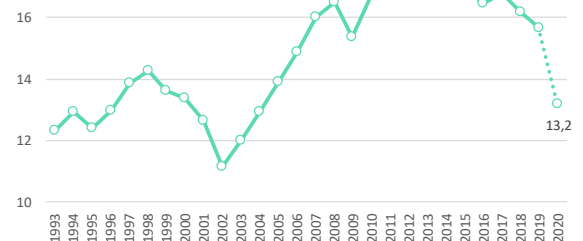
Si se analiza con detenimiento, existen dos factores a considerar. El primero es cuánto se cae respecto a la tendencia, el cual nos da una medida más exacta de la magnitud del shock, y la segunda, es qué tan auspiciante venía siendo esa tendencia de crecimiento.

Argentina en ese sentido no performa bien en ninguna de las dos. Esto se puede ver no sólo en la comparación con países avanzados sino también con países de la región. Respecto al primer análisis, la caída más pronunciada de la Argentina respecto al resto quizá se pueda explicar por poner a la salud por encima de cualquier otro objetivo, lo que llevó a un confinamiento más prolongado.

Pero desde la perspectiva local el problema más preocupante deriva del segundo análisis: la tendencia. Nuestro país tiene una tendencia de crecimiento plana, producto de los últimos 10 años donde se enredó y no logró generar crecimiento económico, y sufrió la consecuente caída del PBI per cápita. Por efecto de la caída a raíz de la pandemia, pero también como consecuencia de la dinámica previa, en 2020 el PBI por habitante retrocederá a niveles de 1996 .

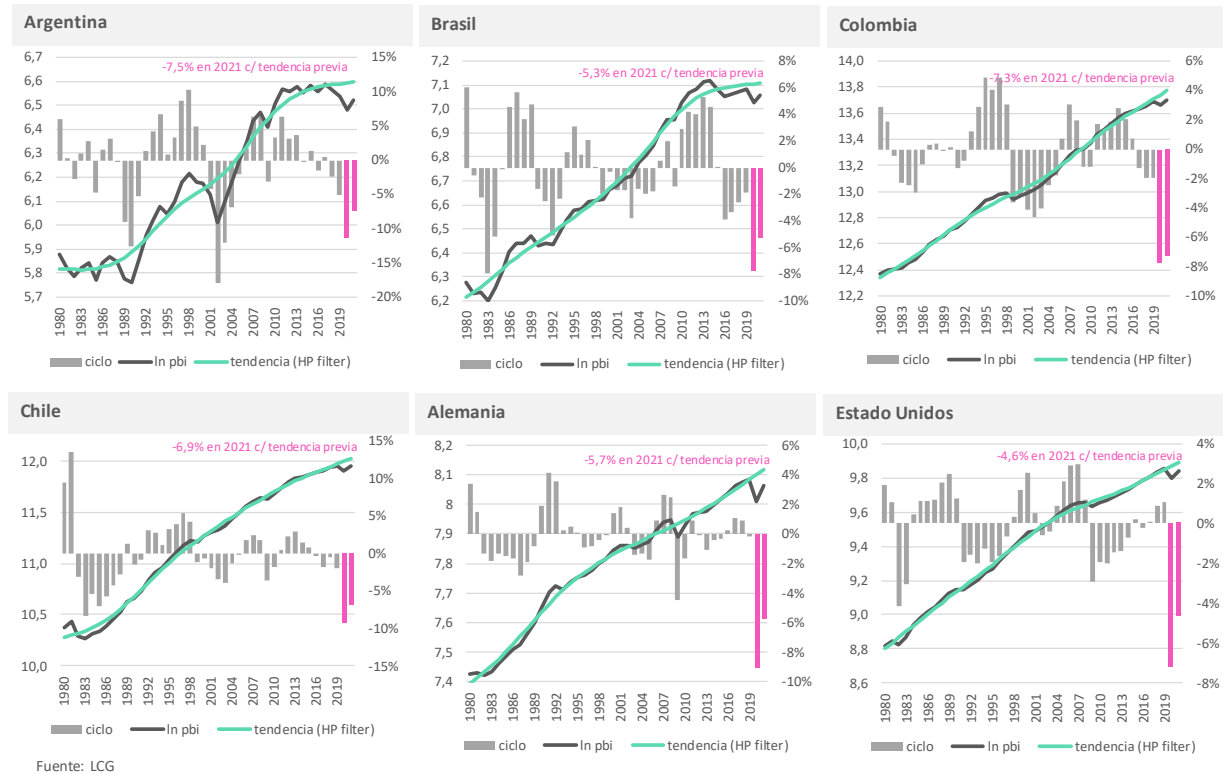
**Este aspecto nos hace reforzar una idea: el problema de nuestro país no es ni será el virus, sino desequilibrios estructurales con raíces bien profundas que no se pueden resolver. El problema es más el mañana que el presente (económicamente hablando). No es la demanda de un plan, es la necesidad de encontrar un norte que viene siendo esquivo hace una década, al menos.**

**PBI per cápita**  
\$ de 2004



Fuente: LCG en base a proyecciones propias

## Crecimiento tendencial: devió 2020-21 respecto a la tendencia 1980-2019



## El problema de Argentina en el espejo: no es hoy, es ayer y mañana

Argentina se está moviendo en la misma dirección que el resto del mundo, pero sucede que encuentra límites en varios aspectos que en otros países no aplican. Esto podrá hacer que la recuperación local sea más lenta que lo que veamos en el resto del mundo.

### La cuestión fiscal

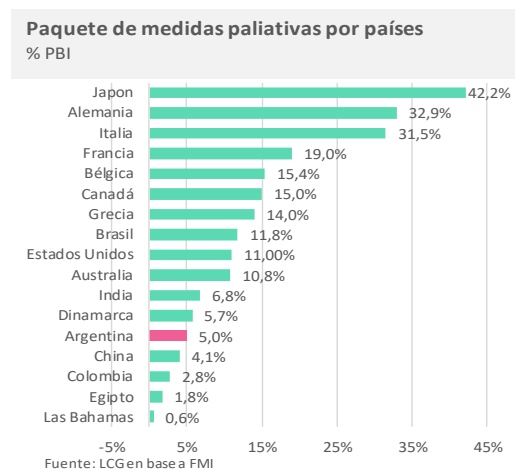
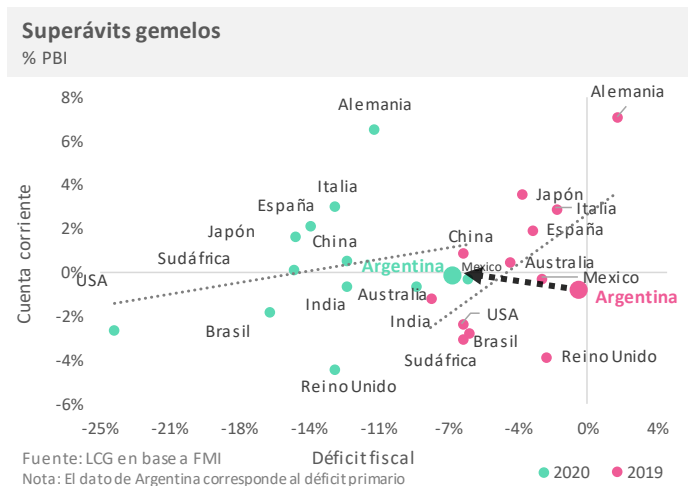
Existe aún una duda respecto a la capacidad de que el mundo pueda vivir en déficit fiscal.

En primer lugar, porque no encuentran en el mercado doméstico el financiamiento necesario, por lo que el ahorro externo es una necesidad y no todos los países pueden alcanzar un superávit de cuenta corriente simultáneamente, menos en forma sostenida. Incluso se puede ver cómo los desbalances globales se achicaron gracias a la reducción del comercio. Los flujos de capitales genuinos (ahorro) no mejoran y fueron sustituidos por una política monetaria agresiva que traspasó fronteras, desbalances financieros que permiten financiar la cuestión fiscal.

Hasta el momento los países fueron haciendo política fiscal para mantener la posible insolvencia que pueda surgir de la reasignación de recursos. Es decir, actividades que ya no serán rentables, o saldrán desfavorecidas. Este estímulo parece ser transitorio en la medida que el sector privado empiece a ver señales de recuperación y un marco donde la inversión vuelva a prosperar.

En nuestro país esta sustitución fue acotada, la reducción de la demanda agregada del sector privado no puede ser compensada por la brecha fiscal debido a que está limitada por el desequilibrio monetario que esto provoca en un contexto donde el acceso a los mercados de deuda está prácticamente cerrado.

Como se puede ver en el gráfico, Argentina logra moverse menos hacia dentro de la brecha fiscal negativa que el resto de los países, aun cuando el confinamiento más extendido puede haber deprimido la demanda privada en mayor proporción.





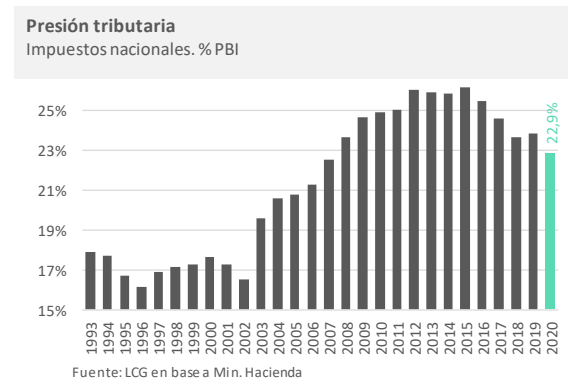
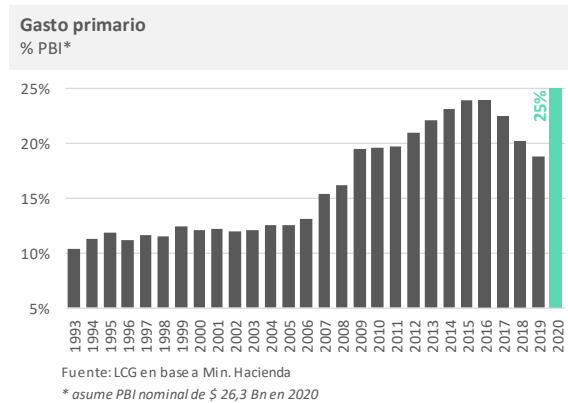
**Existe cierta paradoja. Para los analistas, la expansión fiscal resulta excesiva; para la sociedad es tímida la respuesta del Estado en materia de asistencia al golpeado sector privado. Esto demuestra en parte la incapacidad de nuestro país de absorber shocks exógenos.**

En Argentina el pasado pone un límite, nuestros niveles de gasto ya habían crecido hasta llegar a niveles históricos previo al shock del Covid y la carga tributaria también. La corrección de Cambiemos en los últimos dos años, aunque con alto impacto en términos sociales, fue marginal desde una perspectiva de más largo plazo. Por lo tanto, la capacidad de sostener una política fiscal en el tiempo es acotada.

**El programa IFE y otras medidas que apuntan a ayudas de familias funcionan, pero tienen el riesgo de tomar un carácter más permanente por dos razones.** El primero es que el sector privado tardará en reaccionar dado que la inestabilidad y la falta de claridad de un rumbo inhibe las decisiones de inversión, más aún cuando existe una brecha cambiaria elevada y la renegociación de la deuda no está resuelta. En segundo lugar, la demanda social luego de tres años de caída de la actividad sobre un gobierno que vino a “poner plata en el bolsillo” se hará evidente apenas la economía empieza a recuperar.

A todo esto se suma la incapacidad que tuvo el Estado de responder rápidamente. Mientras que en otros países existieron planes mucho menos burocráticos (como en la Unión Europea y los cheques que llegaron en Estados Unidos con la firma de D. Trump), en nuestro país, el IFE recién va por la tercera cuota en julio/agosto de un confinamiento que empezó en marzo. Esto es un total de \$20.000 en 5 meses para casi 9 millones de beneficiarios.

Aunque en una magnitud inferior a la ofrecida por otros países con más colchón fiscal, la incidencia del paquete de medidas para moderar el efecto económico del aislamiento social tendrá un impacto del 4% del PBI en las cuentas del Gobierno asumiendo que las medidas comienzan a levantarse progresivamente durante el 3T20. Sobre esto se suma el impacto que la recesión tiene sobre los ingresos fiscales vía recaudación (1% del PBI), el efecto de la moratoria que lanzaría AFIP y el congelamiento de tarifas públicas extendido hasta fin de año con impacto directo en subsidios. **Nuestra proyección de déficit primario para 2020 supera el 7% del PBI para 2020, siendo el nivel más alto de los últimos 60 años.**



### La deuda preocupa

Uno de los rasgos que caracterizará a la salida de la crisis es que los países, todos, acumularán mayor deuda pública. Aún no se puede determinar si esta será sostenible o no porque depende de la disciplina fiscal con la que se comporten y las tasas de crecimiento de las mismas. Un punto a favor es que las tasas de endeudamiento fueron bajas gracias a la elevada liquidez.

**Lejos de producirse una fuga de la deuda, hubo países emergentes que pudieron colocar deuda para suavizar el ciclo económico percibiendo al shock con cierta transitoriedad.** Esta desventaja para el mundo más endeudado es que provoca fragilidad. La política de absorción deberá ser tenida muy en cuenta por los principales bancos centrales dado que se podría llegar a dar un dominó de defaults si los estímulos se retiran demasiado rápido.

Argentina, a diferencia del resto del mundo, no puede tomar deuda en los mercados internacionales para financiar la asistencia al sector privado en tiempos de pandemia. Aun cuando sea resuelto el problema del canje de la deuda. La evidencia sugiere que al menos dos años de no acceso a capital internacional es la norma (*para más detalle sobre este punto veáse Informe Mensual N° 132, "Acuerdo y sostenibilidad. El trilema de la negociación y los costos del default", mayo 2020*).

### Colocación de deuda en la región

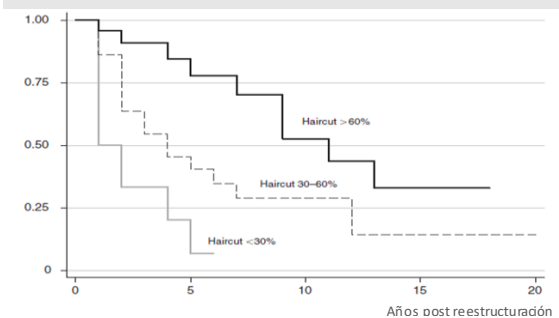
Últimos 5 meses

País	USD M	Plazo	Tasa
Brasil	1.250	5 años	3,0%
	2.250	10 años	4,0%
	550	5 años	1,2%
Chile	1.458	11 años	2,5%
	23.930	2 años	1,1%
Colombia	1.000	11 años	3,1%
	1.500	31 años	4,1%
	10.800	2 años	1,1%
México	1.000	5 años	3,9%
	2.500	12 años	4,8%
	2.500	31 años	5,0%
Paraguay	61.000	2 años	1,1%
	1.000	10 años	5,0%
	274	10 años	0,0%
Perú	1.000	6 años	2,4%
	2.000	11 años	2,8%
Uruguay	11.000	2 años	1,1%
	400	11 años	2,5%

Fuente: LCG

### Exclusión de los mercados de crédito

Probabilidad según haircut



Fuente: LCG en base a Cruces and Trebesch (2013). Sovereign defaults: the price of haircuts

Box N°1

**Alberto Fernández, ¿poco peronista o un estadista?**

Más allá de un análisis subjetivo, se puede decir que el peronismo es un partido que se caracteriza por el pragmatismo. En el caso de A. Fernández ese pragmatismo no se está evidenciando. La vuelta atrás con la expropiación de Vicentín, la consulta para la reforma de la corte suprema, la gestión de la pandemia, la gestión de la deuda y otros temas están siendo dilatados más allá de lo que se esperaba. Pareciera que le cuesta definir en temas de relevancia.

En materia de deuda, A. Fernández tiene la oportunidad de cerrar un acuerdo con gran adhesión y parece preferir extenderlo en el tiempo. El tema iba a estar resuelto el 31 de marzo y ya entrados en agosto no hay certezas. Esto podría demostrar que la lapicera del presidente está sin tinta, no escribe claro.

Otra mirada puede ser que el presidente esté en realidad administrando los tiempos. La imagen de su gestión está siendo golpeada lógicamente por la administración de la pandemia. Sin embargo, quizás es una estrategia de esperar a que se resuelva o pase lo peor en materia sanitaria para anunciar un canje 'exitoso' de la deuda y le de un espaldarazo a su ministro M. Guzmán a partir de las 60 medidas económicas que se anunciarían.

Si este fuera el caso, es una decisión inteligente. Podría dar aire al gobierno que ya empieza a tener que lidiar con las elecciones de medio término. Relanzar su gobierno con buenas noticias podría dar una sensación de buena gestión. Una jugada arriesgada, pero que podría rendirle dividendos.

Como todo en política, no todo es blanco o negro. Quizás la casuística de los tiempos termine llevando a esta situación en forma casi inconsciente. Por ahora, se ve como una demora en los tiempos de gestión. El tiempo dirá si fue falta de pericia o una jugada estratégica.

**El (des)orden monetario**

Para financiar la expansión fiscal, muchos países recurrieron en parte al señoreaje, a la emisión de dinero. Los países desarrollados, principalmente Estados Unidos y en menor medida otros bancos centrales, pueden seguir emitiendo dinero en un contexto donde la demanda lo acompaña.

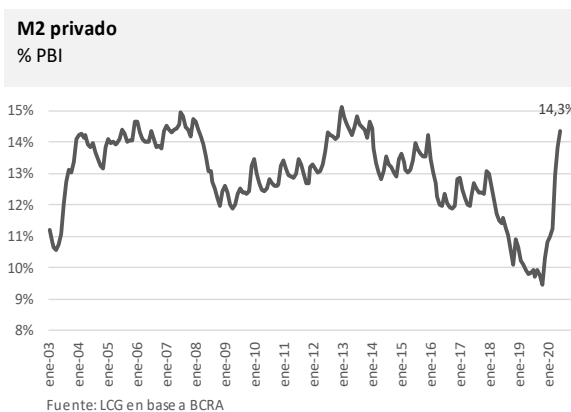
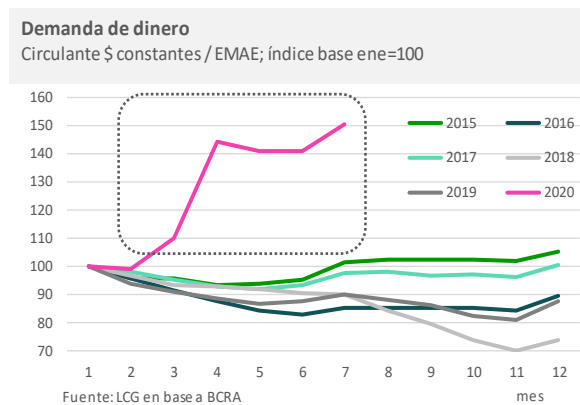
Existe cierta preocupación acerca de cómo se reabsorberá todo el excedente monetario a nivel global, pero es algo que ya ha sucedido en la crisis *subprime*. Por otro lado, es un mundo sin inflación, el *forward guidance* funciona bien en economías estabilizadas, se guían expectativas y eso logra anclar la inflación.

**Incluso el mundo podría ver con buenos ojos 'algo' de inflación para empezar a licuar la deuda que aumentó por la parte del déficit fiscal que no se financió con emisión. La preocupación a nivel global es la deflación, no la inflación.**

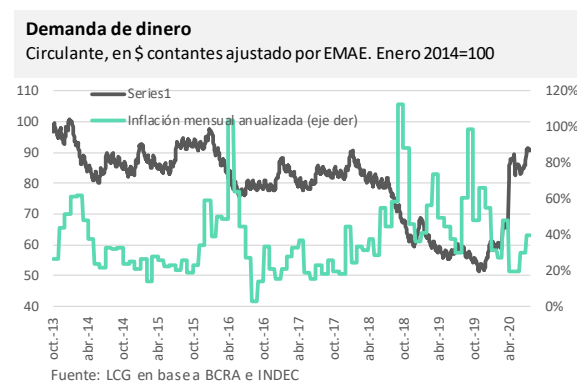
En Argentina esta capacidad está muy limitada por el punto de partida. Considerando que la economía caerá en torno al 15%, aún la inflación superará el 35%.

**La demanda de pesos está artificialmente inflada y sin acceso al dólar, y la probabilidad de tener un desorden monetario, a partir del financiamiento del gasto Covid con emisión, que termine impactando en los precios es alta.**

Sobre este punto hay optimistas y pesimistas. Cuando la gente circula menos, los pesos también lo hacen, por lo tanto la demanda de dinero aumentó sustancialmente. El BCRA en el último IPOM hizo referencia a que puede seguir creciendo en un contexto de recuperación de la actividad. Esta mirada optimista está arraigada sobre la idea de que se puede remonetizar parte de la economía: el ratio de M2 a PBI en estos niveles no luce elevado.



**Una mirada más pesimista sobre este punto es que la demanda de dinero corre riesgo de desplomarse gracias, principalmente, al aumento de las expectativas de inflación.** Este efecto podría hacer que la presión monetaria sea doble, menos demanda y más oferta para financiar gasto corriente. Por lo tanto, **la cuestión monetaria le pone un freno a la expansión fiscal<sup>2</sup>.**



<sup>2</sup> Para más detalle veáse Informe Mensual Nº 131 de abril 2020, “¿Coronavirus II. Qué nos queda cuando pase el temblor?”

## La reasignación de recursos y los mercados de factores

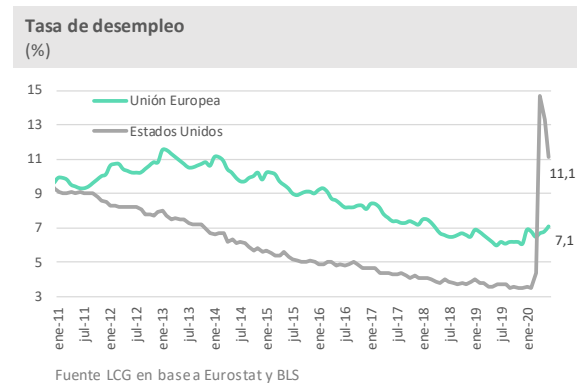
La característica de esta crisis es que el atesoramiento de empleo y capital es parejo, un ajuste de precios relativos no recompone el desempleo del uso de uno u otro.

En el mundo existen distintas experiencias de funcionamiento del mercado laboral. En Estados Unidos, por ejemplo, se permitió más flexibilidad a la hora de reducir horas de trabajo para que no represente una carga sobre empresas que puedan ser insolventes cuando el resto de los factores también abundan en capacidad ociosa. Distintamente, en Europa se trató de preservar el empleo y eso está llevando a menor elasticidad del desempleo.

El caso argentino tiene características semejantes al europeo. El programa ATP, que intenta evitar la destrucción de la relación laboral, está limitado por la condición de acceso (menor facturación nominal en términos interanuales, sin deuda con AFIP), y la prohibición de despidos, sumado a la doble indemnización, obliga a algunas empresas y comercios a bajar la persiana antes de tiempo. Esto podría provocar que exista un desempleo elevado y persistente.

Esta traba a la reasignación de factores hacia sectores que se ven más beneficiados podría demorar aún más la recuperación. **El Gobierno intentó atacar por la vía de preservar vínculos laborales que, en algunos casos, podrían no tener sentido. No se puede soslayar los efectos socioeconómicos de esto, pero para ello podría ser mejor la asistencia a familias que la tenacidad de mantener puestos de empleo sin un fundamento sólido. Esta menor flexibilidad podría llevar a adelantar cierres de empresas y comercios, por lo que el remedio sería peor que la enfermedad.**

Por un lado veremos un desempleo que no se dispara a niveles altísimos, pero por otro, seguramente la recuperación no hará bajar el desempleo en el corto plazo. Podemos pensar en una economía con más de 15 puntos de desempleo por algunos años.



## El sistema bancario y financiero nacional e internacional

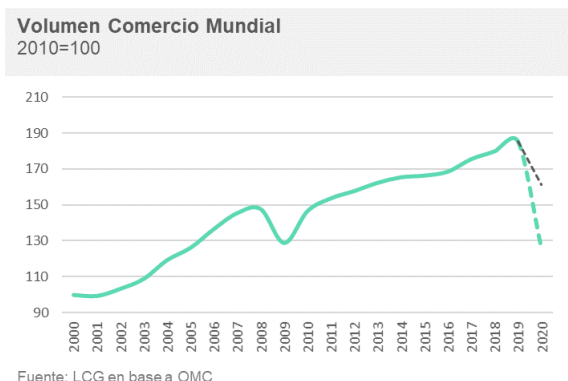
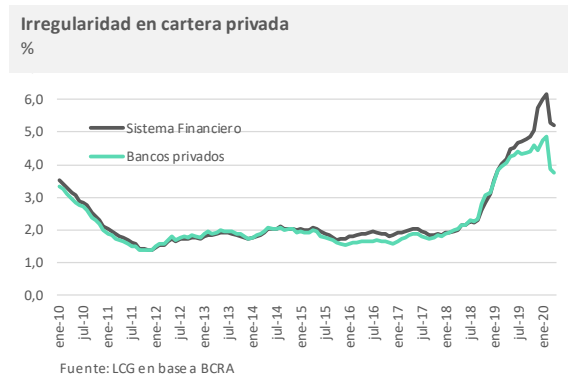
Además del financiamiento monetario que brinda liquidez, las economías avanzadas manejan el problema de la solvencia mediante decisiones del poder ejecutivo y legislativo. Ejemplo de esto, es el programa de recompra de activos por parte del Tesoro americano, que fue aprobado por el Congreso, aunque aún no se puso en marcha. Por ahora, con la liquidez es suficiente, aunque la preocupación persiste.

Si uno pensaba que todo el mundo iba a ser afectado por una pandemia de esta magnitud y que la caída de la actividad sería de lo que se está proyectando, razonablemente pensaría que el sistema bancario hubiera colapsado. **Sin embargo, las medidas macroprudenciales y las regulaciones sugeridas en Basilea III de mayores requisitos de capital hicieron que los países hayan pasado pruebas.**

En este caso, Argentina no desentona aún. Nuestra crisis cambiaria, fiscal, de deuda, no alcanzó al sistema bancario, más allá de una razonable aumento de la mora de la cartera de préstamos que se mantiene en aumento desde hace un año y medio atrás. Los bancos, si bien reducen el tamaño de sus operaciones, no se vieron amenazados. Esto podría ser alentador. **No obstante, queda la duda de cómo el mundo irá lidiando con los problemas de insolvencia. Argentina ya dio una señal en este sentido con la decisión inicial de expropiar Vicentín.**

## El canal comercial como esperanza

La caída de la demanda de un país tiene efectos en los países vecinos, de ahí que la caída del comercio sea tan amplia. Más aún, porque si bien el shock no fue completamente sincrónico, las cadenas globales de valor se 'rompen' cuando la producción está deslocalizada en distintos países por contraposición a la producción vertical. Es por ello que **el comercio mundial se verá afectado incluso más que en la gran recesión del 2008, último shock global. Las proyecciones se concentran en un rango de caída que va del 14% al 32% en 2020.** La amplitud de la caída del comercio es muy sensible y afecta a nuestro país que no está del todo desacoplado en sus intercambios de balanza comercial. En lo que va del año, las exportaciones argentinas cayeron 11% anual (6% medidas en cantidades) en tanto que las importaciones se desplomaron 23% (-20% en volumen).



Los efectos multiplicadores del comercio amplifican los shocks en forma simétrica, deprimen la demanda entre países, mientras que en la recuperación, amplifica la misma gracias a que la demanda externa se recupera y ello hace que la demanda de importaciones se transforme en mayor demanda hacia otro país.

**Argentina se puede ver beneficiado de esto.** Con una salvedad, Brasil, principal socio, podría estar en una situación poco favorable. Su economía cae y la tendencia de crecimiento, como se vio más arriba, es poco auspiciosa. Pero el resto de los países relevantes para nuestro comercio (China (14% del total), UE (14%), EEUU (8%), Vietnam (4%)) podrían encontrarse en una posición mejor, lo que da espacio para tener un mínimo de esperanzas en que la recuperación pueda ser traccionada por el sector externo.

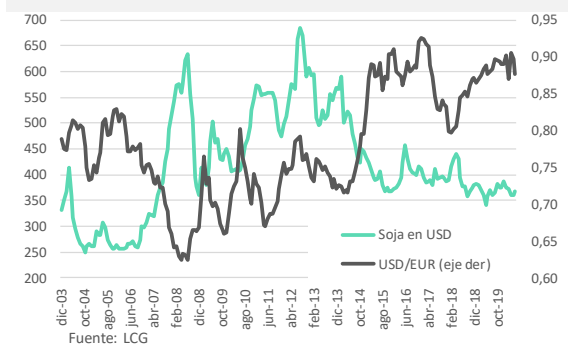
**En materia de precios, hay dos aspectos a considerar. El nivel y los precios relativos (términos de intercambio).**

El nivel dependerá de la política monetaria (mundial). No es algo menor debido a que los países tienen deuda nominada en moneda extranjera, por lo que la nominalidad importa. **Saldos comerciales que se inflan nominalmente reducen la carga de la deuda. Así que a mayor easing por parte de la FED, menor carga para los Estados.**

Por otro lado, **los términos de intercambio dependerán de la demanda relativa.** Por el momento, el precio de los commodities vinculados a alimentos que exporta la Argentina, son menos volátiles que los que se utilizan para manufacturar bienes industriales. Por lo tanto, se podría ser optimista en cuanto a esperar que mejore relativamente el ingreso de Argentina.

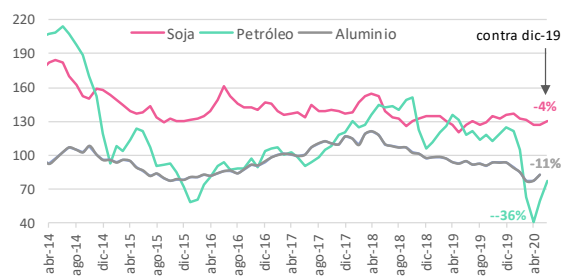
Esto podría traer aparejado el problema distributivo tradicional en nuestro país, más en un contexto de recesión donde hay que repartir pérdidas. La discusión de las retenciones volverá a estar presente en la medida que los recursos sigan siendo escasos. El FMI las avala e indirectamente el sector agropecuario hoy las paga a través de un dólar más bajo que al que tiene que acceder por sus costos. La brecha cambiaría a la que está sujeta el agro, luego se termina pasando al Tesoro como ganancia del ejercicio de la autoridad monetaria. Este conflicto distributivo se acentuará más aún si los términos de intercambio mejoran la posición relativa del agro.

USD/EUR vs. precio de la soja



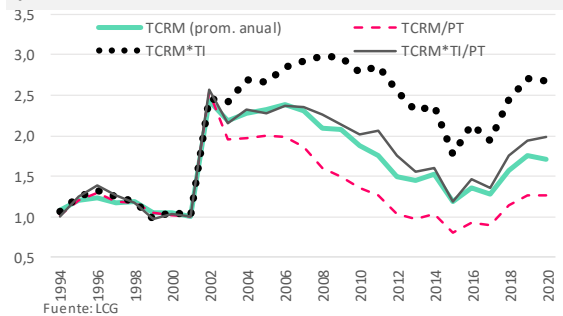
Evolución precio commodities

Índice base 100= abr-05



El canal comercial puede ser una alternativa esperanzadora para nuestro país en medio de este escenario un tanto desolador. **El hecho de que el tipo de cambio real se encuentre en una zona no tan desfavorable como en otras oportunidades es otro factor que puede ayudar**, aunque sobre este punto también convendría hacer algunas salvedades. Por lo pronto, si se lo ajusta por el crecimiento de la presión tributaria de la última década se observa que 'no le sobra nada': retoma los niveles que mantenía cuando el país estaba perdiendo los superávits gemelos que pudo conseguir en el primer gobierno de N. Kirchner. En el mismo sentido, se observa que sólo los sectores que pudieron beneficiarse de la mejora de los términos de intercambio pudieron compensar la pérdida de competitividad que representó el aumento de la presión tributaria. Y, por último, y de cara al futuro, habrá que ver la determinación del Gobierno de mantener al tipo de cambio real en torno a los niveles actuales. Siempre ha sido una tentación abaratar al dólar en épocas inflacionarias y el año que viene podrá representar todo un desafío al respecto.

Tipo de cambio real ajustado por términos de intercambio y presión tributaria. Índice base dic-01=1



Aclaración. TI= términos de intercambio (precio exportaciones/ precio de importaciones); PT=presión tributaria (recaudación nacional neta + recaudación provincial, en términos del PBI)

#### Box Nº 2

##### ¿Por qué fracasan las instituciones para la cooperación en la solución de la pandemia?

La cooperación no se ha logrado debido a que, si bien existen ganancias relativas y absolutas de hacerlo, las instituciones supranacionales no generan incentivos suficientes para que los estados provean bienes de externalidad en red. Debido a la falla de incentivos, termina primando como respuesta, lo racional del aislacionismo.

**Los estados compiten en materia sanitaria debido a que la forma en la que emerge la pandemia desnudó el orden anárquico del sistema internacional y amenazó la capacidad de supervivencia de los estados. Este orden lleva a un equilibrio subóptimo en lugar de una situación óptima en el sentido de Pareto. Se produce una situación paradójica, mientras que la solución a la pandemia requiere cooperación, la respuesta es el aislacionismo.**

La salud se convirtió en un tema de alta política debido a que la pandemia puso en juego la supervivencia de los estados y las instituciones que intentan conciliar los efectos anárquicos del sistema han fracasado debido a dos motivos: el primero es el mal funcionamiento del sistema de reglas de los organismos internacionales para generar incentivos siguiendo la tesis de las ganancias difusas. El segundo es que la respuesta aislacionista es más racional en la inmediatez que la de la cooperación y la solidaridad.

La OMS no tiene capacidad ni de agencia ni de castigo, y es dependiente de los aportes de los estados. Por lo tanto, no puede garantizar que los mismos cooperen para desarrollar una vacuna. Las instituciones no lograron ser entes independientes.

Continua ...



... continuación

Las vacunas no son un bien ni privado, ni un bien público, son bienes que generan externalidades positivas en red. La característica de estos bienes acarrea el problema de la necesidad de cooperación debido a que su utilidad, la inmunización, aumenta con la difusión. Sin embargo, esto no asegurará que existan esfuerzos de solidaridad, sino que puede llevar a la competencia por obtener rentas monopólicas del desarrollo de una vacuna.

Esta tensión entre cooperación y conflicto da lugar a ser optimistas y pesimistas tanto desde una mirada neoliberal como neorrealista. Según los autores que se inclinan por el institucionalismo, son tajantes, la empatía y la solidaridad son las únicas respuestas racionales en la lucha global de la epidemia.

De esta manera, **el virus estaría haciendo un llamado de atención a que no se está cooperando lo suficiente en un mundo cada vez más interdependiente. Si bien los estados en la competencia internacional por acumular poder acuden a la imitación, esto podría llevar a un desarrollo más rápido de una vacuna o tratamiento.**

Por otro lado, la desconfianza entre los estados, el no poder fiarse uno del otro y no poder ceder soberanía por el temor a que se vuelva en contra lleva a que no exista la posibilidad de una gobernanza global, por ello que la competencia será la norma con la que se conviva durante la pandemia.

Aún existen amenazas de oleadas de rebrotes y los antecedentes en situaciones de pandemia han demostrado que aún no está superado el problema. No se sabe aún en qué orden desencadenará la amenaza sanitaria y se está poniendo en juego las predicciones de las dos miradas más antagónicas de las escuelas del pensamiento de las relaciones internacionales.

## Conclusiones

El mundo a su modo se empieza a recuperar. Pero nuestro país podría sumergirse en una especie de espiral descendente. Una economía que tardará más en recuperarse y que el lugar al que puede aspirar amerita abordar problemas que no fueron resueltos.

**Se puede ser optimista y pensar que el camino se va a ir allanando a medida que la recuperación se haga evidente. Pero, al mismo tiempo, no se puede dejar de subestimar que problemas estructurales, como el déficit permanente y el desequilibrio monetario, fueron temas que ningún color político en el ejecutivo supo ordenar.**

La preocupación de la economía argentina no es, únicamente, cómo volver a la (¿nueva?) normalidad, sino que sigue siendo cómo lidiar con los

problemas heredados desde hace mucho tiempo. Un plan de reactivación basado en obra pública, aún cuando no haya recursos, podría ser viable. El problema es que puede hacernos retornar a nuestro sendero de crecimiento de largo plazo, es decir, a un sendero de no crecimiento, estancamiento (veáse gráfico del crecimiento ajustado por filtro Hodrick Prescott).

No se trata de pesimismo u optimismo, sino de empezar a tener una agenda que mire hacia más de 1 año vista, y encima ese año es electoral. Nos queda por esperar para 2020, que la resolución de la deuda no se estire más de lo justificable y que la economía haya salido del confinamiento sin tener que lamentar una crisis del sistema sanitario. Mientras, esperar con cierto recelo que las economías vecinas marquen el camino por el cual se vuelven a recuperar.

Con este punto el país debe ser cuidadoso, nuestra economía demanda cuestiones que no son del todo similares a las del resto del mundo. Por ponerlo en términos superficiales, **mientras el mundo requiera más políticas expansivas, en nuestro país quizás se necesite mostrar cierta prudencia, a partir de la imprudencia mostrada en el pasado.** Esto implicará llevar a cabo el desarme del gasto asociado a la pandemia y el rescate de los Pesos inyectados para tal fin. Algo que para la política económica doméstica luce todo un desafío.

Una apuesta basada en el comercio internacional podría ser una esperanza. Sin embargo, no alcanza con tener un tipo de cambio competitivo y estable. Hace falta reglas de juego más claras para que un país se asocie con el nuestro en la producción de bienes y servicios.

Está prohibida su reproducción y la circulación no autorizada expresamente