

Tesoro, tanto directa (utilidades y adelantos transitorios) como indirecta (canalizar pesos desde pasivos remunerados a deuda del Tesoro). Esa oportunidad se perfilaba en agosto, con el anuncio de los resultados del canje y la posibilidad de aprovechar la presentación del Proyecto de Presupuesto 2021 para capitalizar las incipientes señales de consistencia fiscal que se habían esbozado en julio/agosto y presentar un sendero de consolidación para lo que resta de 2020 y 2021.

Despejada la deuda, aparecía el espacio para comenzar a avanzar con el programa de estabilización que la negociación con los acreedores había dilatado, brindando en simultáneos un horizonte al mercado que permitiera comprender los rendimientos de la deuda en dólares en forma rápida desde el 11/12% de exit yield a un nivel más parecido al de Ecuador, que también acababa de concluir una renegociación de pasivos y rendía en la zona de 9%.

No obstante, y en un escenario de tensiones en el mercado de cambios, las señales que se dieron a partir de entonces fueron en sentido contrario. A nivel político, se mantuvo el impulso a medidas disruptivas, exacerbando la confrontación con distintos sectores, y las tensiones internas dentro del oficialismo sembraron dudas sobre el rumbo y la capacidad de reacción frente a la combinación del deterioro en la situación sanitaria y la corrida cambiaria. A nivel fiscal, el Proyecto de Presupuesto, con un déficit de 8,3% del PBI en 2020 (\$2,2 billones) brindo la señal de que el déficit primario en los últimos 4 meses de 2020 iba a ser similar al de los primeros 8 meses (\$1,1 billones base caja), y que en 2021 el financiamiento monetario iba a ascender a \$1,2 billones adicionales frente a un déficit de \$1,6 billones, manteniendo abierto el grifo de emisión y profundizando el deterioro esperado de la relación pasivos en pesos/reservas netas. La dirección de las medidas del martes 15 de septiembre, con endurecimiento del cepo y cruzando un Rubicón que no se había traspasado durante el cepo previo, como es el caso de las limitaciones de acceso para los pagos de amortizaciones de deuda privada o las restricciones a la operatoria en el mercado de CCL, aceleró la dinámica con una fuerte presión sobre el precio de los activos locales y sobre la brecha cambiaria en todas sus versiones.

Todo parecería indicar que el Gobierno va a intentar un cambio de rumbo, pero las medidas llegan tarde y no logran revertir la crisis de confianza ni anestesiar el combustible del exceso de pesos que presiona sobre las reservas. Con un perfil de vencimientos despejado hasta 2023, el Gobierno necesita urgentemente dar señales más contundentes en torno al ordenamiento del desequilibrio fiscal/monetario en el marco de las negociaciones con el FMI. Esta agenda era viable a principios de agosto luego del cierre de las negociaciones con los acreedores privados, pero a medida que pasa el tiempo, se queman cartuchos con medidas de escaso impacto y las reservas netas siguen cayendo, el margen de maniobra para evitar una aceleración nominal va disminuyendo rápidamente.



Opinión

Vicente Donato
Universidad de Bologna. Director de Fundación Observatorio Pyme

PRODUCTIVIDAD DIVERGENTE: EL SECRETO PARA NO DEVALUAR

Existe un acuerdo general que la actual depreciación del peso obedece a circunstancias financieras muy particulares, pero concluir que el dólar oficial no está atrasado basándose en las proyecciones estadísticas sobre la evolución del mismo en el pasado, es **más un ejercicio matemático que un razonamiento económico**. Y completar el análisis de la serie estadística argumentando que la balanza de cuenta corriente es positiva tampoco es conclusivo, ya que la situación impuesta por el cepo y por el bloqueo turístico, tampoco es realista.

Para mirar hacia el futuro y no quedarse en el dramático análisis de la coyuntura, es importante comprender que hay **otros factores más estructurales** que impulsan la permanente devaluación del peso y que si no se resuelven continuarán impiendo el crecimiento y generando pobreza.

Si se observa detenidamente la evolución de los procesos microeconómicos de la producción de bienes y servicios en Argentina, es posible constatar que el mecanismo de base que genera la continua necesidad de depreciar la moneda local de las últimas décadas es la **creciente divergencia de productividades entre sectores y tamaños de empresas**.

Cuando es muy alta la diferencia de productividad entre grandes empresas y PyME y entre sectores que producen para el mercado internacional y sectores que producen para el mercado interno, la incidencia del salario en los costos de los sectores más rezagados es indefectiblemente alta y **sus productos son indefectiblemente caros**. Ésta es la razón principal por la cual para preservar empresas y empleo la economía argentina necesita un tipo de cambio real alto.

Pero hay otro efecto, aún más importante, y que pasa aún más desapercibido, que incide en la dinámica del tipo de cambio. Si en comparación con nuestros competidores internacionales la diferencia relativa de productividades entre sectores y tamaños de empresas no es solo alta sino además creciente, para mantener en equilibrio las cuentas externas del país se necesita no solo un tipo de cambio real alto, sino un tipo de cambio continuamente depreciado en línea con la **creciente divergencia de productividades**.

El extraordinario crecimiento de la productividad de nuestro sector agrícola en las últimas décadas, la excelencia lograda por algunas empresas industriales y el éxito del promovido sector de la industria del conocimiento, frente al estancamiento o regresión de una parte importante de la industria manufacturera y del conjunto de las PyME de todos los sectores de la economía, constituye el problema estructural de base que nos aqueja y que explica la continua tensión entre tipo de cambio, inflación y ocupación que acecha a la economía argentina.

Mirando al futuro y para el diseño de una estrate-

gia de desarrollo sostenible, es necesario comprender que el aumento de la productividad de los sectores más rezagados de la economía argentina permitirá **producciones más baratas** y así aliviará la continua presión sobre el tipo de cambio y sentará las bases para un crecimiento exportador sostenible. Sin convergencia de productividades será cada vez más difícil incorporar nuevos jugadores al negocio exportador, aumentar establemente las exportaciones y **sostener el crecimiento sin inflación**.

Sabemos que la convergencia de productividades entre los distintos sectores y tamaños de empresas es sinónimo de desarrollo, mientras que la divergencia es todo lo contrario. Por esta razón los países realizan enormes esfuerzos, que insumen décadas, para incentivar la convergencia.

El aumento de la convergencia de las productividades entre sectores y segmentos de empresas en la economía doméstica favoreció la competitividad internacional de los países que desarrollaron este recorrido. Alemania, Japón, y un poco menos Francia e Italia, son casos históricos exitosos de **convergencia de productividades entre distintos sectores y tamaños de empresas**. Entre los países más jóvenes, Australia y Canadá son dos buenos ejemplos de éxito. Argentina era un buen ejemplo en América Latina, pero está hoy más lejos de la meta que en los años 60.

Hoy la política pública argentina debe permitir que el tipo de cambio encuentre un nuevo equilibrio compatible con la actual diferencia de productividades y diseñar e implementar un amplio plan de incentivos fiscales capaces de favorecer la modernización tecnológica para el aumento de productividad de las empresas menores. **Tipo de cambio alto e incentivos fiscales son dos objetivos que bien diseñados no son incompatibles**, como algunos podrían apresurarse a afirmar.

En las particulares circunstancias actuales de Argentina, por ejemplo, **incentivar fiscalmente la registración del empleo sumergido en las PyME** no solo es reactívante, sino también generador de recursos fiscales en pocos años. Dado el enorme grado de informalidad laboral que existe en Argentina, concentrada casi exclusivamente en las empresas más pequeñas de todos los sectores, prácticamente todas orientadas al mercado interno, dignificaría la vida de 4.000.000 de personas, generando las condiciones de inversión y socio-psicológicas para un mayor dinamismo de la productividad en los sectores más rezagados de la economía y aliviaria así de modo sostenible la continua tendencia a la depreciación del peso.

Para stabilizar de manera sostenible nuestra economía y crecer, es necesario transitar un largo período de tiempo **sosteniendo un tipo de cambio real alto** que atienda las necesidades de desarrollo de amplios sectores productivos que están lejos de la frontera tecnológica y, simultáneamente, disminuir decididamente la carga impositiva sobre las empresas de más baja productividad para que aumenten su nivel de actividad y empleo. La mayor competitividad internacional de nuestra economía sólo puede obtenerse a través de **un aumento de la productividad industrial y de las PyME de todos los sectores**. Sin aumento de productividad de los sectores más rezagados, la devaluación permanente de nuestra moneda será un tema de nunca acabar.

Antes de concluir, es importante destacar que desde la perspectiva de esta nota la solución extrema de dolarizar la economía abandonando el peso no sería una solución. Aun con economía dolarizada, la amplia y creciente brecha de productividad continúa quitándole competitividad internacional a nuestra economía.

En síntesis, hay espacio en Argentina para el crecimiento simultáneo de la producción de bienes transables y no transables, mercado externo y mercado interno, grandes empresas y PyME. Una estrategia combinada, tipo de cambio real alto y disminución de la carga fiscal del trabajo en las PyME, debería poder **sacarnos de la recesión estructural en la cual estamos inmersos** desde hace muchos años. El establecimiento de un mercado dual de cambios puede ser una solución transitoria para ganar algo de tiempo, pero no duradera por las mismas razones ilustradas en esta nota.

Hay que tomar el riesgo de cambiar de rumbo.