

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 177 Año 19 – 18 de octubre de 2019

Escriben en este número: Adolfo Bosch, Leandro Marcarian, Jorge Riaboi, Héctor Rubini y Jorge Viñas

EL DATO DEL MES

IPC. El INDEC informó que un aumento de 5,9% del IPC en septiembre. El FMI ha proyectado para Argentina una inflación de 57,3% en 2019, la más alta de los últimos 28 años.

LO QUE HAY QUE SABER

Probables turbulencias en los próximos meses. El control de cambios desaceleró la pérdida de reservas del BCRA y la caída de depósitos en dólares. El FMI no ha desembolsado los U\$S 5.700 M esperados por el Gobierno. Esa suma será necesaria para cubrir la brecha de financiamiento del Tesoro antes de fin de año. Caso contrario, podrían reaparecer turbulencias en el tipo de cambio, el mercado de bonos y el sistema bancario.

Escenario internacional complejo. Ante el creciente riesgo de recesión global, la mayoría de los bancos centrales han retomado las políticas expansivas, aunque cada vez hay más dudas respecto a la efectividad de la política monetaria para reactivar el crecimiento económico. Las noticias de un acuerdo comercial parcial entre EE.UU. y China traen cierto alivio, pero un arreglo definitivo todavía luce lejano.

China se lanza sobre Hong Kong. La China intentó un avance sobre las libertades civiles en Hong Kong que detonó una crisis política. Si bien las consecuencias económicas por ahora son transitorias, Hong Kong corre riesgo de perder su rol como centro financiero regional.

Inglaterra y Europa intentan llegar a un acuerdo: Londres y Bruselas acordaron un proyecto de acuerdo para el Brexit. El documento fue aprobado por los 27 miembros de la Unión Europea. Boris Johnson enfrentará este sábado el test de la aprobación o no en el Parlamento británico. En caso de no prosperar, el Presidente del Consejo Europeo Donald Tusk sostuvo que no se descarta en ese caso una nueva extensión del plazo hasta el Brexit.

LO QUE VIENE

Elecciones en la región. Este domingo es la elección presidencial en Bolivia. Evo Morales espera ser electo por un cuarto período presidencial, pero no se descarta una segunda vuelta para mediados de diciembre. Luego, el domingo 27 de octubre se celebrarán las elecciones presidenciales en Argentina y Uruguay. El favorito en Argentina es el kirchnerista Alberto Fernández que ya se impuso holgadamente en las primarias de agosto. En Uruguay no se perfila un claro ganador, y se espera un ballottage para el próximo 24 de noviembre entre Daniel Martínez del Frente Amplio y Luis Lacalle Pou del Partido Nacional.

Ecuador: El domingo pasado el gobierno llegó a un acuerdo con los dirigentes indígenas para poner fin a las revueltas en rechazo a la eliminación del subsidio a los combustibles promovida por el FMI. Se espera una reformulación del acuerdo Stand-By con el FMI, para garantizar la sustentabilidad fiscal y destinar recursos para la protección social de la población de menores recursos.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE SEPTIEMBRE DE 2019

2019

		Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Tendencia hasta septiembre
IPC Var. % mensual		2,7%	2,2%	4,0%	5,9%	
IPC Var. % interanual		55,8%	54,4%	54,5%	53,5%	Estable
Industria % uso capacidad instalada		59,1%	58,7%	60,5%	s.d.	

2019

		Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Tendencia hasta septiembre
LELIQ % nom. anual en \$ al último día del mes		62,7%	60,4%	83,3%	78,4%	
EMBI Arg Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		835	781	2.532	2.143	Estable
Dólar \$/U\$S prom. bancos al último día del mes		42,5	43,9	59,1	57,6	Estable
IVA DGI Recaud. Mensual Var % interanual		43,4%	52,0%	49,2%	35,2%	
Depósitos en pesos Sector privado Var % saldos promedios mensuales		3,8%	2,9%	1,0%	0,7%	
Depósitos en dólares Sector privado Var % saldos promedios mensuales		0,6%	3,1%	-3,2%	- 26,1%	

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC C.A.B.A	Direccion General de Estadística y Censos.	Septiembre 2019	Var. % mensual	5,0%	3,4%	
				Var. % interanual	50,8%	52,2%	
	IPC G.B.A	INDEC	Septiembre 2019	Var. % mensual	5,8%	3,9%	
				Var. % interanual	52,4%	53,6%	
	IPC NACIONAL	INDEC	Septiembre 2019	Var. % mensual	5,9%	4,0%	
				Var. % interanual	53,5%	54,5%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Julio 2019	Var. % interanual a p.corrientes	35,8%	44,7%	
	Ventas en Supermercados		Julio 2019	Var. % interanual a p.corrientes	40,2%	42,1%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Setiembre 2019	Var. % interanual	-32,1%	-32,8%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Julio 2019	Var. % mensual (sin estacionalidad)	1,2%	-0,4%	
				Var. % interanual	0,6%	0,4%	
				Var. % ene- jul '19 vs ene- jul ' 18	-2,1%	-2,6%	
	PBI		2 do Trimestre 2019	Var. % abr-may '19 vs abr-may ' 18	-2,5%	-5,8%	
Actividad Industrial	Índice de Producción Industrial Manufacturero	INDEC	Agosto 2019	Var. % interanual	-6,4%	-1,9%	
				Var. % ene-ago '19 vs ene-ago' 18	-8,1%	-8,4%	
	Uso capacidad instalada		Agosto 2019	% uso capacidad instalada	60,5%	58,7%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Agosto 2019	Var. % interanual	-5,9%	-1,7%	
				Var. % ene-ago '19 vs ene-ago' 18	-8,0%	-8,3%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Septiembre 2019	Var % mensual	0,4%	0,4%	
				Var. interanual	40,2%	49,2%	
	Var % mensual			0,3%	-21,7%		
	Var. interanual			29,2%	39,5%		
	Var % mensual			-1,1%	9,2%		
	Var. interanual			41,7%	53,8%		

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Agosto 2019	Nivel (US\$ M)	5.568	5.856	
			Enero-Agosto 2019	Nivel (US\$ M)	42.176	36.608	
				Var. % interanual	3,8%	3,3%	
	Importaciones		Agosto 2019	Nivel (US\$ M)	4.400	4.905	
			Enero-Agosto 2019	Nivel (US\$ M)	34.468	30.068	
				Var. % interanual	-27,3%	-26,8%	
	Saldo balanza comercial		Agosto 2019	Nivel (US\$ M)	1.168	951	
			Enero-Agosto 2019	Nivel (US\$ M)	7.708	6.540	

PANORAMA DE ARGENTINA

ARGENTINA: ¿HACIA UNA NUEVA CRISIS?

Héctor Rubini

El control de cambios desaceleró la pérdida de reservas del BCRA y la caída de depósitos en dólares. El FMI no ha desembolsado los U\$S 5.700 M esperados por el Gobierno. Esa suma será necesaria para cubrir la brecha de financiamiento del Tesoro antes de fin de año. Caso contrario, podrían reaparecer turbulencias en el tipo de cambio, el mercado de bonos y el sistema bancario.

La situación económica se mantiene en “modo estanflación”, sin nuevos sustos, pero sin mejora esperable en los ingresos reales, la actividad, el costo del crédito o la inflación. Daría la impresión de que **al menos hasta las fiestas de fin de año no habría cambios drásticos, aun en presencia de algún shock de confianza asociado al cambio de gobierno.**

Prácticamente todas las encuestas de opinión auguran una cómoda victoria de Alberto Fernández el próximo 27 de octubre, con una diferencia de votos a su favor igual o mayor a la obtenida en las PASO de agosto (17 puntos). **Las incógnitas del mercado están focalizadas en la conformación de su equipo económico y en sus primeras medidas para revertir un año 2019 que cierra con inflación cercana al 60% anual, una caída del PBI entre 2,5% y 3% (el FMI mutó su pronóstico de 1,3% a 3,1%) y los peores indicadores de pobreza, indigencia, precarización laboral y despidos que se recuerden desde la crisis de 2001-02.**

Al default de deuda interna siguieron controles cambiarios y cambios de política monetaria no acordados formalmente, al menos, con el FMI. La profundización del control de cambios, incluyendo la controvertida publicación de un alista de más de 800 personas físicas que en septiembre compraron más de U\$S 10.000, ha transformado al régimen en un sistema de control a los movimientos de capitales. Además, **la caída en picada de la actividad va a impactar negativamente en la recaudación tributaria. Por consiguiente, el desvío de las metas fiscales acordadas con el FMI, sobre todo hacia fin de año, han tornado más que inevitable la caída (al menos transitoria) del acuerdo con el organismo.** La incertidumbre respecto de las políticas de la futura administración, tornaron inevitable la suspensión (al menos hasta la redacción de este reporte) del desembolso de U\$S 5.400 M que se esperaba para septiembre. Esto inquietó a las autoridades, y el propio presidente Macri viajó para participar en la reunión entre los titulares del BCRA y Hacienda en Washington con funcionarios del FMI, pero no hubo ninguna respuesta positiva del organismo.

Los mercados descuentan que habrá una negociación de la deuda a partir del recambio presidencial. El mismo irá por dos andariveles:

- 1) Con el FMI, para reperfilar, o reestructurar el calendario de vencimientos, y optar por una línea más blanda (“Facilidades Extendidas”), pero enfrentará el inequívoco escollo de que el organismo exigirá (y ya lo ha anticipado) reformas estructurales pro-mercado en corto plazo. Algo que **no será fácil de acordar, luego de la situación caótica desatada en Ecuador por quitar drásticamente el subsidio a los combustibles.**
- 2) Con bonistas locales y del exterior para lograr un swap de deuda con vencimientos en los próximos 2-5 años por deuda a más largo plazo. Se ha hablado de seguir el tipo de canje de Uruguay de 2003, por la promesa de no aplicar quitas a valor nominal a los acreedores, pero en la práctica los bonistas sufrieron quitas a valor presente entre 7% y 16% según el tipo de bono. Dado que desde hace un mes circulan ejercicios de algunos bancos que dan por casi seguro que el nuevo gobierno aplicaría una quita en torno de 40%, cualquier “haircut” a valor presente de esa magnitud, o levemente inferior sería aceptada rápidamente por los mercados, habida cuenta que los bonos en el exterior sufrieron caídas luego de las PASO en varios casos a menos de 35% de valor facial. Un canje de un título que cotice bajo la par a 40% de valor facial, si es canjeado inmediatamente por otro que cotice desde la fecha de la hipotética reestructuración a poco más de 60% del valor facial sería aceptado sin problemas.

El desafío será el de mostrar proyecciones creíbles a partir de las primeras decisiones de diciembre. Mientras tanto, **cualquiera sea el ganador de la elección presidencial y de lo que se anuncie a partir del 10 de diciembre, el cierre del año lo recibirá al nuevo equipo económico con un faltante de financiamiento de unos U\$S 4.500 M:**

CUADRO 1. CIERRE FISCAL DE 2019: MUY COMPLICADO

		Miles de mill. \$	Miles de mill. U\$S
(a)	Ingresos totales (tributarios y no tributarios)	3.890,0	64,8
(b)	Gasto primario	4.140,0	69,0
(c) = (a) - (b)	Resultado primario	-250,0	-4,2
(d)	Intereses de la deuda	-575,0	-9,6
(e) = (c) + (d)	Necesidades de financiamiento corrientes	-825,0	-13,8
(f)	Amortización de la deuda	-2.204,0	-36,7
(g) = (e) + (f)	Necesidades de financiamiento totales	-3.029,0	-50,5
(h)	Fuentes de financiamiento	2.759,5	46,0
	Uso fondos FMI s/acuerdo Stand -By	1.458,0	24,3
	Ahorro por reperfilamiento Letras del Tesoro	558,3	9,3
	Transf. Utilidades BCRA	204,2	3,4
	Transf. Banco Nación al Tesoro	77,0	1,3
	Transf. Excedentes FGS-ANSES*	12,0	0,2
	Var. deuda flotante (atrasos con prov. y otros)	10,0	0,2
	Uso depósito FMI en BCRA para fortalecimiento de Reservas	440,0	7,3
(h) - (g)	Excedente (>0) / Faltante (<0)	-269,5	-4,5

* Res. Conjunta Secr. Finanzas y de Hacienda N° 65/2019 del 07-oct-2019

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Hacienda, del BCRA y del FMI.

La estimación contempla el uso total del depósito del FMI en el BCRA para fortalecimiento de las reservas internacionales. La estimación supone que los vencimientos de las letras del Tesoro de aquí a fin de año serán renovados automáticamente. Aun así, las semanas que restan hasta fin de año no serán fáciles para el Gobierno. De los U\$S 7.300 M prestados por el FMI para sostenimiento precautorio de las reservas internacionales del BCRA, **el gobierno utilizó unos U\$S 400 M entre el 30 de junio y el 23 de septiembre pasado, y luego otros U\$S 3.835 M en las dos semanas siguientes, hasta el 7 de octubre pasado.** De facto, y contra lo previsto en el acuerdo suscripto el año pasado a partir de ahora esos fondos son totalmente líquidos y están siendo usados discrecionalmente por la autoridad monetaria. **Reflejo de una situación de liquidez crítica, como lo ha señalado el default interno de letras del Tesoro, el endurecimiento del control de cambios en las últimas semanas, y la colocación del Ministerio de Hacienda de una letra a 180 días intransferible al FGS-ANSeS para absorberle un excedente de liquidez de \$12.000 M.** Decisión extra, pero insuficiente frente al aumento estacional del gasto por sueldos, jubilaciones y medio aguinaldo para diciembre próximo.

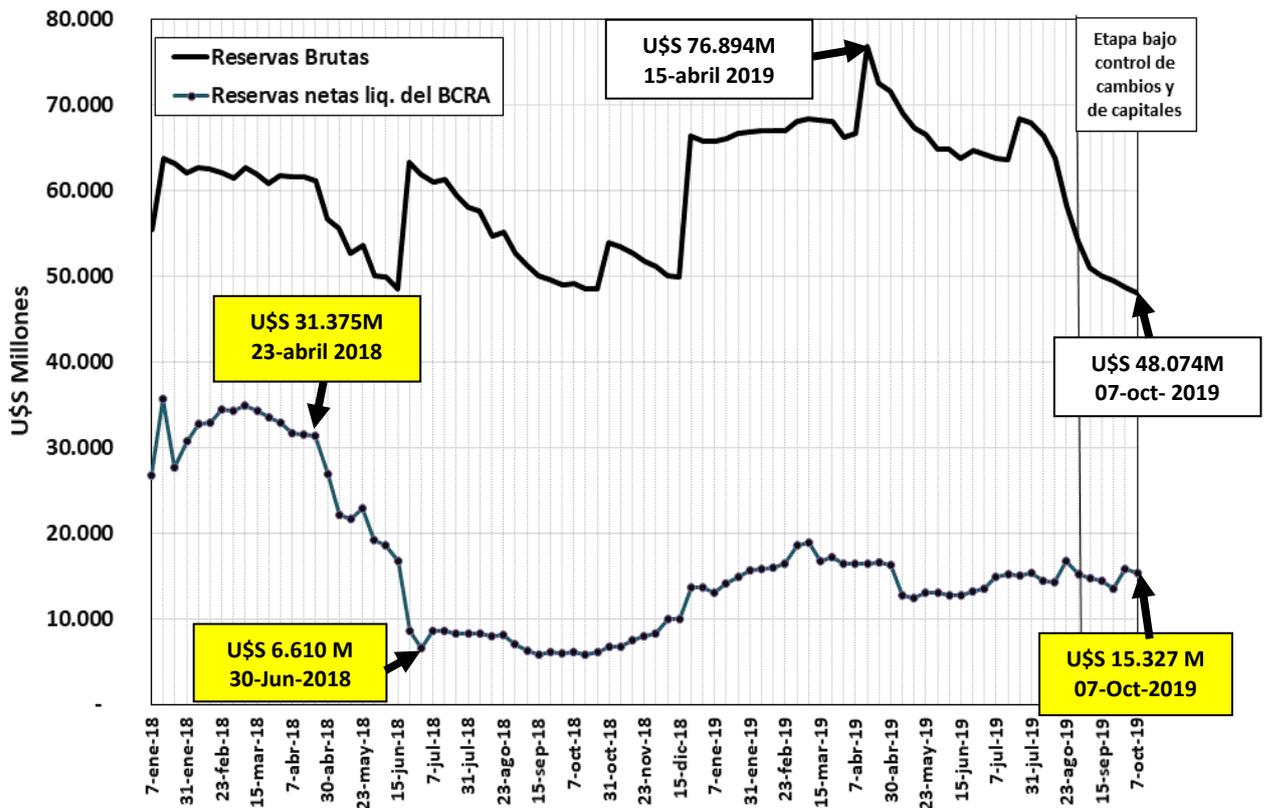
Para contar con fondos antes de fin de año debe echar mano de los U\$S 3.327 M que quedan de esos fondos, lo cual es aún insuficiente. No hay muchas opciones para financiar el faltante estimado en torno de U\$S 269.500 M (U\$S 4.500 M):

- Que el FMI acceda a liberar los U\$S 5.400 M que se esperaban para el mes pasado, al menos antes de la segunda quincena de diciembre.
- Aumento de la deuda flotante (atrasos con proveedores, gobiernos provinciales) cuyo incremento para este año ha sido estimado, conservadoramente, en torno de \$ 10.000 M.
- Colocación de manera compulsiva de deuda interna en el FGS-ANSES, bancos públicos, y/o entidades bancarias y no bancarias.
- Emisión monetaria.

La alternativa a) es la más inocua en cuanto a sus efectos inflacionarios, pero en el corto plazo la más improbable. Las otras generarán un impacto inmediato en las expectativas de inflación y de suba futura del tipo de cambio. Inevitablemente acelerará la dolarización de carteras ya en marcha, y puede poner en serio riesgo la estabilidad del tipo de

cambio, del nivel de precios, de las tasas de interés y de las reservas internacionales líquidas y propias del BCRA, que al 7 de octubre ascendían a U\$S 15.327 M, esto es el 32% de las reservas brutas a esa fecha (U\$S 48.074 M)¹

GRÁFICO 1: RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA (BRUTAS Y NETAS DE LIBRE DISPONIBILIDAD)



Fuente: elaboración propia en base a los balances semanales del BCRA

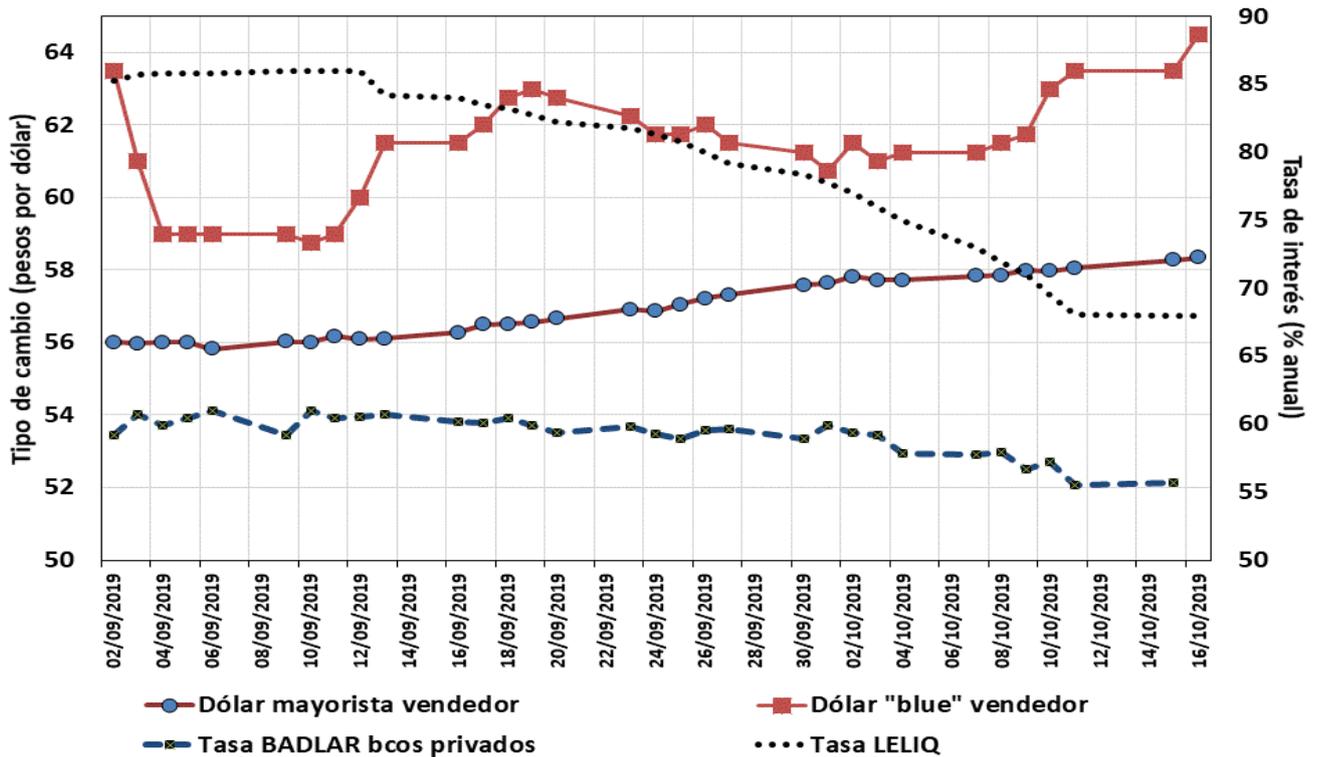
La base monetaria se mantiene estable en torno de 1,1 billón, pero la demanda de dinero no muestra signos de estabilidad. Con control de cambios y de capitales, los depósitos del sector privado se mantienen estables, mientras que los depósitos en dólares desaceleraron fuertemente su caída, pero siguen descendiendo. En los primeros 10 días de este mes lo han hecho a razón de U\$S 64 millones, casi 10% de la caída diaria promedio de los primeros 10 días de septiembre. Los controles de cambios han sido efectivos, pero el stock de reservas líquidas del BCRA al 7 de octubre era de U\$S 15.327 M, menos de la mitad de la observada el 23 de abril del año pasado, al inicio de la crisis económica que continúa hasta hoy.

Si el Tesoro se financia a fin de año con emisión monetaria, habrá presiones sobre los precios y el tipo de cambio en al menos hasta marzo del año próximo. Si opta por tomar U\$S 4.500 millones de las reservas internacionales, podría financiarse con cierta calma el cierre del año, pero quedará al BCRA expuesto a un casi seguro ataque especulativo antes de fin de año. Algo bastante probable si se confirma, por caso, la caída definitiva del acuerdo con el FMI, y la cancelación de cualquier nueva remesa de dólares en el corto plazo. Es razonable que en los mercados se espere un mayor rigor del control de cambios, pero si será o no efectivo dependerá del resultado de la elección presidencial del próximo 27 de octubre. Al día siguiente comenzará otra historia, y mucho dependerá de la política económica y del equipo a cargo que anuncie el presidente electo.

Los controles de cambios han permitido calmar un poco los ánimos, pero aun la baja de tasas de interés que intenta inducir el BCRA es todavía lenta y para que esa baja sea percibida como permanente, debería sostenerse por no menos de dos meses más. Pero con mínima credibilidad, y cambios sorpresivos de reglas de juego, aun con control de cambios y de capitales el dólar no tiende a bajar, inducir una rápida baja de tasas de interés con expectativas de caída de reservas internacionales y de alta inflación, no parece ser hoy una dinámica sostenible ni convincente.

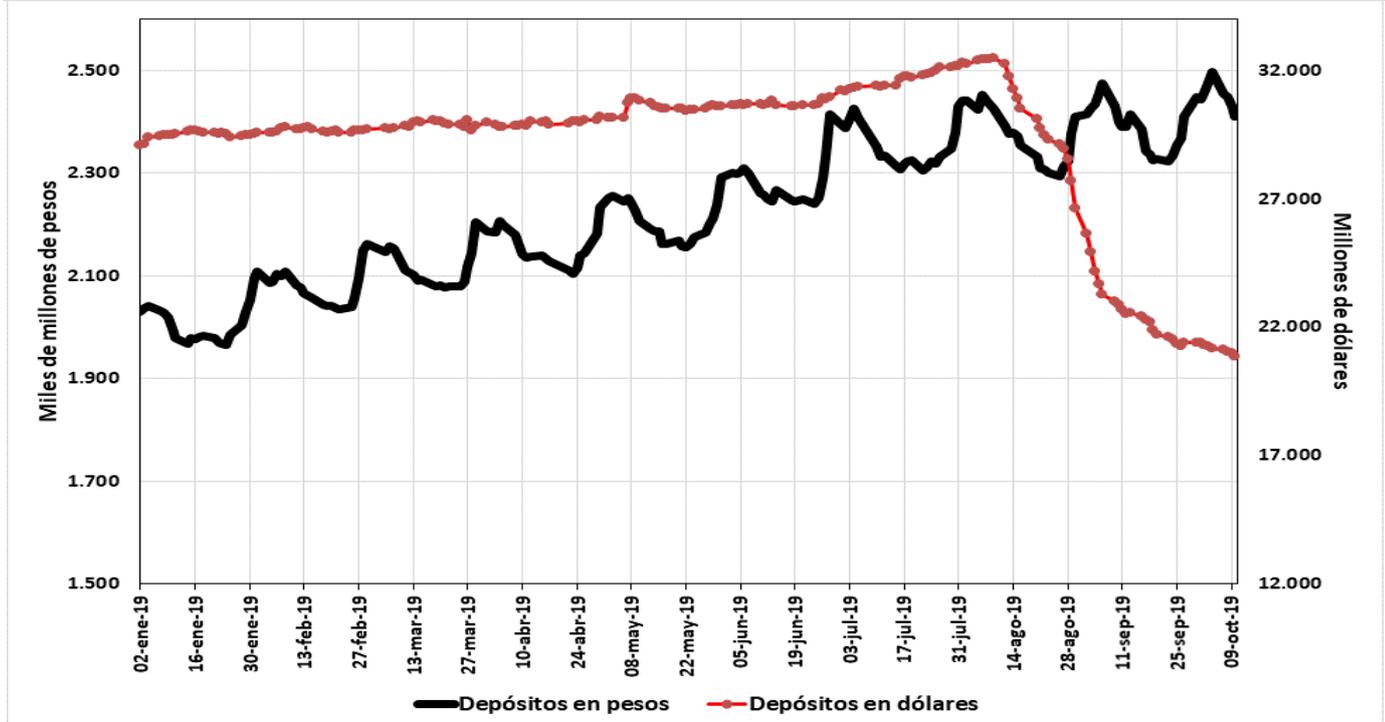
¹ El nivel a esa fecha ya era inferior al mínimo registrado desde el 1° de enero de 2018: U\$S 48.468 M, al 15 de junio de 2018.

GRÁFICO 2: TIPOS DE CAMBIO Y TASAS DE INTERÉS



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y casas de cambio.

GRÁFICO 3: DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO EN PESOS Y EN DÓLARES



Fuente: BCRA.

En suma, el programa del gobierno y del FMI deja no sólo al sector privado, sino también al sector público en una situación de iliquidez. Un cambio adverso de expectativas puede conducir o bien a una crisis cambiaria, o a una crisis de la deuda más grave que el default interno de letras de Tesorería, o a complicaciones con relación al futuro de las LELIQ, las tasas de interés y a la confianza en el sistema financiero.

Cualquiera sea el que gane las elecciones, entonces, deberá lograr credibilidad, cerrar la inevitable brecha financiera que le espera al Tesoro en diciembre, y la rápida recuperación del manejo de las expectativas. Caso contrario, la situación económica empeorará a las pocas semanas de haberse iniciado el nuevo período presidencial.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: AL LÍMITE

Jorge Viñas

Ante el creciente riesgo de recesión global, la mayoría de los bancos centrales han retomado las políticas expansivas, aunque cada vez hay más dudas respecto a la efectividad de la política monetaria para reactivar el crecimiento económico. En este contexto, las noticias de un acuerdo comercial parcial entre EE.UU. y China traen cierto alivio, pero un acuerdo definitivo todavía luce lejano.

1. Datos de desaceleración económica alimentan el riesgo de recesión global

En el mundo desarrollado continúan acumulándose señales de desaceleración económica. La economía de EE.UU., que hasta hace pocos meses se había mantenido relativamente aislada de la debilidad que afectaba a sus pares, recientemente también muestra incipientes síntomas de deterioro, dando la impresión de que al fin de cuentas la guerra comercial iniciada por Trump está empezando a volverse en su contra. Esto redundará en un aumento significativo del riesgo de recesión global.

Hasta ahora, el impacto negativo más significativo se ha visto en la contracción del sector manufacturero, el más sensible a la caída del comercio internacional y al aumento de la incertidumbre provocada por la guerra comercial entre EE.UU. y China, que deprime la inversión de las empresas.

Aquellos países más dependientes del sector manufacturero como motor de crecimiento, como la mayoría de los países del este asiático o Alemania dentro de la Eurozona, han sido los más afectados. A tal punto que Alemania ha registrado una caída del PIB en el segundo trimestre de 2019. Los sectores más ligados al consumo y los servicios se venían manteniendo relativamente sólidos, gracias a que el nivel de empleo y la masa salarial continuaban mostrando una evolución favorable. **Pero a medida que la guerra comercial se fue extendiendo en el tiempo e intensificando en la magnitud y alcance de los aranceles y otras medidas restrictivas, de a poco el impacto negativo se empieza a generalizar.**

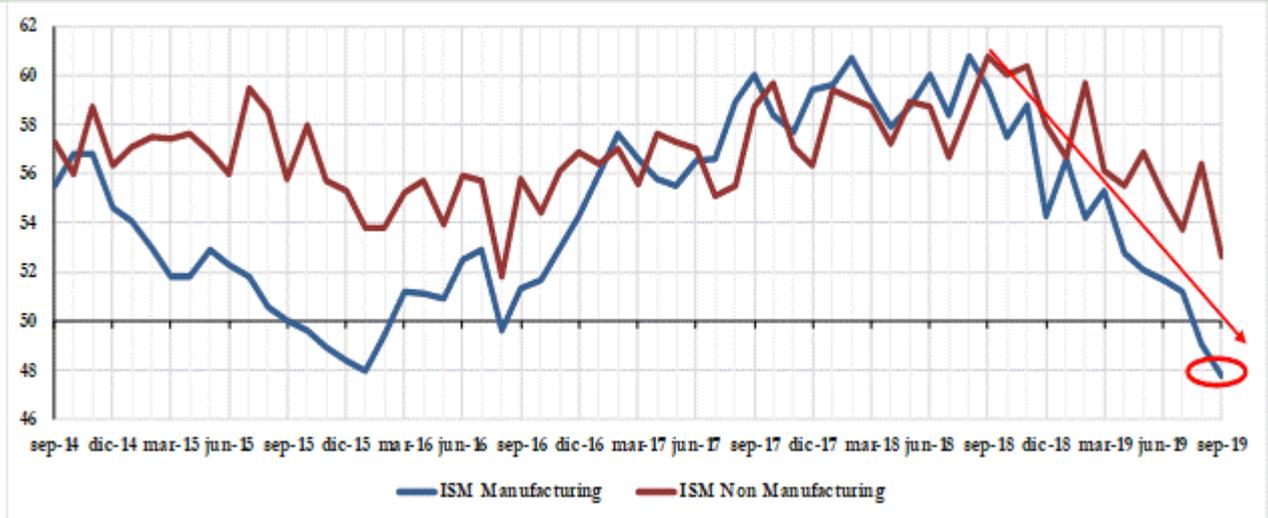
En el caso de EE.UU., las encuestas de actividad ISM del mes de septiembre captan ambas tendencias: la contracción del sector manufacturero y el incipiente deterioro de los sectores de servicios. Por un lado, el índice principal de la encuesta del sector manufacturero (ISM Manufacturing) cayó a 47,8, por debajo del nivel crítico de 50 que divide expansión de contracción, y que representa el nivel más bajo desde la recesión de 2008-2009.

Por otro lado, el indicador de la encuesta de los sectores de servicios (ISM Non Manufacturing) también registró un descenso significativo, de 56,3 en agosto a 52,6 en septiembre, aunque todavía se mantiene por encima del nivel crítico de 50. En conjunto, ambos indicadores muestran un fuerte declive desde los máximos del actual ciclo económico registrados en el tercer trimestre de 2018 (véase el gráfico 4).

Las estimaciones de crecimiento del PIB para los últimos dos trimestres de 2019 continúan disminuyendo, ubicándose por debajo del 2% anualizado, mientras que, según la última compulsión de Bloomberg entre 51 economistas del sector privado, la probabilidad de recesión asciende al 35%.

En el caso de la Eurozona, el cuadro de situación es todavía más preocupante. La encuesta de actividad agregada PMI Composite, que a lo largo de 2019 venía mostrando signos tentativos de estabilización a un nivel bajo luego del fuerte derrumbe de 2018, en septiembre tuvo una recaída marcando un nuevo mínimo para el actual ciclo en 50,1, manteniéndose apenas por encima del nivel crítico de 50. La distribución sectorial es similar: mientras el sector manufacturero se hunde cada vez más en terreno negativo, 45,7 en septiembre, el indicador de servicios, que venía mostrando un repunte en los meses previos, tuvo retroceso en septiembre que lo llevó a 51,6, muy cerca del mínimo de 51,2 registrado en diciembre de 2018 y enero de 2019. Estos datos están propiciando nuevas bajas en las proyecciones de crecimiento del PIB para el segundo semestre de 2019 y para 2020, por debajo del 1% anualizado en ambos casos.

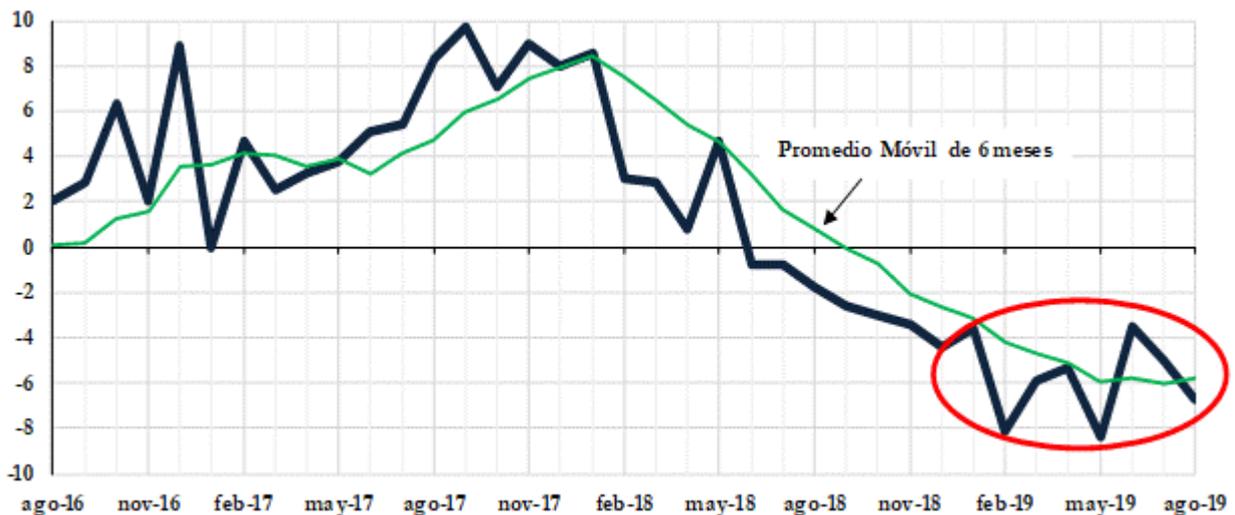
GRÁFICO 4. EE.UU. EVOLUCIÓN MENSUAL DE LAS ENCUESTAS DE ACTIVIDAD ISM



Fuente: Bloomberg

La pronunciada contracción del sector manufacturero europeo se explica fundamentalmente por la caída de la producción industrial en Alemania, que queda de manifiesto en la evolución negativa en la estadística de órdenes de fábrica (véase el gráfico 5). Si bien algunos analistas sostenían que la caída registrada en 2018 obedecía a factores transitorios y apuntaban a una rápida recuperación en 2019, la misma nunca se concretó y los últimos datos no dejan margen para el optimismo. De todas formas, no se espera que se repita la variación negativa del PIB del segundo trimestre, por lo que técnicamente Alemania evitaría entrar en recesión, y las estimaciones apuntan a que cierre 2019 con un crecimiento del PIB de 0,5%.

GRÁFICO 5. ALEMANIA. EVOLUCIÓN DE LAS ÓRDENES DE FÁBRICA
 Variación Interanual (%)



Fuente: Bloomberg

En **China**, la profundización de la guerra comercial con EE.UU. tras la última suba de aranceles implementada por Trump, está teniendo un impacto negativo inevitable, especialmente sobre la actividad industrial y sobre la inversión en activos fijos. Pero, las nuevas medidas de estímulo fiscal y monetario que está llevando a cabo el gobierno de Xi están contribuyendo a evitar que el crecimiento se desacelere por debajo del 6% anual. Se espera que los datos mensuales de actividad de septiembre, a publicarse a mediados de octubre, aporten evidencia favorable en este sentido. Continuando en Asia, **Japón** se mantiene en su patrón de bajo crecimiento cercano al estancamiento, y las condiciones actuales de la economía global no son propicias para un repunte significativo. Más allá de la volatilidad que muestra el crecimiento en del PIB trimestre a trimestre, alternando trimestres de crecimiento relativamente elevado y trimestres contractivos, en términos anuales el PIB oscila en un ritmo de crecimiento de entre 0 y 1%.

Las economías de los **países emergentes** en general sufren el doble impacto de la caída del comercio internacional y el aumento de la incertidumbre a nivel global. En el **sudeste asiático**, la mayoría de los países tienen algún grado de integración a las cadenas industriales globales con cabecera en China, por lo que sufren el impacto directo de la disrupción que el conflicto está infringiendo a dichas cadenas productivas. En algunos casos puede haber algún impacto positivo por el efecto del desvío de comercio de China y la sustitución por parte de las empresas estadounidenses de proveedores por otros países, pero en términos agregados el impacto es negativo.

En **Europa Central y del Este** se hace sentir con fuerza el deterioro del crecimiento de la Eurozona. Mientras que, en el caso de **América Latina**, el canal de transmisión principal es el impacto negativo de la desaceleración global sobre los precios de commodities. Además, las principales economías de la región presentan desafíos específicos: **Brasil** no consigue reponerse plenamente de la larga recesión de los tres años anteriores, y el lento avance de las reformas no termina de plasmar expectativas más positivas. En **México**, la figura del Presidente López Obrador sigue sin generar confianza entre los empresarios, mientras está la economía está expuesta a la desaceleración de la economía de EE.UU. Y en **Argentina**, una compleja transición política en condiciones de debilidad macroeconómica ha llevado a un agravamiento de la recesión iniciada en 2018.

2. Bancos Centrales al rescate...¿alcanzará?

Frente a la proliferación de señales de desaceleración de la actividad económica a nivel global, los bancos centrales han salido en forma generalizada a adoptar medidas de estímulo monetario, mostrando un nivel de sincronización inédito. Desde julio de 2019 en adelante cerca de 30 bancos centrales, en América del Norte, América Central, América del Sur, Europa, Asia, Oceanía y África, han adoptado alguna medida expansiva. En la mayor parte de los casos las medidas tomaron la forma de baja de tasas, pero en algunos también reducción de encajes y, en el caso particular del Banco Central Europeo (BCE), una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) a través de compras mensuales de títulos.

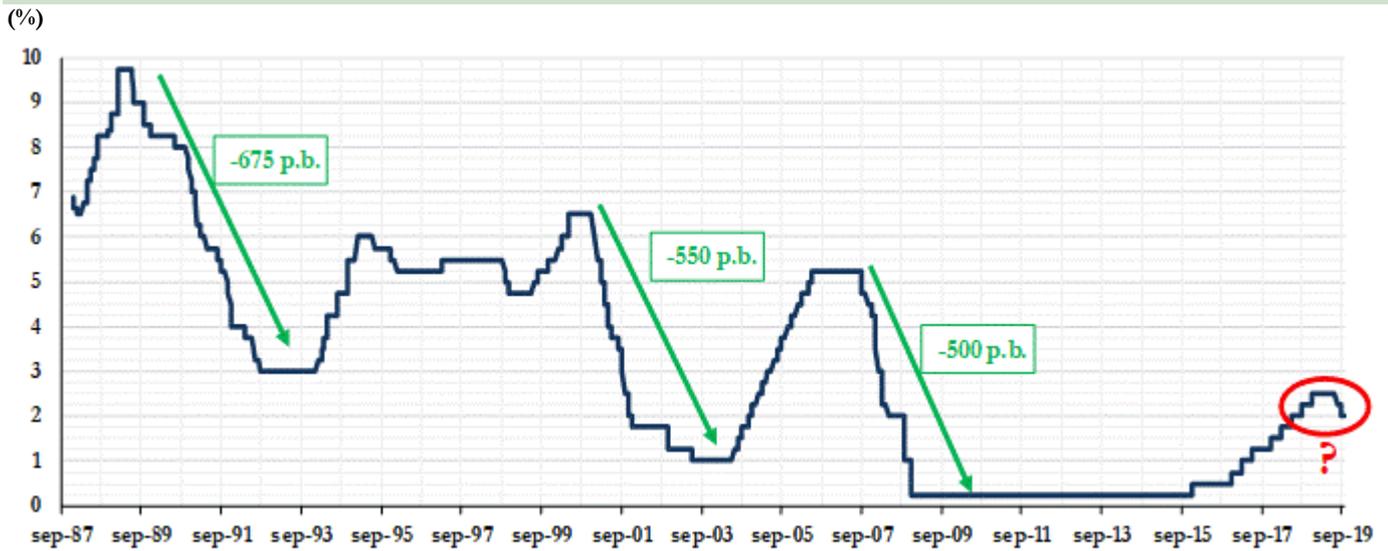
En **EE.UU.**, la Fed recortó la tasa de Fondos Federales en 25 puntos básicos (p.b.) a un rango de 1,75%-2% en la reunión de septiembre, y de acuerdo a las señales de su Presidente J. Powell y otros miembros del Comité, las expectativas de consenso de mercado apuntan a una nueva baja de 25 p.b. en la próxima reunión del 30 de octubre. Al cierre del 11 de octubre, la cotización de mercado de los futuros de Fondos Federales incorpora una probabilidad del 70% de que la Fed recorte otros 25 p.b. a fin de mes. La posibilidad de otra baja adicional en diciembre, que llevaría la tasa de Fondos Federales a un rango de 1,25%-1,50% a fin de año, a esta altura luce más incierta, dependiendo de cómo evolucionen la economía y los mercados financieros tanto en EE.UU. como en el resto del mundo en los próximos dos meses.²

Según Powell, las razones que justificarían una nueva reducción de tasas, pese a que a su juicio la economía de EE.UU. todavía se muestra saludable, radican en las dificultades que exhibe la economía global. Además, el nivel acotado en torno al 2% anual que mantiene la inflación no sólo le brinda margen de maniobra (si la inflación estaría en un proceso alcista, la Fed no tendría la flexibilidad para bajar tasas porque pondría en riesgo su objetivo de estabilidad de precios), sino que además torna aconsejable recurrir a la baja de tasas en forma preventiva para evitar que un deterioro pronunciado del nivel de actividad lleve la inflación todavía más abajo, aumentando el riesgo de deflación crónica al estilo Japón.

Hay que tener en cuenta que la Fed parte con un poder de fuego mucho más reducido que en épocas anteriores para hacer frente a una eventual recesión: en las tres recesiones previas, la Fed recurrió a bajas acumuladas de al menos 500 p.b. (véase el gráfico 6) Pero este año arrancó con un nivel de tasa de Fed Funds de sólo 2,5%, es decir que dispone como máximo de 250 p.b. para bajar la tasa antes de toparse con el límite de 0% y enfrentarse a la disyuntiva del BCE de recurrir a las tasas negativas. Entonces, como la capacidad de acción es mucho más restringida, es preferible actuar anticipadamente para evitar llegar a una situación recesiva.

² En forma paralela, la Fed ha retomado la expansión de los activos de su balance, revirtiendo la reducción iniciada a fines de 2017 para desactivar gradualmente el efecto de los distintos programas de QE adoptados desde 2008. El motivo principal de la Fed para volver sobre sus pasos es que la contrapartida de la reducción de los activos de su balance fue una reducción en el nivel de liquidez excedente del sistema financiero, que en el mes de septiembre llevó a algunos episodios de stress en los mercados de dinero. Esto se reflejó en saltos abruptos en las tasas de muy corto plazo, que superaron largamente el techo de la tasa de Fed Funds. La Fed enfrentó la emergencia recurriendo a licitaciones de fondos de corto plazo, y el último viernes 11 de octubre anunció un programa de compra de letras del Tesoro de corto plazo para asegurar la provisión de liquidez del sistema financiero. Sin embargo, no debe confundirse con un nuevo programa de QE, ya que no apunta a influir sobre toda la curva de rendimientos mediante la compra de bonos del Tesoro de mediano y largo plazo, sino exclusivamente se concentra en la provisión de liquidez al sistema mediante operaciones con títulos de corto plazo.

GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE FONDOS FEDERALES



Fuente: Bloomberg

Está por verse si lo logrará. Para algunos críticos, entre los cuáles sobresale el Presidente Trump, la Fed tardó demasiado en adoptar nuevamente un sesgo expansivo, imponiendo un freno excesivo a la economía. Pero para los mercados financieros la Fed todavía cuenta con credibilidad, por ello han reaccionado favorablemente a las últimas bajas de tasas. El mercado accionario de EE.UU. se sostiene muy cerca de su máximo histórico, pese a los riesgos geopolíticos, las señales de desaceleración económica y las presiones bajistas sobre las ganancias de las empresas, en buena parte gracias a la confianza en que la Fed logrará sostener la economía a flote.

Un panorama mucho más complejo enfrenta el BCE. Con un debilitamiento de la actividad económica de la Eurozona bastante más pronunciado que en EE.UU., y con una inflación que se mantiene anclada en torno al 1% anual, muy lejos del objetivo de 2% del BCE, y partiendo de tasas de referencia fuertemente negativas, sus opciones son mucho más limitadas. En la reunión del 12 de septiembre, la entidad dirigida por Mario Draghi en las últimas semanas de su mandato ya que el 1° de noviembre asume Christine Lagarde en su reemplazo, decidió una baja de 0,10% en la tasa de depósito, a terreno aun más negativo (de -0,40% a -0,50%) al mismo tiempo que retomó la política de QE, al anunciar un nuevo programa de compra de títulos por € 20.000 millones mensuales por tiempo indefinido. La decisión de Draghi, tomada con el apoyo de los representantes de los países periféricos y pequeños de la unión monetaria, encontró fuerte resistencia de los gigantes regionales como Alemania y Francia junto a los Países Bajos y Austria, lo que condujo prácticamente a una rebelión interna. Como consecuencia, la consejera alemana renunció dos semanas después. También se filtró información de que el cuerpo de asesores del BCE había aconsejado no adoptar dichas medidas, cuando habitualmente sus recomendaciones son tomadas en cuenta, lo que enrareció aun más el clima interno.

Estas circunstancias no ayudan a la dañada credibilidad del BCE y complica el desembarco de Lagarde, que arrastra también sus propios problemas de credibilidad ante el desenlace negativo del acuerdo del FMI con Argentina cuyas negociaciones lideró. Si ya había serias dudas respecto a la efectividad de un nuevo programa de compra de títulos, la falta de consenso interno que torna incierta su continuidad en el tiempo, terminará de neutralizar cualquier efecto positivo que pudiera tener. Por otra parte, también crece el escepticismo respecto al efecto de tasas de interés cada vez más negativas, especialmente por el impacto negativo sobre la rentabilidad del sistema bancario, lo que desactiva el principal mecanismo de transmisión de una baja de tasas.

De esta forma, la política monetaria del BCE luce cada vez más incierta a futuro, al mismo tiempo que crecientemente limitada en su capacidad para estimular la anémica economía regional. Esto deja en manos de la política fiscal como principal herramienta para impulsar una reactivación, algo que las normas e instituciones de la Eurozona han mantenido en un nivel muy restringido. Sin embargo, el hecho de que en esta ocasión uno de los factores de debilidad económica sea la propia Alemania, despierta expectativas favorables de que ahora sí los alemanes van a estar dispuestos a adoptar un programa fiscal expansivo, que eventualmente puede repercutir positivamente en el resto de la región. Pero para que ese mecanismo resulte más efectivo, debería acelerarse el proceso de integración fiscal, que está estancado hace tiempo.

La combinación de inflación persistentemente baja, desaceleración económica y tasas de política monetaria muy bajas o negativas, ha generado el fenómeno del creciente peso de mercado de instrumentos de deuda que ofrecen rendimientos negativos a los inversores y que igualmente son demandados. En el gráfico 7 se puede observar el rápido aumento en el valor de mercado de las emisiones de bonos que ofrecen rendimientos negativos a nivel global, pasando de u\$s 6 billones en octubre de 2018 a un máximo de u\$s 17 billones a fines de agosto de 2019, llegando a representar un 30% del valor total de mercado de los bonos en circulación a nivel global. En el último mes y medio muestran una retracción, pero todavía representan cerca de un 25% del total de bonos en circulación. Si bien la mayoría de los bonos con rendimiento negativo corresponden a emisores soberanos, en el último año se ha triplicado el valor de los bonos correspondientes a emisores corporativos. Este comportamiento anómalo del mercado financiero, que ha llegado al extremo de que algunos deudores hipotecarios en Europa reciban pagos mensuales por mantener su deuda, puede extenderse en el tiempo, toda vez que se mantengan las condiciones de baja inflación, tasas negativas fijadas por los bancos centrales, expectativas de desaceleración económica y aversión al riesgo provocada por la incertidumbre ante eventos geopolíticos.

GRÁFICO 7. VALOR DE MERCADO DEL STOCK DE BONOS CON RENDIMIENTO NEGATIVO



Fuente: Bloomberg

3. El anuncio de Trump de un acuerdo parcial con China trae algún alivio, pero también muchas dudas.

Las expectativas generadas por la reanudación de las negociaciones entre los representantes de China y EE.UU. se vieron cristalizadas el viernes 11 de octubre por la tarde, cuando Trump anunció que se había alcanzado un acuerdo parcial. Ya en las semanas previas había empezado a tomar cuerpo la noción de que no había margen para un acuerdo amplio y definitivo, por lo que lo máximo a lo que se podía aspirar era a un acuerdo parcial, la primera etapa de un proceso ahora concebido como compuesto por varias etapas sucesivas. En este contexto, el principal logro del acuerdo es desactivar el riesgo de que la guerra comercial continúe escalando en el corto plazo.

Los mercados financieros tuvieron una reacción positiva consistente con este alivio. Los principales índices accionarios de EE.UU. y del resto de mundo cerraron la semana en positivo tras 3 días de recuperación, mientras que los activos considerados refugios de valor, como los bonos del Tesoro de EE.UU. y Alemania o el oro, mostraron una retracción. El rendimiento del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años, cerró el viernes 11 en 1,73%, tras haber bajado a principios de la semana a los mínimos recientes de 1,5%.

Sin embargo, al final del día quedaron más dudas que certezas. En primer lugar, todavía no está redactado el texto oficial del acuerdo, y no hay un plazo preciso para su aprobación final. En segundo lugar, los puntos del acuerdo enumerados son muy poco precisos, la única concesión explícita de China es un aumento de las compras de productos agrícolas estadounidenses. Los otros puntos referidos a propiedad intelectual y estabilidad cambiaria no se han detallado medidas concretas. En tercer lugar, no habla expresamente de la cancelación de los aumentos de aranceles previstos para antes de fin de año, sino que sólo quedan “en suspenso”. Del mismo modo, no hay ninguna marcha atrás con las subas de aranceles ya implementadas.

De esta forma, el anuncio parece más que nada producto de la urgencia de Trump de frenar la espiralización del conflicto, que está empezando a repercutir cada vez más negativamente sobre la economía de EE.UU., y cuando estaba cada vez más claro de que **China no estaba ni remotamente dispuesta a capitular en los términos que aspiraba Trump**. En este sentido, constituye un alivio que puede contribuir a atenuar el daño creciente sobre la economía global, aunque no hay ninguna reversión del daño ya ocasionado, que como se vio anteriormente es bastante severo. Mientras que la ausencia de soluciones de fondo no permite descartar nuevos episodios de escalada en el conflicto.

CHINA AVANZA SOBRE HONG KONG Y PONE EN RIESGO LA ECONOMÍA DE LA REGIÓN

Leandro Marcarian

China intentó un avance sobre las libertades civiles en Hong Kong que detonó una crisis política. Si bien las consecuencias económicas por ahora son solo coyunturales, Hong Kong corre riesgo de perder su rol como *hub* financiero regional.

Desde la unificación de 1997 Hong Kong es oficialmente parte de China. El traspaso de colonia británica a ser parte de China se hizo bajo el principio de "un país, dos sistemas". Esto significaba que mientras se convertiría en parte de China, Hong Kong disfrutaría de "un alto grado de autonomía, excepto en asuntos exteriores y de defensa" durante 50 años. Como resultado, Hong Kong tiene su propio sistema legal y de aduanas, y los derechos civiles, incluida la libertad de reunión y la libertad de expresión, están protegidos. Todo esto quedó plasmado en una pseudo constitución para Hong Kong, llamada la Ley Básica.

En junio pasado, sin embargo, Hong Kong y China han entrado en una nueva fase de conflicto sin precedentes. El detonante fue un proyecto de ley que habilitaba la extradición de sospechosos de Hong Kong a cortes pro régimen de la China continental. Si bien las protestas lograron que el gobierno directamente retire dicho proyecto, el pueblo de Hong Kong ahora demanda más reformas, más democracia y más independencia de Beijing. Los protestantes tienen 5 demandas básicas; que se de marcha atrás con dicha ley (hecho que ya han logrado), que Carrie Lam, líder político de Hong Kong designado por Beijing renuncie, abrir investigaciones sobre brutalidad policiaca durante las protestas, que se libere a los protestantes arrestados y mayores libertades democráticas.

La vida en Hong Kong parece estar cambiando ya que Beijing busca des-occidentalizar la ciudad. Grupos defensores de los derechos humanos han denunciado intromisiones por parte del gobierno chino en las libertades básicas que gozan los habitantes de Hong Kong, en un esfuerzo por asimilar dicha ciudad al resto del territorio chino. Parte de la justificación puede encontrarse en una encuesta reciente realizada por universidad de Hong Kong donde el 71% de los encuestados declara no sentirse orgulloso de ser ciudadano chino y solo el 11% se reconoce como chino.

De todos modos, según Ching Kwan Lee, profesor de sociología en la UCLA y profesor visitante en la Universidad de Ciencia y Tecnología de Hong Kong parece altamente improbable que China envíe tropas para calmar las protestas. Según el profesor Lee, los intereses de China en la región son mejor representados si mantiene la política de "un país, dos sistemas". En una nota para el Washington post escribió "*La bolsa de valores de Hong Kong es el principal mercado de capital para las IPOs de las empresas de China continental; la ciudad todavía cuenta con el poder judicial, el arbitraje comercial y la experiencia financiera más sofisticados necesarios para la Iniciativa Belt and Road; y el estado aduanero separado de Hong Kong permite la adquisición de tecnología estratégica sensible*".

No solo eso, Hong Kong también ha servido de base para más de 1500 empresas extranjeras que utilizan a la ciudad como una forma de entrar al mercado chino. Es decir, ambos actores están interesados en encontrar una solución simple y rápida al conflicto, ya que todos tienen más para perder que para ganar si el conflicto se sigue extendiendo.

Alguien que si podría salir beneficiado de todo esto sería el vecino Singapur. Ambas ciudades han competido históricamente por ser el *hub* financiero de la región. Si bien el título aun pertenece a Hong Kong, estas protestas empiezan a generar algo de sombra su potencial futuro. La Cámara de Comercio norteamericana en Singapur realizó una encuesta a propietarios de negocios de Singapur. **La encuesta se realizó del 21 al 29 de agosto, y se basó en 120 respuestas recopiladas de una amplia gama de empresas, muchas de las cuales tienen presencia en ambas ciudades. Según la encuesta, el 80 por ciento de los encuestados dijo que las protestas de Hong Kong han afectado sus decisiones de invertir en el territorio y más del 90 por ciento de los encuestados eligió Singapur como el mejor destino para su capital o negocios fuera de Hong Kong.**

De todos modos, las mudanzas no son decisiones que se tomen a la ligera ni de forma acelerada. Son decisiones que toman tiempo, y es difícil decir si esta encuesta está reflejando el efecto de largo plazo o solo los ánimos de la coyuntura. O sea, puede que todo el efecto positivo que se derrame sobre Singapur se vea anulado una vez que las cosas vuelvan a la normalidad en Hong Kong. Al ser consultado sobre el tema, el Ministro de Justicia y Asuntos Internos de Singapur fue tajante. Insistió en que nadie en la región podía ganar de la inestabilidad. A su vez, declaró que cuando a “China le va bien, a Hong Kong le va bien, a la región le va bien, y a Singapur le va bien”.

El gobierno de Hong Kong ha tomado nota de lo sucedido y ha comenzado a alertar sobre las consecuencias económicas de las protestas. En agosto pasado **revisó a la baja sus estimaciones para el PBI de la isla de un rango del 2-3% al 0-1%**. La líder Carrie Lam enfatizó además que la data recopilada para el primer semestre no refleja totalmente los efectos de las protestas, dejando abierta la posibilidad de que esas estimaciones, u otros indicadores arrojen resultados aun peores cuando los datos sean revisados.

No solo eso, dado que las protestas se basan en gran medida en la ocupación del aeropuerto, expertos del mercado aeronáutico han estimado pérdidas cercanas a los 100 millones de USD. El dato es destacable ya que el aeropuerto de Hong Kong contribuye directamente en un 5% a su PBI. Es decir, las protestas están atacando a una de las industrias de mayor importancia de la ex colonia. Todo esto puede verse resumido en la evolución del índice bursátil de la isla, el **cual ha perdido casi 7 puntos porcentuales punta a punta desde el inicio de las protestas. Sumado a la caída en ventas minoristas y al menor turismo (con una caída del 13% en junio pasado), algunas consultoras como Capital Economics ya están pronosticando que Hong Kong entraría en recesión a partir del próximo trimestre**, sumando estrés y nuevas señales negativas a una economía que no puede despegar su desempeño del ruido de las protestas.

GRÁFICO 8. ÍNDICE BURSÁTIL DE HONG KONG (HANG-SENG INDEX), ÚLTIMOS SEIS MESES



Fuente: Investing.com

Tal vez el único efecto realmente palpable de largo plazo que emanó de esta crisis fue la rebaja en la nota de sus activos que sufrió Hong Kong por parte de la agencia Fitch. Su calificación descendió de “AA+” a “AA”, cerrando en parte la brecha existente con la calificación que posee la China continental. La justificación que la agencia dio al evento fue la asimilación que esta sufriendo Hong Kong por parte de China, un país con menos libertades personales y menos seguridad jurídica. Este puede ser un indicio de lo que le depara a China si no logra resolver este conflicto en breve.

La coyuntura claramente ha manchado la reputación de Hong Kong como lugar predilecto para hacer negocios en la región, aunque se pueda argumentar que es demasiado pronto para ver algún efecto concreto de largo plazo. De todos modos, los riesgos de dejar que esta crisis se siga alargando pueden ser mayores de los esperados.

NOTA ESPECIAL

WASHINGTON TRABAJA EN LOS RETOQUES DEL NUEVO NAFTA.

Jorge Riaboi

Al redactarse la presente nota, la clase política y los principales lobistas de la política comercial de Estados Unidos parecían aliviados, listos para olvidar el enorme e insano forcejeo que prevaleció hasta hace pocos días en el esfuerzo por consensuar el texto que permitirá ratificar el nuevo NAFTA. Aunque el paquete todavía necesita trabajo, al finalizar la pasada semana evolucionaban favorablemente los contactos entre la Presidente de la Cámara de Representantes, la Demócrata Nancy Pelosi, y la Oficina del Representante Comercial (USTR en inglés) con el objeto de dar los toques finales al texto consolidado de Acuerdo suscrito en noviembre de 2018. Tan insólita epopeya venía sacudiendo al mundo empresario, donde no se digerían con facilidad los diversos síntomas de artificial recesión que pueblan muchos rincones de la economía global, incluidos los brotes rojos que emergen en suelo estadounidense. Así se explican las constantes proyecciones a la baja del crecimiento del comercio mundial de 2019, del 2,6% al 1,2 %.

Tampoco es aconsejable escarbar mucho en las heterodoxos contactos y maniobras que sobrevolaron este proceso, como la reciente comunicación del Presidente de México, Andrés Manuel López Obrador con la titular de la Cámara de Representantes, sugiriéndole que apure la marcha del consenso que hasta días atrás daba la sensación de ser muy lejano. **No es común ni lógico que un Jefe de Estado o de Gobierno haga lobby cruzado con la rama legislativa de Estados Unidos.**

Fue igualmente inapropiado el tiro por elevación del asesor especial de comercio exterior de la Casa Blanca, Peter Navarro, quien antes de todo este encastré sostuvo **que el Poder Ejecutivo había dispuesto reducir en un mes el plazo que admite para finiquitar el proceso de ratificación legislativa, situando la actual fecha en el referido plazo de fines de octubre.** Tal marejada de pataditas bajo la mesa únicamente sirvió para establecer que existían enormes dudas acerca de la validez legal de los planteos de la Oficina Oval, como la recurrente amenaza de que el Poder Ejecutivo se reservaba la opción de dar por terminada, sin mayor trámite, la vigencia del actual NAFTA y de crear, con ello, un gigantesco caos en el proceso de integración de América del Norte. Por fortuna, el Poder Ejecutivo nunca tuvo suficiente mandato para hacer en soledad semejante disparate.

El Acuerdo que finalmente parece hallarse en proceso de dinámica ratificación parlamentaria es el suscrito por los Presidentes y el Primer Ministro de Estados Unidos, México y Canadá en una ceremonia lateral del G20 realizada en Buenos Aires. Ese texto incorpora diversas reformas orientadas a modernizar los aspectos regulatorios del texto original aprobado en 1995, bajo un enfoque que ambiciona reciclar los flujos de comercio e inversión, con vistas a mitigar el déficit de intercambio estadounidense con sus dos socios regionales. **Esa percepción no es sólo mercantilista, sino objetivamente incorrecta, ya que las cuentas con Canadá siempre estuvieron relativamente equilibradas.** El objetivo de Washington fue y es concebir un mecanismo útil para reducir su perenne desequilibrio con México sin molestarse en competir con seriedad, sólo manipulando las reglas del comercio norteamericano. El futuro Acuerdo se identificará con la sigla USMCA en inglés y T-MEC en castellano.

El genuino origen del presente batifondo estadounidense deviene de la percepción de que el funcionamiento de las labores del Congreso será letalmente afectado por el proceso de juicio político que esa rama de poder le inició al Presidente de Estados Unidos, a quien se acusa de pedir la cooperación de mandatarios extranjeros (hasta ahora a los de Ucrania, Australia y quizás China) para conseguir datos que permitan debilitar la figura del ex Vicepresidente Joe Biden, uno de los candidatos más fuertes entre los que pugnan por desalojar a Donald Trump de la Casa Blanca en las elecciones presidenciales de noviembre 2020. Eso, claro está, si el juicio político en marcha (impeachment) no altera dramáticamente el tinglado electoral, escenario que hoy parece improbable ante un Senado con mayoría republicana y cuyos miembros, algunos a regañadientes, mantienen su respaldo al líder ungido en 2016.

También inciden, en estos gestos, el cronograma y los requisitos parlamentarios a los que el gobierno se debe ceñir bajo la ley de Promoción del Comercio (conocida como fast-track) que autoriza las negociaciones específicas del Poder Ejecutivo. Algunos líderes del Senado sostienen que si el texto del Acuerdo no quedase ratificado a fin de este mes, el proceso podría sufrir inconvenientes de carácter legal que sólo llevarán a retomarlo en 2021.

Tanto los legisladores como los más influyentes lobistas no miran estas acciones con los brazos cruzados. Ante la divulgación de esos sombríos pronósticos, la Presidente Nancy Pelosi, salió a destacar de entrada que la ratificación del nuevo NAFTA estará únicamente atada a la renegociación parcial del texto con el gobierno mexicano, no del futuro político que le caiga en suerte al Jefe de la Casa Blanca. Igual temperamento sostienen los influyentes miembros de la sociedad civil que cortejan o presionan a los legisladores para que éstos le pongan vitaminas a la ratificación del proyecto aprobado el año pasado.

Todos esos datos confirman la tesis de quienes sostenemos que en el último cuarto de siglo **se instaló una especie de rito universal que induce a pensar en la existencia de dos negociaciones “finales” de política comercial al negociar acuerdos de integración regional con países como Estados Unidos, la Unión Europea o China y otras influyentes naciones de Asia.** La primera de esas negociaciones, sólo apunta a lograr el consenso inicial con funcionarios que ostentan poderes facultados para concebir y negociar acuerdos con los interlocutores extranjeros, generalmente entre Poderes Ejecutivos. La otra negociación empieza en la instancia de ratificación legislativa, donde hace falta consensuar las ambiciones del Congreso con las pactadas previamente por el Poder Ejecutivo, para luego dar la puntada complementaria volviendo a traer a la mesa a los signatarios extranjeros, a quienes se les pide “un ajuste o esfuerzo final”.

El primer NAFTA empezó a trazar dicho camino al reabrirse el que era un texto previamente consensuado, por una decisión heterodoxa de los Presidentes Bill Clinton y Carlos Salinas de Gortari, lo que se resolvió mediante la aprobación de dos “side-letters” (intercambio de Cartas de Intención) una sobre estándares laborales y otra sobre estándares ambientales. Estos retorcimientos de muñeca de la hora once, no se hacen con fines altruistas o superiores. Surgen del interés de desalentar ciertas tendencias en materia de relocalización de inversiones, la que consiste en salir de los mercados de alta exigencia regulatoria y altos costos operativos para ir a los que permiten producir más barato, hecho que casi siempre incide sobre los flujos y saldos del comercio exterior. **Tal perspectiva explica tres cosas: la vitalidad del proteccionismo regulatorio, la fuerza que adquirió en el planeta el intercambio entre las cadenas de valor y la preferencia por instalarse en los mercados que se la ponen fácil a los inversores.**

Los temas que a juicio de la mayoría demócrata de la Cámara de Representantes no estaban debidamente contemplados en el proyecto aprobado entre México y Estados Unidos hasta principios del corriente mes eran:

- 1) los nuevos estándares ambientales y laborales;
- 2) los mecanismos destinados a garantizar el cumplimiento de los compromisos del nuevo Acuerdo;
- 3) la restitución del vigor perdido en el texto del mecanismo de solución regional de diferencias y
- 4) los derechos de propiedad intelectual para las drogas biológicas, una inquietud de la industria farmoquímica, y por lo tanto altamente prioritaria para Washington.

Esos asuntos estuvieron sobre el tapete desde principios de 2019 y la queja de los legisladores consistía en destacar que, si bien el titular de la Oficina del Representante Comercial estuvo dialogando pacientemente con el Congreso, tardó mucho en responder a los pedidos concretos de reforma que formuló esa Cámara. A esta altura ya no importa quién dice la verdad en estos cruces partidarios y dañadas relaciones personales. Sólo interesa determinar si se producirá o no la ratificación a tiempo del Acuerdo y si las enmiendas serán aceptables para el conjunto del planeta. Al respecto, la gente suele olvidar que **los Acuerdos de integración deben contar no sólo con la aquiescencia de sus signatarios, sino también ser consistentes con las reglas de la OMC.**

Por otra parte, ningún gobierno de terceros países puede ignorar que **estas negociaciones construyen el Acuerdo de nueva generación que Estados Unidos propone usar como futuro modelo (*template*, en inglés), de manera que sería muy torpe entender que la criatura que salga de este parto será inocua para el MERCOSUR o la Argentina.**

A ello se agrega que el titular de la AFL-CIO, Richard Trumka, un hombre con el perfil equivalente a un líder sindical de las características de Hugo Moyano, puso de relieve, con el apoyo de legisladores “amigos”, que **México** no exhibía una estructura y un presupuesto satisfactorio para llevar a la práctica los compromisos adquiridos al ratificar el T-MEC en el campo de las relaciones y estándares laborales (**el gobierno de ese país fue único de los tres socios del nuevo NAFTA que ya completó la totalidad de los requisitos de aceptación del proceso**). Esa ansiedad sindical fue alimentada por el recorte presupuestario del 33 % que se advierte en el próximo presupuesto de la Secretaría de Trabajo mexicana.

Entre las sugerencias que sindicalistas y congresistas de Estados Unidos desearían ver reflejadas en el texto del nuevo Acuerdo al ponderar estos enfoques, se contempla la posibilidad de verificar los datos de las negociaciones y conflictos laborales que se desarrollen **en el territorio de su vecino**. Hasta el momento tal idea fue rechazada de plano por el subsecretario de Relaciones con América del Norte de la Cancillería mexicana, embajador Jesús Seade, quien encabezó el grueso de las negociaciones del Acuerdo USMCA/T-MEC.

No es necesario aclarar que, como sucede con las reglas de origen del texto en debate, aún no ratificado por Washington y Ottawa, éstas se concibieron para aumentar las exigencias de integración regional y nacional que debe satisfacer cada país para gozar de los beneficios arancelarios que surgen del nuevo NAFTA. Así fue adoptado un criterio bajo el que, una parte de la oferta industrial de los establecimientos de la industria automotriz terminal y de autopartes (el principal sector negociado en el nuevo NAFTA), tendrán que certificar que al menos el 40 % de la producción fue procesada por operarios que perciben 16 o más dólares por hora de trabajo, **un requisito muy fácil de cumplir en Canadá y Estados Unidos pero de incierta viabilidad inmediata en las plantas mexicanas. El Presidente Macri y sus negociadores jamás entendieron esta clase de realidades.**

La legalidad OMC de esas y otras propuestas incluidas dentro del USMCA/T-MEC en debate es más que dudosa. Con tales iniciativas Washington está volviendo a la época del comercio administrado, cuyas bases regulatorias se intentaron eliminar o neutralizar en la Ronda Uruguay del viejo GATT (de cuya negociación proviene la actual OMC). Y a pesar de todo ello, una versión con la ecuación de las demandas y enfoques recibidos del Congreso sería propuesta por el USTR al gobierno mexicano.

Los alegatos de los lobistas privados muestran con gran contundencia que la visión mercantilista del gobierno Trump nunca dejó de entrañar un gigantesco peligro para la economía global y el propio desarrollo de la inversión y el comercio de los Estados Unidos. La influyente Cámara de Comercio de ese país, cuyas autoridades visitaron recientemente la Argentina, le recordaron al Jefe de la Casa Blanca, a sus apóstoles y al Congreso, que el intercambio generado por el desarrollo de la integración en América del Norte hoy permite dar trabajo a 12 millones de estadounidenses y explica el 40 % del aumento de las exportaciones registrado por ese país en los diez últimos años. La entidad también destacó que el USMCA puede estimular el desarrollo de comercio digital, cuya expansión es 60 % más veloz que la registrada en el intercambio de bienes. Con ello se consiguió un paquete de nueva generación que incide directa o indirectamente sobre unos 45 millones de fuentes de trabajo, y revela porqué el NAFTA supone un mercado tangible para 120.000 PYMES estadounidenses.

Canadá y México reciben más exportaciones de Estados Unidos que los siguientes once socios comerciales tomados en conjunto. Un tercio de sus exportaciones totales de productos agrícolas, cuyo nivel en 2018 osciló en unos 137.000 millones de dólares, fue dirigido a sus vecinos y socios del NAFTA. La preservación del mercado regional supone, por esa razón, no sólo un lógico requerimiento para preservar los negocios e inversiones en curso, sino un mecanismo para compensar el cierre de mercados alternativos que generó el drástico cierre de muchas puertas en China y otras naciones afectadas por la presente guerra comercial. Al redactarse esta columna también se discutía con énfasis la posibilidad de que el gobierno de Vladimir Putin lleve a la práctica su intención de reaccionar ante los enfoques de Washington con la misma firmeza que vino exhibiendo el presidente chino Xi Jinping.

Por otra parte, todo el ejercicio reveló no sólo desviaciones doctrinarias como el absurdo mercantilismo que inspira la política comercial de Washington, sino el sugestivo desconocimiento de los actores del contexto legal aplicable. La Unión Nacional de Contribuyentes Fiscales (National Taxpayers Union), indicó que la mayor parte de los textos del nuevo NAFTA se pueden llevar a la práctica sin concluir el proceso de ratificación legislativa, ya que sólo necesitan satisfacer tal requisito los aspectos que no se encuentren contemplados en las leyes vigentes (en esa última situación se encuentran temas como el aumento de los contenidos de producción nacional y regional que son necesarios para gozar de los beneficios de la integración y el requisito de salario mínimo antes indicado para la industria automotriz).

Por otro lado, **la OMC acaba de autorizar a Estados Unidos primero, y en octubre lo haría con la Unión Europea, el derecho a ejercer sendas represalias comerciales que derivan del persistente uso de subsidios ilegales en el desarrollo de las respectivas industrias aéreas localizadas en ambos lados del Atlántico (Airbus y Boeing).** Aunque por el momento no se sabe en qué medida los tradicionales socios comerciales y políticos del Hemisferio Norte buscarán soluciones creadoras o destructoras de su elevado nivel de intercambio, **es obvio y público que Washington se lanzará, en primera instancia, a matar no a expandir el comercio. En vista de lo anterior, Bruselas le pagaría con la misma moneda.**

Si bien como táctica negociadora muchos de estos ruidos son moneda corriente, tal aproximación siempre tiende a desconocer que, del mismo modo, el gobierno chino le viene proponiendo a la Casa Blanca soluciones tema por tema, destinadas a evitar el zamarreo de su economía “socialista de mercado”. En otras palabras, le pide dejar de lado los aspectos culturales para concentrar el fuego en la política comercial. Afortunadamente, el pasado 12 de octubre se definió un primer arreglo de distensión, el que permitiría restaurar un poco de comercio y desarmar la profundización de las restricciones (el nuevo incremento de aranceles anunciado por Washington).

Me consta que negociar con las delegaciones chinas es uno de los ejercicios más difíciles del mundo, razón de más para desplegar líneas rojas tangibles y no inventar un nuevo capricho cada día, ya que eso confunde y vuelve escéptica a la dirigencia de Beijing. Por otra parte, negociar con Washington es, en los tiempos que corren, un verdadero desafío, ya que complejo saber qué quiere ni cómo lo quiere. Algunos nos preguntamos a qué fin útil sirve convivir con este enfoque nebuloso y trotskista de la Casa Blanca, cuya dirigencia se empeña en fomentar el innecesario y permanente sobresalto de las relaciones comerciales y la política exterior.

PREMIO NOBEL TRIPLE: BANERJEE, DUFLO Y KREMER.

Héctor Rubini

1. Premio a un enfoque empírico.

El economista indio Abhijit Banerjee, la francesa Ester Duflo (su actual esposa), y el estadounidense Michael Kremer recibieron el Premio del Banco de Suecia en Ciencias Económicas en Memoria de Alfred Nobel de este año. El matrimonio Banerjee se desempeña en el Massachusetts Institute of Technology (MIT), mientras que Kremer trabaja en la Universidad de Harvard.

El Comité Nobel consideró que los premiados han sido “pioneros en proveer un enfoque empírico” para responder a preguntas fundamentales para descubrir posibles mecanismos detrás de la pobreza, y en base a ellas diseñar políticas aplicables para aliviar al menos dicho problema. También sostuvo que **sus aportes han logrado transformar de manera fundamental la economía del desarrollo económico**, guiados por la teoría microeconómica y el uso de microdatos.

2. Los galardonados.

Abhijit Vinayak Banerjee nació en 1961 en Bombay. Es Ph. D. in Economics de Harvard, y fue distinguido, junto a su esposa, con un doctorado honorario por la Universidad Católica de Lovaina. Ha sido autor y coautor de seis libros, dos películas documentales y desde 1987 hasta la actualidad más de 250 artículos científicos, working papers y capítulos de libros.

Fue editor de revistas científicas, miembro asesor de organismos multilaterales y referee de *Econometrica*, *Journal of Political Economy*, *Journal of Law and Economics*, *American Economic Review*, *Quarterly Journal of Economics*, *Rand Journal of Economics*, *Review of Economic Studies*, *Journal of Development Economics*, *Economics and Politics*, *Economic Development and Cultural Change*, y *Games and Economic Behavior*. Fue professor en Harvard y Princeton y desde 1993 es profesor e investigador en el MIT.

Entre las decenas de distinciones recibidas antes del Nobel, ha recibido, entre otros, el Premio Bernard Harms del Instituto de Economía Mundial de Kiel (2014), el premio Albert Hirschmann del Social Science Research Council (2014), el Premio Infosys en Ciencias Sociales (2009), el Premio de la Fundación BBVA Fronteras del Conocimiento para la Cooperación y el Desarrollo (2009) y el Premio Michael Wallerstein de la American Economic Association (2006).

Esther Duflo nació en 1972 en París, y es al menos hasta ahora la ganadora del Premio Nobel de Economía de menor edad de toda la historia. Es Ph. D. in Economics del MIT, y cuenta con un doctorado honorario en la Universidad Católica de Lovaina, y otro de la London Business School.

Es profesora e investigadora del MIT desde 1999 y ha publicado desde ese año más de 120 artículos científicos, working papers y capítulos de libros, y ha sido autora de dos libros y coautora de otros dos. Recibió, entre otros, el Premio a la Mejor Economista de Francia (2005), el Premio de la Fundación BBVA Fronteras del Conocimiento para la Cooperación y el Desarrollo (2009) el Premio Internacional Calvo-Armengol (2010), la Medalla John Bates Clark (2010), el Premio Thomas C. Shelling de la Harvard Kennedy School (2011), el Premio al Libro de Negocios del Año de Financial

Times y Goldman Sachs (2011) por su libro *Poor Economics: A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty*, en coautoría con A. Banerjee, el Premio Infosys en Ciencias Sociales (2014), el premio Albert Hirschmann del Social Science Research Council (2014), y el Premio Princesa de Asturias de Ciencias Sociales (2015). Ha sido editora de varias revistas científicas, como *Journal of the European Economic Association*, *Review of Economics and Statistics*, *Journal of Economic Perspectives*, *Annual Review of Economics* y *American Economic Review*.

Michael Kremer es estadounidense y cuenta con un Ph. D. in Economics de Harvard University, donde es profesor e investigador desde 1993. También ha sido profesor en el MIT (1993-96 y 1998-99), y en la Universidad de Chicago (1993). Ha publicado un libro como coautor, más de 170 artículos científicos, working papers y capítulos de libros, y más de 50 artículos no científicos.

Fue distinguido como Joven Líder Global por el World Economic Forum en 2004, y recibió entre otros, el Premio Kenneth J. Arrow al mejor paper en Economía de la Salud, de la International Health Economics Association en 2005, y el Premio Juan Londoño al mejor paper presentado a la Reunión Anual de la Latin American Economic Association (LACEA) en 2015. Publicó en 2004 su libro “Strong Medicine: Creating Incentives for Pharmaceutical Research on Neglected Diseases”, en coautoría con Rachel Glennerster, que recibió ese año el Premio de la Association of American Publishers al mejor libro académico/profesional en Ciencias Médicas. Kremer es co-fundador del Bureau for Research and Economic Analysis of Development y ha sido consultor del Banco Mundial, co-editor de *American Economic Journal* y *Applied Economics*, y editor asociado del *Quarterly Journal of Economics* y del *Journal of Development Economics*.

3. ¿Qué contribución motivó la premiación?

Su aporte es el de la aplicación sistemática de pruebas aleatorias controladas para evaluar el impacto causa-efecto de políticas (“intervenciones”) específicas. El objetivo es el de responder a preguntas contrafácticas del tipo: “¿Cómo se comportarían los individuos sometidos a la aplicación de cierto programa o política, en ausencia del mismo?”, y recíprocamente “Los individuos que no participaron de esa exposición, cómo reaccionarían si tuvieran la oportunidad de participar?”.

Esto exige un cuidadoso método para seleccionar el grupo testigo a ser sometido a una prueba experimental y el que no lo sea.

Su enfoque básicamente sigue los siguientes pasos:

- a) dividir un gran problema en varias preguntas o tópicos que requieren identificar relaciones de causa-efecto y políticas para resolverlas,
- b) abordar el problema de hallar esas relaciones mediante experimentos de campo,
- c) identificar fuentes de ineficiencias (por fallas de mercado o de los gobiernos) y políticas para remediarlas.

La metodología no es nueva: desde hace décadas se utiliza para las pruebas en animales, vegetales y seres humanos de productos químicos de todo tipo. También desde los años '80 para pruebas relacionadas con el potencial efecto de impuestos, reformas en materia de beneficios sociales, y políticas educativas.

Para las cuestiones relacionadas con el desarrollo económico, el problema que han abordado estos autores es el de refinar estos métodos y su aplicación para identificar mecanismos por los cuales la intervención del Estado puede influir sobre las elecciones de los individuos y sus consecuencias.

Esto exige identificar las múltiples vías por las cuales cambios en incentivos, restricciones e información, influyen en la conducta humana y dan lugar a resultados deseables o no. La calidad y rigurosidad del diseño de los experimentos en particular son decisivos para generalizar esos resultados y servir en la práctica de guía más o menos segura para la selección de políticas específicas.

La contribución de Banerjee, Duflo y Kremer ha sido el de profundizar el análisis de estas cuestiones, plasmar sus conclusiones en el diseño de metodologías experimentales en base a pruebas aleatorias controladas, y aplicarlas en diversos países para evaluar el efecto impacto de políticas específicas. Una labor realmente titánica, plasmada en decenas de trabajos que con diversos equipos vienen desarrollando desde hace más de dos décadas en países de ingresos medios y bajos. Las áreas en las que han focalizado sus trabajos son las de educación, salud, política de género, sesgos de comportamiento y mercado de crédito.

Su foco ha estado básicamente en identificar los mecanismos para aplicar políticas que contribuyan al aumento de la productividad, la acumulación de capital físico y humano, la adopción de mejores tecnologías productivas, y los mecanismos de selección y aplicación de las mejores políticas disponibles para aliviar la pobreza.

Para el diseño y ejecución de esos experimentos, Banerjee y Duflo, junto a su colega Sendhil Mullainathan crearon un centro de investigaciones en el MIT: *The Abdul Latif Jameel Poverty Action Lab*, más conocido como “J-PAL” con filiales en varios países. En nuestra región cuenta con una sede en la Universidad Católica de Chile.

Según el Comité, el trabajo de estos autores es fundamental para que gobiernos, organismos multilaterales y ONGs puedan contar con evidencia y resultados valiosos para asignar fondos escasos a programa de desarrollo realmente efectivos para aliviar o reducir la pobreza, y no a otros totalmente inefectivos. La metodología de este equipo permite identificar no sólo si cierta política o “intervención” es efectiva o no, sino también especificar por qué lo es.

4. Reconocimiento y controversias.

La “paternidad” del enfoque, su validez, y su relevancia han sido y siguen siendo materia de no pocas polémicas. El otorgamiento de este premio ayudará a su consolidación y expansión, pero da la impresión que no ha alcanzado suficiente “madurez” como para lograr general aceptación, tanto desde una perspectiva práctica como teórico-analítica. Los flancos débiles no han sido ni siquiera mencionados en el otorgamiento del premio que según el Comité estaría motivado por una aparente “revolución” en el análisis económico de las políticas de desarrollo.

Lo novedoso ha sido la combinación, bastante fructífera en su corta vida, de instrumentos de teoría microeconomía neoclásica, economía del comportamiento, econometría, y tópicos y cuestiones de políticas de desarrollo económico en países y regiones pobres.

De todos modos, no es la única metodología de medición de efectos impacto de largo plazo de políticas “sociales” focalizadas, que es el verdadero campo al que se han dedicado los economistas premiados. Basta con leer el manual “La Evaluación de Impacto en la Práctica”³, publicado en 2017 por el Banco Mundial y el BID para observar que el “equipo Banerjee”⁴ aporta sólo una entre varias alternativas para realizar evaluaciones de impacto.

En todos los casos, igualmente, **la generalización de resultados de muestras particulares a otros casos no sometidos a pruebas aleatorias sigue en una suerte de nebulosa teórico-empírica que no logra superar los aportes de la teoría estadística del muestreo.** No es claro en qué medida resultados de esos casos pueden ser guía “universal” para políticas de desarrollo económico. Banerjee y Duflo (2009) lo han admitido, y esto vale para reconocer su honestidad intelectual en este punto: “*We need a framework for interpreting what we find*”. Si ellos mismos admiten que su enfoque experimental carece de tal marco o “*framework*”, **lejos se está de una nueva “economía del desarrollo” como afirma el Comité Nobel.**

Un punto más problemático, sobre todo para Banerjee y Duflo, es la justificación de buena parte de las propuestas de su libro *Poor Economics: A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty*, de 2011. Es un texto orientado a economistas y no economistas que aporta nutridas y muy valiosas descripciones de las diversas dimensiones de la economía de áreas pobres. La finalidad parece ser la de proveer cierta base empírica rigurosa para dilucidar cuán acertados o errados son algunos enfoques contrapuestos como los de Jeffrey Sachs y William Easterly sobre la utilidad y efectividad de la ayuda externa para luchar contra la pobreza. Banerjee y Duflo proveen una nutrida evidencia que permite mostrar que en no pocos casos se requiere identificar problemas específicos para los cuales darles respuesta, pero también admiten que su impacto sobre el alivio o reducción de la pobreza puede requerir mucho tiempo.

Otro punto crítico es que, en algunos casos, el enfoque planteado en el libro no parece superar el plano de la correlación estadística. Por caso, no es del todo claro si en esa visión las mejoras en educación impulsan el crecimiento y el desarrollo económico, o si el crecimiento y el desarrollo económico anteceden a mejoras significativas en la educación. ¿Tener más hijos es consecuencia de la pobreza?, o ¿tener más hijos conduce a la pobreza? Al menos en dicho libro no se encuentra respuesta alguna ni guía o deducción de ninguna “policy rule” claramente definida.⁵

³ Ver Gertler et. al. (2017)

⁴ El “equipo Banerjee” ha logrado desarrollar una interesante red de cooperación con economistas y econometristas de todo el mundo, junto a otros destacados economistas como Sendhil Mullainathan (Harvard), Pascaline Dupas, y otros. Para una defensa del enfoque, ver Barret y Carter (2014).

⁵ Ver, en más extensión las observaciones al respecto de Ravaillon, M. (2011).

La hipótesis del libro es que el problema de la pobreza no obedece a conjuras de ninguna élite maquiavélica, sino a lo que ellos llaman “las tres I”: ignorancia, ideología e inercia. Ahora bien, ¿cuál es la vía *correcta* para superarlas? La respuesta hasta ahora brilla por su ausencia. Sin superar el plano de la hipótesis, nuevamente, lejos se está de una “nueva economía del desarrollo”. El libro apabulla con la cantidad de relatos sobre experimentos y estudios de casos. Pero más allá de tan nutrido anecdotario, ¿cuáles son sus implicancias de política? ¿qué políticas específicas funcionan y cuáles no para sacar a miles o millones de persona de situaciones de pobreza? Lamentablemente, los autores no han ofrecido respuestas claras y precisas, ni criterios operativos para políticas aplicables a contextos diferentes al de sus estudios de campo. Tampoco en los que publicaron posteriormente en otro texto en 2017 (*Handbook of Field Experiments, Vol. 1 y 2*).

De manera aún más directa, el premio Nobel Angus Deaton, junto con Nancy Cartwright recuerdan en un artículo de 2016 que en el análisis económico se viene utilizando esta técnica de manera esporádica ya desde 1968, y dejan de manera evidente la enorme dificultad, por no hablar de imposibilidad de extrapolar resultados de pruebas aleatorias a contextos diferentes. Más aún sostienen varias observaciones críticas, pero por demás oportunas y sensatas:

“Si deseamos ir de una prueba aleatoria controlada hacia la política, necesitamos construir un puente entre esa prueba y la política....

Usar los resultados de una prueba aleatoria controlada no puede ser simplemente un asunto de simple extrapolación del experimento a otro contexto...

Los efectos casuales dependen de los modelos de los que se deriva, y a menudo dependen de factores que podrían ser constantes en el contexto del experimento, pero diferentes fuera de él. Inclusive la dirección de causalidad puede depender del contexto...

Sin una estructura, sin una comprensión de por qué operan ciertos efectos, no sólo no podemos trasladar, tampoco podemos empezar a hacer economía del bienestar; porque una intervención funciona y porque el investigador piensa simplemente que la intervención hace sentir mejor a la gente, no es garantía de que lo logre en otro contexto. Sin saber por qué las cosas ocurren y por qué la gente hace ciertas cosas, corremos el riesgo de incurrir en la teorización causal por casualidad, carente de valor (o “cuento de hadas”), y habremos abandonado entonces una de las tareas centrales de la economía”.⁶

En definitiva, es claro que es más que auspicioso que en el otorgamiento de este premio se haya tenido en cuenta el trabajo intenso y realmente titánico para abordar estos problemas, pero cabe observar que no es el único gran proyecto de investigación sobre cuestiones de desarrollo económico en curso. Sí ha abierto una vía promisoría para la evaluación de impactos y de políticas alternativas con fundamentos econométricos bien ensamblados, y este premio probablemente sea un estímulo para abrir una nueva forma de atacar el problema de la pobreza. Desde esa perspectiva, es un reconocimiento más al aporte desde el esfuerzo empírico a tratar de mejorar la toma de decisiones en base al uso más intensivo y ordenado de la información sobre la población en condiciones de pobreza. Sin embargo, las controversias en torno de la técnica premiada lejos están de haber terminado. Y probablemente las que surjan en torno de la oportunidad y razonabilidad del otorgamiento del Premio Nobel de este año, recién estén en su inicio.

Referencias:

- Banerjee, Abhijit Vinayak, y Esther Duflo (2009): “The Experimental Approach to Development Economics”. *Annual Review of Economics*. Vol 1., pp. 151-178.
- Banerjee, Abhijit y Esther Duflo (2011): *Poor Economics: A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty*. Public Affairs, New York. Editado en español por Taurus-Alfaguara S.A. (Bogotá, Colombia), con el título *Repensar la Pobreza: Un Giro Radical en la Lucha contra la Desigualdad Global*.
- Banerjee, Abhijit Vinayak, y Esther Duflo (2017): *Handbook of Field Experiments. Vol. 1 y 2*. Elsevier-North Holland.
- Barret, Chistopher B. y Michael R. Carter (2014): “A Retreat from Radical Skepticism: Rebalancing Theory, Observational Data, and Randomization in Development Economics”, en *Field Experiments and Their Critics. Essays on the Uses and Abuses of Experimentation in Social Sciences*, ed. by Dawn Langan Teele. Yale University Press, pp. 58-77.
- Deaton, Angus y Nancy Cartwright (2016): “The Limitations of Randomised Controlled Trials”. *VoxEu*. 9 de noviembre de 2016. En <https://voxeu.org/article/limitations-randomised-controlled-trials>.
- Deaton, Angus y Nancy Cartwright (2018): “Understanding and Misunderstanding Randomized Controlled Trials”. *Social Science and Medicine*, Agosto de 2018, Vol. 210, pp. 2-21.

⁶ Ver Deaton A. y N. Cartwright (2016).

- Duflo, Esther, Rachel Glennerster, y Michael Kremer (2006): “Using Randomization in Development Economics Research: A Toolkit”. *Mimeo*. Massachusetts Institute of Technology. Cambridge, MA.⁷
- Gertler, Paul J., Sebastián Martínez, Patrick Premand, Laura B. Rawlings y Christel J. Vermeersch (2017): *La Evaluación de Impacto en la Práctica*. 2ª Edición. Grupo Banco Mundial-Banco Interamericano de Desarrollo. Washington DC.
- Ravaillon, Martin (2011): “Fighting Poverty One Experiment at a Time: A Review of Abhijit Banerjee and Esther Duflo’s Poor Economics: A Radical Rethinking of the Way to Fight Global Poverty”. *Journal of Economic Literature* 50 (1), 103-114.

⁷ En <https://www.povertyactionlab.org/sites/default/files/documents/Using%20Randomization%20in%20Development%20Economics.pdf>

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2019		octubre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
21	22	23	24	25	26	27
		INDEC: Encuesta de centros de compras y de supermercados y autoservicios mayoristas. Agosto de 2019.	INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Agosto de 2019. Valor canasta básica alimentaria (CBA) y canasta básica total (CBT) Septiembre 2019. Banco Central Europeo: Reunión Comité de Política Monetaria en Frankfurt.			Elecciones presidenciales en Argentina y en Uruguay
28	29	30	31	01	02	03
	Reserva Federal EE.UU.: reunión Comité de Mercado Abierto. Banco Central del Brasil: reunión Comité de Política Monetaria.	Reserva Federal EE.UU.: reunión Comité de Mercado Abierto. Banco de Japón: reunión de política monetaria. Banco Central del Brasil: reunión Comité de Política Monetaria.	INDEC: Índice de salarios. Agosto de 2019.			
2019		noviembre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
28	29	30	31	01	02	03
				BCRA: Informe de seguimiento de la Base Monetaria Ministerio de Hacienda: Recaudación tributaria. Octubre 2019.		
04	05	06	07	08	09	10
BCRA: Relevamiento Expectativas de Mercado	INDEC: Precios y cantidades del comercio exterior. 3er trim. 2019. Resultados prelim. Censo Nacional Agropecuario 2018.	INDEC: Índice de Producción Industrial Manufact. Septiembre de 2019. Indicadores actividad de la construcción. Septiembre de 2019.	INDEC: Estadísticas del comercio exterior. 3er trim. 2019. Conds. de vida de los hogares. EPH 1er sem. 2019. Banco de Inglaterra: Reunión Comité de Política Monetaria.	BCRA: Informe Monetario Mensual		

INDICADORES

Indicador	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	6,5%	5,4%	3,2%	2,6%	2,9%	3,8%	4,7%	3,4%	3,1%	2,7%	2,2%	4,0%	5,9%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	7,6%	4,5%	3,3%	2,7%	3,0%	3,9%	4,6%	3,8%	3,2%	2,7%	2,2%	4,6%	6,4%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	7,0%	5,9%	3,4%	1,7%	3,4%	5,7%	6,0%	2,5%	2,4%	2,6%	2,5%	4,5%	5,7%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	6,6%	5,1%	2,9%	2,8%	2,8%	3,8%	4,8%	3,2%	3,0%	2,6%	2,1%	3,9%	5,8%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	7,8%	4,3%	3,2%	2,9%	2,9%	3,7%	4,3%	3,7%	3,3%	2,6%	2,1%	4,7%	6,3%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	6,0%	5,3%	2,8%	2,4%	3,8%	3,4%	4,0%	3,7%	3,1%	2,8%	2,2%	3,4%	5,0%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	40,5%	45,9%	48,5%	47,6%	49,3%	51,3%	54,7%	55,8%	57,3%	55,8%	54,4%	54,5%	53,5%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	38,9%	43,3%	46,2%	47,7%	49,9%	52,5%	55,5%	58,0%	58,8%	56,7%	54,4%	57,1%	55,3%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	40,4%	46,4%	49,6%	51,2%	53,0%	58,3%	64,0%	66,2%	64,9%	60,8%	58,1%	58,8%	56,9%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	40,3%	45,5%	48,0%	47,1%	48,9%	50,7%	54,1%	55,1%	56,8%	54,8%	53,9%	53,6%	52,4%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	38,6%	42,9%	45,6%	46,9%	49,0%	51,3%	53,9%	56,4%	57,4%	55,0%	53,9%	56,1%	53,9%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	39,5%	44,6%	46,8%	45,5%	48,6%	49,7%	52,5%	53,4%	54,7%	53,3%	52,6%	52,2%	50,8%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	30,0	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Media	40,4	39,9	38,3	35,7	39,2	36,9	40,8	40,6	36,6	34,5	31,9	34,7	33,1
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	36,6%	45,6%	35,4%	27,4%	38,7%	48,3%	33,3%	43,8%	53,0%	69,4%	61,6%	55,4%	50,4%
Gastos Totales	30,1%	40,5%	40,2%	27,9%	49,2%	51,2%	33,1%	45,3%	51,6%	42,6%	53,8%	52,1%	45,0%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	30,8%	39,8%	30,9%	27,7%	36,9%	42,5%	38,7%	46,3%	53,8%	72,7%	59,9%	62,0%	51,9%
Gastos Primarios	26,5%	30,4%	32,2%	21,9%	33,0%	29,3%	30,2%	36,2%	35,5%	37,1%	50,5%	42,6%	37,9%
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	32,0%	42,2%	33,7%	36,0%	38,9%	40,4%	37,3%	51,2%	47,8%	52,1%	53,4%	56,3%	42,5%
Dirección General Impositiva	37,5%	56,3%	41,2%	49,4%	49,4%	43,2%	42,2%	55,0%	49,0%	43,4%	52,0%	49,2%	40,2%
Dirección General de Aduanas	74,0%	63,4%	6,4%	9,5%	2,5%	8,9%	9,9%	16,5%	46,9%	31,1%	28,1%	40,9%	100,5%
Sistema de Seguridad Social	22,4%	25,0%	23,1%	23,7%	28,5%	30,4%	27,3%	33,7%	32,2%	32,0%	39,9%	39,5%	29,2%

Indicador	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	33,7	32,6	32,1	36,0	33,1	36,0	34,8	34,4	36,5	40,6	44,2	41,9	42,1
Var. % m/m	-7,0%	-3,1%	-1,7%	12,1%	-8,0%	8,9%	-3,5%	-1,1%	6,0%	11,2%	8,9%	-5,2%	0,6%
Var. % a/a	-34,0%	-36,1%	-37,2%	-16,7%	-26,7%	-17,8%	-20,6%	-14,2%	1,1%	12,8%	21,9%	15,5%	24,9%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-6,2%	-4,6%	-7,4%	-6,6%	-5,7%	-4,7%	-6,8%	-1,3%	2,6%	0,4%	0,6%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-2,2%	1,2%	-2,0%	0,3%	0,5%	0,2%	-1,1%	0,5%	-0,1%	-0,4%	1,2%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFSA) Var. % a/a	-44,1%	-50,0%	-57,9%	-46,4%	-53,4%	-58,8%	-57,6%	-60,9%	-63,1%	-34,1%	-15,8%	-27,2%	25,7%
Var m/m, con estacionalidad	-19,0%	-12,7%	-11,1%	46,3%	-38,0%	1,2%	10,9%	-15,5%	-1,8%	30,6%	7,5%	-3,1%	-10,2%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-9,3%	-3,0%	-8,0%	-10,7%	-10,3%	-6,5%	-12,2%	-9,1%	-5,4%	-5,4%	-2,1%	-3,0%	s/d
Var m/m, desest.	-0,2%	0,3%	-1,7%	-1,6%	0,3%	0,0%	0,0%	-0,1%	2,2%	-1,3%	0,5%	0,1%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-12,6%	-8,4%	-13,8%	-14,9%	-11,1%	-8,4%	-14,1%	-8,9%	-6,9%	-7,2%	-1,9%	-6,4%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-3,8%	-6,4%	-15,9%	-20,6%	-15,7%	-5,3%	-12,3%	-7,5%	-3,5%	-11,8%	-1,7%	-5,9%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-14,4%	-17,3%	-30,4%	-31,8%	-20,1%	-13,2%	-16,3%	-17,1%	-12,1%	-13,9%	-7,5%	-7,5%	-6,7%
Var. % m/m, desest.	-1,1%	-9,9%	-7,3%	-6,6%	3,3%	5,3%	9,7%	3,7%	-1,4%	-0,5%	2,8%	-4,0%	-1,5%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-9,9%	-8,9%	-17,9%	-17,9%	-14,2%	1,5%	-12,0%	-5,1%	4,7%	-11,3%	5,4%	-5,9%	-6,7%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.013	5.355	5.349	5.282	4.586	4.464	5.136	5.305	6.017	5.235	5.856	5.568	s/d
Var. % a/a	-4,8%	1,4%	14,6%	15,4%	-4,7%	3,7%	-5,0%	1,9%	16,5%	1,9%	8,3%	7,5%	s/d
Importaciones en USD	4.699	5.077	4.365	3.913	4.214	4.004	3.953	4.174	4.644	4.174	4.905	4.400	s/d
Var. % a/a	-21,2%	-18,2%	-29,2%	-27,1%	-26,5%	-22,9%	-33,7%	-31,6%	-28,0%	-23,5%	-20,6%	-30,3%	s/d
Saldo Comercial en USD	314	278	984	1.369	372	460	1.183	1.131	1.373	1.061	951	1.168	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	200,2	203,8	200,6	202,3	204,6	204,6	203,0	202,5	199,9	213,3	203,1	199,7	204,2
Var. % a/a	1,1%	2,6%	-0,2%	0,8%	0,7%	-3,9%	-6,5%	-9,4%	-12,2%	-1,1%	-2,0%	-3,7%	2,0%

Indicador	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19
Indicadores Monetarios													
Saldos promedio mensuales													
Base Monetaria (\$ M.M.)	1.270,8	1.252,1	1.256,3	1.336,8	1.345,6	1.343,2	1.314,4	1.324,8	1.342,6	1.341,9	1.382,2	1.323,9	1.349,0
Circulante	758,4	748,1	737,0	794,3	835,8	805,7	807,1	816,9	823,5	850,4	904,3	907,3	920,0
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	1.077,5	1.052,4	1.224,0	1.159,4	1.296,8	1.356,4	1.449,8	1.672,0	1.528,1	1.540,1	1.700,8	1.793,0	1.723,7
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	766,6	751,1	769,2	737,8	806,2	884,8	951,9	992,9	1.020,6	1.101,3	1.207,3	1.246,1	1.099,2
(b) Pasivos netos por pases	10,4	7,9	6,2	9,3	13,2	3,2	3,4	1,2	5,2	4,4	3,3	43,5	124,2
(c) Depósitos del Gobierno	300,6	293,4	448,6	412,3	477,4	468,4	494,5	677,9	502,3	434,4	490,2	503,5	500,3
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	50,3	49,0	52,6	57,0	66,2	67,0	68,0	72,7	67,7	64,2	66,4	62,2	50,2
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	12,3	13,6	12,4	14,0	14,8	14,3	14,6	15,5	16,9	16,4	14,7	15,8	13,2
(Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA)	61,7	65,3	61,7	58,1	51,5	51,2	51,8	52,4	56,5	60,3	59,6	67,2	83,0
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	38,6	37,1	36,5	37,9	37,4	38,4	41,4	43,2	44,9	43,7	42,5	52,7	56,5
Depósitos bancarios													
Saldos promedio mensuales													
Total depósitos (\$ M.M.)	3.600,4	3.607,8	3.734,1	3.916,2	3.970,1	4.022,6	4.154,1	4.228,4	4.390,0	4.398,2	4.400,6	4.761,7	4.427,2
Sector privado	2.696,5	2.720,7	2.805,9	3.031,1	3.105,3	3.211,4	3.353,6	3.444,5	3.573,6	3.630,8	3.697,3	3.976,9	3.675,5
Sector público	903,9	887,1	928,2	885,0	864,8	811,2	800,5	783,9	816,4	767,4	703,3	784,8	751,7
En moneda local (\$ M.M.)	2.416,5	2.470,9	2.610,3	2.677,1	2.742,4	2.755,5	2.747,0	2.730,8	2.820,3	2.878,6	2.940,9	3.020,8	3.001,8
Sector privado	1.649,8	1.715,5	1.805,2	1.950,9	2.003,2	2.074,1	2.124,0	2.153,6	2.203,0	2.286,6	2.353,9	2.377,0	2394,9
Sector público	766,7	755,4	805,1	726,1	739,2	681,4	623,0	577,3	617,3	592,0	587,0	643,8	606,9
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.183,9	1.136,9	1.123,8	1.240,1	1.246,0	1.267,1	1.407,1	1.497,6	1.569,6	1.519,6	1.459,7	1.740,8	1.425,3
Sector privado	1.046,7	1.005,2	1.000,6	1.080,2	1.102,0	1.137,3	1.229,2	1.291,0	1.369,8	1.344,2	1.343,5	1.599,3	1280,5
Sector público	137,2	131,7	123,2	159,9	143,9	129,8	178,0	206,7	199,8	175,4	116,2	141,5	144,8
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	30,7	30,7	30,9	32,7	33,3	33,0	34,2	34,7	35,0	34,7	34,4	33,4	25,1
Sector privado	27,2	27,4	27,5	28,5	29,5	29,7	29,9	29,9	30,5	30,7	31,6	30,6	22,6
Sector público	3,6	3,3	3,4	4,2	3,8	3,4	4,3	4,8	4,5	4,0	2,7	2,7	2,5
Tasas de interés													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	60,2	71,8	64,1	59,4	57,4	47,6	61,2	68,5	71,8	66,8	59,6	71,3	83,5
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	60,2	69,3	58,5	55,3	54,1	43,7	51,9	64,5	68,0	70,3	58,2	65,7	69,9
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	67,4	78,2	73,0	65,0	61,1	52,0	60,6	68,9	73,3	66,9	62,6	77,2	85,5
Préstamos personales	56,5	63,4	64,5	63,9	64,1	62,1	60,6	63,4	67,0	53,0	65,7	69,4	76,3
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	38,5	48,0	50,3	48,7	45,7	38,0	40,4	48,5	52,5	51,7	49,0	54,9	59,1
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	36,3	42,3	43,0	42,3	41,0	35,3	36,3	42,4	48,6	46,8	45,0	50,2	55,0
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	39,00	48,9	50,8	48,4	45,3	38,0	40,5	48,2	52,1	51,1	48,4	54,7	59,3