

CEMA Instituto Universitario
Av. Córdoba 374
1054 Capital Federal

TE. 314-2269
FAX 314-1654

ARGENTINA POST-TEQUILA:
LOS BENEFICIOS DEL AJUSTE ESTRUCTURAL

Carlos Alfredo Rodríguez
Agosto 1997
N° 120

Estimo que este año el Producto Bruto Interno crecerá 7 por ciento y la inflación no superará el 2 por ciento. Entre mayo de 1996 y mayo de 1997 se crearon 500.000 nuevos puestos de trabajo. Esto significa crecimiento económico con estabilidad monetaria. Pocos países de América latina, y tal vez del mundo, pueden mostrar una performance tan buena. En especial, este incremento del P.B.I. será consecuencia en términos relativos, de una fuerte recuperación de las inversiones y de la expansión de las exportaciones e importaciones. La situación macroeconómica que estamos viviendo en 1997 no es el resultado de variables exógenas, como pueden ser la baja de la tasa de interés mundial, la integración en el Mercosur, o que Brasil bajó la inflación y nos contagió. Por el contrario, es el resultado deliberado de un plan de transformación que comienza en 1990, se acentúa en 1991 y continúa hasta el presente.

Agenda para la transformación económica

- Convertibilidad
- Autonomía del Banco Central
- Apertura a los capitales extranjeros
- Privatización de las empresas del estado
- Apertura de la economía + Mercosur
- Ajuste fiscal
- Desregulación de los mercados

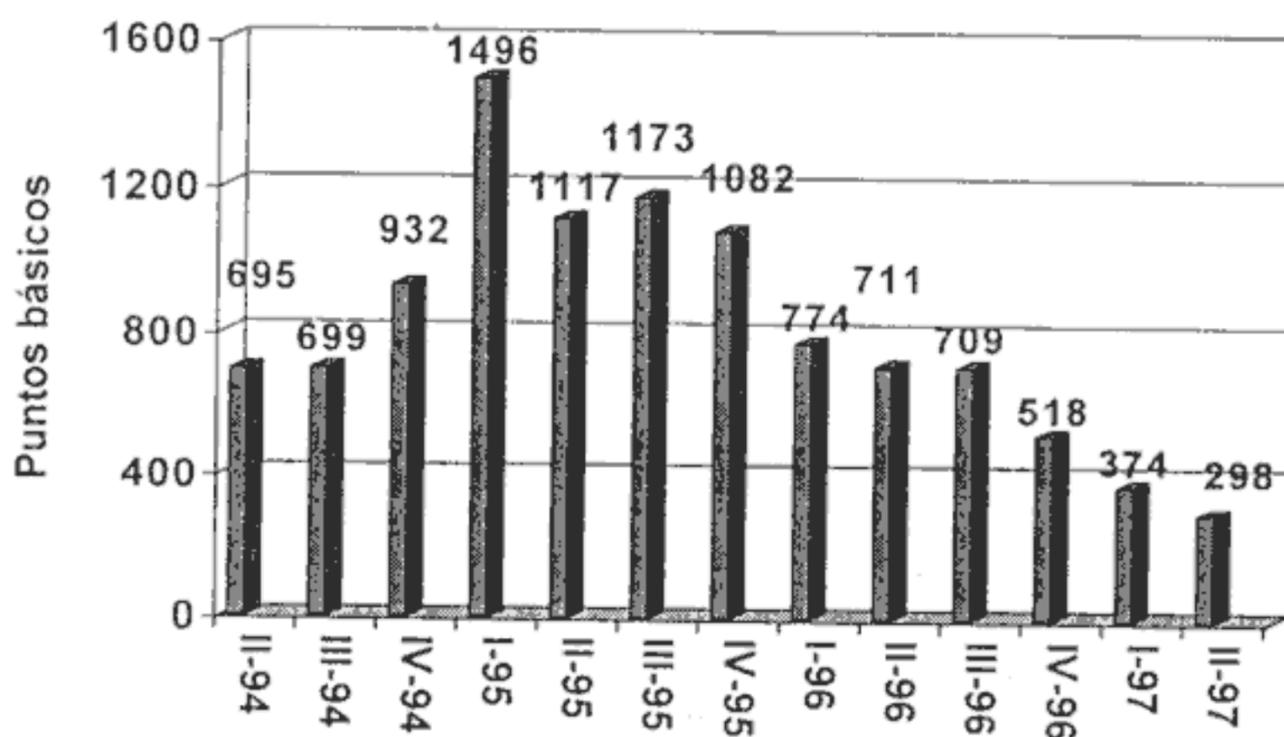
La primera variable de la Agenda de Transformación Económica es la Ley de Convertibilidad. Pero también, hay herramientas fundamentales, como la autonomía del Banco Central, que restringe su capacidad para financiar tanto al sector privado como al público. Además, es una herramienta de control fiscal paralela a la convertibilidad. Asimismo forman parte de esa Agenda la apertura a los capitales extranjeros, la privatización de las empresas del Estado, la apertura de la economía, la liberación del mercado cambiario, conjuntamente con el proceso de integración en el Mercosur, el ajuste fiscal, la desregulación de los mercados. Espero que en el futuro próximo se pueda incluir la flexibilización laboral.

Este paquete de medidas está vigente desde hace ya seis años. Muchas cosas han pasado desde entonces y en particular afrontamos el gran test que fue la recesión provocada por el “efecto tequila”. Muchos operadores financieros internacionales y argentinos creían que el Plan de Convertibilidad no iba a poder soportar un shock externo tan grande como el provocado por la fuga de capitales que hubo en 1995. Pero sobrevivió, y voy a relatar el desarrollo macroeconómico de los últimos años para analizar cómo nos afectó el “efecto tequila” y cómo salimos de él.

La instrumentación de políticas económicas adecuadas afecta a la prima de riesgo país, definida como la diferencia entre el FRB, que es el Brady nuestro, y el Treasury Bond de similar madurez. Si se hace lo correcto, la prima de riesgo país baja, y entonces ingresan capitales, baja la tasa de interés y aumenta la inversión. Si hay inversión, aumentan el empleo y la producción.

Baja la Prima de Riesgo País

Spread FRB sobre UST de igual vida promedio

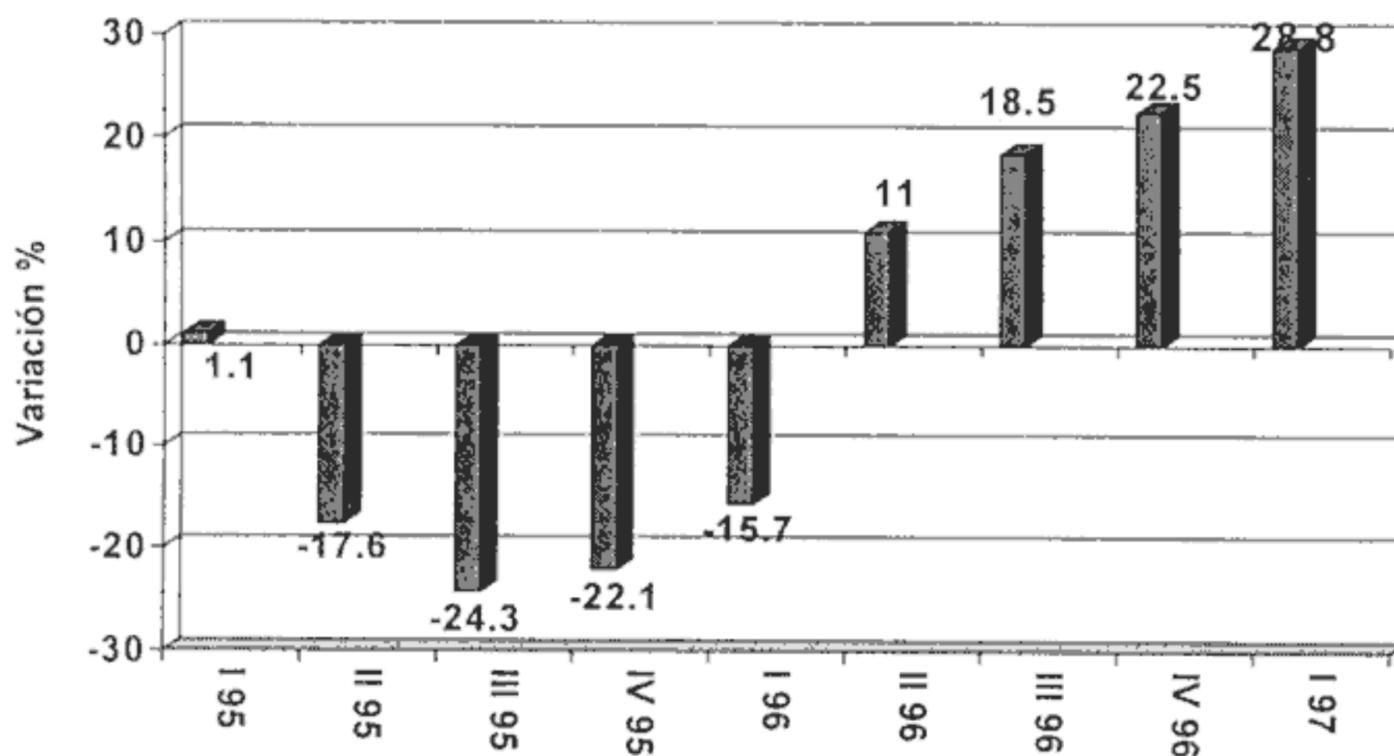


El valor corresponde al promedio de los meses de cada trimestre

La prima de riesgo país no es una condición exógena. Quiero que este concepto quede perfectamente claro. En la Argentina la prima de riesgo país, que fue de casi de 1500 puntos básicos en el primer trimestre de 1995 cuando el tequila golpeó a la economía argentina bajó a 700 cuando el Ministro de Economía Roque Fernández asumió su cargo, a fines de julio de 1996. El 30 junio de 1997 descendió a 287 puntos básicos. La progresión muestra que desde el valor más alto durante el tequila, la prima de riesgo país descendió a la mitad a mediados de 1996, y a menos de la cuarta parte a fines de los primeros seis meses de 1997.

La percepción de los inversores hacia la Argentina mejoró, porque a pesar del cambio de autoridades en el Ministerio de Economía y la crisis del tequila, ratificamos la política económica que se ejecutaba desde 1990. Dados nuestros antecedentes de los últimos años, sostener una política económica es como contar con una herramienta económica activa. Al haberlo hecho, la prima de riesgo país que determina el mercado -no las calificadoras de riesgo- bajó drásticamente de 1.500 puntos básicos en la época del tequila a un nivel levemente inferior a los 300 puntos en junio de este año. Un dato adicional muy importante es que los bonos que colocó la Argentina en el mercado financiero internacional voluntario para el mes de junio de 1997 estuvieron en una mejor posición que el FRB, porque el spread fue de sólo 287 puntos básicos.

Aumenta la inversión



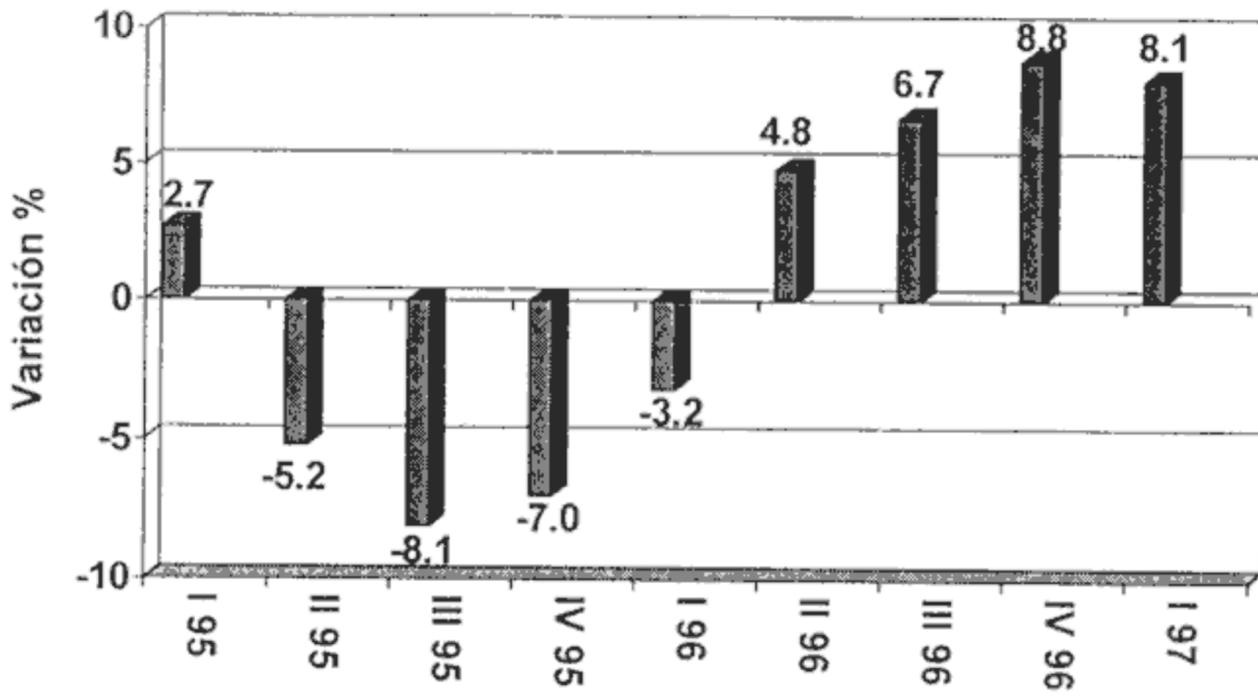
Aumento de la Inversión Bruta Interna Fija sobre igual trimestre del año anterior

¿Qué pasó como consecuencia de la caída de la prima de riesgo?

Subió la inversión. El “efecto tequila” había golpeado muy fuerte a la inversión y ésta se maneja por expectativas. Si los agentes económicos esperan que se caiga un plan, lo primero que disminuirán será la inversión. Cuando se confirmó que el plan económico argentino se mantenía, que había una buena recuperación, la inversión también repuntó a tasas similares a las que tenía antes del “efecto tequila”.

El aumento de la inversión es otra manera de decir que se recuperó la confianza en la economía y que renació el optimismo en los agentes económicos. Como consecuencia de ello el PBI volvió a crecer.

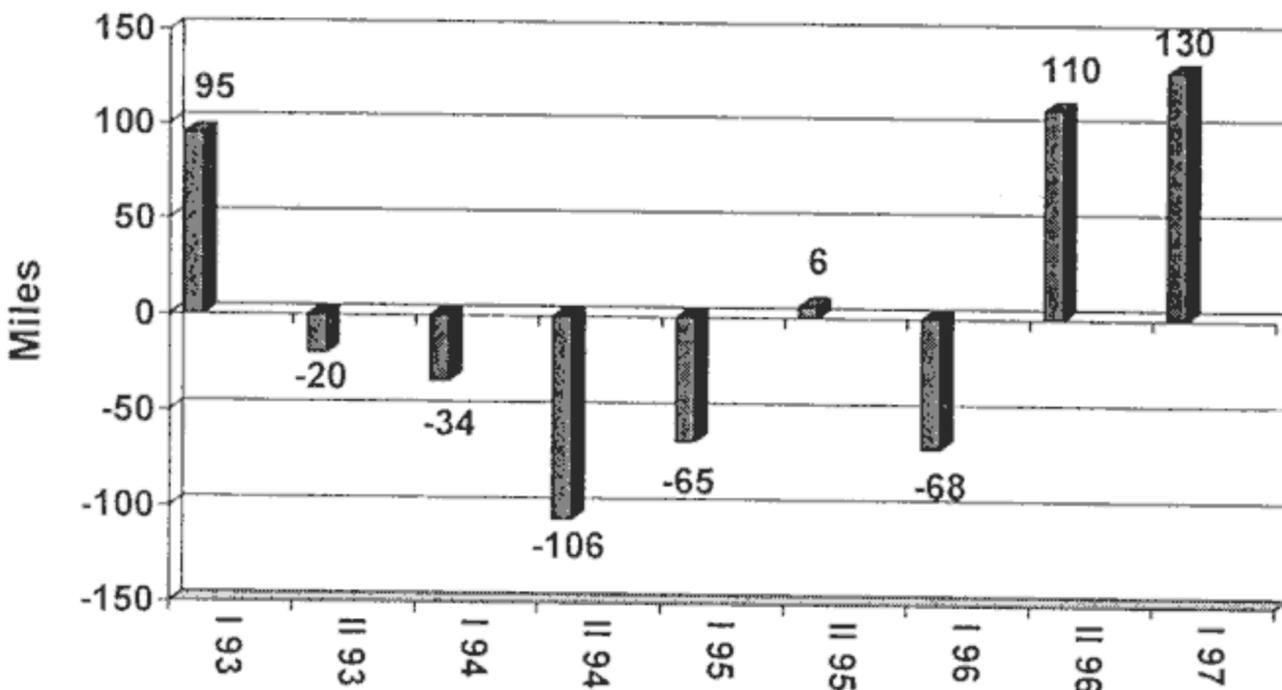
Vuelve el crecimiento del PBI



Aumento del Producto Bruto Interno sobre igual trimestre del año anterior
El primer trimestre del 97 es estimado

Después del “efecto tequila” se sucedieron cuatro trimestres de caída del PBI, pero desde el segundo trimestre de 1996 la economía se está recuperando a tasas crecientes: 4.8%, 6.7%, 8.8% y 8.1%. Para todo 1997 estimamos un crecimiento del PBI del 7%. Conjuntamente con el aumento de la inversión y el crecimiento del producto, en el período mayo 1996 y mayo 1997 los datos oficiales indican que se crearon más de 500.000 nuevos puestos de trabajo. Esto representa la mayor tasa registrada de creación de empleo en el país.

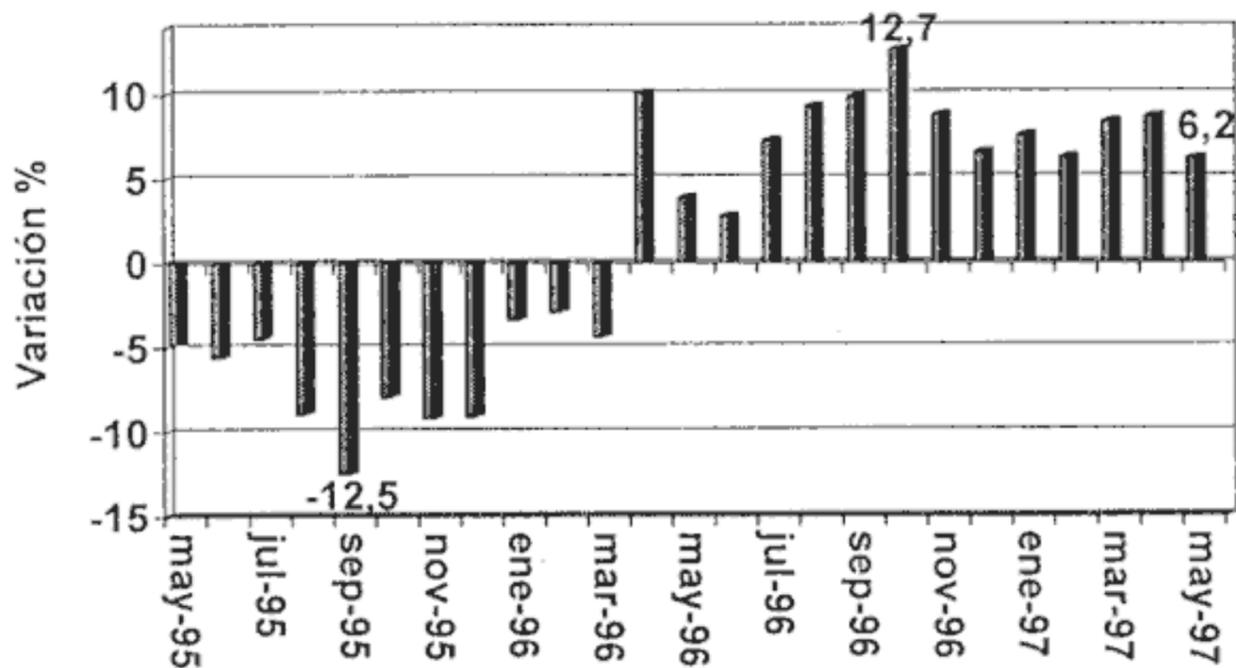
Nuevamente se crean empleos



Nuevos puestos de trabajo generados en el Gran Buenos Aires (miles)
Las cifras del I-97 son estimadas

Quiero agregar un dato. Durante el primer trimestre de 1997 el nivel de la producción industrial fue el más alto de la serie histórica. Ésta comenzó en 1994 y en marzo llegó a un valor índice de 108. En marzo de 1995 fue de 106 y en ese mes de 1996 bajó a 102, es decir que cayó bastante, precisamente porque en ese momento se producía el piso del tequila. En marzo de 1997 llegó a 110 y el último dato que es mayo de este año registró un nivel de 115 puntos. Quiere decir que la recuperación es fuerte también en la industria.

Se recupera la producción industrial



Aumento sobre igual mes del año anterior

Ahora me voy a referir a la recaudación fiscal, que es otro gran tema. La recaudación está subiendo, y bien. Puede ser que algún impuesto no se esté incrementando tanto como los otros, pero globalmente la recaudación está aumentando.

La recaudación como promedio mensual de la DGI más Aduana del segundo trimestre de 1994 fue 2.808 millones de pesos; en 1995 fue 2.697 millones; en 1996 fue 2.737 millones, es decir que subió un poco. En 1997 alcanzó 3323 millones. La diferencia entre 1997 y 1994 -ya que 1995 fue un año perdido como consecuencia del “efecto tequila”- fue de 515 millones dólares mensuales. Esa cifra equivale a 6.666 millones de dólares al año, que es 2% del P.B.I.

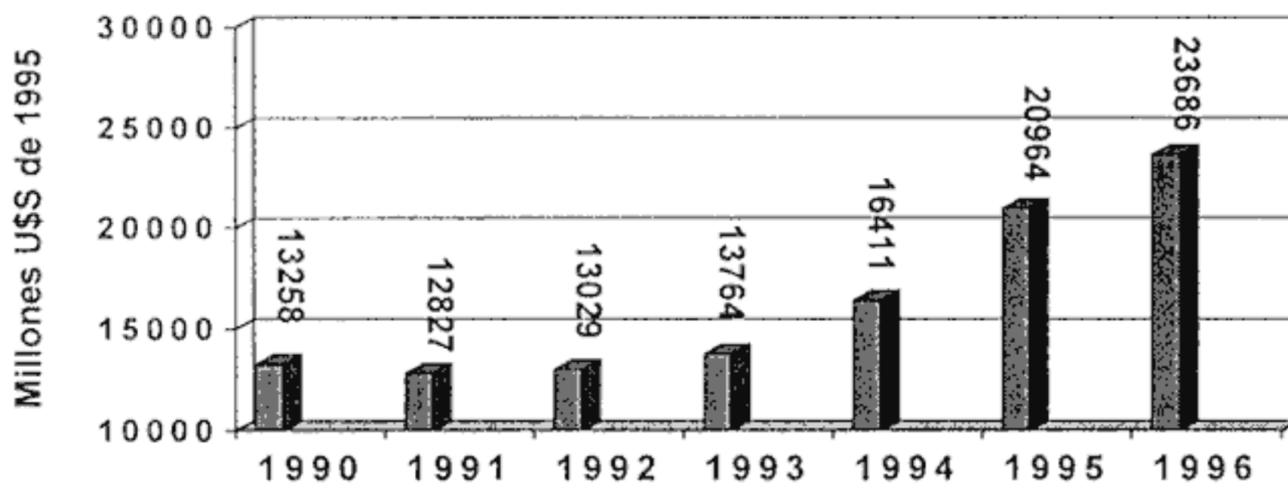
En el gráfico que sigue, se puede ver que la recaudación del primer trimestre de 1997 y el cuarto trimestre de 1996 es significativamente mayor que todas las anteriores. ¿A qué se debe? Es consecuencia del paquete económico que propusimos y aprobó el Congreso a fines de 1996. Al subir las tasas de impuestos se recaudó más. Además la recuperación de la economía mejora los ingresos.



Las exportaciones están aumentando, lo cual es sorprendente porque por años y años nos dijeron que teníamos la moneda sobrevaluada, que si abriamos la economía nos íbamos a convertir en el granero del mundo, que la industria iba a desaparecer y que lo único que íbamos a hacer era exportar materias primas sin valor agregado. Lo cierto es que se abrió la economía y aún con tipo de cambio fijo se promovió una gran modificación estructural.

Lo que sucedió es que las exportaciones prácticamente se duplicaron desde 1991 a 1996.

Aumentan las exportaciones



Con estabilidad y apertura se modificó la estructura de las exportaciones *Crecimiento de las exportaciones* *1996/1992*

Productos Primarios	+66%
Manufacturas de Origen Agropecuario	+75%
Promedio	+94%
Manufacturas de Origen Industrial	+129%
Material de Transporte	+304%
Resto	+99%
Combustibles	+185%

Desde que se produjo la apertura podemos analizar cuáles fueron las exportaciones que crecieron menos y las que crecieron más. Al comparar 1996 con 1992 -primer año de apertura plena- surge que los productos primarios son los que menos crecieron en esa economía abierta, con bajos aranceles y tipo de cambio fijo. Luego se ubican las manufacturas de origen agropecuario. No estoy hablando de un hecho aislado de un año, sino de un quinquenio.

No hay que olvidar que a fines de 1996 el campo tuvo muy buenos precios. Sin embargo los sectores que más crecieron son las manufacturas de origen industrial y los combustibles. Las exportaciones de combustibles se incrementaron 185 por ciento, lo cual está bien, dado que un gran objetivo de la Argentina era exportar combustible desde los años de la presidencia de Arturo Frondizi. Finalmente lo hemos logrado gracias al cambio

estructural realizado, a la estabilidad monetaria y a la privatización de YPF.

Si observamos el resto de los rubros, advertimos que las manufacturas de origen industrial crecieron más que el promedio. Lo primero que podría pensarse es que esto fue provocado por el régimen automotriz, dado que existe un sistema especial de compensación según el cual para importar tienen que exportar. Es cierto. Crecieron 304 por ciento. Si no se incluye el material de transporte, se observa que el resto de las manufacturas de origen industrial crecieron 99 por ciento. Es decir, que éstas crecieron más que el promedio, bastante más que el agro, y que las manufacturas de origen agropecuario. Esto indica que hemos tenido una apertura muy sana dado que la economía argentina se abrió, y lo hizo bien, apuntando a exportar productos con más valor agregado. Y esto, como dije, es bueno. Se decía que con este proceso de apertura y tipo de cambio fijo íbamos en camino hacia un déficit comercial insostenible y explosivo, y que el plan iba a explotar por el déficit comercial. Justo cuando estaba a punto de explotar paró la entrada de capitales y ¡oh milagro!, el déficit comercial se convirtió en superávit. Esto es lo que siempre enseñó a los alumnos de Comercio Internacional: el déficit comercial es la contrapartida de la entrada de capitales. Si entran capitales hay déficit y si salen capitales hay superávit. Como en los primeros años de estabilización entraron capitales, había déficit; cuando en 1995 los capitales comenzaron a salir, hubo superávit. Este año que van a volver a entrar -de hecho ya lo están haciendo- va a haber déficit nuevamente. En la medida que la economía argentina, que está creciendo, aliente la inversión extranjera directa, será una economía con tendencia a déficits comerciales. Esto no debe ser visto como una expresión de desequilibrio, sino como el resultado natural de una etapa de crecimiento de una economía que estuvo cerrada al mundo y que ahora se abre a los capitales.

Los indicadores de corto plazo que analizaremos a continuación están divididos en cuatro bloques : actividad real, actividad financiera, inversión e inflación. A partir de ellos tendremos una idea de cómo evolucionaran las diferentes tasas de crecimiento.

Actividad Real

Variación respecto a igual período del año anterior

<i>PBI (*)</i>	<i>I trim-97</i>	<i>+8.1%</i>
<i>Exportaciones (*)</i>	<i>Ene-May 97</i>	<i>+14%</i>
<i>Importaciones (*)</i>	<i>Ene-May 97</i>	<i>+32%</i>
<i>Servicios (*)</i>	<i>Ene-May 97</i>	<i>+12.6%</i>
<i>Producción Industrial (*)</i>	<i>Ene-May 97</i>	<i>+7.5%</i>

()Datos provisorios*

La última tasa registrada de crecimiento del PBI es 8.1 por ciento para el primer trimestre de 1997. En el período de enero a mayo de 1997 las exportaciones crecieron 14 por ciento y las importaciones 32 por ciento. A partir de estos datos podría pensarse que estamos marchando hacia un déficit comercial lo cual es correcto dado el significativo aumento registrado en el ingreso de capitales voluntarios .

Debe resaltarse que las exportaciones están creciendo y lo hacen casi al doble del producto.

Las inversiones están creciendo entre el doble y el triple que el producto. Esta es una recuperación económica sana. No está basada en crédito barato para fomentar el consumo, sino que se recuperó la confianza en el modelo y los participantes comenzaron a invertir y a exportar. Eso es bueno y hace que el crecimiento sea sostenible.

El sector servicios, que está bastante menos afectado por el ciclo económico que los otros sectores de la economía, crece casi en forma lineal. En el período de enero a mayo aumentó 12.6 por ciento. Por su parte, la producción industrial en el mismo período lo hizo 7.5 por ciento.

Si repasamos los componentes de la demanda agregada observaremos que las exportaciones crecieron 14 por ciento; los servicios 12.6 por ciento y la industria, 7.5 por ciento. Es por ello que va a ser bastante difícil que el producto crezca en este primer semestre menos del 8 por ciento.

Los préstamos al sector privado no financiero entre junio de 1996 y junio de 1997 crecieron el 14.9 por ciento. Ese crecimiento es mayor que el del producto. Nuevamente eso es sano. Los depósitos, que con el “efecto tequila” habían caído, también crecieron más que el producto: 27 por ciento. Las acciones crecieron 33 por ciento y el spread de la prima de riesgo cayó en el año 411 puntos básicos.

Actividad Financiera

Variación respecto a igual período del año anterior

<i>Préstamos</i>	<i>Jun-97</i>	<i>+14.9%</i>
<i>Depósitos</i>	<i>Jun-97</i>	<i>+27.0%</i>
<i>Acciones</i>	<i>Jun-97</i>	<i>+33.3%</i>
<i>Spread (Riesgo País)</i>	<i>Jun-97</i>	<i>-411 pts.bás.</i>

Vayamos a los indicadores de inversión. En el primer trimestre de 1997 la inversión creció 28.8 por ciento más de tres veces el crecimiento del PBI. Hay un dato interesante a tener en cuenta: las importaciones de bienes de capital en el período de enero a mayo 1996 contra el mismo período de 1997 crecieron 46 por ciento. Este es un dato altamente significativo sobre todo por la calidad de los componentes, y porque la importación de bienes de capital está muy relacionada con la actividad industrial y la inversión. En cuanto a los indicadores de la industria de la construcción, la producción de cemento portland en los primeros cuatro meses de 1997 registró 33 por ciento más que el año pasado.

Inversión

Variación respecto a igual período del año anterior

<i>Inversión Bruta Fija (*)</i>	<i>I trim-97</i>	<i>+28.8%</i>
<i>Importación de Bienes de Capital (*)</i>	<i>Ene-May 97</i>	<i>+46%</i>
<i>Cemento Portland (*)</i>	<i>Ene-Abr 97</i>	<i>+32.7%</i>
<i>Hierro para Hormigón (*)</i>	<i>Ene-Abr 97</i>	<i>+7.7%</i>
<i>Venta de Tractores (*)</i>	<i>Ene-Abr 97</i>	<i>+9.5%</i>

()Datos provisorios*

Finalmente pasemos a los indicadores de inflación, que son un placer. Las encuestas arrojan que el índice de precios al consumidor de junio fue de 0.2 por ciento. Por primera vez en la historia, las tasas mensuales y las anuales se confunden y pertenecen a la misma dimensión. Las anuales son 0,9 por ciento para el consumidor, negativa 0,1 para el índice mayorista y 0 la construcción. Por su parte, las mensuales son 0,2 por ciento, menos 0,4 por ciento y 0,2 respectivamente, con lo cual advertimos que hemos frenado la inflación.

Indicadores de Inflación

<i>Junio 1997</i>	<i>Acum. 12 meses</i>	<i>Ultimo mes</i>
<i>Consumidor</i>	<i>0.9%</i>	<i>0.2%</i>
<i>Mayoristas</i>	<i>-0.1%</i>	<i>-0.4%</i>
<i>Construcción</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.2%</i>

Estamos bien. Podríamos estar mejor, no me cabe duda, pero he aquí que sacamos casi una F en las calificaciones de riesgo. ¿A qué se debe?

Recordemos que estas calificaciones son hechas por entidades profesionales responsables, que no hay que tomar a la ligera, diciendo que “si no me gustan las calificaciones es porque están equivocadas. Ellas siguen una metodología y tienen una reputación que mantener. El profesor Dornbusch me facilitó un “paper” publicado por Cantor y Packer, investigadores de Federal Reserve Bank of New York. A través de métodos econométricos ellos simulaban la metodología del proceso de calificación que utilizan Moody’s y Sandard & Poor’s.

Nadie sabe qué tienen en la cabeza los calificadores. No publican su metodología. En economía estamos acostumbrados a resolver situaciones similares. Si yo analizo la demanda de papas, eso no implica que el señor que va a comprar papas en la feria pueda calcular mi regresión econométrica; pero yo sé que él se comporta de tal manera.

Es decir, acepto que alguna de las calificadoras me diga: “No hacemos eso”. Perfecto, pero ellas actúan de acuerdo con esos cálculos.

Las calificadoras se especializan en dar sus notas de manera tal que nadie las entienda. En primer lugar, todas las calificadoras usan escalas distintas, pero, por lo menos, para estas dos calificadoras podemos sintetizar sus notas en una escala que va de 1 a 16.

En estos dos casos que analizamos, entre 7 y 16 es “aprobado”, lo que equivale al “investment grade” tan ansiado. No les alcanzó con 10, como en cualquier universidad normal. Y los “bochazos” van del 6 al 1 y pertenecen al no tan apreciado “speculative range”. Para la Argentina es importante alcanzar el “investment grade” porque ello permitiría a los fondos de pensión de los Estados Unidos a invertir en nuestro mercado de capitales y de esa manera lo ampliarían. Por otra parte una mejor calificación significaría que nos cobrarían una menor tasa de interés por los préstamos que pide el gobierno y las empresas de la Argentina.

Equivalencias de Ratings y números

Número	Moody's	S&P
16	Aaa	AAA
15	Aa1	AA+
14	Aa2	AA
13	Aa3	AA-
12	A1	A+
11	A2	A
10	A3	A-
9	Baa1	Chile hoy
8	Baa2	BBB+
7	Baa3	BBB
RANGO ESPECULATIVO		
6	Ba1	ARG. Razon
5	Ba2	BB+
4	Ba3	BB
3	B1	ARG. Pesim
2	B2	BB-
1	B3	B+
		B
		B-

Nuestro país, en Moody's tiene 3, y con Standard & Poor's, tiene 5. En ninguno de los dos casos logra a salir del rango especulativo.

Chile, que es nuestro eficiente vecino, en Moody's tiene 9 y en Standard & Poor's, 10. Alguien tiene que explicar por qué tenemos 5 y Chile 10.

¿Qué han hecho los chilenos para que estén mejor calificados que nosotros?. Esto es complicado, y hay que analizarlo con cuidado.

Se trata de regresiones. Las dos columnas de la derecha son los coeficientes de Moody's y de Standard & Poor's.

Esos coeficientes se multiplican por valores de acuerdo con las variables económicas, y después se suma todo. Hay que tratar de llegar a 16, el máximo posible.

	Variables Explicativas		Coeficientes	
	Pesimista	Razonable	MOODY'S	S&P
Constante	1	1	3.408	-0.524
PBI per Cap.	8.4	8.4	1.027	1.458
Crecimiento	4	6	0.13	0.171
Inflación	2	0.2	-0.63	-0.591
Def. Fiscal/PBI	-2	-1	0.049	0.097
Cta. Cte./PBI	-2	-1	0.006	0.001
Deuda Ext./Exp.	362	362	-0.015	-0.011
Des.Econ.(0,1)	0	0	2.957	2.595
Default (0,1)	1	1	-1.463	-2.622
MOODY'S (3)	4.29	5.74		
S & P (5)	4.43	5.93		

Las variables son las mismas: una constante y varios otros indicadores de actividad macroeconómica. Tomemos como ejemplo el producto per capita. En Moody's la constante da 3,4 puntos y el producto per cápita 8 más; casi 12 en conjunto. Y en Standard & Poor's, la contribución es casi igual. Entonces, nosotros empezamos bien con 12 puntos a cuenta de la constante más el producto per cápita. El PBI per capita es el gran actor en la determinación de la calificación. Si Argentina tuviera \$30.000 de PBI per cápita como algunos países, ya habría "nacido con el pan abajo del brazo"; cuando las calificadoras van a calificar un país por el PBI, si encuentran \$30.000 de acuerdo con esta ecuación ya prácticamente otorgan "Triple A" ya que esto sólo contribuye con 30 a 45 puntos según la calificadora.

La tasa de crecimiento nos daría puntos, pero no tanto como el PBI per capita. Yo hice dos hipótesis, una pesimista y otra razonable, entre 4 y 6 por ciento. La de 4 por ciento, por el coeficiente de 0.13 me da medio punto de contribución y, aunque el crecimiento fuera de 6%, no llegamos ni a un punto.

Es decir, el crecimiento añade sólo un poco. No está mal crecer, pero no va a ser el factor que nos va a explicar la diferencia entre Argentina y Chile.

La inflación resta: cuanto más alta es la inflación, más puntos se pierden. En la hipótesis pesimista, puse dos puntos de inflación anual. Eso da -1,2 en Moody's y otro tanto en S&P, también negativo. O sea, la inflación de 2

por ciento anual nos baja un punto en la escala, pero tampoco explica la diferencia con Chile ya que ellos tienen una inflación aún mayor.

El déficit fiscal, aunque parezca mentira, no es importante en estas regresiones. Supongo que debe ser porque en todos los países donde se evaluados, tienen déficits altos. Este dato no es relevante, los coeficientes son triviales: 0.05 multiplicado por 2, arroja 0,10 de rebaja en la calificación de Moody's. No es nada.

La cuenta corriente importa aún menos que el déficit fiscal, ya que los coeficientes son muy pequeños.

Vuelvo a reiterar: no es que las calificadoras sigan al pie de la letra los dictados de estas regresiones, pero los investigadores de la Reserva Federal llegaron a la conclusión de que estos números son los que mejor explican las calificaciones que ellas otorgan.

Llegamos al nudo del problema para nosotros: la relación deuda-exportación, que es muy alta respecto de los otros países analizados. Y esto es así porque nuestras exportaciones, como proporción del producto, no son tan altas. Están creciendo mucho, pero tienen relación con décadas de economía cerrada, en que no importábamos pero tampoco exportábamos. No desarrollamos una cultura exportadora. Como consecuencia, nuestras importaciones y exportaciones, son una pequeña fracción del producto que están creciendo mucho, pero que en otros países pueden, como en el caso de Chile, ser más significativas.

Nuestra relación deuda-exportaciones es 362 por ciento: casi cuatro veces la deuda-exportación, en tanto que en Chile es de sólo 152 por ciento. Este valor del ratio deuda/exportaciones se multiplica por un número muy pequeño, que es -0.015 en Moody's (-0.011 en S&P), pero que al multiplicarse por 362 me da -5,4. Así nos baja cinco lugares y medio, lo que ayuda a explicar que entre Chile y Argentina haya entre cinco o seis posiciones de diferencia.

Standard & Poor's califica un poco mejor la deuda. Ya sabíamos que calificaba algo menos: 1,0 por ciento, en lugar de 1,5. Quiere decir que nos baja cuatro posiciones.

Luego hay otra valoración, que es "default 0,1". Quiere decir que los países que no sirvieron la deuda regularmente en la década del '80 están castigados con 2,6 en Standard & Poor's, y con 1,4 en Moody's. Chile la sirvió y nosotros no.

En total, la suma de esos componentes de deuda, en el caso de Moody's castiga con 6.8, y en el de Standard & Poor's con un 6,6. Casi lo mismo.

Esta es la historia.

¿Qué tenemos que hacer para mejorar esta situación? Este factor "default 0,1", por no haber observado la deuda en los '80, debería tener un "coeficiente de memoria", o de distorsión de memoria, porque no es posible que la comunidad financiera internacional jamás se olvide.

Tenemos que hacer que se olvide. ¿Cómo hacemos para que se olvide? Haciendo cuanto gesto podamos en que estamos interesados en pagar la deuda, en servir regularmente la deuda.

Y aquí entra a jugar el déficit fiscal. Como variable directa, no afecta; pero si un país como Argentina dice que quiere generar superávit fiscal para rescatar deuda, eso no solamente va a afectar el coeficiente en sí mismo, sino también este componente que llamamos "default 0,1". Va a hacer que se elimine ese 0,1 que se nos pone por habernos "portado mal" en el pasado.

Este era el mensaje que quería transmitir La deuda es importante para determinar nuestra calificación de riesgo país. Debemos disminuir el coeficiente deuda/exportaciones y generar expectativas que la deuda será regularmente servida. Y lo debemos hacer de dos maneras: rescatando deuda y minimizando los déficit fiscales lo máximo posible. Y si no, generando superávit para amortizar deuda. Cuando tengamos superávit a los argentinos se nos va a plantear otra discusión: rescatamos deuda o bajamos impuestos. Pero, por lo menos sabemos que no queremos que crezca el déficit. Además, si las exportaciones siguen aumentando en la forma en que lo están haciendo, nos van a ayudar mucho en la evolución del coeficiente deuda/exportaciones.

Rescatar deuda, generar superavit fiscales y aumentar las exportaciones, son las maneras correctar de afectar positivamente nuestra calificación de riesgo país.

Para terminar quiero mostrar la capacidad predictiva de estas ecuaciones. En el caso de Standard & Poor's, mi estimación de los valores de la "Argentina razonable" dan una calificación de 6; para la "Argentina pesimista" dan una calificación de 4. Standard & Poor's nos tenía en 4; subió a 5. Quiere decir que la ecuación sirve bien para posicionar a la Argentina. Yo no hice estas ecuaciones las hicieron los investigadores norteamericanos, y de acuerdo con ellas, la Argentina estaría en el borde del "investment grade".

Esto quiere decir que tenemos que hacer más: no sólo cortejar a las calificadoras, sino que además fijarnos cuáles son los factores que hacen que estas calificaciones sean lo que son, y tratar de mejorarlas.

En Standard & Poor's parece balanceada la calificación predicha por la ecuación con la que ellos otorgan. En Moody's no. Su calificación está significativamente más baja que la predicha por la regresión. Para los coeficientes de Moody's la regresión predice para la "Argentina razonable" un grado de 6, para la hipótesis pesimista un grado de 4. Para la calificación otorgada por Moody's es de sólo 3.