
FIDE Coyuntura y Desarrollo

**Señales de esperanza en el horizonte.
Deuda: los más grandes, adentro. Claves
de la recuperación: mucho empleo y pocos
dólares. Los desafíos de la macro en la
postpandemia. Radiografía de la fuga
de capitales. Las deudas provinciales.
Negociación con el FMI: a paso firme, sin
apuro. El IFE como punto de partida.**

Escribe: Miguel Magnasco

Datos básicos de la economía argentina

	2018	2019	2020		
			I trim.	II trim.	Julio
P.I.B Total(% igual período del año anterior)	-2,5	-2,2	-5,4	-23,5	s/i
P.I.B Agropecuario(% igual período del año anterior)	-15,3	21,5	-6,2	-10,4	s/i
P.I.B Industria(% igual período del año anterior)	-5,0	-6,3	-6,5	-30,2	s/i
Formación bruta de capital fijo(% igual período del año anterior)	-5,7	-15,9	-18,3	s/i	s/i
P.I.B Total(en millones de pesos corrientes)	14.605.790	21.650.351	25.352.325	s/i	s/i
Tipo de cambio nominal (peso/dólar)	28,70	50,02	63,94	70,15	75,32
Exportaciones(millones de dólares)	61.782	65.116	13.213	14.176	s/i
Importaciones(millones de dólares)	65.483	49.124	9.904	9.388	s/i
Saldo comercial(millones de dólares)	-3.701	15.992	3.309	4.788	s/i
Balance de la cuenta corriente(en millones de dólares)	-27.049	-3.997	-444	s/i	s/i
Deuda externa(millones de dólares)	352.468	350.138	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio(2004=100)	131,4	130,5	131,2	125,6	s/i
Total reservas internacionales(millones de dólares)	65.806	44.781	43.561	43.242	43.386
Base monetaria(en millones de pesos)	1.336.800	1.734.073	1.941.047	2.149.123	2.303.563
M1(en millones de pesos)	1.292.401	1.817.914	2.032.156	2.699.662	2.798.404
M2(en millones de pesos)	1.863.152	2.512.325	2.970.297	3.909.970	4.114.137
M3(en millones de pesos)	3.273.203	4.028.477	4.825.535	6.134.950	6.539.551
Tasa de interés activa(efectiva anual,%)	48,4	67,5	44,4	21,5	21,5
Tasa de interés pasiva para ahorristas(efectiva anual,%)	31,9	47,2	31,9	24,4	28,3
Recaudación tributaria (en millones de pesos)	3.382.645	5.023.567	1.442.615	1.444.157	559.092
Resultado primario(en millones de pesos)	-338.987	-95.121	-155.991	-733.814	s/i
Intereses de la deuda(en millones de pesos)	388.940	724.285	168.710	129.019	s/i
Resultado financiero(en millones de pesos)	-727.927	-819.406	-324.701	-862.833	s/i
Precios al consumidor (en tasa de variación)	47,6	53,8	7,9	5,3	s/i
Precios al por mayor (en tasa de variación)	73,5	58,5	3,6	2,8	s/i
Precios costo de la construcción (en tasa de variación)	44,8	47,8	10,4	1,6	s/i
Tasa de actividad (% de la población total)	46,6	47,3	47,1	-	-
Tasa de empleo (% de la población total)	42,3	42,6	42,2	-	-
Tasa de desocupación (% de la PEA)	9,2	9,8	10,4	-	-
Tasa de subocupación (% de la PEA)	11,2	12,7	11,7	-	-

(*) Provisorio. s/i: Sin información.

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

FIDE Coyuntura
y Desarrollo

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

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

ISSN 0325-5476

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

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

Agosto 2020

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

CONSEJO DIRECTIVO

Presidenta

Mercedes Marcó del Pont
(en uso de licencia)

Vicepresidente

Alberto José Valle
(a cargo de la Presidencia)

Secretario

Sebastián Soler

Vocales

Rafael Prieto
Silvia Traverso (en uso de licencia)

CUERPO DE INVESTIGADORES Y EQUIPO TECNICO

Economista Jefe

Nicolás Hernán Zeolla

Analistas

Paola Gevaerd Bernal
Nadia Schuffer

Base de datos

Adriana Solano

Edición y diseño

Alfredo Llana

Contabilidad y gestión

Patricia Giménez

Administración

Josefina Cafferata
César Corti

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

Se despeja el horizonte

Luego de largos meses de incertidumbre a causa de la pandemia que ha trastocado el funcionamiento económico y social de las naciones, aparecen algunas señales alentadoras en el horizonte. A nivel internacional se han venido consolidando progresos en el desarrollo de la vacuna. Uno de los proyectos que evidencia mayor grado de avance se localizará en Argentina, que, en colaboración con México, podría escalar la producción para abastecer a toda Latinoamérica. Se trata de una circunstancia doblemente virtuosa, ya que pone de manifiesto el acervo de capacidades humanas, tecnológicas e industriales que posee el país y, de culminarse exitosamente el desarrollo de la vacuna hacia fines de año, nos garantizaría el acceso temprano a la cura de este mal.

Esta cuota de esperanza contribuye a fortalecer la mejora en las expectativas que supuso el hecho de que el Gobierno lograra cerrar exitosamente el más gravoso capítulo del enorme endeudamiento externo heredado. Tal negociación garantizó condiciones consistentes con la recuperación económico-social y la sostenibilidad de la deuda. Generar capacidad de repago requiere no sólo volver a crecer, sino también proveer los dólares necesarios para hacer frente a los servicios de esa deuda. El acuerdo alcanzado con los acreedores tiene la virtud no sólo de haber reducido la carga de intereses total a pagar, sino también de haber planteado un cronograma que reduce sensiblemente el peso de esos compromisos en los próximos 4 años. En esa ventana de tiempo el desafío pasa, una vez más, por avanzar en la remoción de las fuentes estructurales de estrangulamiento externo. Se trata de un objetivo imprescindible para garantizar el andamiaje donde se sostenga la estabilidad macroeconómica.

A nadie escapa que la reanudación del crecimiento, terreno donde ya comienzan a aparecer algunas señales alentadoras, impactará sobre el saldo comercial. Tampoco puede ignorarse que por la rendija aún abierta en el régimen de control de cambios se continúan filtrando dólares con fines de atesoramiento, en torno a los ochocientos millones de dólares mensuales, fenómeno que no parece consistente con el nivel de reservas internacionales de que dispone la Argentina. Cuidar los dólares tiene que ser la prioridad.

En este escenario, las políticas de reactivación de la demanda interna, núcleo duro de las políticas post pandemia, deberán promover una mayor integración local de los bienes finales. No es tarea sencilla hablar de sustitución de importaciones y expansión de exportaciones con mayor valor agregado en un contexto global y regional tan complejo. Sin embargo, tal transformación estructural constituye una condición necesaria para remover la restricción externa, único antídoto contra los procesos seculares de endeudamiento.

La reestructuración de la deuda y el perfeccionamiento de las regulaciones sobre el balance de pagos son dos decisiones que han devuelto al Estado nacional grados de soberanía en el manejo de la política monetaria-cambiaría, después de cuatro años de políticas "de mercado". En el frente fiscal también hay mucho terreno por recorrer para recuperar márgenes de maniobra del sector público, imprescindibles para que pueda desempeñar su rol redistributivo y de orientación del proceso de acumulación. Des-dolarizar la economía, impulsar canales de transformación del ahorro privado en financiamiento a la inversión y la producción, y avanzar en una modificación del sistema tributario, tornándolo más progresivo y equitativo, constituyen algunos de los desafíos que enfrenta la política económica a la hora de garantizar las condiciones para avanzar en la necesaria planificación del desarrollo.



Cuenta DNI

YA SOMOS
2.000.000

Pagá en comercios



Aceptar

Con nuestra app podés comprar en comercios adheridos con Código QR o con Clave DNI. Ya no necesitás usar tus tarjetas. **El Banco donde vos estés.**



Enviá dinero



Recargá celulares y tarjetas de transporte



Pagá impuestos y servicios



Descargá la app desde la tienda de tu celular



Banco Provincia

Acuerdo con bonistas extranjeros

Los más grandes, adentro

Luego de cuatro meses de negociación, el Gobierno anunció un acuerdo con el grupo mayoritario de bonistas tenedores de deuda bajo legislación extranjera.

En la enmienda a la última suscripta en la SEC, la nueva oferta incluye mejoras en el margen en plazos de vencimientos y, lo que era el mayor punto de conflicto, garantías legales en torno a los prospectos de emisión y la aceptación mínima de bonistas para ejecutar el canje (algo que era reclamado por Blackrock y otros).

Los economistas críticos al proceso de negociación buscaron instalar la idea de que las tratativas venían estancadas y que el acuerdo al que se llegó fue producto de un giro inesperado en la negociación.

Nada más lejos de esto. Las principales diferencias entre el Gobierno y los acreedores pasaban por la letra chica de los prospectos de emisión y no por diferencias financieras, en especial desde el 27 de julio, cuando los tres grupos de acreedores presentaron una propuesta consensuada. Luego de esta última ronda de negociaciones, la diferencia entre lo que reclamaban los bonistas y la oferta del Gobierno solo era de 1.600

millones de dólares, es decir, menos del 1,5% del total de deuda en reestructuración.

Lo que sí terminó pesando en el tramo final de la negociación fue el calendario de pagos de deuda. Durante las primeras semanas de agosto se iniciaba una etapa de vencimientos en cascada que comenzaba con 7 títulos globales que, de no haberse llegado a un acuerdo, se habrían sumado a los 3 que ya estaban en default. El riesgo era la aparición de fondos buitres que complicasen la reestructuración.

Las principales diferencias entre el Gobierno y los acreedores pasaban por la letra chica de los prospectos de emisión y no por diferencias financieras.

De este modo, el Gobierno logró llegar a un acuerdo a tiempo, manteniendo su posición sobre la capacidad máxima de pago, pero cediendo en algunas condiciones legales que, dijimos, eran reclamadas por los bonistas.

Por el lado financiero, la aceptación por parte del país del adelanto de fechas de pago y amortización de capital de los bonos hizo que el valor de recupero para los bonistas mejorara marginalmente: pasando de 54,4 (de la cuarta oferta de julio) a 54,8 (aproximadamente) para la oferta actual, considerando una TIR de 10%.

Anticipando algunos resultados en términos generales, el canje implicaría una mejora sustancial en el perfil actual de deuda en varias dimensiones: el plazo de ma-

durez pasaría de 8,7 a 12,5 años; la carga de intereses promedio disminuiría de 5,6% a 3,4%; habría un ahorro de al menos 34.700 millones de dólares en concepto de capital e intereses, sobre todo en los próximos 4 años; y la quita equivalente del canje resultaría ser del 27%.

3.900 millones de dólares. El equivalente a dos meses de la fuga de capitales del gobierno anterior.

Debido a esta estructura de canje, con un marcado período de gracia inicial, el 80% del ahorro total de deuda se consigue durante los próximos cuatro años.

El principal logro del proceso de reestructuración tiene que ver con el alivio financiero conseguido para los primeros 4 años. Entre 2020 y 2024 solo tendrán que pagarse en concepto de deuda total 3.900 millones de dólares. El equivalente a dos meses de la fuga de capitales del gobierno anterior.

Por el lado legal, aún no se conoce el detalle técnico del acuerdo, incluso muchos puntos están siendo todavía objeto de negociación.

Lo que oficialmente sí se sabe es que los acreedores lograron un entendimiento en tres puntos pendientes, que formaban parte de sus reclamos desde el comienzo de la negociación y eran lo que mayor distancia ponía para un acuerdo. Estos puntos son los prospectos de emisión de la nueva deuda, los plazos de vigencia de las cláusulas RUFO (derechos sobre futuras ofertas) y la posibilidad de la re-designación de la estructura de ofertas. Es decir, puntos que, si bien no afectan el proceso de reestructuración actual,

Producto de ello, el principal logro del proceso de reestructuración tiene que ver con el alivio financiero conseguido para los primeros 4 años. Entre 2020 y 2024 solo tendrán que pagarse en concepto de deuda total



son importantes para preservar derechos en futuras reestructuraciones.

Según el comunicado oficial, el Gobierno garantizó la vigencia de cláusulas RUFO por al menos 5 años, es decir, cualquier mejora que se otorgue a los acreedores que no ingresen al canje en la actualidad deberá automáticamente aplicarse a los bonistas que ya acordaron.

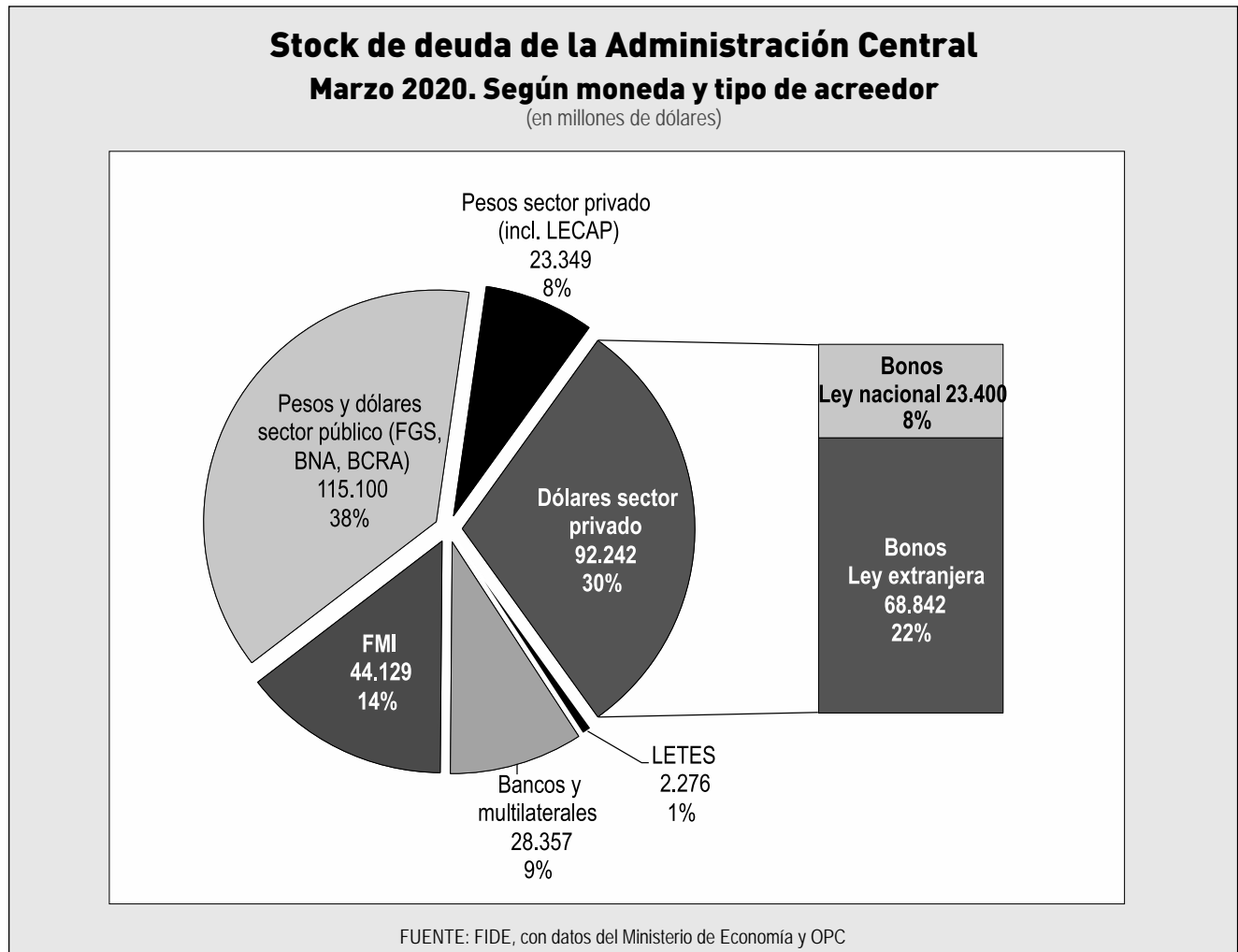
Además, el país se auto-impuso una limitación a la estrategia de re-designación de ofertas con pisos mínimos de aceptación para llevar adelante las emisiones, auto-exigiéndose pisos mínimos de adhesión de entre un 70% y un 75%. Este último era un punto muy sensible para el grupo de acreedores liderado por Blackrock, cuyas tenencias principales correspondían a los bonos de prospecto 2016, que tienen cláusulas de acción colectiva menos exigentes y permitían al Gobierno ejercer un diseño financiero con aceptaciones de, al menos, un 50% por serie de bonos, condición que podía bloquear

su posición dominante.

El acuerdo celebrado por el Gobierno es muy bueno para la economía argentina, ya que se consigue una quita relevante y mayores plazos.

Como medida de comparación, podemos tomar el actual proceso de reestructuración que está llevando adelante Ecuador. Al igual que la Argentina, Ecuador se encuentra bajo un acuerdo con el FMI y comparte muchos de los mismos fondos de inversión como acreedores de su deuda externa.

Hace algunos meses, cuando se anunció el acuerdo entre ese país y los bonistas, algunos analistas locales celebraron el proceso de negociación ecuatoriano destacando su “rápida resolución”. Sin embargo, en el caso de Ecuador se aceptaron condiciones de reestructuración que reconocen una quita de solo el 9%, es decir, casi un 20% menos de lo que consiguió la Argentina.



ECHEQ

CREDESCOOP

Igual que un cheque, pero mejor.



Un medio de pago completamente electrónico con el que podés:

- EMITIR
- DEPOSITAR
- ENDOSAR
- DESCONTAR

Utilizá Echeq Credicoop estés donde estés desde Credicoop Móvil o tu Banca Internet.

Además, te permite la emisión masiva en un solo clic.

+ ECONÓMICO **+ SEGURO** **+ FÁCIL**

Consultá beneficios especiales en www.bancocredicoop.coop.



La Banca Solidaria

Avances en el canje de bonos bajo ley local

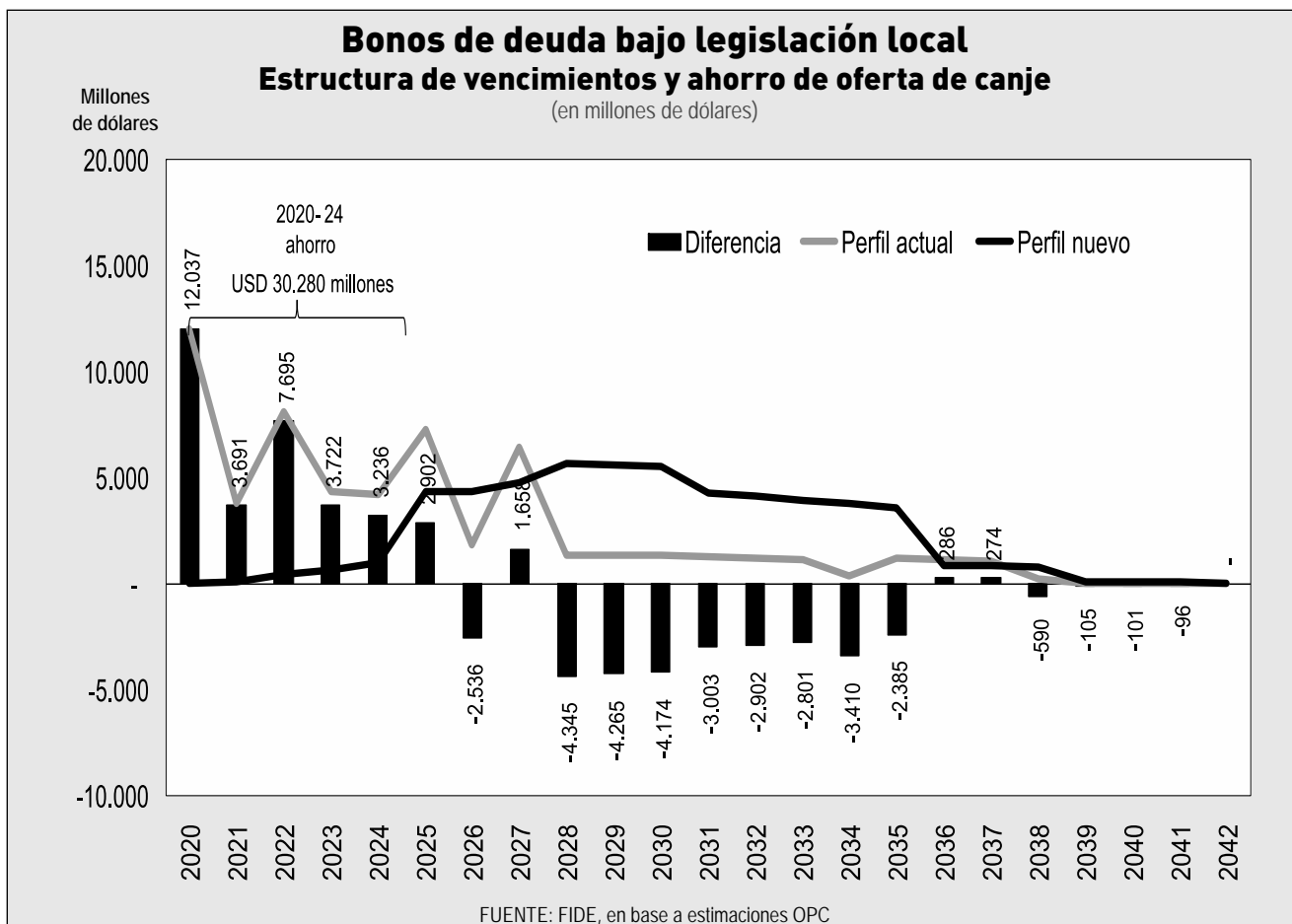
En paralelo a las negociaciones de deuda bajo legislación extranjera, el Gobierno avanzó con el canje de deuda para tenedores con títulos bajo legislación local. Pocos días después de anunciar el acuerdo con los bonistas, se logró aprobar con un amplio apoyo opositor la Ley de Canje para bonistas locales.

Como elemento distintivo, el canje bajo ley local no necesita de mayorías especiales para poder llevarse adelante ya que, al tratarse de títulos sujetos a legislación argentina, una ley o un decreto pueden cambiar las condiciones de emisión sin necesidad de un acuerdo “voluntario”. Además, casi el 55% del stock total de deuda en divisas emitida bajo legislación local está en propiedad de tenedores intra-sector público, como el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de ANSeS o bancos públicos. Tal cosa otorga un piso mínimo natural de adhesión muy elevado.

Según informó el Ministerio de Economía, el stock total

de pasivos a reestructurar alcanza los 41.174 millones de dólares, compuestos por bonos Discount y Par en dólares por 8.500 millones de dólares, todas las series Bonar por 30.000 millones de dólares, LETES por 2.700 millones de dólares y un set de títulos *dollar linked* AF20, TV21 y Lelink por 85 millones de dólares.

Las condiciones de canje son similares a las otorgadas a los bonistas bajo ley extranjera. Ello implica un alargamiento de plazos, que originariamente eran de entre 0 y 2 años, a 5 y 11 años y un fuerte recorte en los cupones de 7,6% a 2,4%. Además, los bonos serán canjeables por otros cuatro nuevos bonos en moneda extranjera con vencimiento en 2030, 2035, 2038 y 2041. También se aceptan los pagos de intereses corridos para aquéllos que adhieran de manera temprana al canje: se les reconocerán los intereses corridos para 2020 de más de 13 vencimientos impagos. Junto con esto, se incorporará una cláusula RUF0, que estará vigente durante 5 años, garantizando que cualquier mejora posterior sea aplicable automáticamente a los que hayan ingresado al canje.



Además, al incluirse dentro de la reestructuración bonos cortos y LETES en dólares, se incluirá la opción de pesificar esos vencimientos con un bono a tasa fija más CER.

Según cálculos de la Oficina Nacional de Presupuesto (OPC), la reestructuración significará un ahorro total de 4.787 millones de dólares y un relajamiento en los servicios de pago para el período 2020-2024 de, al menos, 30.380 millones de dólares. Se espera que durante la segunda y tercer semana de agosto se abra el período de aceptación de canje y se pueda liquidar las operaciones de aceptación temprana el 4 de septiembre.

De no mediar ningún cambio de régimen de uso de los dólares para fines especulativos o fuga de capitales, se elimina la necesidad de colocar nueva deuda por, al menos, 8 años.

De prosperar ambos canjes, el ahorro corriente total de la reestructuración bajo legislación extranjera y local en su conjunto ascendería a 39.508 millones de dólares y la quita total representaría un 27%.

Sin embargo, el punto más importante se ubica en la baja carga de vencimientos del período 2020-2024. A partir de allí, los vencimientos van creciendo, aunque nunca superan los 15.000 millones de dólares, contando ley local y ley extranjera. Y recién en 2028 se acumulan los vencimientos de capital más significativos.

Tal cosa significa que, de no mediar ningún cambio de régimen de uso de los dólares para fines especulativos o fuga de capitales, se elimina la necesidad de colocar nueva deuda por, al menos, 8 años.

FMI: A paso firme, pero sin apuro

Habiendo tachado las principales figuritas del canje de tenedores de deuda bajo ley extranjera y bajo ley local, lo que sigue es la negociación de deuda con el FMI.

Como punto de partida favorable, el resultado del acuerdo con acreedores privados garantiza llegar a la negociación con el organismo con un perfil de endeu-

damiento más aliviado. Esta era una condición solicitada por el Fondo en varios de sus comunicados: necesitaba que en términos técnicos se tratara un acuerdo sostenible en el mediano plazo,

El FMI es el principal acreedor de deuda argentina, con un pasivo de 44.900 millones de dólares, equivalente al 14% del total de la deuda del Gobierno nacional. Además, es un acreedor distinto a un banco o un bonista, ya que continúa prestando aunque las condiciones de mercado sean muy malas, y al cual no se puede hacer una quita.

Igualmente, no por importante que el Fondo sea como acreedor, esto implica que haya que apresurar la negociación. Los principales vencimientos con el organismo llegan en 2022 y 2023. Es decir, a diferencia de lo que sucedía con los bonistas privados, existe una ventana de tiempo de, al menos, dos años para que el país deba repagar su deuda.

No por importante que el Fondo sea como acreedor, esto implica que haya que apresurar la negociación. Los principales vencimientos con el organismo llegan en 2022 y 2023. Es decir, a diferencia de lo que sucedía con los bonistas privados, existe una ventana de tiempo de, al menos, dos años para que el país deba repagar su deuda.

Tal cosa plantea una serie de elementos muy importantes para tener en cuenta al momento de negociar con el organismo. Hay que estudiar las condiciones bajo las cuales la Argentina obtuvo el préstamo *stand-by* y sus sucesivas ampliaciones.

El crédito otorgado por el FMI al gobierno anterior no tiene antecedentes en la historia reciente. Esto equivalió al 1.277% de su cuota, lo que lo constituye en el crédito más grande otorgado por este concepto a cualquier país. Tan es así que, hoy en día, la Argentina es el principal deudor dentro de la cartera del Fondo.

En primer lugar, esto plantea serias dudas sobre la responsabilidad del FMI en este proceso de mega endeudamiento, ya que el crédito fue otorgado, luego ampliado y su calendario de pago modificado adelantando desem-

bolsos, en coincidencia con las necesidades electorales del entonces oficialismo.

El ejemplo más claro de esto es lo sucedido en agosto de 2018 con la primera revisión del acuerdo. Durante la peor etapa de la crisis cambiaria, el FMI otorgó un incremento del crédito inicial, de 44.871 millones de dólares a 56.400 millones de dólares. Junto con ello, se modificó el esquema de desembolsos que deben ejecutarse a lo largo de 4 años, a solo 12 meses. Como resultado, se terminó transfiriendo al gobierno saliente, y antes de las elecciones, casi 11.000 millones de dólares.

En segundo lugar, además de la convergencia de intereses políticos entre el FMI y el gobierno anterior, la magnitud y el plazo tan corto de su desembolso hacen que los criterios técnicos mediante los cuales el mega-financiamiento fue otorgado, ampliado y habilitados los desembolsos, sean altamente cuestionables.

En particular, se destacan las condiciones de sostenibilidad. Este es un tema estrictamente técnico y cuantificable, evaluado por la oficina de asesoría del FMI, que debe cumplirse como condición *sine qua non* para cualquier tipo de préstamo de esta naturaleza.

Al momento de otorgarse el crédito, el *ratio* deuda/PIB se ubicaba en un 64,5%, mientras que las necesidades brutas de financiamiento alcanzaban el 13% del PIB. Es decir, la asistencia recibida se encontraba cercana

a los límites “técnicos” que el propio FMI consideraba como riesgosos. A fines de 2018 la relación deuda/PIB ya era del 84%. Igualmente, el *stand-by* fue otorgado y ampliado bajo supuestos de estabilización económica que nunca se cumplieron.

El artículo VI del estatuto constitutivo del FMI especifica que “ningún país miembro podrá utilizar los recursos generales del Fondo para hacer frente a una salida considerable o continua de capitales”. Sin embargo, el gobierno anterior utilizó esos fondos para contener el tipo de cambio, vender reservas y financiar la fuga de capitales durante todo 2018 y 2019.

En tercer lugar, está el uso que el gobierno de ese entonces le dio a estos fondos. El artículo VI del estatuto constitutivo del FMI especifica que “ningún país miembro podrá utilizar los recursos generales del Fondo para hacer frente a una salida considerable o continua de capitales”. Sin embargo, el gobierno anterior utilizó esos fondos para contener el tipo de cambio, vender reservas y financiar la fuga de capitales durante todo 2018 y 2019.

Tan es así que, entre junio de 2018, cuando ingresó el primer desembolso del *stand-by*, y noviembre de 2019, cuando se implementó la versión actual de los controles

Títulos elegibles y ofertas de canje

Perfil de vencimientos

(en millones de dólares)

	2020-2024 Total	Perfil total (2020-2117)		
		Capital	Intereses	Total
Perfil actual de los títulos elegibles (I)	63.602	107.789	77.344	185.132
Legislación extranjera	31.064	66.072	59.239	125.310
Legislación argentina	32.538	41.717	18.105	59.822
Nuevo perfil con acuerdo del 4-ago (II)	7.498	110.614	34.956	145.570
Legislación extranjera	4.590	67.596	23.191	90.787
Legislación argentina	2.908	43.018	11.765	54.784
Diferencias (I - II)	56.104	-2.826	42.388	39.562
Legislación extranjera	26.474	-1.524	36.048	34.524
Legislación argentina	29.630	-1.301	6.340	5.038

FUENTE: FIDE en base a estimaciones de la OPC

cambiarlos, la dolarización privada alcanzó los 55.270 millones de dólares, un monto equivalente al préstamo total del FMI.

En cuarto lugar, y aunque el acuerdo está caído, existen cuotas pendientes. A pesar de haber sido autorizados, como estrategia de negociación del nuevo gobierno la Argentina no aceptó los desembolsos correspondientes a los meses de septiembre y diciembre de 2019, como así tampoco ninguno de los pagos pautados para 2020. Todos estos pagos pendientes acumulados suman unos 8.400 millones de dólares.

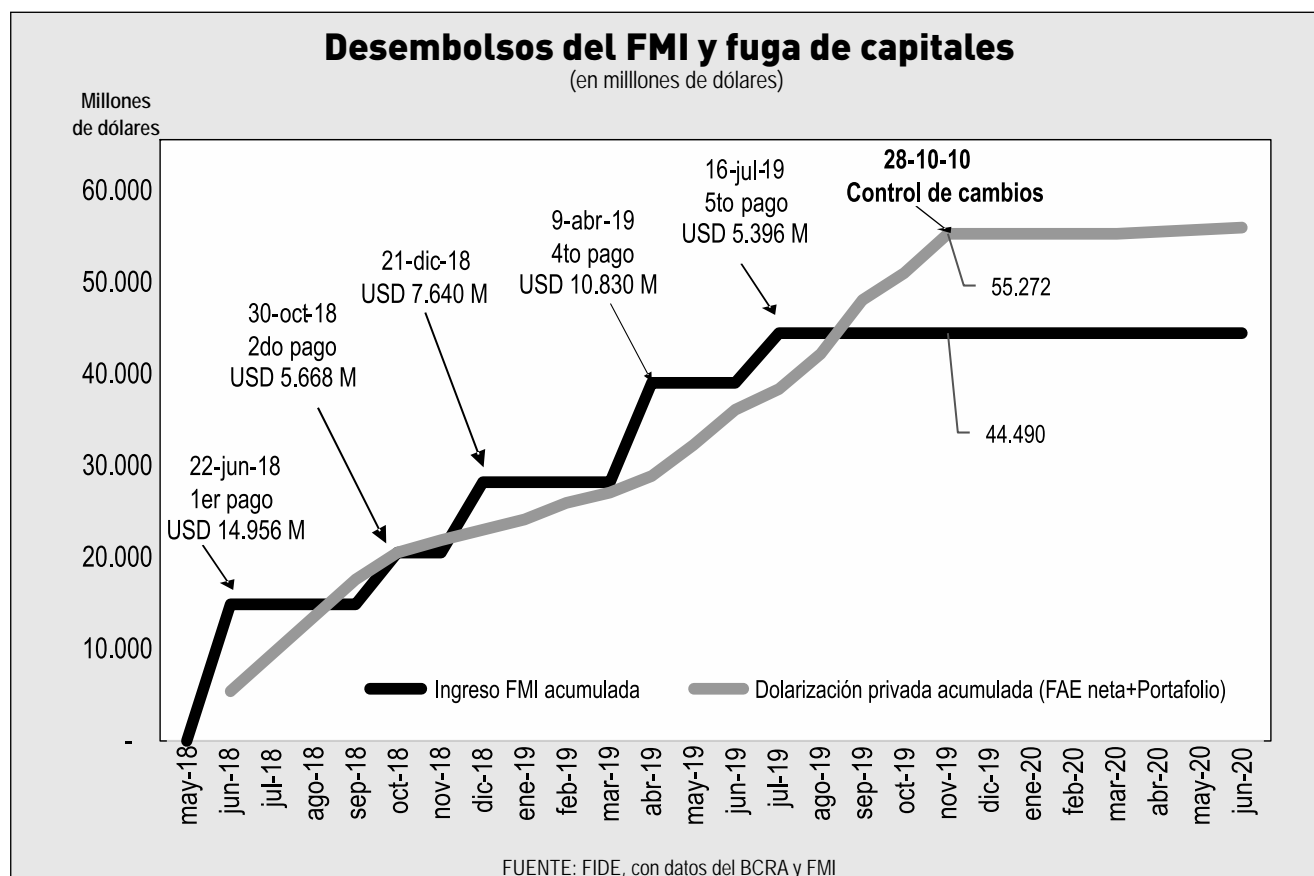
Por el lado de la economía real, durante el mes de julio la actividad continúa revirtiendo los efectos productivos negativos de la pandemia. Sin embargo, el desfilaro por el cual transita la recuperación es estrecho.

En quinto lugar, tenemos el contexto actual. Producto de la pandemia, asistimos a una realidad mundial y regional radicalmente opuesta a la que existía cuando

este préstamo fue otorgado. Por un lado, muchos otros países que se encuentran en una situación económica mejor que la Argentina seguramente tengan problemas para refinanciar sus deudas. Por otro, la recuperación post-pandemia requerirá del sostenimiento de déficit fiscales, un factor que el Fondo considera como desequilibrante sobre la economía real. Además, esto traerá consigo niveles de endeudamiento público muy elevados, que se sostendrán durante mucho tiempo más.

Todo ello plantea la necesidad de concebir la negociación con el Fondo a partir de una estrategia de una reprogramación de deuda que sea consistente con los objetivos de mediano y largo plazo, en torno al modelo de crecimiento económico. Hay que entender que es difícil pensar en un acuerdo sostenible sin la capacidad de ejercer políticas de demanda que dinamicen y potencien el crecimiento.

En este sentido, no es solo el monto que el FMI considera susceptible de refinanciar y el perfil de vencimientos, sino los grados de libertad que la política económica tendrá para desenvolverse en el mediano plazo.



La economía buscando la V

Por el lado de la economía real, durante el mes de julio la actividad continúa revirtiendo los efectos productivos negativos de la pandemia. Sin embargo, el desfiladero por el cual transita la recuperación es estrecho.

Tras los anuncios del 17 de julio sobre aperturas programadas de varias actividades en el AMBA, el Gobierno ha buscado dar la sensación de que otra etapa estaba comenzando. Y es lo esperable, tras este largo período de grandes exigencias sociales y económicas. Sin embargo, el signo de los meses venideros continuará marcado por la incertidumbre que impone la evolución del virus.

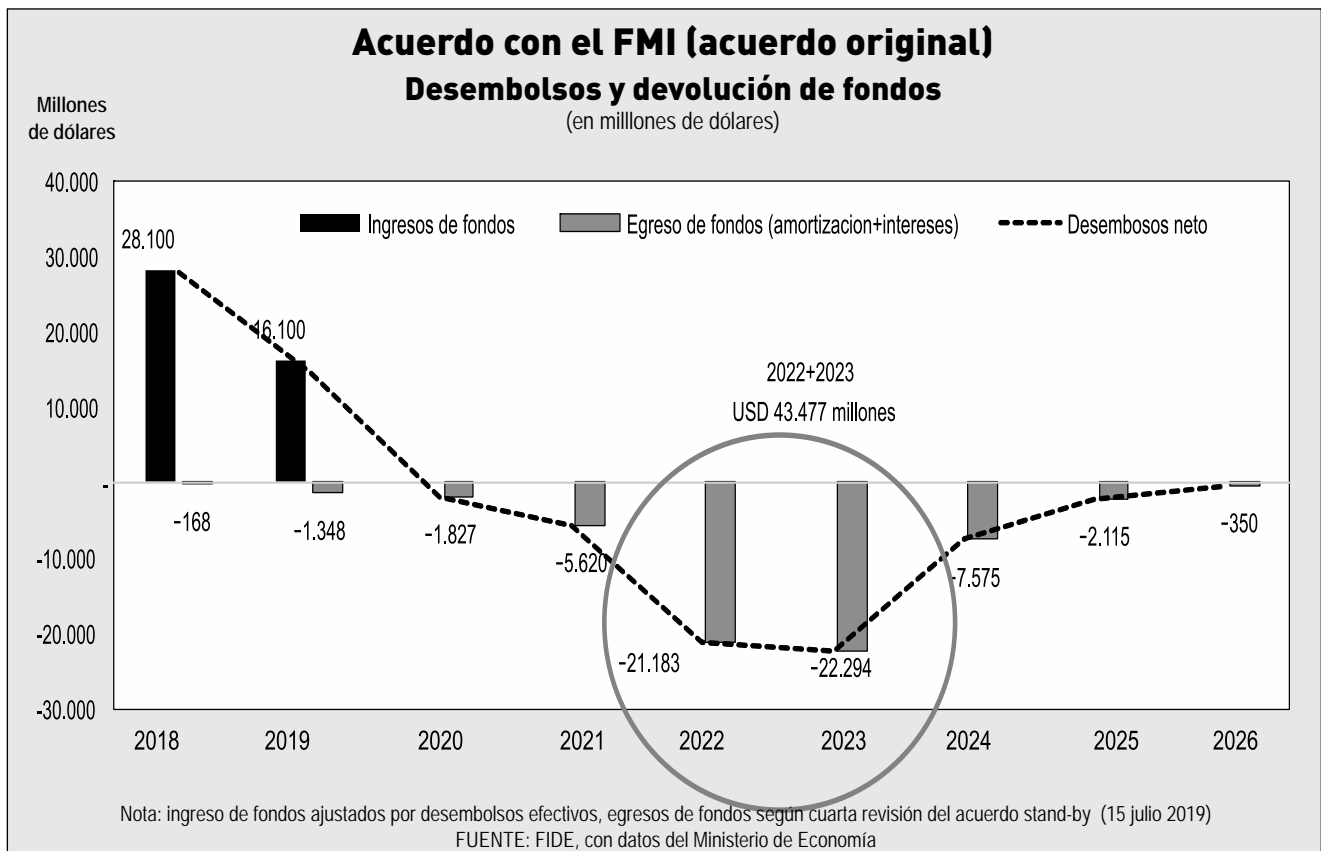
Tal cosa planea grandes interrogantes sobre el sendero de recuperación. Hasta tanto se encuentre una vacuna que permita un tratamiento médico eficiente, no será posible hablar de vuelta de página. Siempre estará presente el riesgo de que un contagio provoque un rebrote en la enfermedad e implique retrotraer los niveles de circulación para combatir su propagación, con el consiguiente impacto sobre la actividad económica.

Igualmente, desde mayo, y con la flexibilización de las restricciones para el resto del país, la economía ha respondido favorablemente.

Desde mayo, y con la flexibilización de las restricciones para el resto del país, la economía ha respondido favorablemente.

Una muestra de ello es lo que ha sucedido con la producción industrial. Según el promedio de consumo de electricidad de grandes usuarios mayoristas relevado por CAMMESA, para el mes de julio se observa un repunte de más de 30 puntos en la demanda de electricidad (de caídas interanuales mayores al 50% en abril a un 14% durante julio). Y si bien durante la última semana de julio se registró cierta desaceleración en la recuperación, producto de la extensión de la cuarentena en AMBA, en la comparación anual se observan jornadas de consumo de electricidad de niveles equivalentes a los del mismo período del año pasado.

Otra muestra de esto sucedió con el consumo de



cemento. Según informó la Cámara de Fabricantes de Cemento Portland, los despachos de cemento, que registraban caídas anuales del 62% durante el mes de abril de 2020, en el mes de junio se recuperaron en casi 40 puntos, con retrocesos en el consumo en torno al 22%.

una disminución real del orden del 23%.

De este modo, lo peor de la caída en la actividad va quedando atrás. Sin embargo, esto no significa que se avance en un proceso de recuperación.

Según el promedio de consumo de electricidad de grandes usuarios mayoristas relevado por CAMMESA, para el mes de julio se observa un repunte de más de 30 puntos en la demanda de electricidad (de caídas interanuales mayores al 50% en abril a un 14% durante julio).

Reactivación y medidas de emergencia

Los programas de ayuda más grandes, como el IFE, los ATP y los créditos subsidiados, se mantendrán al menos durante agosto. En el caso de los ATP, se anunció la etapa número cuatro del programa. Según la información sobre las ediciones, el beneficio llegó a 310 mil empresas, el 60% del total del país, y pagó una porción de los sueldos de 2,8 millones de asalariados.

En el mismo sentido va la recaudación impositiva nacional. Para el mes de julio se registra un crecimiento anual en la recaudación de los ingresos tributarios del 24,5%, que equivale a una baja anual del orden del 13%. Esto implica un recorte en la caída de abril, donde los ingresos tributarios crecieron solo un 11,6%, registrando

El ATP1 y el ATP2 fueron abonados durante los meses de mayo y junio. Más allá de sus variantes sobre la escala salarial más alta, otorgaban un beneficio de hasta dos Salarios Mínimos Vitales y Móviles (equivalente a 33.750 pesos) y tomaban para asignación un criterio de facturación por el cual las ventas brutas mensuales no debe-



rían superar el 5% del mismo período del año anterior.

En julio se pagó el ATP3, que incluyó una diferenciación entre regiones con Distanciamiento Social (DISPO) y con Aislamiento Social (ASPO). Además, se limitó el beneficio a empresas de hasta 800 empleados. En el caso de regiones en ASPO (como el AMBA, Chaco y sectores en crisis), el Estado continuó pagando el equivalente a dos SMVM; en regiones con DISPO, hasta un SMVM.

Para el ATP4 se eliminó la restricción geográfica, aunque se readaptó el criterio de asignación. En el caso de la facturación, solo podrán ingresar aquellas empresas que en junio 2020 no tuvieron una facturación mayor a la de junio de 2019. El pago se reducirá a 1,5 salarios mínimos (equivalente a 25.312 pesos), el sueldo bruto máximo a cubrir será de 140.000 pesos y solo regirá para empresas de hasta 800 empleados. En esos casos, las empresas que registren facturación en junio entre el 0% y el 30% mayor que el año anterior podrán pedir un crédito a tasa subsidiada con tres meses de gracia, a devolver en 12 cuotas fijas.

La tasa de los créditos ATP4 será escalonada, comenzando por un interés del 0% para las que hayan facturado

entre 0% y 10% más que el año pasado; del 7,5% para el tramo de facturación entre 11% y 20%; y del 15% para aquellas en que el tramo de facturación sea del 21% al 30%. Para evitar el mal uso de estos fondos, las empresas beneficiarias no podrán distribuir utilidades ni recomprar sus acciones, ni operar dólares en el contado con liquidación.

Se anunció que para sectores críticos, como turismo y entretenimiento, el ATP se mantendrá hasta diciembre. Para el resto de los sectores se estableció la meta hasta septiembre, donde se volverá a evaluar el estado de la economía.

Además, se anunció que para sectores críticos, como turismo y entretenimiento, el ATP se mantendrá hasta diciembre. Para el resto de los sectores se estableció la meta hasta septiembre, donde se volverá a evaluar el estado de la economía.

Junto con ello, el Gobierno también pagará en agosto

Medidas de política económica en respuesta a la pandemia

	Millones \$	% sobre total	% del PIB
Ingreso Familiar de Emergencia – IFE (3 cuotas)	268.630	28,9%	1,0%
Salario Complementario - ATP (4 cuotas)	176.800	19,0%	0,6%
Relaciones con Provincias y Desarrollo Regional (ATN)	65.730	7,1%	0,2%
Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial	60.000	6,5%	0,2%
Fomento del Sistema de Garantías (FOGAR)	56.000	6,0%	0,2%
Asistencia Financiera a Provincias y Municipios	50.000	5,4%	0,2%
Políticas Alimentarias	42.788	4,6%	0,2%
Transferencias al PAMI	19.000	2,0%	0,1%
Otros Gastos del Ministerio de Salud	17.578	1,9%	0,1%
Bono de \$5.000 para el personal de la salud	12.066	1,3%	0,0%
Resto (25 conceptos)	160.459	17,3%	0,6%
Reducción de impuestos (contribuciones patronales, ganancias)	108.000	11,6%	0,4%
Total Presupuesto	929.051	100,0%	3,4%
Anuncios de "Plan de obra pública"	84.000		0,3%
Créditos BCRA	420.000		1,5%
Total fiscal y monetario	1.449.051		5,3%

FUENTE: FIDE, con datos del "Anexo modificación presupuestaria 2020" y anuncios oficiales

una tercera cuota del IFE. El cronograma de pagos se extenderá durante todo el mes, comenzando por los 2,3 millones de beneficiarios de la AUH y luego alcanzará a las casi 7 millones de personas restantes.

Incluyendo estos nuevos beneficios a pagarse durante el mes de agosto, el paquete fiscal llevado adelante por el Gobierno para enfrentar la pandemia equivale a 3,4% del PIB. Si a ello se suman las medidas de política monetaria relacionadas al crédito bancario impulsado por el BCRA, llega al 5,3%.

La crisis dejará secuelas de mediano plazo sobre el patrón de demanda. Producto de las medidas sanitarias y el nuevo comportamiento de la población, es de esperar que muchos de los multiplicadores del gasto se achiquen. Algo de eso se observa en ciertos países donde, luego de pasar varias semanas sin ningún contagio, la recuperación del consumo es mucho más lenta que lo esperado.

En línea con lo anterior, aparece el desafío de maximizar el efecto multiplicador del impulso fiscal sobre la actividad y el empleo.

La crisis dejará secuelas de mediano plazo sobre el patrón de demanda. Producto de las medidas sanitarias y el nuevo comportamiento de la población, es de esperar que muchos de los multiplicadores del gasto se achiquen. Algo de eso se observa en ciertos países europeos o China, donde, luego de pasar varias semanas sin ningún contagio, la recuperación del consumo es mucho más lenta que lo esperado. Tal cosa instala muchas dudas sobre la efectividad de medidas distributivas generalizadas que procuren un impulso extendido a la demanda.

La regla para conducir el proceso de recuperación debería ser la de una política de gasto público dirigencialista, política direccionada hacia sectores que maximicen el empleo y minimicen la demanda de dólares.

Un ejercicio simple en base a matrices insumo-producto

(MIP) nos muestra algunos ejemplos interesantes para ilustrar este punto.

Este tipo de herramienta analítica es muy potente para guiar la planificación de la política pública, ya que las MIP nos permiten tener un detalle muy preciso sobre el entramado productivo argentino, los encadenamientos internos que cada sector produce, la necesidad de insumos importados y los coeficientes de multiplicación de empleos a nivel sectoriales.

A partir de este conjunto de información, pueden realizarse ejercicios de simulación de política pública, como un tipo particular de impulso fiscal, y estimar el multiplicador a nivel sectorial.

Dentro de este marco, consideremos seis variedades de obra pública y cinco actividades industriales. Debido a la heterogeneidad de la estructura productiva argentina, se observan dos grandes núcleos productivos bien diferenciados.

Por un lado, aparece un conjunto de actividades muy demandantes de empleo y poco demandantes de importaciones, como la construcción, y en particular la obra pública en viviendas y restauración de edificios. Sumado a ello, podemos identificar la oferta de servicios sociales, el reciclaje y la industria textil.

La regla para conducir el proceso de recuperación debería ser la de una política de gasto público dirigencialista, direccionada hacia sectores que maximicen el empleo y minimicen la demanda de dólares.

Por otro, se destacan sectores que tienen un elevado componente industrial, como la electrónica, los electrodomésticos o los automóviles, que son poco demandantes de empleo y muy demandantes de divisas.

Suponiendo el caso de un impulso en la demanda final de 100.000 millones de pesos en cada uno de los sectores, la construcción generaría 55.600 empleos directos al año y solo 8 millones de dólares de requerimientos directos de importaciones. A ello habría

que sumarle la demanda inducida por las compras de sectores intermedios y el efecto multiplicador sobre el resto de las actividades.

Dentro del sector de la construcción, la obra pública de reciclaje y restauración de edificios en particular, y con el mismo impulso a la demanda final de 100.000 millones de pesos, se generarían 160.000 puestos de trabajo directos al año y solo un millón de dólares de requerimiento directo de importaciones.

Dentro del sector de la construcción, la obra pública

de reciclaje y restauración de edificios en particular, y con el mismo impulso a la demanda final de 100.000 millones de pesos, se generarían 160.000 puestos de trabajo directos al año y solo un millón de dólares de requerimiento directo de importaciones.

En el otro extremo tenemos la industria de fabricación de equipos de televisión, celulares y electrónica en general. Allí un impulso de 100.000 millones de pesos sobre la demanda final solo generaría 6.400 puestos de trabajo directos en el año y requeriría 610 millones de dólares de importaciones.

Pensando en la planificación de la recuperación post pandemia, el primer grupo de sectores es clave en el fomento de la política de planificación, ya que produce mucho empleo y demanda pocas divisas.

Ejercicio de uso, demanda de importación y coeficientes de empleo demanda final sectorial

(en millones de pesos y número de trabajadores)

Sectores	Demanda mill \$	Compras sector mill \$	Impuestos intermedias mill \$	Mano de obra mill \$	Empleo (1) directo Nro. Trabj	Compras (2) de impo mill USD
Construcción (en general) Obra pública	100.000	49.200	1.214	30.000	55.651	4
Construcción de caminos	100.000	34.000	1.000	18.000	40.000	427
Línea alta tensión	100.000	62.000	3.000	12.000	50.000	160
Pavimento	100.000	66.000	2.000	12.000	50.000	213
Puente	100.000	56.000	1.000	14.000	40.000	120
Agua Potable	100.000	52.000	1.200	15.000	50.000	107
Desagües cloacales	100.000	56.000	1.000	15.000	60.000	1
Mant. vial (Bacheo)	100.000	57.000	1.100	26.000	60.000	5
vivienda social	100.000	47.000	1.000	30.000	150.000	5
Rest.y reciclaje edificios	100.000	45.000	1.100	33.000	160.000	1
Servicios sociales	100.000	50.109	3.871	45.300	392.310	-
Tareas de reciclaje de cartón, plástico y otros	100.000	68.484	2.100	25.581	177.500	9
Industria textil	100.000	44.690	1.792	41.000	60.000	284
Automóviles	100.000	39.801	2.700	7.000	4.090	451
Maquinaria informática y otros	100.000	12.605	3.571	7.300	7.387	591
Equipos televisión, celulares y otros	100.000	22.436	3.013	10.921	6.387	610

(1) Multiplicadores de empleo directo en número de trabajadores al año en base a coeficientes de empleo MIP 2004 ajustada por inflación PIB corriente

(2) Importaciones de obra pública reajustadas para evitar sobre-estimaciones del efecto interno de los sectores según Barbeito (2016), *La evaluación de proyectos de Inversión Pública desde el enfoque de la demanda*.

FUENTE: FIDE con datos de MIP 2004

DEUDAS PROVINCIALES

Once provincias anunciaron reestructuraciones

A la par de lo que sucedió con el Gobierno nacional, a partir de 2016 muchas provincias aprovecharon los bajos niveles de endeudamiento recibidos y emitieron un volumen significativo de deuda externa.

Entre 2016 y 2018 las provincias emitieron un total de 12.300 millones de bonos en mercados internacionales; para muchas, por primera vez. Debido a esto se registró un fuerte aumento de la deuda provincial, como también un cambio significativo en su composición: mientras que en 2015 la relación bonos sobre deuda total era del 47%, hacia finales del 2019 esta era del 70%. Además, con cerca del 90% de los mismos nominados en dólares.

Buena parte de este financiamiento se destinó a necesidades presupuestarias para afrontar obra pública o directamente a gasto corriente. Es decir, gasto denominado en pesos, el cual habría podido financiarse por medios convencionales, como frente al Gobierno nacional, bancos o el mercado interno.

Igualmente no debe pasarse por alto que, en un contexto local de altas tasas de intereses en pesos y tipo de cambio estable, el endeudamiento externo podría resultar financieramente conveniente: el endeudamiento a mediano plazo en el mercado internacional obtenía tasas de interés del 7%-8%, mientras que las tasas equivalentes del mercado doméstico estaban por encima del 22%.

Sin embargo, se estaba pasando por alto el riesgo implícito de descalce cambiario. Es decir: frente a un salto devaluatorio, la relación de ingresos en pesos versus pasivos en dólares se vería fuertemente desarticulada. Y eso fue lo que sucedió.

Desatada la crisis de 2018, el financiamiento externo se interrumpió y la devaluación produjo un enorme deterioro en la relación de pagos financieros versus ingresos fiscales, haciendo que muchas provincias no pudieran pagar la carga de intereses o refinanciar su capital.

Entre 2016 y 2018 las provincias emitieron un total de 12.300 millones de bonos en mercados internacionales; para muchas, por primera vez. Debido a esto se registró un fuerte aumento de la deuda provincial, como también un cambio significativo en su composición

Durante los últimos tres meses, once provincias iniciaron diálogos o presentaron leyes para avanzar en el canje de su deuda: Buenos Aires, Mendoza, Río Negro, Neuquén, Chubut, Tierra del Fuego, Entre Ríos, Córdoba, La Rioja, Salta y Jujuy.

En este sentido, y tras el anuncio del Gobierno nacional de haber llegado a un acuerdo con el grupo mayoritario de acreedores externos, los procesos de reestructuración provincial se aceleraron fuertemente, incrementándose el número de provincias que buscan renegociar sus deudas.

En términos generales podemos dividir a las provincias en tres grandes grupos. En primer lugar se encuentran aquellas que buscan una reestructuración que disminuya el peso de la deuda sobre las cuentas públicas, incluyendo extensión de plazos y reducción de intereses, como es el caso de las provincias de Buenos Aires, Mendoza, Entre Ríos, Salta, Jujuy y Neuquén.

En segundo lugar, las que tienen el interés puesto en mejorar los pagos de cupones para garantizar una refinanciación del capital y extensión los plazos, pero sin quitas, como Córdoba y Chubut.

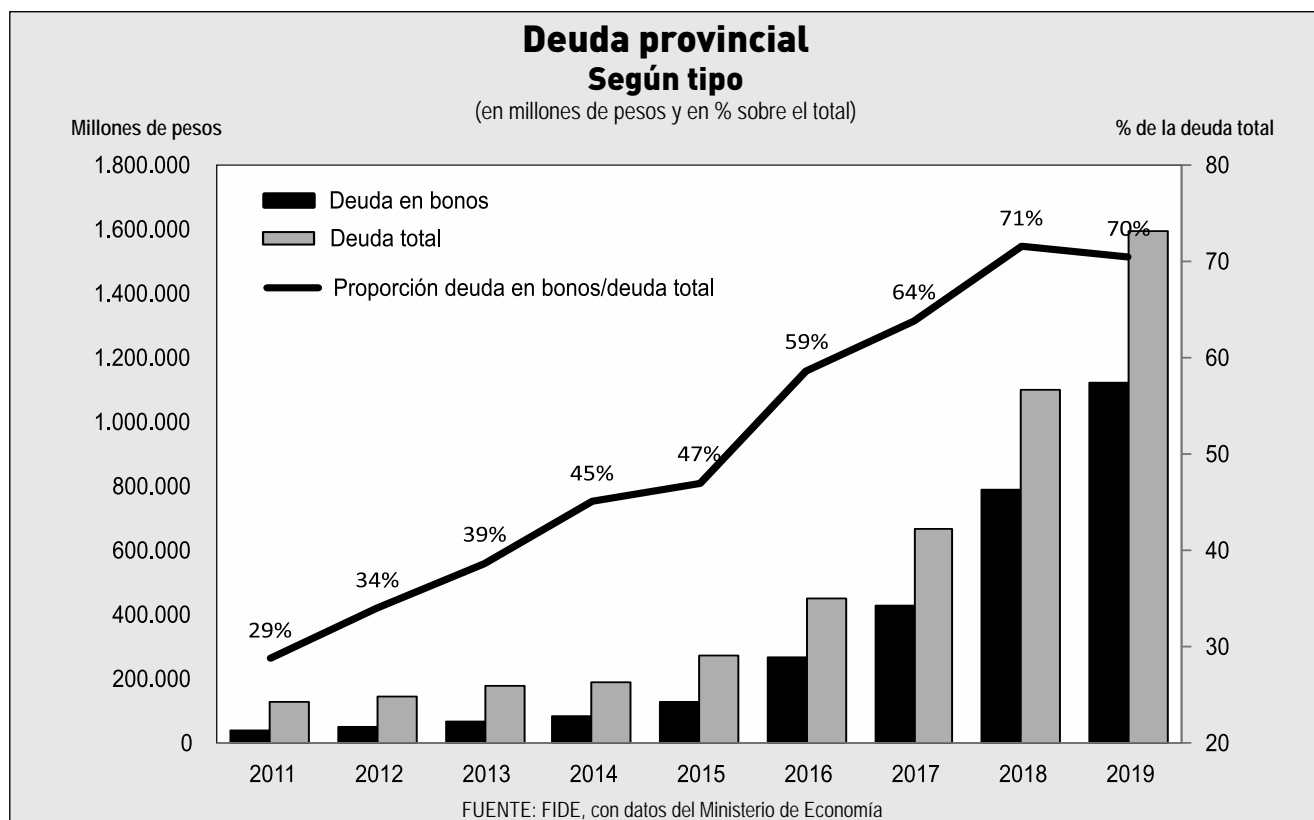
Frente a un salto devaluatorio, la relación de ingresos en pesos versus pasivos en dólares se vería fuertemente desarticulada. Y eso fue lo que sucedió.

En tercer lugar se encuentra un grupo de provincias que, si bien iniciaron procesos de reestructuración, no oficializaron detalles de las propuestas, como Río Negro, Tierra del Fuego y La Rioja.

La primera en iniciar a transitar este camino fue la

Provincia de Buenos Aires, que el 23 de abril oficializó un llamado a reestructurar 7.148 de los 10.913 millones de dólares que integran su deuda. Buenos Aires es la provincia más complicada, tanto por la magnitud de su deuda como por el plazo de sus vencimientos. Este distrito es el mayor deudor internacional de todo el país, superando en 4 veces a Córdoba y la Ciudad de Buenos Aires. Además, la Provincia tiene pagos de capital fuertemente concentrados en el corto plazo: el 93% de su deuda total, equivalente a 10.245 millones de dólares, vence en los próximos 4 años. El Ejecutivo provincial busca una disminución de intereses del 55%, una quita de capital del 7% y una extensión de vida de los bonos en 13 años.

En este mismo grupo se encuentra Mendoza, que el pasado 20 de mayo decidió iniciar un proceso de reestructuración de deuda con el objetivo de refinanciar 590 millones de dólares, es decir, la suma total de su deuda en moneda extranjera. Casi la totalidad corresponde al bono Mendoza 2024, de 500 millones de dólares. emitido en el año 2016 y con vencimiento en mayo de 2024, cuyos intereses actualmente no se están pagando. El Gobierno de Mendoza ofrece un nuevo título sin quita de capital, una disminución de los cupones al 2,0% en 2022 y 2023 y 4% a partir de 2024, un período de gracia de 2 años para el pago de intereses. A su vez,



no reconoce los intereses vencidos y plantea una dilución en los pagos de capital en 13 cuotas semestrales a partir de 2024. Según cálculos financieros, la quita implícita del título medida por el valor presente neto sería cercana al 40%. Luego de conocerse el acuerdo entre acreedores de deuda en moneda extranjera y el Gobierno nacional, Mendoza comunicó que extenderá su oferta hasta el 28 de agosto.

Desatada la crisis de 2018, el financiamiento externo se interrumpió y la devaluación produjo un enorme deterioro en la relación de pagos financieros versus ingresos fiscales, haciendo que muchas provincias no pudieran pagar la carga de intereses o refinanciar su capital.

La tercer provincia dentro de este grupo sería Salta, que manifestó que se encuentra en la búsqueda de una reestructuración, con énfasis en alargar plazos y disminuir intereses. Tras rozar el default, Salta decidió pagar un vencimiento por 16 millones de dólares a comienzos de agosto 2020 y las autoridades afirman tener encaminada la renegociación de la deuda. El monto elegible es de 388 millones de dólares, equivalente al total de deuda provincial en manos de acreedores extranjeros. Este monto representa más del 60 % de la deuda salteña.

En la misma línea, hace pocos días Jujuy aprobó una ley para iniciar la reestructuración de su deuda. La misma plantea reestructurar el “Bono Verde” emitido en 2017 para la construcción de un parque de energía solar, que representa una deuda de 210 millones de dólares. El Ejecutivo provincial pretende extender los pagos y pasar de una única cuota en 2021 a un esquema de tres cuotas, en 2022, 2023 y 2024, incluyendo una quita de intereses.

En el caso de Neuquén, su Gobierno anunció recientemente la oferta formal para los acreedores, que se encontrará abierta también hasta el 28 de agosto. La propuesta no establece una quita de capital, pero sí de intereses y alargamiento de los plazos. El Ejecutivo provincial busca reestructurar los casi 1.000 millones de dólares de deuda en dólares, que abarcan más del 80% de su deuda total. La propuesta se centrará en la renegociación de los bonos Ticade (por 328 millones de dólares) y Tideneu (por 366 millones de dólares), como así también en un préstamo del banco Credit Suisse. Si bien los pagos de capital comienzan recién en 2023, el

2020 tiene vencimientos de intereses por más de 12 millones de dólares entre julio y octubre, que difícilmente puedan ser afrontados.

Por último se encuentra Entre Ríos, la cual anunció el inicio de su reestructuración el mismo día que el Ejecutivo nacional informó el acuerdo con acreedores externos. Prevé renegociar 500 millones de dólares explicados por un solo bono, emitido en 2017. Las autoridades provinciales buscan ampliar los plazos de pago, llevando la vida promedio de la deuda de 5 a 10 años, y lograr una disminución en su capital.

En el segundo grupo se encuentran las provincias que no propician quitas en sus deudas, sino la sostenibilidad a partir del alargamiento de plazos.

En este sentido, Córdoba aprobó una ley con la que buscará reestructurar 1.930 millones de dólares, que incluyen cuatro bonos en dólares con vencimientos entre 2021 y 2027. Si bien esta provincia no enfrenta grandes compromisos este año, en junio de 2021 posee un vencimiento de capital por 725 millones de dólares, correspondiente al bono CO21D, equivalente a casi el 30% de la deuda total en menos de un año. En este caso, tampoco se conoce el detalle técnico de la oferta, pero según informaron las autoridades provinciales, Córdoba no buscará recortes de capital o posponer pago de intereses, sino simplemente una refinanciación con alargamiento de plazos. Al igual que Mendoza, reestructura deuda tomada por el oficialismo en la gestión anterior.

Tras el anuncio del Gobierno nacional de haber llegado a un acuerdo con el grupo mayoritario de acreedores externos, los procesos de reestructuración provincial se aceleraron fuertemente, incrementándose el número de provincias que buscan renegociar sus deudas.

Por su parte, Chubut aprobó en los últimos días una ley para reestructurar su deuda externa por un monto total de 700 millones de dólares, casi la totalidad de los 981 millones de deuda provincial. La estrategia del Gobierno es posponer los pagos de los intereses de los bonos Bocade y Bopro, que implican un pago fijo automático de una parte de las regalías petroleras. Las autoridades buscan un acuerdo más rápido, con la obtención de un

período de gracia que libere recursos de intereses para atender la situación financiera provincial y extender los pagos de capital de 2023 a 2038, en sintonía con la extensión del vencimiento de los contratos de las empresas petroleras. Próximamente se realizaría la presentación formal de la propuesta.

Cabe mencionar que todas las provincias petroleras se encuentran muy afectadas por la caída en los ingresos de regalías tras la baja en el precio del petróleo y la agudización del deterioro de ingresos.

Cabe mencionar que todas las provincias petroleras se encuentran muy afectadas por la caída en los ingresos de regalías tras la baja en el precio del petróleo y la agudización del deterioro de ingresos, tanto los por coparticipación como los provinciales, a causa de la pandemia.

Río Negro aprobó iniciar un proceso de reestructuración de su deuda pública por 300 millones de dólares, de un total de 552 millones. Actualmente se encuentra en default, dado que en los primeros días de julio venció el período de gracia de 30 días por un pago de 10,5 millones de dólares que no depositó. Se trata del Bono 2025, emitido durante el año 2011. Aún no se realizó una oferta formal, a la espera de definiciones de la

negociación de deuda nacional.

Por último, Tierra del Fuego inició el proceso de reestructuración de sus pasivos por 200 millones de dólares, proveniente del título TFU2027, emitido en 2017 bajo la modalidad con garantía de regalías de hidrocarburos. La propuesta consistiría en un canje por nuevos títulos con plazos más favorables y bajo la misma garantía que los anteriores.

Todo indica que el anuncio de acuerdo entre el Gobierno nacional y los acreedores externos allanará el camino para las negociaciones de los gobiernos subnacionales para sus deudas. Brindará también un piso de entendimiento en cuanto a la posibilidad de cerrar acuerdos bajo el criterio de sostenibilidad de la deuda, rasgo central de la negociación nacional.

Todo indica que el anuncio de acuerdo entre el Gobierno nacional y los acreedores externos allanará el camino para las negociaciones de los gobiernos subnacionales para sus deudas. Brindará también un piso de entendimiento en cuanto a la posibilidad de cerrar acuerdos bajo el criterio de sostenibilidad de la deuda, rasgo central de la negociación nacional.

Emisiones provinciales de deuda en divisas

Años 2016-2018

(millones de dólares y porcentajes)

	Emisión total	Número de colocaciones	Tasa promedio	Primer vencimiento de capital	% sobre total
Provincia de Buenos Aires	5.082	8	6,82%	2020	41,3%
Ciudad de Buenos Aires	890	1	7,50%	2027	7,2%
Provincia de Córdoba	1.985	5	7,19%	2021	16,1%
Chubut	650	1	7,75%	2026	5,3%
Provincia de Mendoza	582	2	8,38%	2024	4,7%
Provincia de Santa Fe	500	2	6,95%	2023	4,1%
Provincia de Neuquén	601	2	8,06%	2027	4,9%
Resto	2.010	10	8,76%		16,3%
Total	12.300	31	7,83%		100,0%

FUENTE: FIDE, con datos de ITE y Bloomberg

El IFE como punto de partida

Introducción

El Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) se implementó sin tiempo para planificar en fino, sin margen para calcular posibles fallas e intentando adivinar una población objetivo, sin poder medir la profundidad del deterioro económico que traería la pandemia a la Argentina. Esto, lejos de ser una crítica, apenas describe un proceso. El Covid-19, como pura contingencia, forzó la construcción en tiempo récord de una notable capacidad estatal para viabilizar el pago de una transferencia mensual de 10 mil pesos a casi 9 millones de personas dispersas por todo el territorio nacional.

Lo que reveló su implementación se vuelve insoslayable, de ahora en más, para el diseño de estrategias públicas que busquen reducir las desigualdades en nuestro país. Es una precisa imagen de la fragilidad laboral en Argentina que da cuenta, más allá del carácter extraordinario de la pandemia, de una tendencia estructural de configuración del mundo del trabajo en torno a la precariedad. El IFE puede funcionar como punto de partida, como una radiografía de la precariedad –en tanto fenómeno que trasciende el desempleo– que nos obliga a recalibrar el horizonte de intervención estatal en materia social.

Miguel Magnasco

Investigador Instituto de Investigación y Formación en Administración Pública - Facultad de Ciencias Sociales - UNC

La brecha entre su diseño original (3,5 millones de hogares) y el número final de beneficiarios alumbró una realidad que permanecía al margen del reconocimiento institucional: un universo heterogéneo de trabajadores que alcanza niveles mínimos de ingresos y bienestar, expuesto dramáticamente ante la más pequeña brisa que aparezca en materia económica:

- (i) trabajadores informales y cuentapropistas (según la denominación del Ministerio de Economía) dedicados a prestar infinidad de servicios con características disímiles entre sí en relación a horas de trabajo, esfuerzo físico e intelectual, empleadores y formas y tiempos de pagos;
- (ii) desocupados (activos e inactivos);
- (iii) perceptores de la Asignación Universal por Hijo;
- (iv) trabajadoras de casas particulares; y
- (v) jóvenes que están realizando estudios académicos o capacitaciones en oficios (PROGRESAR).

El IFE puede funcionar como punto de partida, como una radiografía de la precariedad –en tanto fenómeno que trasciende el desempleo– que nos obliga a recalibrar el horizonte de intervención estatal en materia social.

La puesta en marcha de esta acción estatal, capaz de llegar efectivamente a toda esa diversidad de actores, resulta inédita en la historia de las políticas sociales locales y de la región, y abrió un debate de cara al escenario pos-pandemia en torno a la necesidad de generar condiciones de estabilidad mínimas para ese universo.

El IFE en números: desempleo e informalidad, precariedad juvenil y asimetrías territoriales

Antes de ingresar de lleno al debate en torno a las significancias teóricas y prácticas del programa, es importante mirar de cerca los números que arrojó su implementación.

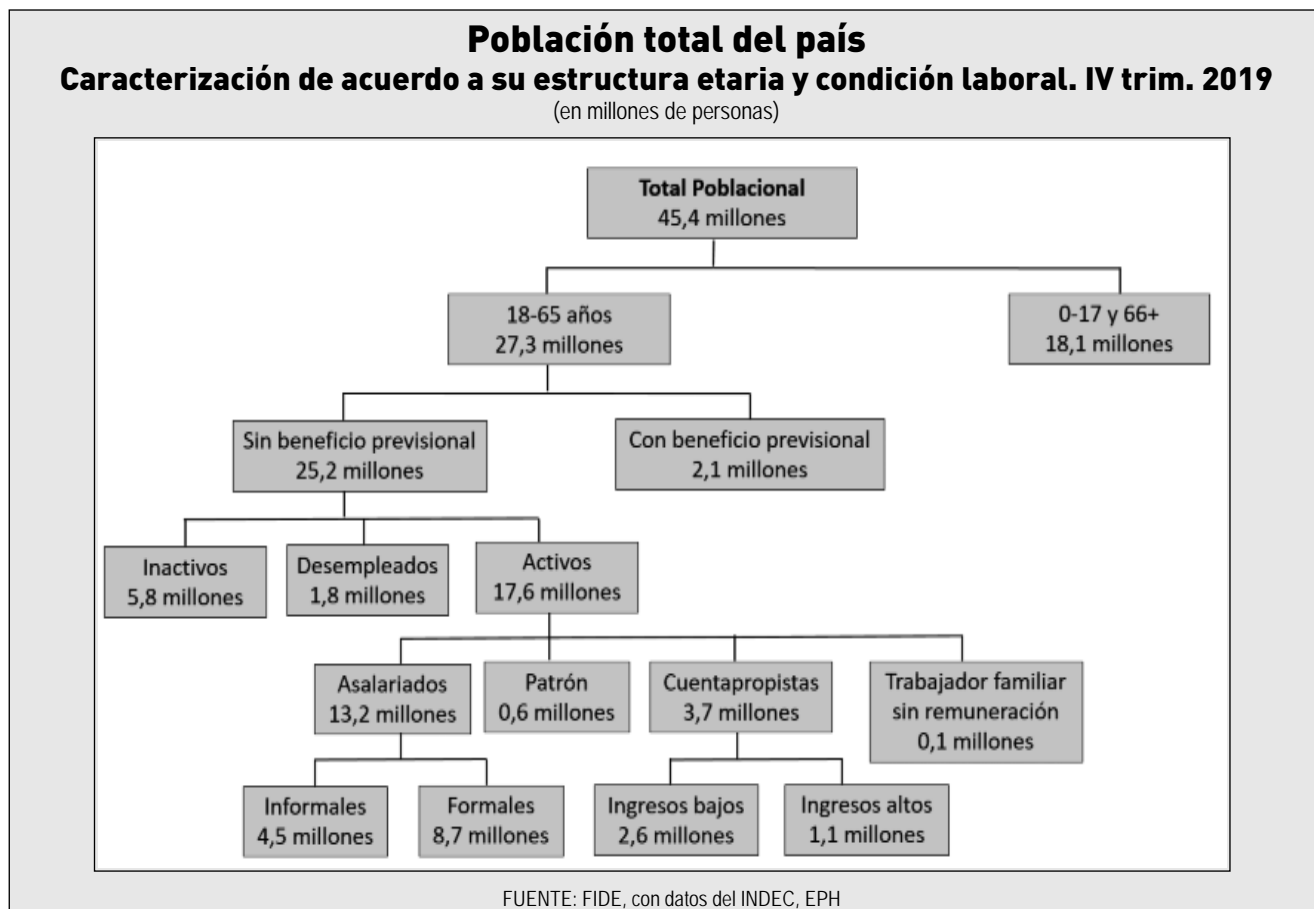
El IFE llegó exactamente a 8.857.059 millones de beneficiarios y beneficiarias.

El IFE llegó exactamente a 8.857.059 millones de beneficiarios y beneficiarias. De ese total, 3.922.404 son varones y 4.934.655 son mujeres¹. El costo fiscal de los tres pagos que se realizaron a través de este instrumento fue de 264.000 millones de pesos, monto que significa un 1,07% del PIB argentino. Proponemos tres miradas complementarias para analizar esos totales: una primera en torno a los sub-universos poblacionales que integró la política, otra en relación a sus indicadores etarios y una final sobre su distribución territorial².

En primer lugar, la franja mayoritaria de beneficiarios, un

61,7% que equivale a 5.400.000 personas, se encuentra en condiciones de informalidad y desocupación sin seguro de desempleo³. Dentro de esa categoría la mayoría son varones: 61,8% (3.3 millones). La segunda población más masiva dentro del universo total está compuesta por perceptoras y perceptores de la Asignación Universal por Hijo, que representan un 27% (2.3 millones). Las mujeres representan un 95% de este sub-universo. Seguidamente, aparecen monotributistas sociales y de categorías A y B, que significan un 7,8% (988 mil), con relativa paridad entre géneros. Luego, Trabajadoras de Casas Particulares: 2,1% del total (188 mil). Y, finalmente, perceptores del plan PROGRESAR: 1,4% (128 mil).

En segundo lugar, 5.500.000 beneficiarios (62%) tienen entre 18 y 34 años; 2.700.000, entre 35 y 54 (30%); y 626 mil, entre 55 y 65 (8%). Esta es una información determinante que surge de la implementación del programa para pensar hacia adelante: el nivel de fragilidad laboral se acrecienta ampliamente en las generaciones más jóvenes. Hay aquí una importante correlación entre este dato y el nivel de desempleo juvenil que, en el primer trimestre de 2020, se ubicó en un 21%⁴, duplicando la tasa general de desempleo



en el mismo período (10,4%). Más de 4 millones de estos beneficiarios jóvenes habitan en situaciones de desocupación o informalidad. Los restantes dos millones se dividen entre aquéllos que cobran otras transferencias monetarias realizadas por Estado nacional y quienes realizan prestaciones de servicios vía monotributo.

Y, en tercer lugar, y aunque la mayor cantidad de beneficiarios del IFE corresponde a los distritos de mayor población como Buenos Aires, Santa Fe y Córdoba, las regiones del NOA y el NEA fueron las que tuvieron mayor proporción de perceptores. Por ejemplo, en Chaco el 27,5% de la población total recibió el IFE; en Corrientes, el 25%;, en Formosa, el 26,2%; y en Santiago del Estero, el 26,5%. Luego siguen las provincias con grandes centros urbanos: Córdoba (17,9%), Santa Fe (17,3%) y Provincia de Buenos Aires (16,5%). Las restantes provincias de las regiones Centro y Sur se ubicaron por debajo del 15%.

A partir de estos indicadores surgen algunas conclusiones preliminares que ampliaremos en lo sucesivo. Lo primero es que el IFE cubrió un universo heterogéneo de realidades laborales precarizadas que tienen una estrecha relación con indicadores previos a la pandemia. Segundo, que la franja más importante de beneficiarios

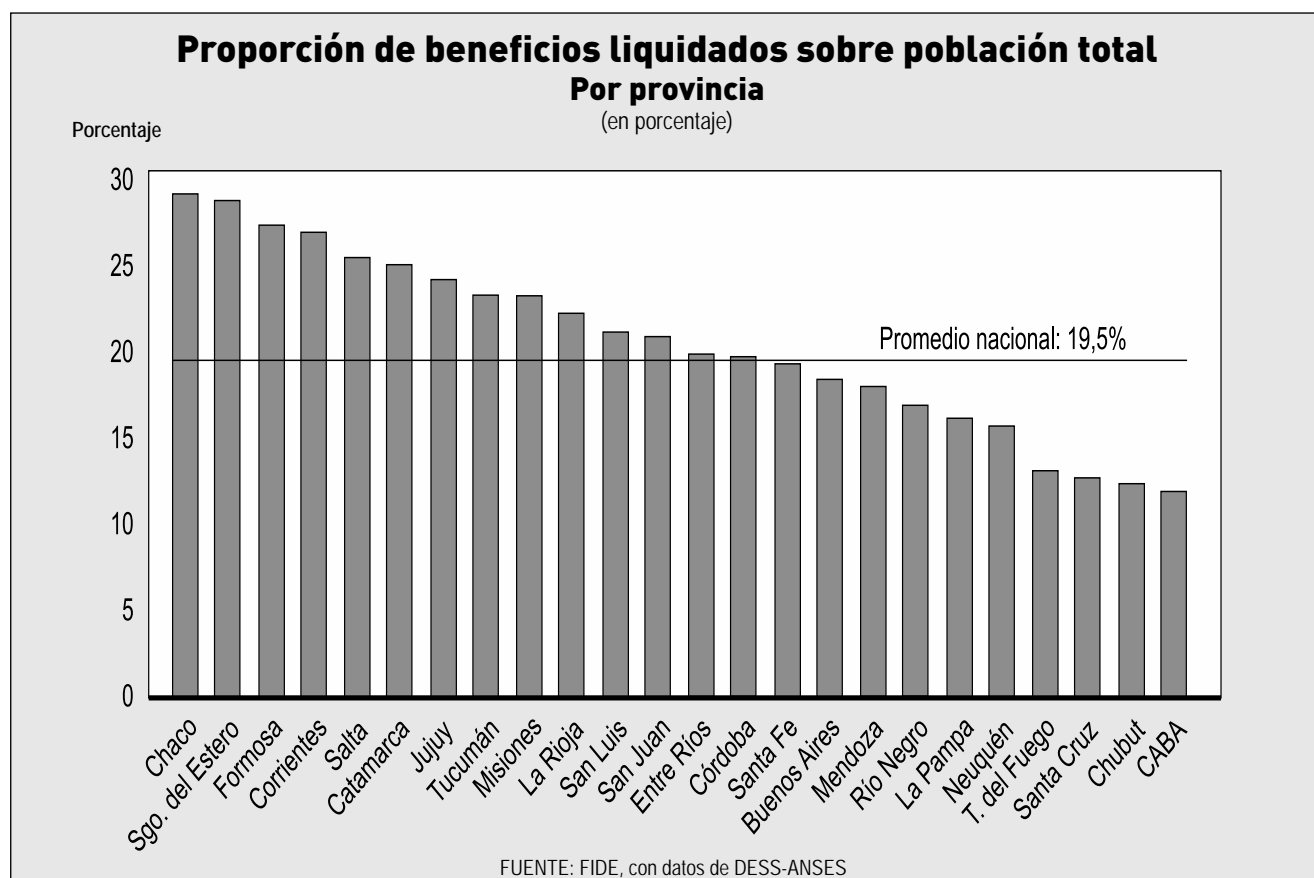
está compuesta por jóvenes que tienen entre 18 y 34 años, que representan, a su vez, a la población con mayores índices de desempleo. Hay una extrema vulnerabilidad de este sector en todo el país. Y tercero, que la distribución del programa entre provincias dejó al descubierto las fuertes asimetrías socioeconómicas que existen en el territorio nacional.

La franja más importante de beneficiarios está compuesta por jóvenes que tienen entre 18 y 34 años, que representan, a su vez, a la población con mayores índices de desempleo.

Por último, es importante señalar que 4.300.000 personas no poseían cuentas para recibir transferencias monetarias públicas o privadas. Son la mitad de los beneficiarios totales. Otra característica a sumar a las condiciones de precariedad.

**¿El IFE fue un Ingreso Ciudadano?
Hacia un universalismo situado**

Queriéndolo o no, el Estado nacional puso en marcha,



a través del IFE, un ensayo de política social que, por el alcance masivo y los montos asignados que veíamos en el apartado anterior, podría inscribirse dentro de la gramática de lo que se conoce como políticas de Ingreso Ciudadano (IC). Pero esa sería una subsunción teórica imprecisa, dadas las particularidades que arrojó su implementación, que merecen una revisión por menorizada.

En los escenarios más dramáticos de crisis, las luchas y conflictos sociales siguen teniendo al trabajo como centro simbólico desbordado y resignificado.

Las políticas de Ingreso Ciudadano suponen transferencias monetarias desde el Estado a la Población Económicamente Activa de forma universal e incondicionada, esto es sin distinguir condiciones socioeconómicas entre sujetos y sin establecer contraprestaciones para percibir el beneficio. Surgieron al compás de desarrollos teóricos anglosajones y europeos de la década del '90 que, ante el aceleramiento vertiginoso de las tasas de desempleo a nivel mundial, hablaban de "el fin del trabajo" (Rifkin, 1995) y proponían extensas redes de seguridad social para contener a una porción cada vez más importante de personas que, según esta mirada, quedarían imposibilitados de trabajar a raíz de la sustitución tecnológica.

Sin embargo, el contexto latinoamericano nos muestra otro devenir. Lo que hemos visto durante períodos de neoliberalización (Brenner, Peck y Theodore, 2010) en nuestra región, en los cuales podría haberse generado una respuesta de la sociedad y el Estado ligada al ideario del "fin del trabajo", es que ocurre lo contrario: en los escenarios más dramáticos de crisis, las luchas y conflictos sociales siguen teniendo al trabajo como centro simbólico desbordado y resignificado, tal como lo demuestra la densa trama de organizaciones populares en Argentina. Las reconstrucciones de las caídas se encuentran siempre anudadas al imaginario de recomposición laboral. Asimismo, cuando hay etapas de expansión económica, el mercado formal de empleo logra efectivamente reabsorber a millones de personas⁵. Lo que con más claridad se observa entonces como expresión fija de lo laboral en esas oscilaciones entre crisis y expansión, es que hay una fracción cristalizada de trabajadores que no logra acceder a condiciones formales de empleo: un continuo en la precariedad.

De esta manera, no hay tendencia inevitable hacia el desempleo asumida por los sujetos y el Estado que obligue al establecimiento de un Ingreso Ciudadano que contenga una cantidad creciente de expulsados sin retorno. No hay ocaso laboral; hay trabajo efectivo o potencial en malas condiciones. Esa diferencia de diagnóstico con las gramáticas del Ingreso Ciudadano es determinante a la hora de diseñar políticas sociales en nuestros territorios. El IFE debe ser analizado a la luz de esta realidad.

Estableciendo un ida y vuelta entre los saldos que viene dejando su implementación y los presupuestos teóricos que trabajan esta temática hace años, podemos decir que no es un Ingreso Ciudadano en términos clásicos, ya que no surgió con el objetivo de convertirse en un derecho incondicionado y universal para toda la Población Económicamente Activa. Pero, al integrar bajo una misma modalidad de transferencia estatal a un universo tan heterogéneo de realidades laborales, representó una nueva forma de pensar el universalismo de manera situada, atendiendo las condiciones económicas, sociales y políticas que atraviesa la Argentina actual. El IFE se convirtió en un nuevo piso material para quienes, con o sin pandemia, tienen dificultades e incertidumbres económicas en nuestro país, sin distinguir entre diversas morfologías laborales. De esta manera, se ubicó en una posición intermedia entre las propuestas de política social focalizada, habitualmente destinadas al segmento de hogares de mayor pobreza, y las formulaciones más tradicionales de universalismo.

Es una novedad institucional para el país y la región, que pudo adaptarse al abigarramiento propio de nuestro territorio federal y a la multiplicidad de expresiones de precarización extendidas a lo largo y ancho de todas las provincias.

El IFE como punto de partida hacia el Salario Universal

Una pregunta inevitable que se desprende de todo lo anterior gira en torno a la continuidad: ¿Debería seguir el IFE o convendría reemplazarlo por otra herramienta de similares características? ¿Es viable esto operativa y financieramente para el Estado?

En nuestra opinión, tal cual fue concebido este instrumento, representa un inmejorable punto de partida

para el diseño de nuevas políticas sociales que puedan trabajar con mayor precisión sobre esa radiografía de la situación socio-laboral actual. Cuidando la cualidad de universalismo situado que logró, el paso siguiente es la construcción de herramientas que actúen de manera complementaria, atendiendo a las distintas situaciones que se alojan hacia adentro de ese masivo universo. Volveremos sobre esto más abajo.

Un primer punto relevante a considerar en ese sendero es que el IFE significó bastante más que una mera transferencia de ingresos desde el Estado a los individuos; instituyó un reconocimiento estatal a la capacidad de esos millones de trabajadores de crear valor económico y social, de construir comunidad. Hay una fuerza distinta en ese reconocimiento: no se otorga dinero a ciudadanos abstractos consumidores, se reconoce a ciudadanos que son trabajadores en condiciones precarias. Hay una diferencia no menor entre esta formulación y las propuestas que tienen eje en el concepto de Ciudadanía que, a menudo, suelen estar desancladas de la densidad de las luchas sociales de las últimas décadas, amalgamadas en torno a una concepción del trabajo que desborda por mucho la idea de mercado. Tales son los casos del Movimiento de Trabajadores Desocupados y, más recientemente, el

de las organizaciones de la Economía Popular. Por eso, para pensar la continuidad de esta política preferimos hablar de Salario Universal (SU) antes que de Ingreso Ciudadano.

Al integrar bajo una misma modalidad de transferencia estatal a un universo tan heterogéneo de realidades laborales, representó una nueva forma de pensar el universalismo de manera situada

Si observamos, entonces, la experiencia del IFE como punto de partida hacia el SU, es importante señalar, en primer término, que no produjo uno de los efectos riesgosos que se advierten habitualmente en relación a estas políticas universales: no sustituyó el trabajo para quienes ya realizaban tareas laborales. Contuvo el bache económico ante la imposibilidad de salir a trabajar durante la etapa de cuarentena más rígida, pero, una vez flexibilizada, podemos ver que no hay reemplazo de las actividades laborales a causa del cobro del beneficio. Más bien hay complementariedad, un ensamble de ambos ingresos. Ese hecho nos obliga a hilar fino a la hora de pensar el empalme con un nuevo instrumento.



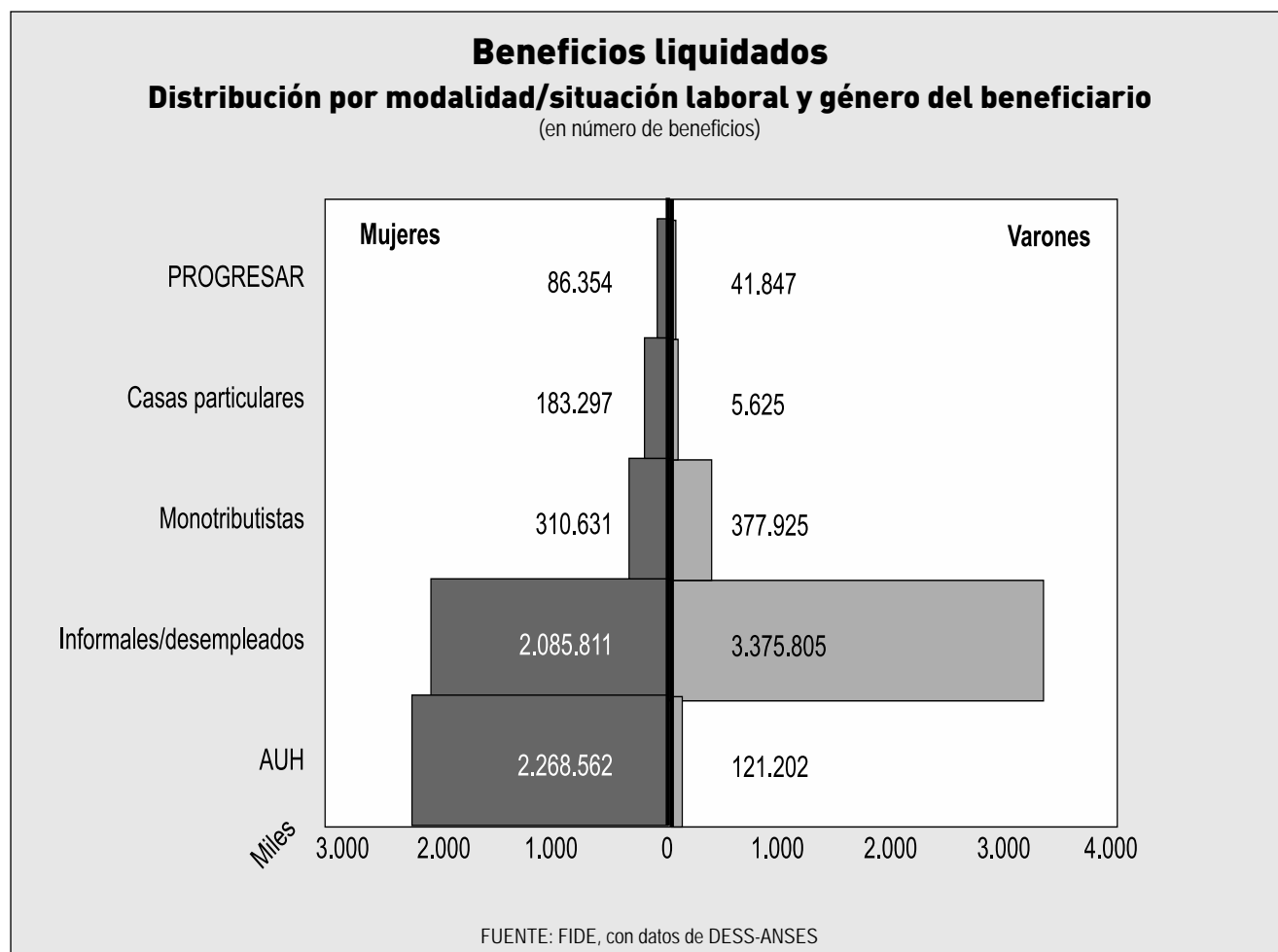
Decíamos más arriba que el alcance universal (situado) del IFE, en tanto nuevo piso material para una gran diversidad de actores, es un saldo virtuoso de esta experiencia que hay que defender. Pero, al mismo tiempo, resulta trascendente poder discernir entre las diferentes situaciones que se alojan hacia el interior de ese universo de heterogeneidades laborales. De esta manera, proponemos una doble estrategia de intervención cuya orientación presentamos sintéticamente, ya que profundizarla merecería un artículo aparte. Para la fracción de personas que cobraron el programa y están desocupadas o inactivas, en gran medida compuesta por jóvenes de 18 a 34 años, se vuelve imprescindible anudar el SU a dispositivos de empleabilidad, como Potenciar Trabajo.

En cambio, disponer de una contraprestación obligatoria para quienes ya realizan actividades laborales (y desean seguir realizándolas) puede forzar una situación de doble jornada de trabajo que resultaría a todas luces injusta y, de alguna manera, sería desandar el reconocimiento del que hablábamos antes. Para estos

casos, el SU cumple un rol complementario que mitiga la precariedad, y no debería agregárseles una nueva responsabilidad.

El IFE significó bastante más que una mera transferencia de ingresos desde el Estado a los individuos; instituyó un reconocimiento estatal a la capacidad de esos millones de trabajadores de crear valor económico y social, de construir comunidad.

Ese doble movimiento de búsqueda de precisión y discernimiento de realidades divergentes –aunque siempre precarias– debe ocurrir en el marco de una política general que las incluya a todas. Esa herramienta, creemos, puede ser el Salario Universal. Un nuevo plafón de estabilidad material que reste incertidumbre y vulnerabilidad a una porción muy masiva y diversa de argentinos y argentinas.



El riesgo es no-gastar: una mirada sobre el financiamiento del IFE

Por último, una pequeña mención acerca de un aspecto decisivo, que es el financiamiento de esta política. Suele cometerse el error de atar la implementación de Ingresos o Salarios Universales a la aprobación en simultáneo de reformas tributarias, lo cual supone un doble movimiento de disputa política en paralelo, que habitualmente termina haciendo naufragar estas iniciativas. Ese doble movimiento consiste en construirle legitimidad a la política social, por un lado, y enfrentar a los sectores de mayores ingresos para aplicarles nuevas imposiciones, por otro. De esa manera, se les asigna un poder decisorial vinculante a los grupos concentrados de la economía que, si logran resistir los proyectos de reforma tributaria, hacen caer al mismo tiempo el avance de la política universal.

El Salario Universal puede ser, creemos, una política general que las incluya a todas. Un nuevo plafón de estabilidad material que reste incertidumbre y vulnerabilidad a una porción muy masiva y diversa de argentinos y argentinas.

Lo que comprobamos luego de tres meses de pago del IFE es que esa atadura responde a una equivocación técnica, que es poner la recaudación tributaria al principio del ciclo económico, cuando el orden es exactamente el inverso: primero está el gasto, luego su impacto sobre la producción y la generación de riquezas y, al final, la recaudación de impuestos sobre esos excedentes generados. El Gobierno puede, entonces, desanudar esos combates y darlos en momentos distintos. Primero impulsando –como viene haciendo– el gasto vía emisión de moneda, para que la política tome vuelo e impacte en la producción y el comercio y, al final del ciclo, en función de una lectura rigurosa de la generación de excedentes, formular reformas que impongan nuevos tributos o aumenten alícuotas de algunos ya existentes, que son progresivos.

Esto resulta viable actualmente porque la contracción del gasto realizada por la administración Macri, que agravó la recesión en el período 2018-2019, dejó una economía desmonetizada, que brinda importantes

márgenes para continuar emitiendo: la base monetaria, pese a su acelerado crecimiento en los últimos meses a causa de la necesidad de inyectar recursos para mitigar el parate económico, representa el 77% del valor de las Reservas Internacionales Brutas⁶. Por otro lado, el paquete fiscal lanzado por el Gobierno en el marco de la pandemia equivale a un 3,5% del PIB⁷, una cifra inferior a la alcanzada por la mayoría de nuestros países vecinos. El escenario de máxima vulnerabilidad que generó la circulación del Covid-19, y que extenderá la crisis por largos meses, vuelve imprescindible la continuidad del estímulo de la demanda vía gasto del Estado. El riesgo es no-gastar, habiendo condiciones para hacerlo.

Poner la recaudación tributaria al principio del ciclo económico es una equivocación técnica, ya que el orden es exactamente el inverso: primero está el gasto, luego su impacto sobre la producción y la generación de riquezas y, al final, la recaudación de impuestos sobre esos excedentes generados. El Gobierno puede, entonces, desanudar esos combates y darlos en momentos distintos.

En todo caso, si a la salida de la crisis se consolidan períodos de fuerte recaudación fiscal, la ecuación de financiamiento de una política como el SU puede reformularse, utilizando mayores fondos provenientes del impacto de los impuestos que hagan reducir la presión sobre la emisión.

Palabras finales

El IFE, entonces, cumplió un doble rol: construyó un piso material para una enorme diversidad de actores del mundo del trabajo y significó al mismo tiempo una estrategia estatal de sostenimiento de los ingresos de la población más vulnerable en el marco del Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio, a la par que sostuvo la actividad económica de productores esenciales.

Asimismo, permitió un desanclaje de batallas políticas, que logró no hacer depender de los sectores concentrados el inicio de un programa de universalismo situado, necesario con y sin pandemia, que habilita plan-

tear, hacia adelante, reformas tributarias que impacten sobre los mayores niveles de riqueza que esa política puede ayudar a generar.

Ante el riesgo cierto de que las transformaciones de las demandas impliquen un recrudescimiento de las desigualdades y exclusiones, creemos imprescindible constituir un nuevo acuerdo social que vuelva efectivos nuevos pisos de derechos materiales y simbólicos, que fortalezca lo colectivo y defienda lo público.

El Estado argentino ganó, a través de la creación de este beneficio, una capacidad institucional potente, construyó viabilidad operativa y financiera en el peor momento y sumó información valiosa sobre las condiciones de vida de millones de argentinos y argentinas. Por todo esto, creemos que debe representar

un punto de partida hacia un nuevo instrumento que recupere los aspectos virtuosos acumulados a través de esta experiencia y a la vez puede actuar sobre los puntos débiles que tuvo.

Pensar el devenir de estas políticas en el escenario pos-pandemia no tiene que ver solamente con aportar elementos técnicos al debate de ideas; supone también, y sobre todo, un compromiso con la construcción de nuevos arreglos institucionales mínimos para el fortalecimiento de nuestra democracia. Tenemos la amarga certeza del deterioro inédito que dejará a su paso el Covid-19; lo que está en abierta disputa es la forma que elegiremos como sociedad para resurgir de ese quebranto. Y, ante el riesgo cierto de que las transformaciones de las demandas impliquen un recrudescimiento de las desigualdades y exclusiones, creemos imprescindible constituir un nuevo acuerdo social que vuelva efectivos nuevos pisos de derechos materiales y simbólicos, que fortalezca lo colectivo y defienda lo público. La democracia se juega en ello.

Bibliografía

- BRENNER, N.; PECK, J.; y THEODORE, N. (2017). *El neoliberalismo realmente existente*. The Sage Handbook of Neoliberalism. Universidad de Sidney, Australia.
- RIFKIN, J. (1995). *El fin del trabajo*. Editorial: G. P. Putnam's Sons. Nueva York, Estados Unidos.

Notas

- 1- La ANSES transfirió directamente el monto correspondiente al IFE a quienes ya eran perceptores de la Asignación Universal por Hijo, que son en su enorme mayoría mujeres (95% del total).
- 2- Todos los datos fueron extraídos del documento presentado por la DESS – ANSES en el mes de junio.
- 3- Esto no incluye a perceptores de AUH.
- 4- Datos de la Encuesta Permanente de Hogares del INDEC.
- 5- Por ejemplo, en el periodo 2003-2010 el mercado formal de empleo absorbió a 4,9 millones de trabajadores y trabajadoras, según el informe “Trabajo y empleo en el Bicentenario”, realizado por el Ministerio de Trabajo de la Nación con datos de la Encuesta Permanente de Hogares de INDEC.
- 6- Cálculo propio realizado en base a datos del BCRA del día 07/07/2020.
- 7- Según datos del informe de Jefatura de Gabinete presentado ante el Senado de la Nación

Desregulación cambiaria y fuga de capitales 2016-2020: radiografía de los compradores

Hace algunos meses el BCRA presentó un informe especial titulado “*Mercado de Cambios, Deuda y Formación de Activos Externos 2015-2019*”. En el mismo se analiza la dinámica especial que tuvo la fuga de capitales durante la etapa de desregulación cambiaria del gobierno anterior.

Además de conceptualizar y revisar la propia práctica del BCRA durante esa etapa, este trabajo agrega información oficial sobre una dimensión de la compra de divisas hasta el momento desconocida: el grado de concentración de una parte de la Formación de Activos Externos durante la pasada gestión neoliberal.

Como hemos analizado en varias ocasiones, la fuga de capitales y la crisis de 2018/2019 tiene su punto de partida en la eliminación de las regulaciones cambiarias vigentes durante el período 2011/2015. Tal proceso de apertura implicó la eliminación de cualquier restricción para la operatoria con divisas, en especial de los “grandes jugadores” cambiarios, inversores locales e internacionales que por su naturaleza especulativa suelen ser un elemento sumamente desestabilizador en contextos de turbulencia cambiaria. Fue así que estos fondos terminaron desempeñando un rol clave en el proceso de dolarización y crisis a partir de marzo de 2018.

Antes de comentar el contenido del Informe, veamos un detalle técnico: el BCRA toma una definición de fuga de capitales algo distinta a la que usualmente se utiliza. En este caso se considera la “Fuga de Compradores Netos”, que consiste en sumar los montos brutos de adquisición de dólares de las personas humanas y jurídicas que resultaron ser compradores netos de divisas durante todo el período. En comparación con la tradicional medición de la fuga por “Formación de Activos Externos (FAE)”, la “Fuga de Compradores Ne-

tos” resulta ser algo mayor, ya que excluye las ventas de dólares, al considerar solo las compras brutas.

Yendo a los datos, el Informe permite observar cómo la fuga de capitales, que operó prácticamente sin restricciones desde 2016, se triplicó a lo largo de cuatro años.

La Fuga de Compradores Netos pasó de 8.500 millones de dólares, en 2015, a 10.000 millones en dólares en 2016; 22.000 millones en 2017; 27.200 millones de dólares en 2018 y 26.900 millones de dólares en 2019. En el acumulado de este período, la fuga acumuló 86.000 millones de dólares.

Eso es un tema muy conocido. Sin embargo, el informe agrega una dimensión sospechada, aunque desconocida, respecto a los compradores. Según se desprende del trabajo, además del crecimiento de su volumen, la desregulación cambiaria produjo una irrupción de grandes jugadores, especialmente fondos de inversión internacionales, que comenzaron a operar en el mercado de cambios argentino al mismo tiempo que comenzó la especulación en LEBAC. Cuando ese negocio se terminó, desarmaron sus posiciones y concurrieron masivamente al mercado de cambios oficial para enviar su dinero al exterior.

Así fue que solo 852 firmas demandaron 41.124 millones de dólares, el equivalente al 74% del total de las compras netas de todas las empresas en todo el período. En segundo lugar, 7.674 firmas demandaron 10.618 millones, el 19% del total de las compras netas de personas jurídicas. Luego, el resto de las 76.752 firmas que operaron en el mercado de cambios demandó solo 3.995 millones de dólares, equivalentes tan solo al 7%.

Por el lado de las personas físicas, existe cierta aglomeración en el tramo de mayores compradores, aunque

a comparación con las personas jurídicas, el rango es muy amplio para hablar de una “excesiva concentración”.

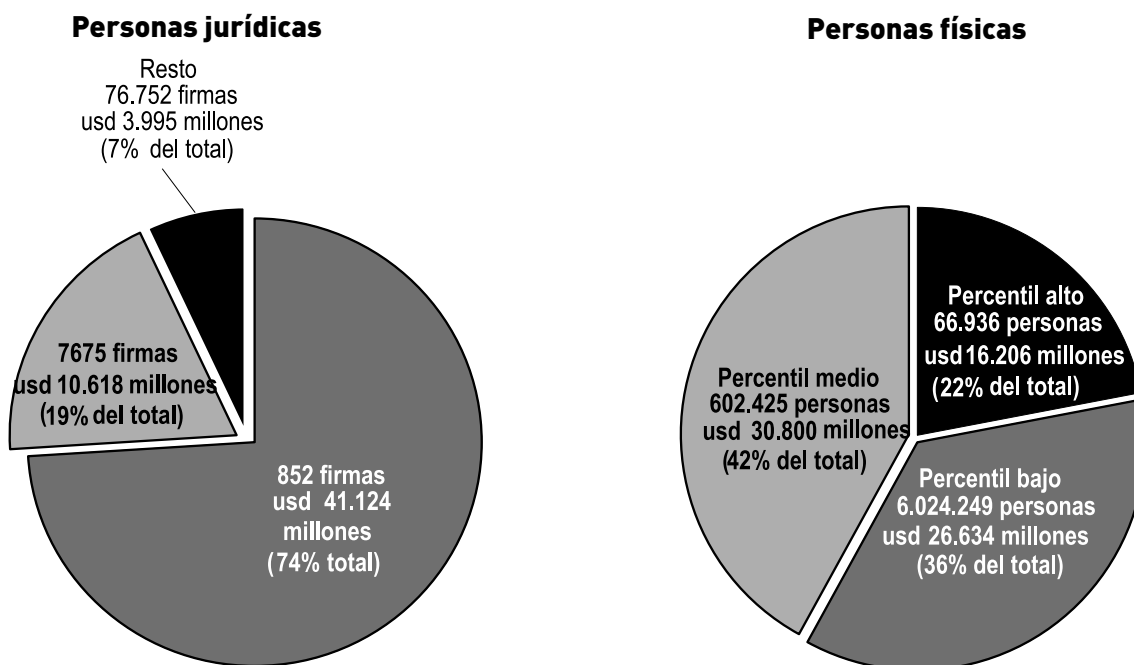
A modo de ejemplo, el grupo de compradores de mayor volumen de operaciones (el 1% de mayor volumen de compra de dólares) comienza en individuos que adquirieron en promedio 2.500 dólares por mes. En este caso se trata típicamente de un ahorrista que, aún con un elevado poder adquisitivo, tiene por costumbre ahorrar en dólares. Y, lejos de poner en contradicción la idea de fuga o dolarización estructural, la respalda. La dolarización estructural argentina es un proceso multidimensional, heredero del bi-monetarismo que comenzó en los años ‘70 y se profundizó en los ‘90, que considera que una parte del ahorro o excedente económico se convierte a moneda extranjera, independientemente de las opciones financieras de corto plazo.

En este sentido, es importante poner el acento en la decisión de la política económica (la total desregulación del mercado de cambios), y quizás no tanto en los jugadores, que se repiten siempre y cuando desde el Estado se les da la opción de hacerlo.

Mirando los datos, en primer lugar aparece un grupo de 66.936 personas que compraron 16.206 millones de dólares, el equivalente al 22% del total de las compras netas de todas las personas en todo el período. Este grupo corresponde al percentil alto de compradores, que adquirieron la mayor cantidad neta de divisas en todo ese lapso. En segundo lugar está el percentil medio de compradores, compuesto por 602.425 personas, que demandaron 30.800 millones, el 42% del total de las compras netas de personas humanas. Luego aparece el percentil bajo, compuesto por 6.024.249 personas que demandaron 11.695 millones de dólares, equivalentes al 36% del total de los dólares comprados por todas las personas.

Por último, el Informe también marca cómo la mayor parte de la formación de activos externos terminó fuera del sistema financiero local. Por un lado, el stock de billetes fuera del sistema (el denominado “colchón”) cerró 2019 en 175.000 millones de dólares, lo que representa un aumento de 55.000 millones respecto a diciembre de 2015. Por otro, los depósitos en el exterior alcanzaron los 44.000 millones de dólares, 14.000 millones más que en diciembre de 2015.

Compras netas de divisas Diciembre 2015 a octubre 2019



FUENTE: FIDE, con datos del BCRA.

PERSPECTIVAS SOBRE LA ECONOMÍA GLOBAL

El mundo post pandemia

Analizar la forma que tendrá el mundo y la organización económica de nuestra sociedad luego de la pandemia es un ejercicio de reflexión indispensable y sumamente interesante. Sin embargo, entre tanta incertidumbre la tentación de construir escenarios tan abstractos que se parezcan más a un ejercicio de pura imaginación que a resultados del análisis de datos objetivos de la realidad es un riesgo constante. Para evitar este impulso, es necesario partir de lo que ya se conoce y desde allí proyectar.

La primera dimensión es la comercial. A partir de la crisis del capitalismo de 2008-2009, la economía global ingresó en una etapa de marcado proteccionismo.

Si bien la crisis pareció ser rápidamente superada a través de medidas de expansión fiscal y monetaria que dieron lugar a la recuperación del crecimiento en los años inmediatamente posteriores, el comercio mundial no recobró el dinamismo que tenía anteriormente. Luego, llegada la pandemia, el comercio registró un verdadero derrumbe de los intercambios.

Los últimos informes de la OMC, con datos registrados hasta mayo y proyección para el primer semestre del año, hablan de una contracción interanual histórica en el comercio de mercancías del 18,5%, una suerte

de punto medio entre las previsiones optimistas y pesimistas realizadas en abril, que proyectaban para 2020 caídas de los intercambios de entre el 13% y el 32%. Incluso, y sobre la base de una agudización del proteccionismo, segundas fases de rebrote del virus y un menor crecimiento de las principales economías, la vuelta a la normalidad de los volúmenes de comercio en el mediano plazo no se encuentra asegurada.

Esto ha llevado a muchos autores a postular la idea de una etapa de quiebre, producto de las políticas comerciales proteccionistas de “*insourcing*”, es decir, de renacionalización de actividades.

Si bien la crisis de 2008-2009 pareció ser rápidamente superada a través de medidas de expansión fiscal y monetaria, el comercio mundial no recobró su dinamismo. Luego, llegada la pandemia, el comercio registró un verdadero derrumbe.

Sin embargo, el principal eje de la “avanzada proteccionista” parece ser el conflicto entre China y EE.UU. El mismo, hasta el momento, ha girado en torno al plano de lo discursivo, sin llegar a representar un cambio concreto en la regulación o la estructura productiva. El caso de las comunicaciones 5G sería el más áspero de esta contienda, que no parece tener tantos frentes abiertos como usualmente se busca presentar.

Parte de ello se debe a que las tendencias que impulsan la organización de la producción a escala global son más profundas y se remontan a la transnacionalización

Impulsando la industria nacional

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



ADIMRA

ASOCIACIÓN DE INDUSTRIALES METALÚRGICOS
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

www.adimra.org.ar

de la producción de firmas norteamericanas al sudeste asiático desde la segunda posguerra. Tales causas son, en parte, el sostén de la actual etapa de capitalismo de hegemonía financiera; por lo tanto, su transformación será más paulatina.

La pandemia ha tomado a todos por sorpresa y que su resultado inmediato (el de largo plazo aún se desconoce) será una gran recesión mundial.

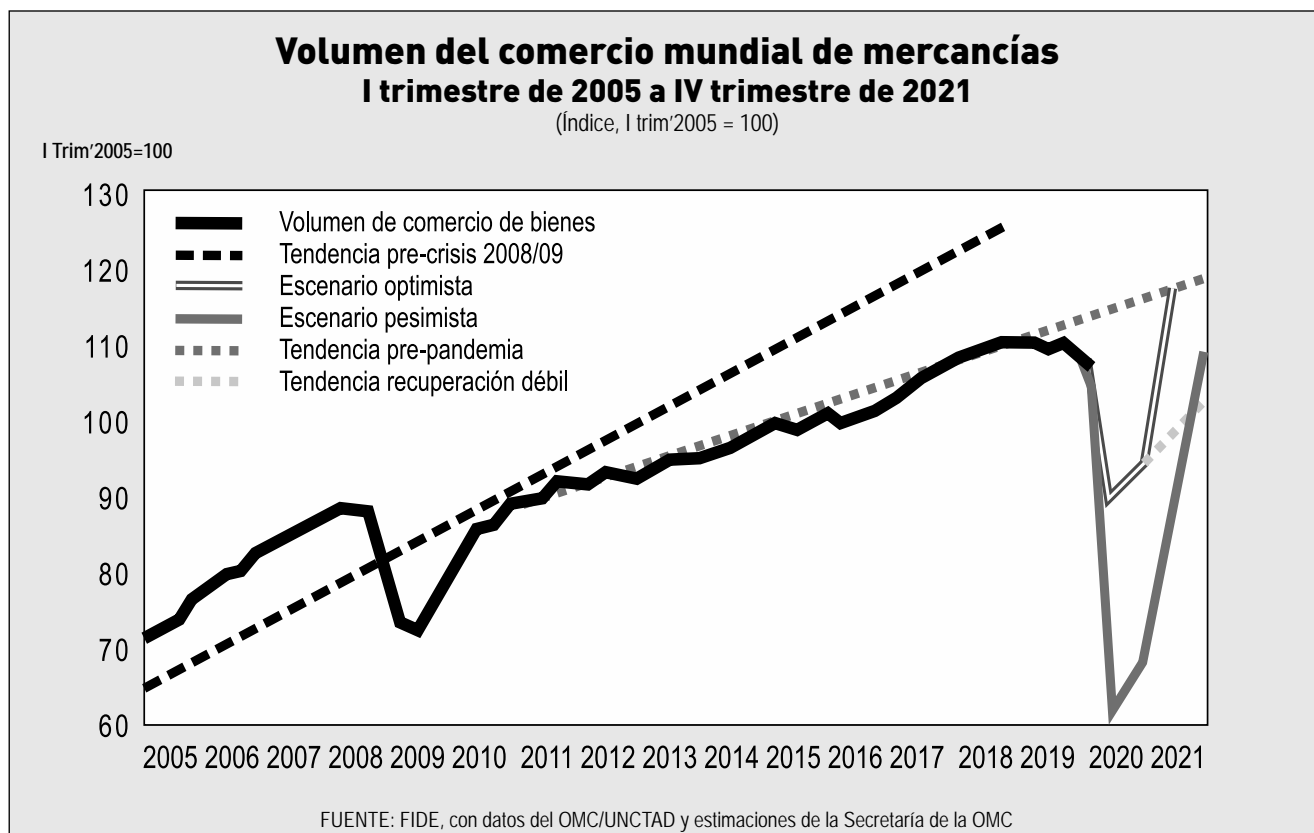
En la década de los '70, con el avance de las nuevas tecnologías, la apertura de China y las preocupaciones por los efectos ambientales de la industria en los centros, la deslocalización de la producción tomó una nueva escala. A medida que cada vez más empresas industriales abandonaban EE.UU. y Europa, el desempleo en los países más desarrollados aumentó, los salarios se estancaron y, con ello, creció la desigualdad en las economías desarrolladas.

Y en este punto es donde comenzó la expansión de las finanzas. En un doble rol. Por un lado, para sostener

el crecimiento en base al mayor endeudamiento, y por el otro, como modo de reciclaje de excedentes que no tenían destino productivo y se acumulaban como riqueza financiera.

La segunda dimensión tiene que ver con la actividad económica. Nadie niega que la pandemia ha tomado a todos por sorpresa y que su resultado inmediato (el de largo plazo aún se desconoce) será una gran recesión mundial. Excluyendo a los trabajadores de las llamadas actividades esenciales, como la salud, la seguridad y la producción y distribución de alimentos, el hecho de que las fuerzas laborales permanezcan paradas supone la evidente caída primero de la producción, es decir de "la oferta", y de la demanda después, tanto por la caída de ingresos que consecuentemente produce el desmoronamiento de la producción, como por el cambio de expectativas inherente a un futuro incierto.

Y si bien se espera que, cuando la oferta se flexibilice, la actividad económica tenga capacidad de respuesta, el nivel de producción difícilmente retorne a los valores previos. Ello se debe a una multiplicidad de razones, entre las que se encuentran los cambios en los patrones de consumo que terminarán afectando la demanda de servicios personales, turismo y espacios recreativos



y de grandes aglomeraciones de personas. Los ciclos recesivos, más aún cuando son de una magnitud como la de este caso, siempre dan lugar a estos procesos de retroalimentación o “multiplicación inversa”.

La tercera dimensión es el rol del Estado. Ya desde el minuto cero del estallido de la crisis se ha registrado una diferencial muy marcada entre países frente a la pandemia. Los países con mayor disciplina social y capacidad de organización estatal, precisamente los mismos que venían “cerrando la brecha” con las economías más desarrolladas, son los que, en lo que va de esta crisis, obtuvieron los mejores resultados, tanto económicos como sociales y humanos. Por el contrario, a los países de mercados desregulados y que han dejado la salud y la actividad económica al margen de las medidas de intervención estatal les ha ido peor. Esto pone en valor el rol de la coordinación y regulación estatal de un modo que antes de la pandemia no se tenía.

La cuarta dimensión del mundo post-pandemia es la desigualdad. Siguiendo los trabajos de Thomas Piketty sobre la evolución de la distribución de los ingresos a lo largo de casi un siglo, se observa que para los países desarrollados tiene “forma de U”. Es decir, partiendo de

Evolución del PIB real de países seleccionados

(en tasas de variación interanual)

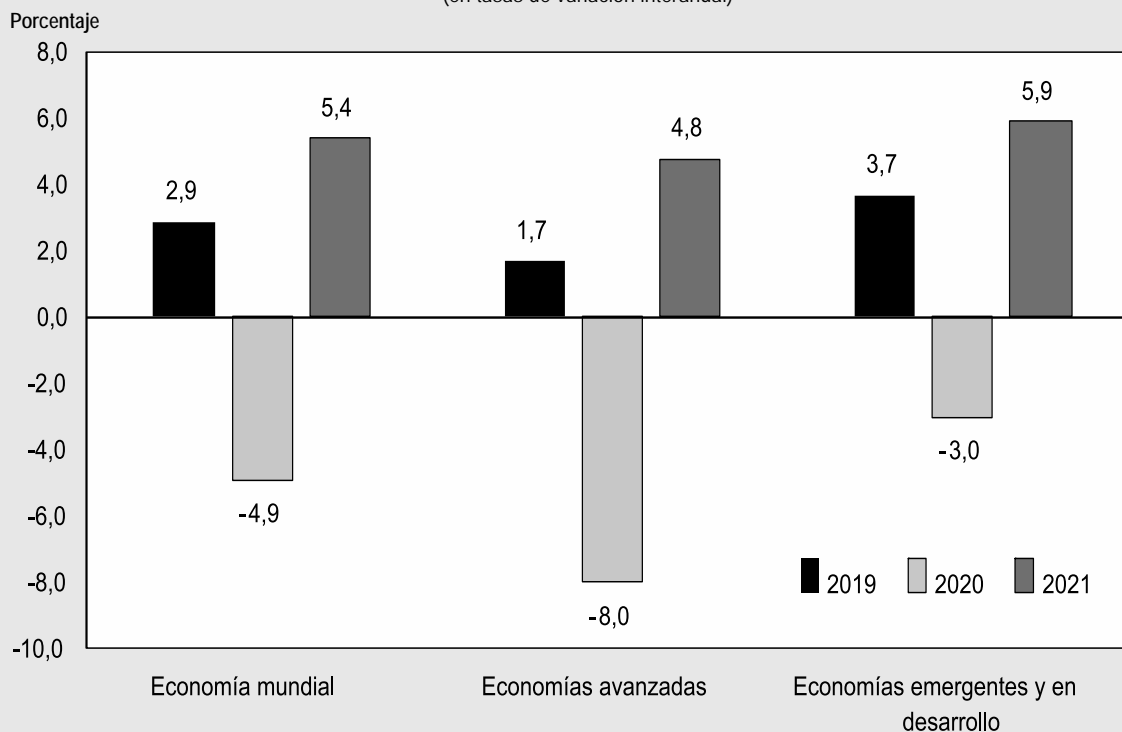
País	2018	2019	2020 (*)
Argentina	-2,5	-2,2	-9,9
Australia	2,8	1,8	-4,5
Brasil	1,3	1,1	-9,1
China	6,7	6,1	1,0
Francia	1,8	1,5	-12,5
Alemania	1,5	0,6	-7,8
India	6,1	4,2	-4,5
Italia	0,8	0,3	-12,8
Japón	0,3	0,7	-5,8
Corea	2,9	2,0	-2,1
México	2,2	-0,3	-10,5
Rusia	2,5	1,3	-6,6
Arabia Saudita	2,4	0,3	-6,8
España	2,4	2,0	-12,8
Turquía	2,8	0,9	-5,0
Reino Unido	1,3	1,4	-10,2
Estados Unidos	2,9	2,3	-8,0

(*) Proyectado.

FUENTE: FIDE, con datos del Informe de Perspectivas de la Economía Mundial, Junio 2020, FMI.

Proyecciones de crecimiento de la economía

(en tasas de variación interanual)



FUENTE: FIDE, con datos de Informe de Perspectivas de la Economía Mundial, Junio 2020, FMI.

niveles elevados, disminuye durante un tiempo y luego vuelve a aumentar.

Tomando como países de referencia a EE.UU., Reino Unido, Francia, Alemania y Suecia, se observa una modesta disminución de la desigualdad acotada a la “edad de oro del capitalismo”. A partir de los años ‘70, este proceso se revirtió fuertemente y la desigualdad volvió a aumentar. En el caso de EE.UU. esta reversión implicó niveles de desigualdad mayores que los de la primera posguerra. En el caso de Europa también se observa una reversión, aunque sus niveles son comparativamente menores que aquéllos.

Se parte de una situación distributiva tan mala que no alcanza solo con la distribución del ingreso, sino que es necesaria una distribución de la riqueza.

Y lo paradójico es que se parte de una situación distributiva tan mala que no alcanza solo con la distribución del ingreso (es decir aumentando salarios a los de abajo e impuestos a los de arriba), sino que es necesaria una distribución de la riqueza, atacando el componente de rentas dentro de los ingresos de los que más ganan.

En un mundo con mayores dificultades económicas, las tendencias pre-existentes generarán que las desigualdades se amplíen, el comercio internacional se retraiga, el crecimiento continúe estancando y la disputa entre Occidente y China se agudice.

El fin de los aislamientos no supondrá automáticamente el crecimiento. Si bien será difícil que los números del año próximo sean peores que los de 2020, la demanda tardará mucho tiempo en alcanzar los niveles pre pandemia. Otra vez, para la velocidad de salida de la recesión será clave el rol de los estados impulsando el gasto y estimulando los consumos, especialmente en los sectores más afectados.

Sin embargo, desde la perspectiva de los países periféricos esto, lejos de desanimarnos, debe funcionar para un aprendizaje.

En el plano de la política económica, podría decirse que una herencia de la pandemia será el descrédito del fiscalismo y las mitologías de los déficits y los estados mínimos. Esto nos trae de vuelta a la política y a la importancia que la heterodoxia siempre otorgó a la determinación histórica de la estructura económica, las instituciones y la organización social sobre la realidad cotidiana y los problemas económicos.



FMI y la emisión especial de DEG: una herramienta clave para enfrentar la turbulencia financiera en la periferia

Más allá de las líneas de crédito de emergencia creadas por el FMI, poco se ha hecho para prevenir los posibles contagios financieros global producto de la crisis del COVID-19.

En especial, países emergentes cuyo tamaño no es tan chico como para verse beneficiados de créditos ni tan grande como para disfrutar de los beneficios de la internacionalización de sus divisas. Este grupo significativo de países de ingreso medio se verá afectado por la retracción de las condiciones financieras y el deterioro de los precios de las materias primas. La pregunta que emerge es si la arquitectura financiera internacional dará una respuesta coordinada para hacer frente a esta situación.

Una medida positiva sería que el FMI ampliara su participación y cumpliera con el rol de coordinador de desequilibrios globales para el que originalmente fue creado.

Una medida positiva sería que el FMI ampliara su participación y cumpliera con el rol de coordinador de desequilibrios globales para el que originalmente fue creado. Como banco central global, podría brindar soporte de liquidez en reserva internacional global para ayudar a los países de ingresos medios y bajos en un momento tan delicado como éste. Algo de ese estilo sucedió durante la crisis financiera de 2008/2009.

En aquel momento el FMI decidió ampliar la circulación de Derechos Especiales de Giro (DEG) para todos los miembros por más de 240 mil millones de dólares (182.500 millones de DEG), o el equivalente al 74% de las cuotas de los países al FMI. En el caso de la Argentina, en 2009 el porcentaje correspondiente de cuota significó el ingreso entre agosto y diciembre de unos 2.400 millones de dólares para sobrellevar la situación.

Como banco central global, podría brindar soporte de liquidez en reserva internacional global para ayudar a los países de ingresos medios y bajos en un momento tan delicado como éste. Algo de ese estilo sucedió durante la crisis financiera de 2008/2009.

Los DEG son equivalentes a las reservas y son sumamente útiles para enfrentar la turbulencia financiera global por dos razones. Primero, pueden ser libremente cambiados por monedas de otros países, como dólares o euros, para cancelar pagos internacionales. Y, segundo, son una forma de obtener financiamiento internacional automática y sin condicionalidades, como si se recurriese a una línea de ayuda tipo *stand-by*.

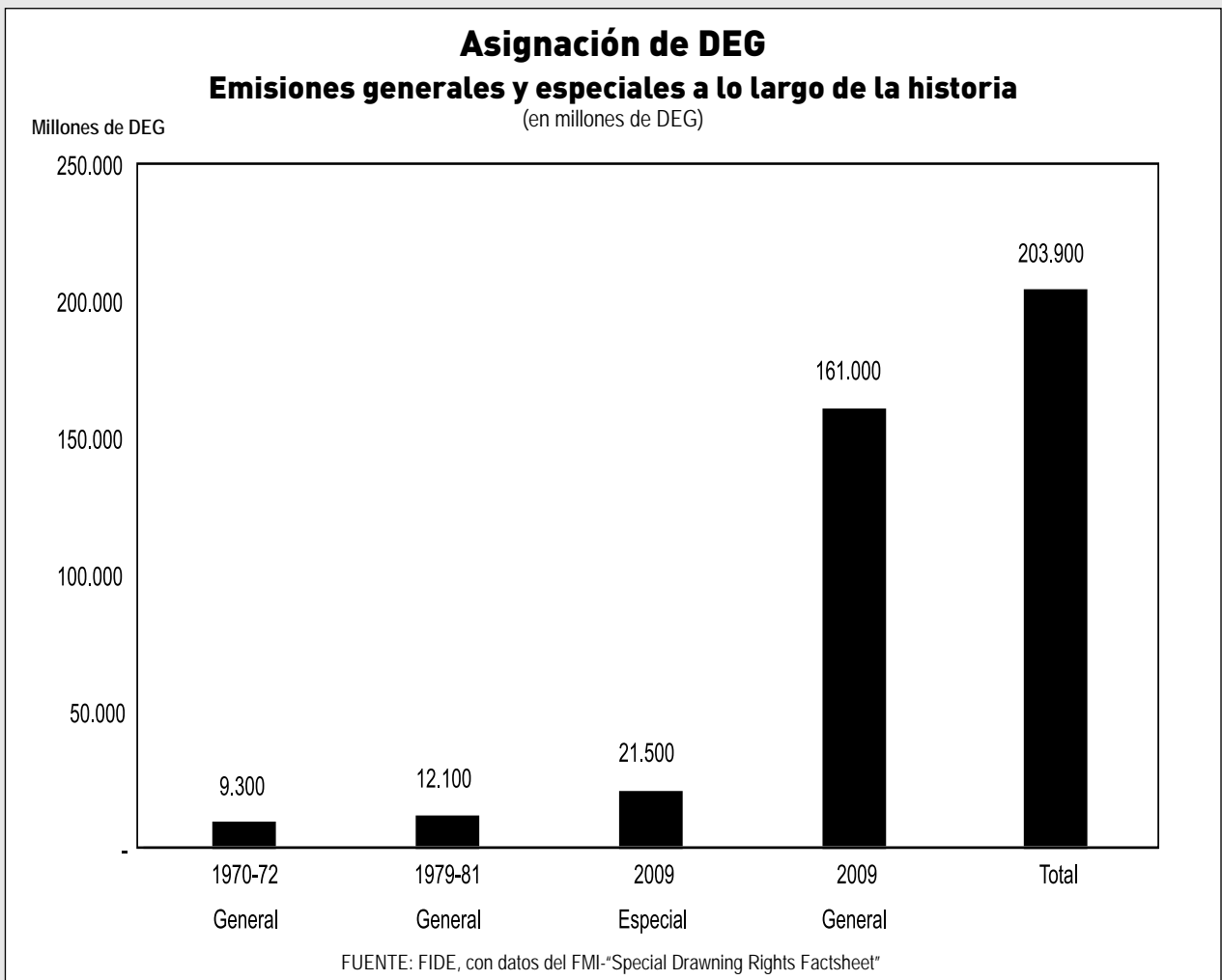
Esta iniciativa es apoyada por los grupos de países de ingreso medio y bajo, como el grupo de países del G24, y fue sugerida en distintas instancias de diálogo internacional, pero no prosperó. Estados Unidos

bloqueó con sus votos cualquier tipo de discusión, frente a la perspectiva de que el dólar perdiera peso en los mercados financieros globales y dado el unilateralismo que el presidente norteamericano viene ejerciendo en cualquier instancia de coordinación internacional. Sin embargo, el tema sigue siendo relevante.

Entre los detractores de expandir los DEG se afirma que son ineficientes para el fin que se pretende alcanzar. Según esta visión, al repartir los DEG según las cuotas de cada país en el FMI, los más beneficiados serán los países más desarrollados, que tienen un mayor porcentaje de las mismas. Por ende, debería buscarse otras alternativas más efectivas, como las líneas de crédito direccionadas.

Ejemplo de ello son las nuevas líneas de crédito de Facilidad Rápida (RCF), de Instrumento Financiero Rápido (RFI) y la del Fondo de contingencia de Alivio de Catástrofe (CCRT). Y están funcionando: hasta el momento 60 países han obtenido financiamiento producto de estas nuevas facilidades rápidas y 26 han registrado condonaciones de deuda.

Sin embargo, volvemos al principio del problema: tal y como están planteadas, las líneas de crédito son préstamos sujetos a revisión y condicionalidad que, por definición, la expansión de DEG no tiene. Asimismo, si hubiese excesos de DEG en países de mayor cuota, los mismos podría volver al FMI a capitalizar la cartera y con ello financiar líneas de créditos existentes u otras nuevas.



Actividad económica provincial Seguimiento de indicadores relevantes

Sector	Unidad	2017	2018	2019	2020					
					Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio
Total nacional										
Comercio interno	Var i.a % ventas	-1,7	-6,2	-11,2	-3,5	-1,1	-48,7	-	-44	-34,8
EMAE	Var i.a %	2,8	-2,5	-2,2	-1,9	-2,4	-11,5	-26	-20,6	-2,2
Dem. eléctrica	Miles de MHW	38.256	37.764	36.398	2.973	2.919	2.844	2.256	2.337	-
	Var i.a %	2,01	-1,29	-3,62	-1,6	-0,8	-7,5	-25,6	-23,5	-
Capital Federal										
Autos	Miles de patentamientos	137	108	82	8,0	4,8	3,3	0,54	3,19	6,62
	Var i.a %	18,8	-41,0	-8,1	-17,6	-31,2	-51,3	-92	-51	6
Motos	Miles de patentamientos	137,03	128,31	81,31	7,85	4,74	3,26	0,54	1,21	1,78
	Var i.a %	19	-32	-20	-19	-32	-52	-92	-81	55
Viviendas	Miles de escrituras	63,39	55,89	33,41	1,39	1,42	1,40	0,01	0,68	1,41
	Var i.a %	41	-12	-40	-31,5	-33,8	-48,8	-99,7	-79	-48
Turismo	Miles de viajeros	6.349	6.334	6.334	800	522	303,593	8,4	-	-
	Var i.a %	9,3	-0,2	-4,1	-2,5	-7,9	-46	-98	-	-
Buenos Aires										
Metalmecánica	Var i.a %	0,3	7,5	-10,4	-8,8	-9,8	-26,3	-49,7	-41	-
Cemento	Miles de tn.	2.994	2.885	2.776	192	178	116	6,15	128	159
	Var i.a %	7,1	-19,5	-6,9	-15,7	-22,5	-51,0	-97,4	-48	-22
Autos	Miles de patentamientos	287,75	242,87	134,05	12,86	8,10	5,43	1,16	5,8	10,20
	Var i.a %	5,9	-42,7	-28,6	-30	-30	-52	-89	-45	-4,5
Motos	Miles de patentamientos	287,3	240,9	133,7	12,8	8,1	5,4	1,2	4,58	6,08
	Var i.a %	6	-43	-28	-30	-30	-52	-89	-57	14
Trigo (1)	Mill. de ha. sembradas	1,8	2,0	2,6	...	...	...	...	...	...
	Var i.a %	12,1	15,3	27,6	...	...	...	...	...	...
	Mill. de tn. producidas	5,8	7,4	9,5	...	...	...	...	...	...
	Var i.a %	26,1	27,4	28,1	...	...	...	...	...	...
Molienda trigo	Miles de tn.	2881	2739	2857	266,4	250,1	252,0	261,36	279	255
	Var i.a %	-53,8	-5,6	0,2	19,8	18,5	2,0	0,1	0,1	-8,3
Soja (1)	Mill. de ha. sembradas	6,19	5,69	5,63	...	...	...	...	...	...
	Var i.a %	-10	-8	-1,1%	...	...	...	...	...	...
	Mill. de tn. producidas	17,5	12,6	13,1	...	...	...	...	...	...
	Var i.a %	-10	-28	4	...	...	...	...	...	...
Aceite de soja	Miles de litros	471	299	289	10	8,6	6,1	18,37	34	38,9
	Var i.a %	-15	-83	216	18	-71	-63	-29	19	-3,3
Aceite de girasol	Miles de litros	636	626	741	10	23	84	86	74	70
	Var i.a %	-11,0	-6,7	30,1	-59,0	22,2	7,0	-23	-0,02	0,02
Carne vacuna (2)	Miles de cabezas faenadas	4.416	4.708	4.871	398,5	353,6	381,8	406,3	398	416
	Var i.a %	7,6	6,6	3,5	0,7	2,1	7,0	8,2	-3,3	10
Viviendas	Miles de escrituras	128,35	119,63	83,63	2,50	3,18	3,34	0,0	0,41	1,90
	Var i.a %	23,9	-6,8	-30,1	-20,8	-27,4	-44,1	-100,0	-94,7	-70,7

(1) Estimaciones en base a la Bolsa de Comercio de Rosario (BCR). (2) Estadísticas nacionales, % de variación provincial. (-) Próxima a publicar.

FUENTE: FIDE con datos de fuentes oficiales y privadas.

FIDE

La reproducción total o parcial del contenido de esta revista está permitida únicamente indicando a FIDE como fuente.

Las notas de opinión reflejan la posición de sus autores, y no necesariamente la de la Fundación.

Fotomecánica e Impresión: Altuna Impresores - Doblas 1968. CABA



#QuedateEnCasa

Hacé tus operaciones desde
nuestra App y Home Banking.

