

# FIDE Coyuntura y Desarrollo

**El primer año del nuevo gobierno. Incertidumbre por la segunda ola. La urgencia cambiaria se ha disipado. La economía real. Deuda de las provincias: ¿en qué situación se encuentra cada negociación? Acuerdo de Facilidades Extendidas: la importancia de posponer vencimientos. Proyecciones 2021. Victoria demócrata en EEUU: ¿qué esperar?**

***Escribe: Jan Kregel***

## Datos básicos de la economía argentina

	2020				
	I trim.	II trim.	III trim.	Octubre	Noviembre
P.I.B Total (% igual período del año anterior)	-5,2	-19,1	-13,2	s/i	s/i
P.I.B Total (% igual período del año anterior)	-5,2	-19,1	-10,2	s/i	s/i
P.I.B Agropecuario (% igual período del año anterior)	-5,2	-10,7	-2,5	s/i	s/i
P.I.B Industria (% igual período del año anterior)	-6,3	-20,8	-5,3	s/i	s/i
Formación bruta de capital fijo (% igual período del año anterior)	-18,1	-38,4	-10,3	s/i	s/i
P.I.B Total (en millones de pesos corrientes)	24.791.233	23.436.530	27.147.368	s/i	s/i
Tipo de cambio nominal (peso/dólar)	63,94	70,15	78,46	83,13	85,48
Exportaciones (millones de dólares)	13.213	14.176	14.552	4.616	s/i
Importaciones (millones de dólares)	9.904	9.388	11.087	4.004	s/i
Saldo comercial (millones de dólares)	3.309	4.788	3.465	612	s/i
Balance de la cuenta corriente (en millones de dólares)	252	2.824	s/i	s/i	s/i
Deuda externa (millones de dólares)	349.236	349.481	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio (2004=100)	131,3	125,8	131,2	s/i	s/i
Total reservas internacionales (millones de dólares)	43.561	43.242	41.379	38.856	38.652
Base monetaria(en millones de pesos)	1.941.047	2.149.123	2.313.178	2.318.890	2.227.275
M1(en millones de pesos)	2.032.253	2.699.718	2.924.201	2.998.289	3.074.467
M2(en millones de pesos)	2.970.426	3.910.202	4.130.132	4.237.214	4.403.879
M3(en millones de pesos)	4.825.133	6.170.954	6.916.401	7.044.916	7.170.133
Tasa de interés activa(efectiva anual,%)	44,4	21,5	21,1	27,3	32,3
Tasa de interés pasiva para ahorristas(efectiva anual,%)	31,9	24,4	29,0	30,1	32,2
Recaudación tributaria (en millones de pesos)	1.442.615	1.444.157	1.777.746	642.104	648.976
Resultado primario (en millones de pesos)	-155.991	-733.814	-412.204	-81.627	s/i
Intereses de la deuda (en millones de pesos)	168.710	129.019	134.458	31.069	s/i
Resultado financiero (en millones de pesos)	-324.701	-862.833	-546.662	-112.696	s/i
Precios al consumidor (en tasa de variación)	7,9	5,3	7,6	3,8	3,2
Precios al por mayor (en tasa de variación)	3,6	2,8	11,7	4,7	s/i
Precios costo de la construcción (en tasa de variación)	10,4	1,6	7,8	3,7	s/i
Tasa de actividad (% de la población total)	47,1	38,4	-	-	-
Tasa de empleo (% de la población total)	42,2	33,4	-	-	-
Tasa de desocupación (% de la PEA)	10,4	13,1	-	-	-
Tasa de subocupación (% de la PEA)	11,7	9,6	-	-	-

(\*) 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 - 2° Piso, C1003ABT  
Buenos Aires. Tel. 4313-9494 / 5137

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

**Diciembre 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)  
Ana María Marcó del Pont

### CONSEJO ASESOR

Carlos Tomada  
Carlos Heller  
Héctor Recalde  
Jorge Taiana  
Juan Carlos Lascurain

### CUERPO DE INVESTIGADORES Y EQUIPO TECNICO

#### Economista Jefe

Nicolás Hernán Zeolla

#### Base de datos

Adriana Solano

#### Analistas

Agustín Romero  
Lucía Sanchez Barbieri

#### 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

### A modo de balance

*En el repaso de un año donde la economía mundial transitó una crisis cuya naturaleza tiene pocos precedentes, es importante subrayar que en nuestro país el estrago de la pandemia se extendió sobre una economía real profundamente dañada y con el frente externo muy comprometido. En ese escenario, la gestión del nuevo gobierno debió articular el objetivo de la estabilización monetario-cambiaría con la urgencia por amortiguar el impacto de la pandemia sobre el tejido social, las capacidades productivas y el empleo.*

*Desde nuestro punto de vista, habría sido imposible abordar ambos desafíos con relativo éxito si no se hubiera adoptado una serie de decisiones que permitieron recuperar importantes grados de soberanía de la política económica. Las mismas supusieron un drástico cambio de orientación respecto a la estrategia que había desembocado en la crisis de 2018-19.*

*En primer lugar, cabe mencionar la importancia de la vigencia de regulaciones cambiarias como condición necesaria para la estabilización. De hecho, en un año tan difícil ese resorte le permitió al BCRA administrar la escasez de divisas y conjurar la profecía autocumplida de la devaluación agitada desde "el mercado". La tranquilidad del dólar contribuyó de manera relevante a la desaceleración en el ritmo de inflación.*

*Para despejar el horizonte externo, la reestructuración de la deuda con el sector privado constituyó otro hito importante. Se negociaron condiciones consistentes con la recuperación de la capacidad de repago que descomprimieron enormemente los requerimientos de divisas para hacer frente a los servicios de la deuda.*

*La recuperación del financiamiento del BCRA al Tesoro constituyó, a su turno, el mecanismo a partir del cual pudo desplegarse una política fiscal anticíclica pocas veces practicada en nuestra historia. La contracara en términos de la presión que esa liquidez, en su afán por dolarizarse, ejerció sobre los mercados alternativos, fue progresivamente abordada a través de un manejo más consistente de las tasas de interés, de la reaparición del sector público como colocador de deuda en pesos y de modificaciones en la regulación del mercado de títulos.*

*El uso que la autoridad monetaria hizo de su facultad para regular las tasas de interés permitió armonizar el objetivo de mejorar la remuneración de los ahorros depositados en el sistema y garantizar financiamiento al sector privado a costos razonables. Si bien hay un largo camino por recorrer para desarmar el andamiaje bimonetario sobre el que funciona la economía argentina, aparecen algunas tendencias positivas, como la relativa remonetización o bien la reaparición de instrumentos de ahorro en pesos dirigidos a financiar producción e inversión.*

*La lista es más larga. Quisimos sintetizar algunos datos de la realidad que nos permiten ser optimistas respecto al futuro. Ciertamente es que la última palabra todavía la tiene el devenir de la pandemia, pero la salida de la vacunación parece estar más cerca. De ser así, los desafíos del 2021 en términos de estabilidad, crecimiento, empleo y mejora en las condiciones sociales, enfrentarán previsiblemente un marco donde volverán a aparecer las tensiones del cambio de ciclo, tanto en materia de sector externo como de puja distributiva.*

*El Gobierno ya ha anticipado que las prioridades en temas estructurales, en materia de equidad distributiva, industrialización, desdolarización o autoabastecimiento energético, entre otros, integrarán la agenda de negociación con el FMI. La generación de consensos amplios entre los distintos actores económico-sociales y la unidad hacia el interior de la coalición gobernante aparecen como condiciones de borde para encarar la enorme tarea de la reconstrucción.*

# Usá nuestros canales electrónicos

Ópera por cajeros automáticos, Home Banking y App Banco Nación.



**Mirá nuestros tutoriales paso a paso.**

Buscanos como Banco Nación en YouTube o escaneá el siguiente código QR con tu celular.



bna.com.ar  
0810 666 4444

Seguinos en    



**Banco Nación**

# ANÁLISIS DE LA COYUNTURA

## La crisis del “gran apagón global”

### Incertidumbre frente a la segunda ola

La economía del año 2020 estuvo marcada por una de las crisis económicas más profundas de que se tenga memoria.

Según estimaciones de los organismos internacionales, el PIB mundial de este año registrará caídas de al menos un 4,4%, haciendo que la baja de la producción de 2020 sea solo comparable con la crisis de 1930. Lo mismo sucederá con América Latina, donde se espera que este año cierre con desplomes del PIB del 8,1%. A nivel doméstico, la Argentina registrará caídas en la actividad mayores del 10%, lo que hace al 2020 solo comparable con 2001, uno de los trances más graves de nuestra historia.

Esta no es una crisis económica usual, sino de una crisis sanitaria que ha impactado en la economía y la vida de todas las personas. Debido a ello, existen muchas particulares para tener en cuenta.

En primer lugar, las cuarentenas sanitarias como forma exclusiva de combate del virus. Esto es lo que le ha dado nombre a la pandemia del COVID19 como la crisis del “gran apagón global”, pues incluyó el cierre de ramas productivas enteras y derrumbes inéditos de los niveles de consumo.

En segundo lugar, la escala global. En mayor o menor medida, casi todos los países del mundo han tenido que

tomar medidas de aislamiento, provocando un derrumbe simultáneo en la demanda doméstica y externa. Aún aquellos países que han logrado mantenerse con bajos contagios y bajas restricciones, han sufrido un impacto severo mediante otros canales, como la retracción de flujos financieros, comercio internacional o turismo.

En tercer lugar, la crisis aún no tiene fecha de finalización. Muestra de ello es lo que sucede en los países del hemisferio norte. Con la llegada del invierno, Europa, EE.UU., Canadá y otros han debido tomar nuevas medidas de restricción a la circulación de personas y actividades económicas, producto de la segunda ola de contagios.

Y aunque ya existen vacunas efectivas y han comenzado las campañas de vacunación generalizada, la misma no estará disponible para todos los países de manera simultánea, lo que terminará afectando la recuperación. Y si bien en materia de prevención, testeo y rastreo de casos se cuenta con más información e infraestructura que al comienzo de la pandemia, el escenario continúa siendo incierto.

En cuarto lugar, y a pesar de todo lo anterior, la experiencia reciente demuestra que una vez flexibilizadas las restricciones sobre la oferta, las economías responden regresando rápidamente a los niveles de actividad pre-cuarentena.

Sin embargo, aparecen heterogeneidades regionales. Por un lado, está China. El país asiático ha mantenido la segunda ola de contagios bajo control, lo que le ha permitido escapar a la necesidad de imponer nuevas restricciones. A causa de ello será uno de los pocos países del mundo que cerrará 2020 con crecimiento positivo y tendrá una dinámica muy favorable en 2021. Según estimaciones del FMI, la economía china crecerá un 1,9% este año y un 8,2% en el venidero.

Por otro lado, está la economía brasileña. Para fines del 2020 viene recortando caídas de manera sostenida, en un sendero de recuperación bastante más rápido que los de Europa y EE.UU.

Para el tercer trimestre, la economía brasileña registró una caída del PIB del 3,9% i.a., revirtiendo el derrumbe de 10,9% i.a. del trimestre anterior. Además, ya para septiembre último la actividad industrial brasileña registró un crecimiento anual del 1,5%.

Y si bien aún resta observar el impacto sobre el hemisferio sur del nuevo pico de contagios, Brasil es el principal socio comercial de la Argentina y un gran determinante de nuestro ciclo de actividad, especialmente el industrial.

### El balance del primer año de gobierno

En este contexto, se cumple un año de un nuevo gobierno en la Argentina. En el número de diciembre de 2019 de FIDE analizábamos los desafíos que enfrentaría la nueva gestión. Allí se advertía lo delicado de la situación heredada. Sin embargo, en ningún caso pensamos que 2020 depararía un escenario aún peor del que se podía prever.

A la “pandemia neoliberal” heredada del gobierno anterior se sumó la pandemia real de la economía global,

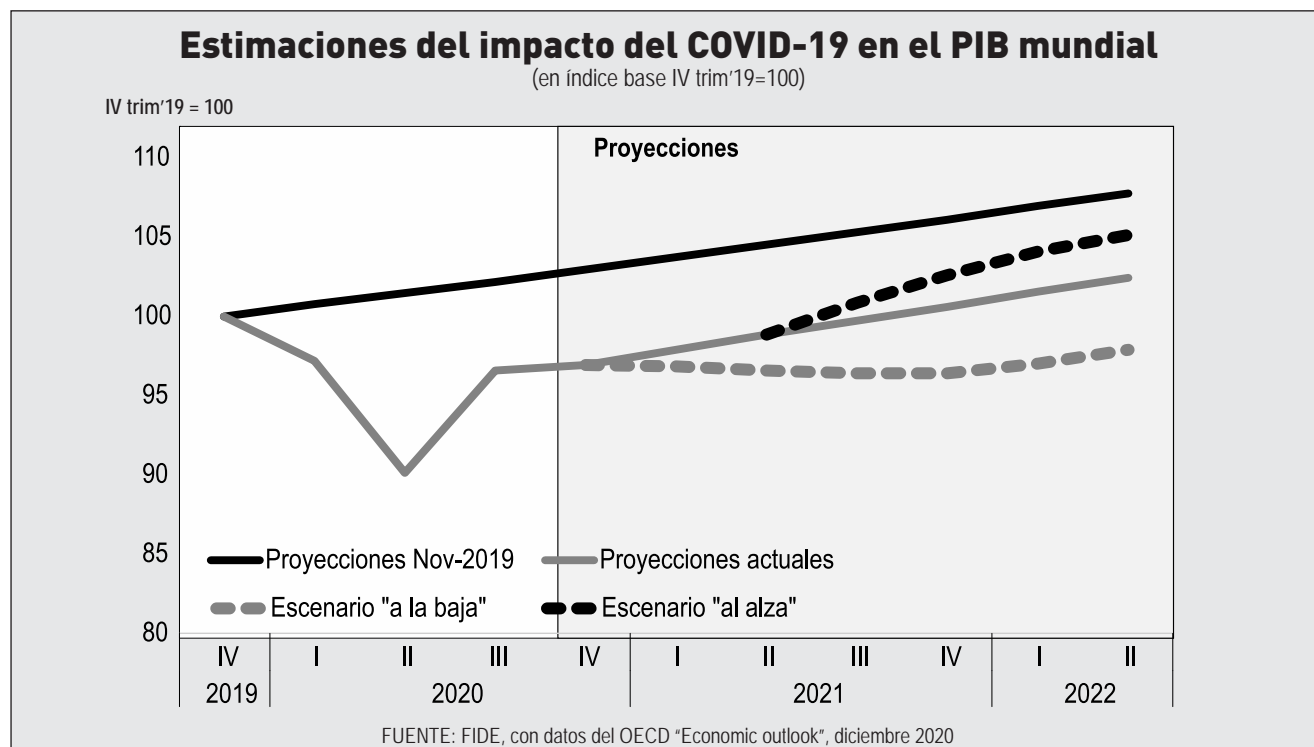
haciendo que el rumbo delineado inicialmente debiera ajustarse a una hoja de ruta para la cual ningún país del mundo estaba preparado.

A grandes rasgos, podríamos decir que el Gobierno atravesó 4 etapas. La primera de ellas va desde de diciembre de 2019 hasta la segunda semana de marzo. Durante este lapso el Plan de gobierno fue el de sentar las bases para el crecimiento; de alguna manera, en espejo a lo actuado por el neoliberalismo en la etapa anterior.

Entre las tareas pendientes se encontraban la estabilidad cambiaria, la deuda reperfilada, la recomposición de ingresos de los sectores más vulnerables (como jubilados y personas precarizadas), las tarifas, los créditos UVA, la reestructuración de deuda con bonistas privados, la negociación con el FMI, la inflación y el desempleo. Y estos eran solo los desafíos de corto plazo.

La Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva, sancionada a poco de asumir, marcaba este rumbo.

Desde lo social, se otorgaron bonos a jubilados y la tarjeta alimentaria. Desde lo tributario, se frenó la reforma que suponía bajas en bienes personales, ganancias y contribuciones patronales; se subieron retenciones y se implementó el impuesto PAIS para la compra de dólares para ahorro y turismo en el exterior. Estas últimas dos medidas, además, tuvieron un rol central sobre el sector externo y lo distributivo, al ampliar el esquema



de regulación cambiaría mediante la diferenciación del tipo de cambio desde lo fiscal, abaratando alimentos y encareciendo viajes al exterior.

Llegado marzo, la economía estaba testeando el piso de actividad y se abría un horizonte para empezar a pensar la recuperación y encarar los desafíos de mediano plazo del desarrollo nacional.

Al mismo tiempo, se estaban delineando trayectorias de mediano plazo como la nueva Ley del Conocimiento, la Ley de Hidrocarburos, la institucionalización del Consejo Económico y Social para servir de ámbito permanente para el diálogo entre los sectores del trabajo y la producción, y se habían iniciado conversaciones con acreedores privados y el FMI para la reestructuración de la deuda.

Sin embargo, a partir de la tercera semana de marzo la hoja de ruta debió adaptarse rápidamente, a causa del estallido de la pandemia. Desde entonces podríamos decir que se inicia para el Gobierno una segunda etapa, caracterizada por la respuesta inicial frente a la nueva situación.

En esta segunda fase, y contra-reloj, debieron tomarse las medidas de cuarentena generalizada para evitar la saturación del sistema de salud, a la par que se tuvo que

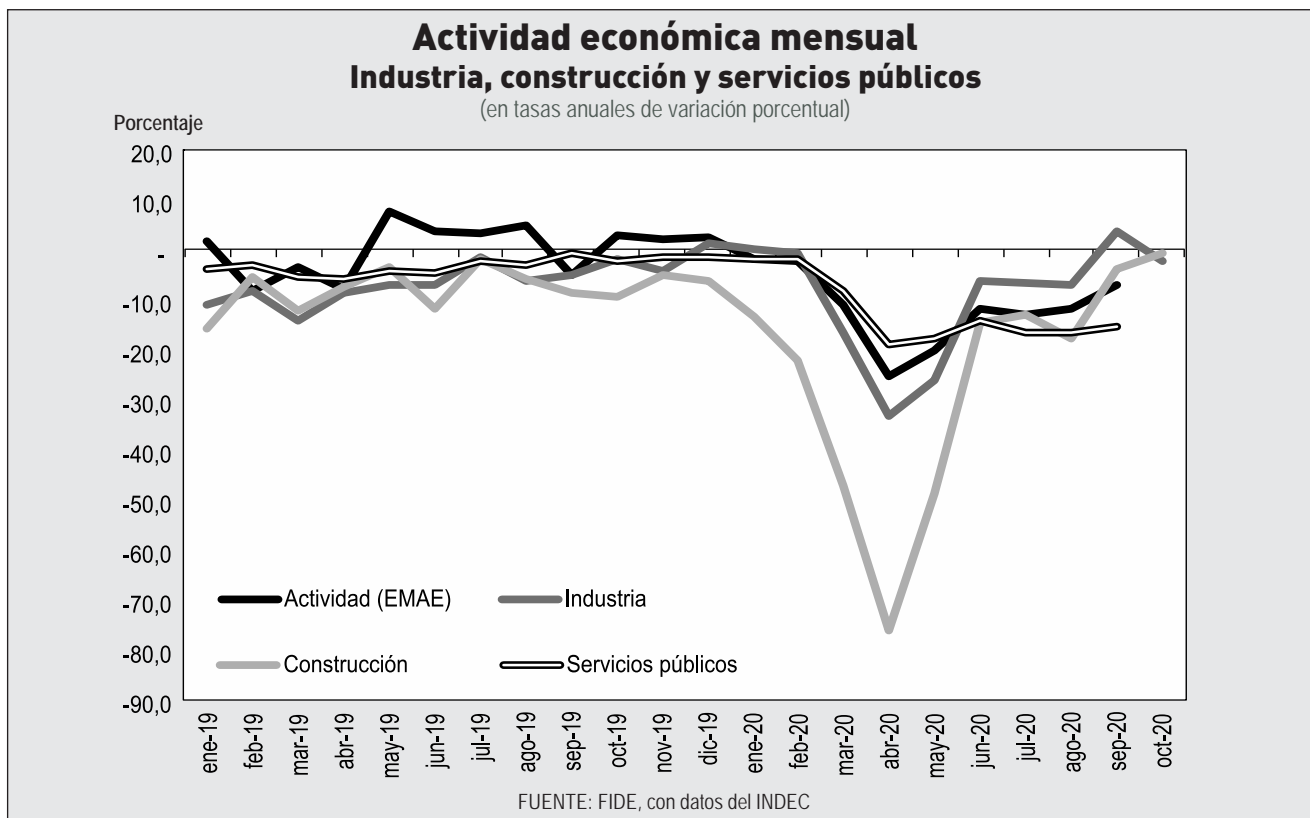
armar un dispositivo de emergencia económica que diera apoyo al aparato productivo y protegiera con urgencia la situación de los más necesitados.

Frente a la parálisis de actividades no esenciales, el Estado asumió un rol central para evitar la quiebra del aparato productivo, la ruptura en las cadenas de pagos y la desprotección de los más vulnerables, que no gozan de sistemas de cobertura social tales que les permitan seguir contando con un ingreso si se ausentan de su trabajo.

Instrumentos como el IFE, el ATP y los créditos flexibles se implementaron durante esta etapa y tuvieron esta finalidad. Junto a ello, los bonos a jubilados de la mínima y AUH, el refuerzo de partidas alimentarias y las obras de infraestructura sanitaria fueron medidas que debieron tomarse y que no estaban en ningún plan original.

Pasada la fase más cruda de la cuarentena, a partir de julio, se inicia una tercera etapa en el Gobierno. Durante la misma los programas de emergencia continuaron, mientras distintas ciudades pasaban del aislamiento obligatorio al distanciamiento, a pesar de que el AMBA continuaba con una paulatina flexibilización.

En agosto, como un hito muy relevante de esta etapa y este año, el Gobierno logró un acuerdo con los





# #QuedateEnCasa

Hacé tus operaciones desde  
nuestra App y Home Banking.



BANCO HIPOTECARIO S.A. CUIT N° 30-50001107-2. RECONQUISTA 151 CABA.

principales tenedores de deuda, agrupados en los grupos más hostiles de bonistas. En septiembre se cerró la reestructuración con la emisión de títulos, que implicó un canje del 99% de la totalidad de pasivos elegibles.

Este proceso de reestructuración tuvo como resultado condiciones financieras muy favorables para nuestro país. Permitió obtener un período de gracia que implicó liberar 56 mil millones de dólares de vencimientos para los próximos 4 años y una quita equivalente al 27% del total de pagos corrientes.

A partir noviembre, podríamos decir que comienza una cuarta etapa, que se inicia con la disminución de la curva de contagios en el AMBA y continúa hasta la actualidad. Durante estos meses se permitió el tránsito del aislamiento al distanciamiento social en casi todo el país, un relajamiento en las restricciones y la apertura de cada vez más actividades, incluyendo entretenimiento y turismo desde el exterior.

Como producto de ello, se observaron las primeras señales de rebote económico, especialmente en algunas ramas industriales y la construcción, aunque aún es pronto para hablar de recuperación.

La quinta etapa, aún sin fecha clara de inicio, debería ser la de la vuelta a la normalidad, a partir de la cual el Gobierno pueda retomar la hoja de ruta diagramada inicialmente.

## Sector externo: la urgencia cambiaria se ha disipado

La presión sobre el sector externo se ha desvanecido. La intervención directa para administrar la brecha cambiaria en el mercado de dólar MEP, en combinación con una mayor sintonía fina regulatoria y la suba de tasas, logró desinflar las expectativas y correr al dólar del centro de la escena. Sin embargo, las causas que dieron origen a las presiones del sector no han desaparecido.

Como analizamos en números anteriores, desde julio se ha venido observando una serie de componentes puntuales que presionaron sobre las reservas.

Y aquí se conjugaron aspectos coyunturales y estructurales. Desde lo financiero, apareció la presión de fondos del exterior por salir de sus activos en pesos. Desde la economía real, la demanda de dólares para pagos de importadores, dólar ahorro y el comportamiento especulativo de los exportadores.

En el caso particular de los importadores, la tasa de interés bancaria de casi 20 puntos porcentuales por debajo de la devaluación desde abril permitió a las empresas financiarse muy barato en pesos y adelantar pagos de deuda y compras al exterior, bajo la expectativa de un encarecimiento del tipo de cambio en el corto plazo. El resultado fue una mayor demanda de reservas por canales comerciales.

## Medidas de política económica como respuesta al COVID-19

	Millones \$	% sobre total	% PIB
Ingreso Familiar de Emergencia – IFE (3 cuotas)	268.630	24,0%	1,0%
Salario Complementario - ATP (8 cuotas)	261.000	23,3%	0,9%
Relaciones con Provincias y Desarrollo Regional (ATN)	65.730	5,9%	0,2%
Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial	60.000	5,4%	0,2%
Fomento del Sistema de Garantías (FOGAR)	56.000	5,0%	0,2%
Asistencia Financiera a Provincias y Municipios	50.000	4,5%	0,2%
Políticas Alimentarias	42.788	3,8%	0,2%
Transferencias al PAMI	19.000	1,7%	0,1%
Otros Gastos Ministerio de Salud	17.578	1,6%	0,1%
Bono de \$5.000 para el personal de la salud	12.066	1,1%	0,0%
resto (25 conceptos)	160.459	14,3%	0,6%
Reducción de impuestos (contribuciones patronales, ganancias)	108.000	9,6%	0,4%
Total presupuesto	1.121.251	100,0%	4,1%
Anuncios de "Plan de obra publica"	84.000		0,3%
Creditos BCRA	438.000		1,6%
<b>Total fiscal y monetario</b>	<b>1.643.251</b>		<b>6,0%</b>

FUENTE: FIDE en base a "Anexo modificación presupuestaria 2020" y anuncios oficiales

En cuanto a los exportadores, el financiamiento barato les permitió cubrir sus necesidades de corto plazo mientras posponían la venta de los stocks, especialmente los productores agropecuarios. Tal hecho se transformó en una especie de subsidio a posicionarse sobre un activo “dollar linked”, como son los granos de soja. Como resultado, la oferta de divisas también disminuyó.

***A partir de julio se implementaron medidas y ampliaron regulaciones para enfrentar estos problemas. Las medidas han sido efectivas. Esto se refleja en distintos indicadores sobre la dinámica reciente del sector externo..***

De algún modo, el desajuste de la devaluación versus tasa de interés fue lo que produjo esta coyuntura tan especial que generó que las reservas no se recompongan en la medida de la caída de la actividad.

En el caso de los fondos del exterior, se trata de grandes inversores que habían ingresado al país durante el gobierno anterior, comprando bonos en pesos en búsqueda de las “super tasas” del carry trade. Luego de la devaluación, el reperfilamiento y el control de cambios, el precio de estos bonos se derrumbó y sus inversiones quedaron “atrapadas”. Con el objetivo de poder recuperar liquidez y salir de los activos argentinos,

presionaron sobre los bonos y al alza sobre el dólar contado con liquidación.

A partir de julio se implementaron medidas y ampliaron regulaciones para enfrentar estos problemas. Las medidas han sido efectivas. Esto se refleja en distintos indicadores sobre la dinámica reciente del sector externo.

Por el lado del dólar ahorro, la exclusión del dólar ahorro para los beneficiarios de planes sociales, los ATP y el refinanciamiento de créditos a tasa subsidiada. Por el lado de los importadores, requerimientos de reestructuración de deudas comerciales pasadas y la imposibilidad de importadores de bienes finales a acceder a créditos a tasas subsidiadas. Por el lado de los fondos del exterior, se llevaron a cabo canjes especiales para darles salida a los inversores.

En cuanto a los pagos de deuda comercial, el desajuste que existía entre los registros de Aduana y los pagos de importaciones por el adelantamiento de deuda de importadores continúa disminuyendo.

Según información del balance cambiario, para el mes de octubre, y en comparación con los datos de importaciones de ICA Aduana para el mismo período 2019, las diferencias se ubican en torno a los 450 millones de dólares. En abril estas diferencias llegaron a ser más de 1.100 millones de dólares.

## Valores, precios y cantidades de las exportaciones e importaciones

(en tasa de variación respecto a igual período del año anterior)

	Octubre de 2020			10 meses de 2020		
	% igual período año anterior			% igual período año anterior		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
Exportación	-21,6	2,4	-23,5	-13,5	-3,8	-10,2
Productos primarios (PP)	-34,4	3,6	-36,7	0,8	-0,6	1,3
Manufacturas de origen agropecuario (MOA)	-4,2	5,6	-9,2	-7,9	0,3	-8,1
Manufacturas de origen industrial (MOI)	-23,7	-0,3	-23,5	-30,7	-3,6	-28,1
Combustibles y energía (CyE)	-56,7	-27,9	-39,8	-28,4	-36,0	12,0
Importación	-2,8	3,2	-5,8	-19,3	-3,5	-16,3
Bienes de capital (BK)	-10,9	-2,6	-8,5	-20,7	-1,6	-19,4
Bienes intermedios (BI)	14,1	4,6	9,2	-7,2	-7,0	-0,3
Combustibles y lubricantes (CyL)	-36,3	-36,7	1,1	-39,3	-24,9	-19,1
Piezas y accesorios para bienes de capital Py-A)	-21,1	6,2	-25,6	-32,8	1,8	-34,0
Bienes de consumo (BC)	-7,7	1,6	-9,1	-7,8	1,3	-8,9
Vehículos automotores de pasajeros (VA)	50,4	-5,7	59,8	-39,7	-5,2	-36,5
Resto	82,6	-	-	28,1	-	-

FUENTE: FIDE, con datos del INDEC.

En cuanto al dólar ahorro, también continúa la baja en la cantidad de individuos que concurrieron al mercado de divisas. Según información del balance cambiario del BCRA sobre compradores de dólar ahorro para el mes de octubre, 1,1 millones de personas concurrieron al mercado a adquirir el cupo de 200 dólares por mes, lo que equivalió a una demanda de dólar ahorro neta por 237 millones. Y si bien ésta continúa siendo una cifra elevada, los compradores fueron un 75% menos que el promedio de los que demandaron la divisa durante los meses de julio a septiembre.

El gran desafío que tiene el Gobierno en el corto plazo es lograr fortalecer el nivel de reservas internacionales. Y si bien la baja transitoria de derechos de exportación logró apuntalar la oferta de divisas, el efecto es aún modesto.

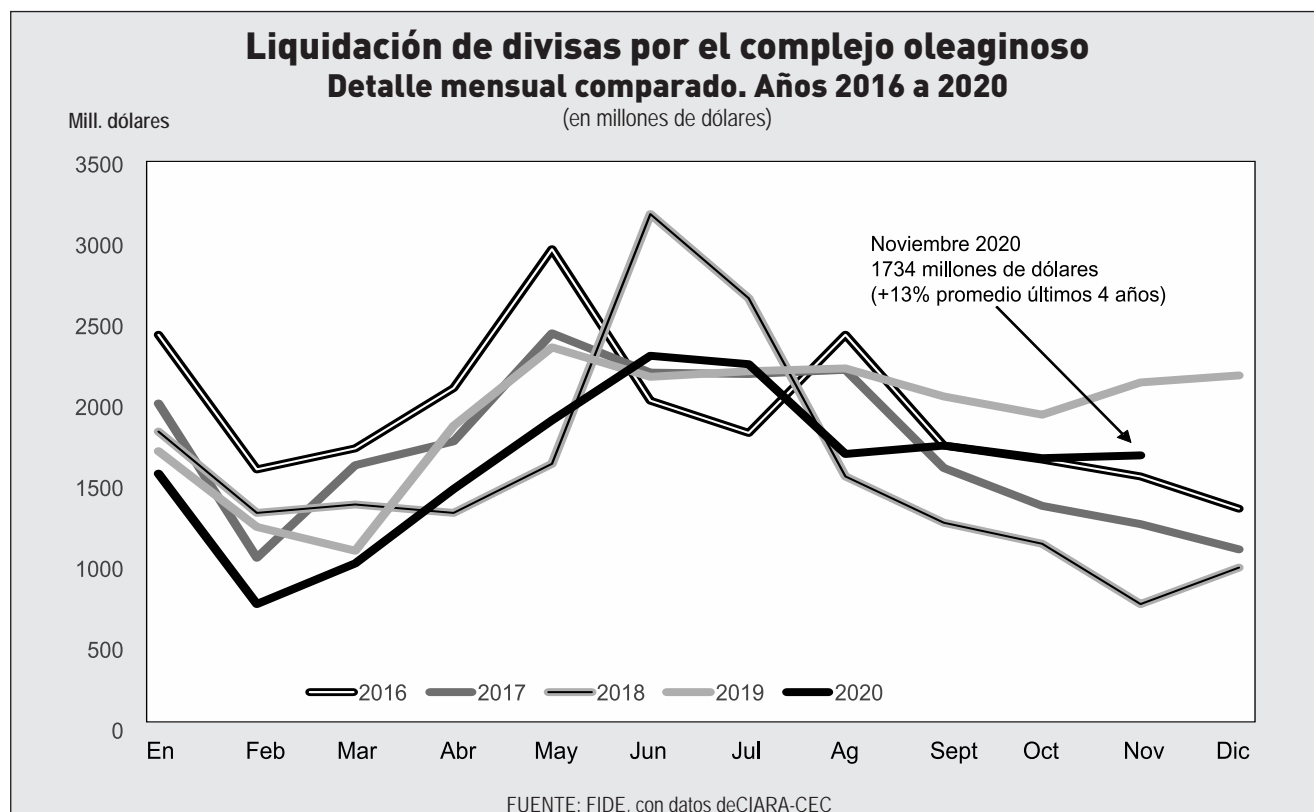
La liquidación de divisas informadas por CIARA-CEC para el mes de noviembre fue de 1.734 millones de dólares. En la comparación interanual, se observa una variación negativa del 21%. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que en 2019 se incluyeron las ventas de granos, a la espera de la suba de retenciones tras la asunción del nuevo gobierno. Si, en cambio, se lo compara con el promedio del mes de noviembre de los últimos 4 años, noviembre de 2020 resultó tener un ingreso de divisas un 13% superior a la media.

Durante octubre el registro de Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior (DJVE) tuvo un saldo de 7,8 millones de toneladas de producción de granos y subproductos, lo que representa un salto del 76% respecto al mes anterior y un 36% respecto a octubre de 2019. Ya en noviembre, y aunque el efecto inicial de la baja de retenciones se diluyó, los registros de DJVE continuaron estacionalmente altos. Para ese mes se declararon 3,5 millones de toneladas de producción de granos y subproductos, casi el doble que el promedio de los últimos 3 años.

***El gran desafío que tiene el Gobierno en el corto plazo es lograr fortalecer el nivel de reservas internacionales.***

El mayor volumen a exportar declarado corresponde a la categoría de subproductos procesados por la industria oleaginosa (aceite y harinas de soja), el sector más beneficiado por la baja de retenciones. La venta de granos, relacionada al comportamiento de los productores, permaneció varios escalones atrás.

Debe tenerse en cuenta que rige un plazo de hasta 45 días entre la declaración de la exportación y la liquidación de las divisas (30 días para embarcar y 15 para ingresar



las divisas). Por ello, una parte importante de los dólares ingresará durante diciembre y enero.

### La Tesorería continúa refinanciando vencimientos

Por el lado de los pesos, la Tesorería continuó colocando deuda por encima de sus necesidades de financiamiento. Durante noviembre el Gobierno realizó cinco licitaciones de deuda, una de conversión de activos y cuatro de colocaciones.

En cuanto a la operación de conversión de activos, se trató de la licitación especial por 750 millones de dólares para canje de títulos en pesos a títulos en dólares para bonistas “atrapados” en títulos en pesos.

La primera de ellas fue el 9 de noviembre, cuando se licitaron bonos en poder de agencias públicas por 750 millones de dólares. La segunda, del 15 de diciembre, tuvo lugar por un monto equivalente.

En el caso de las nuevas colocaciones, la Tesorería continuó emitiendo por encima de sus vencimientos. Durante noviembre emitió nueva deuda por 361.945 millones de pesos, superando los 317.524 millones

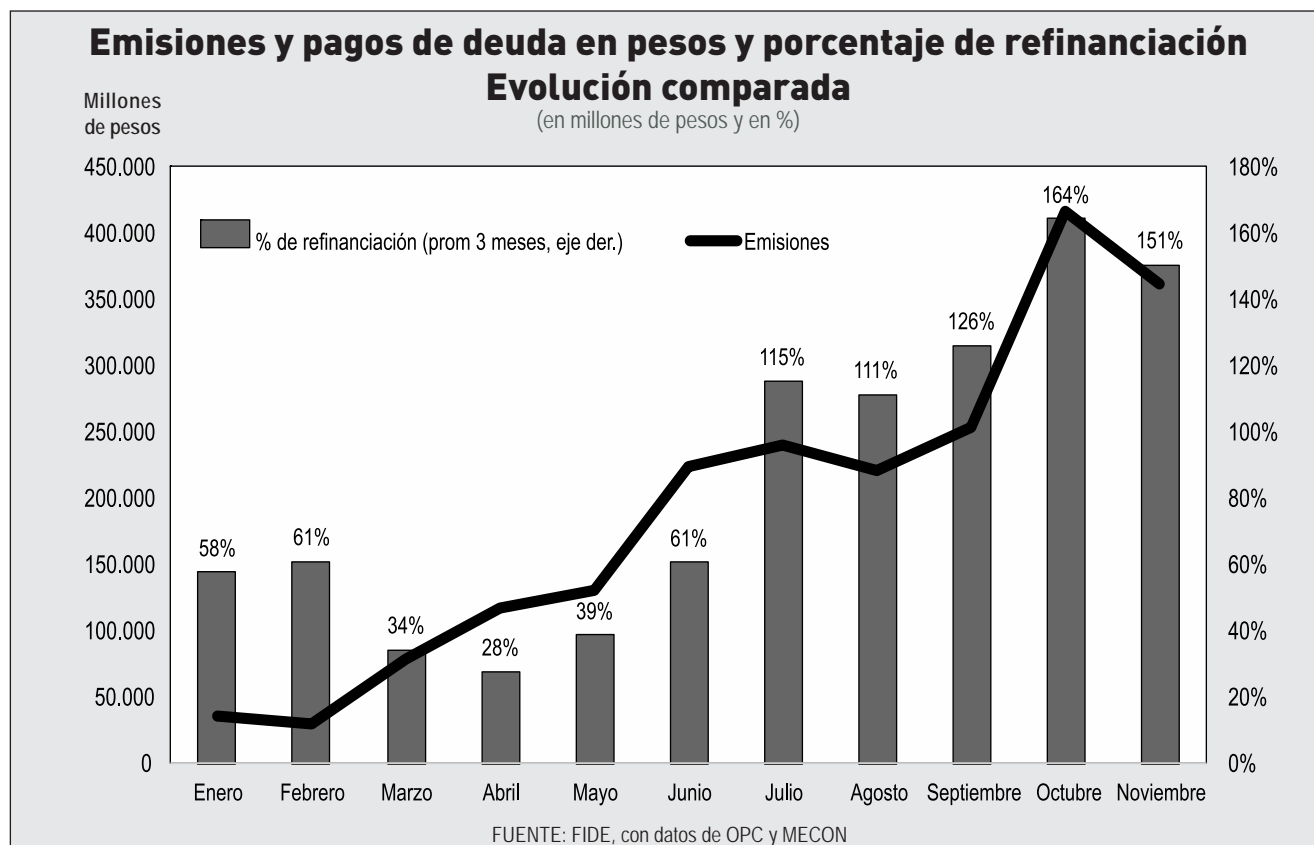
de pesos de vencimientos de capital de ese período, y resultando, entonces, en un ratio de refinanciación de vencimientos del 114%. La diferencia entre vencimientos y colocaciones cubrirá las necesidades de caja del Presupuesto y el costo de los intereses, sin necesidad de recurrir a nuevas transferencias del BCRA.

Igualmente debe advertirse que, además de los vencimientos con el mercado, también hay vencimientos frente al BCRA de períodos anteriores, que han sido cubiertos casi en su totalidad con la refinanciación intra-sector público.

### El año cierra con la actividad económica recortando caídas por tercer mes consecutivo

En cuanto a la economía real, la actividad continúa recortando caídas. Y a pesar de que en varios rubros se observan aumentos interanuales (como en industria metalmeccánica, ventas en supermercados, producción agropecuaria y pesca), aún es pronto para hablar de recuperación.

Debemos tener en cuenta los “efectos stock” sobre la producción. Luego de un período prolongado de parálisis como el que tuvo durante el aislamiento, especialmente



en el Area Metropolitana de Buenos Aires, la actividad económica suele sobre-responder favorablemente en el corto plazo. Pasada esta fase, y cuando se normalicen todas las restricciones, se podrá evaluar el nuevo nivel alcanzado.

Igualmente, el recorte de los niveles de actividad viene siendo más rápido que el proyectado. Los sectores que vienen impulsando el rebote son principalmente la industria manufacturera y la construcción.

Y a pesar de que el Índice de Producción Industrial (IPI) a nivel agregado registró en octubre una caída interanual del 2,9% (revirtiendo la señal positiva de crecimiento del 3,6% verificada en septiembre), al ver el detalle por sectores, sin embargo, se verifican caídas muy puntuales en octubre, que terminaron haciendo que el índice llegue a terreno negativo y muy probablemente no se repitan noviembre.

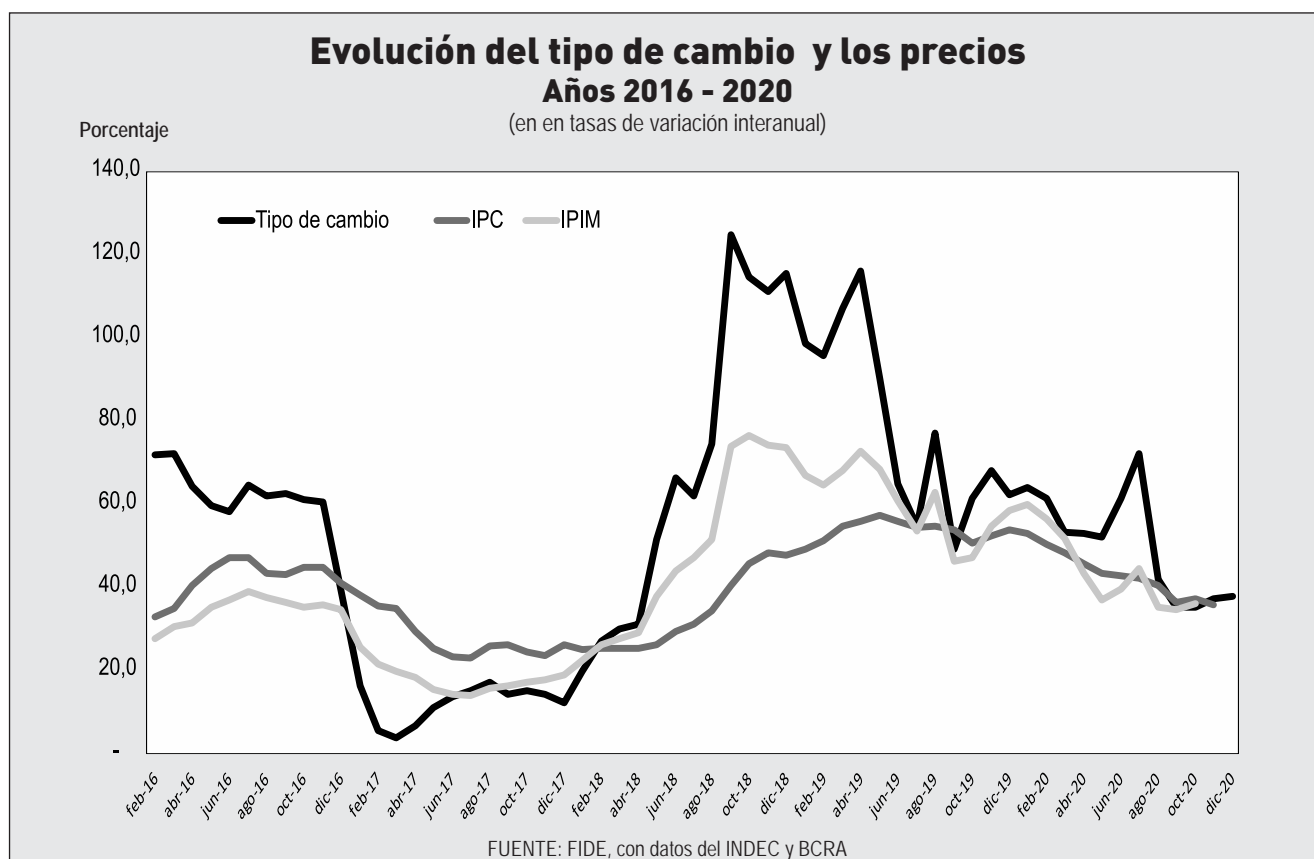
En primer lugar, octubre fue el mes previo a la baja de retenciones, por lo cual tuvo estacionalmente muy poco procesamiento de granos, lo que hizo que la molienda de oleaginosas cayera el 20,8% i.a. Además, Aluar continuó golpeada por los problemas eléctricos en su planta de Puerto Madryn, registrando una baja del -32% i.a. Por último, naftas y textiles siguen con fuertes caídas,

producto de que la circulación de personas y el consumo no se han normalizado.

Entre los bloques industriales con crecimiento se encuentran minerales de la construcción, como cemento y vidrio, el sector metalúrgico, muebles y aparatos electrónicos, registrando en todos los casos crecimientos interanuales.

En el caso particular de la rama metalmecánica, y según los datos de la Asociación de Industriales Metalúrgicos de la República Argentina (ADIMRA), uno de los sectores más dinámicos resultó ser la producción metalúrgica, que en septiembre creció un 1,2%. En el desagregado se observa crecimiento en maquinaria agrícola (+25,8% i.a), agroindustrias (+10,1% i.a) y otros productos de metal, principalmente para la construcción (+5,7 % i.a).

También para noviembre, el consumo de energía de Grandes Usuarios Industriales (GUMAs) provistos por CAMMESA observa la misma tendencia. Tomando como índice el consumo de energía industrial (sin Aluar) con base 100 en el período pre-cuarentena, la última semana de noviembre registró una demanda de energía un 15% superior al de la segunda semana de marzo. En la comparación interanual, el consumo de energía de las



GUMAs (excluyendo Aluar) para noviembre es superior en un 11,8% al del mismo mes de 2019.

Asimismo, si desagregamos el consumo de energía industrial por regiones, el Litoral (donde se encuentra Tenaris) y el Centro (donde se encuentran las autopartistas) ya se hallan en niveles de demanda superiores a los de marzo de 2020. Buenos Aires, por su parte, aparece más retrasada y con niveles de consumo un 10% menores a los de marzo de este año.

En cuanto al sector de la construcción, la producción de cemento y demás insumos también continúa al alza para noviembre. La Cámara de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP) reportó en su informe de producción de noviembre un crecimiento interanual del 28% respecto al mismo período de 2019. Este es el tercer mes consecutivo de crecimiento de la producción de cemento, tras 13 meses de caídas sucesivas.

Frente al buen desempeño de la actividad económica, como señal adversa aparece la dinámica inflacionaria.

Los aumentos de precios mayoristas y los indicadores de alta frecuencia de precios en supermercados advertían una aceleración de precios que, hacia fin de año, tenía como piso aumentos mensuales del 3%. La suba de precios minoristas en octubre finalmente terminó siendo del 3,8% y en noviembre del 3,5%.

Las causas detrás de esta leve aceleración inflacionaria tienen que ver con el movimiento del dólar, naftas y el aumento internacional de alimentos. Además, el mayor movimiento económico hace que algunos sectores concentrados aprovechen los altos niveles de consumo, buscando convalidar cierta recomposición de las ganancias antes que termine el año.

Evaluamos como correcto postergar el aumento de tarifas para el año próximo y hacerlo de manera estratificada, diferenciando perfiles de consumo, para intentar afectar lo menos posible a los sectores de menores ingresos. Sin embargo, hay anuncios de subas de naftas que se concretarán en diciembre y que tendrán su impacto sobre los precios.

De no mediar políticas que ordenen las variables, esta dinámica podría impactar negativamente en el proceso de recuperación del año próximo. Es muy importante reforzar acuerdos de precios, temática que podría tratarse en un ámbito como el mentado Consejo Económico y Social, que todavía no logró ponerse en funcionamiento.



**FIDE**

## Proyectando 2021

Aproximándose el cierre del año, resulta interesante plantear algunos escenarios respecto a la dinámica económica esperada para 2021. Antes de ello vale una advertencia.

El signo de estos tiempos es la incertidumbre. Y aunque aparecen señales auspiciosas sobre planes de vacunación masiva en países desarrollados en los próximos meses, aún es pronto para ponerle fecha de finalización a la crisis. Producto de ello, toda proyección deberá valerse de una cantidad aún mayor de supuestos que los habituales.

Creemos que lo mejor es incluir un conjunto de escenarios alternativos: un escenario base, uno de máxima y uno de mínima, como forma de una serie de consideraciones adicionales. Principalmente, al momento de evaluar el desempeño de la actividad.

Estimamos que 2020 cerrará con una caída del PIB del orden del 10,1%. Esto lo sitúa fuera de toda escala de medición previsible a comienzos de año. En términos recientes, solo comparable con la crisis de 2001/02.

Desde la perspectiva de 2021, una caída tan fuerte deja una base de comparación para la actividad muy baja. Producto de ello creemos que, aún en el escenario de mínima, 2021 se ubique en terreno positivo.

En términos generales, las proyecciones de recuperación económica dependen principalmente de lo que pase con la pandemia. Nuestro escenario base considera una recuperación de la actividad económica en 2021 del orden del 5,6%, con crecimiento a partir del primer trimestre, que se acelerará con fuerza en el segundo trimestre del año, en línea con las hipótesis presupuestarias.

De mantenerse las mencionadas señales sanitarias

positivas que permitan evitar el ingreso en una nueva etapa de medidas restrictivas, estimamos que en la segunda mitad del año el crecimiento podría ser mucho mayor.

En el plano externo, concebimos una situación ordenada. Considerando que la negociación con el FMI posibilite el refinanciamiento de vencimientos en el corto plazo, el principal desafío que se encontrará en lo inmediato es administrar el uso de los dólares.

Esperamos que los términos de intercambio continúen en los niveles actuales durante 2021, ayudando a compensar vía precio la baja proyectada en los rindes agrícolas.

Por el lado de las exportaciones, es previsible que la sequía implique pérdida en los rindes de la producción agropecuaria de la campaña 2020/21, especialmente para soja y maíz. Sin embargo, la mejora en los precios más que compensará esa caída. Esperamos

un crecimiento en el valor de las exportaciones de, al menos, un 10%.

Por el lado de las importaciones, se sabe que el crecimiento económico tendrá asociado un crecimiento de la compra de bienes externos. Igualmente existe margen suficiente del balance comercial para hacer frente a las necesidades de divisas. E incluso considerando un margen que cubra la deuda comercial de importadores remanente para el año siguiente, el resultado del intercambio de mercancías será superavitario.

En el escenario base estimamos que el resultado del balance comercial para 2021 será favorable en torno a los 11.400 millones de dólares y la cuenta corriente será positiva por 5.500 millones de dólares. Si a ello le restamos la demanda de dólares por dolarización privada y el pago de deuda de las empresas, el escenario base arrojará un saldo favorable de reservas de 1.700 millones.

Bajo un escenario de mayor crecimiento, el saldo comercial disminuiría, aunque continuaría siendo superavitario. Al restarle la dolarización y otros movimientos financieros, el saldo neto sobre reservas sería levemente deficitario.

La política cambiaria seguirá un deslizamiento en línea con una inflación en descenso. Estimamos para el 2021 una devaluación anual del 35% y un dólar a diciembre 2021 de 110 pesos. En cuanto a los precios, proyectamos una inflación anual del 34%, con una dinámica de precios punta a punta para diciembre de 2021 del 26%. Este escenario de precios en descenso será consistente con una mejora en los salarios reales del orden de los 3 puntos porcentuales para el escenario base. La misma dinámica se replicará en el resto de los escenarios.

En este sentido, la situación no apremia. A pesar de las dificultades, consideramos que será posible recomponer rápidamente los niveles de actividad sin enfrentar la falta de dólares en el corto plazo. Sin embargo, en el mediano plazo el cuello de botella externo seguirá estando. Resulta imprescindible orientar la política pública industrial y financiera a resolver los problemas estructurales para poder superarlo.

## Proyecciones macroeconómicas

(variación % respecto al año anterior y en millones de dólares)

	2020	2021	2021 <i>baja</i>	2021 <i>alta</i>
PIB	-10,1	5,6	2,7	11,0
Consumo	-12,4	8,0	5,2	10,8
Inversión	-24,3	15,0	9,8	20,3
Exportación	-13,0	10,0	8,5	15,0
Importaciones	-24,1	16,8	8,2	33,0
Precios (anual)	38	34	31	36
Salarios	37	37	32	40
Devaluación (anual)	45	35	35	35
Dólar minorista (fin de año)	80,5	110,5	110,5	110,5
T. Interés plazo fijo (fin de año)	32	19,6	17,6	21,5
Balance comercial	16.100	11.422	14.134	7.453
Cuenta Corriente Cambiaria	4.354	5.587	8.484	1.873
Dolarización y retiro de depósitos	4.200	-4.100	-3.900	-3.000
Saldo en reservas (MULC)	-4.288	1.745	4.841	-243
Déficit primario	-8,1	-4,0	-6,2	-3,3
Déficit financiero	-10,9	-6,5	-8,5	-5,2

FUENTE: FIDE, con datos de origen oficial, privado y estimaciones propias

# NEGOCIACIÓN CON EL FMI

## La importancia de posponer vencimientos

### Tocando Fondo

Luego de la reestructuración de deuda con privados, el próximo paso en la hoja de ruta de la deuda será la negociación de un nuevo acuerdo con el FMI.

Durante el mes de noviembre el Gobierno recibió a una misión de técnicos del Fondo y los primeros días de diciembre viajó un grupo de funcionarios de la conducción económica a Washington para continuar conversaciones. Este es el inicio de un conjunto de negociaciones que se sucederán hasta que culmine el 2020.

Está claro que nada bueno vendrá de la negociación con el FMI. Por su matriz ortodoxa, probablemente intente traer a la mesa requerimientos de consolidación fiscal que no son la principal necesidad del país hoy. Sin embargo, sin el Fondo el problema de la deuda no estará resuelto. Argentina necesita un nuevo acuerdo que le otorgue aire financiero externo con el cual impulsar la recuperación. Esto solo puede lograrse posponiendo vencimientos lo más posible en el tiempo.

El acuerdo *stand-by* del año 2018 fue la última opción del gobierno anterior, en el medio de una grave crisis cambiaría tras el quiebre del modelo de apertura y endeudamiento.

En mayo de 2018 el presidente anunció que iniciaría conversaciones con el FMI con el objetivo de obtener algún tipo de apoyo. En ese momento se especulaba con que el país aplicaría a una línea de crédito sería “flexible”, es decir, una línea de apoyo financiero de corto plazo que refuerce reservas y permita tranquilizar a los inversores.

Luego, también en mayo, se iniciaron conversaciones y se supo que el acuerdo sería del tipo *stand-by*. Sucedió que un acuerdo “flexible” tenía como tope un financiamiento de 15.000 millones de dólares, cuando el Gobierno buscaba una inyección de liquidez de al menos 50.000 millones de dólares, es decir, muy superior a eso.

En junio 2018 el FMI otorgó un *stand-by* por 50.000 millones de dólares, equivalente al 1.100% de su cuota. Esto representa el crédito más grande otorgado por este concepto a cualquier país. Anteriormente, solo Grecia en 2010, y en el marco del programa de asistencia conjunta de la Unión Europea, había obtenido un desembolso en magnitud equivalente, por 31.000 millones de dólares.

Además, en agosto 2018 el crédito fue ampliado y los plazos de los desembolsos adelantados. Tras no poder contener la salida de fondos, el Gobierno de ese entonces solicitó la ampliación del crédito, de 50.000 a 55.000 millones de dólares y la modificación del esquema por casi 22.000 millones de dólares de desembolsos, en clara coincidencia con el calendario electoral.

### Flojo de papeles

Conociendo estos aspectos, es muy difícil desligar la co-responsabilidad del organismo financiero con el fracaso del programa firmado con el gobierno anterior.

Sin embargo, no está claro que las condiciones estén dadas para hacer valer lo actuado en el próximo acuerdo.

Los puntos más cuestionables son dos. Primero, el documento técnico de análisis de sustentabilidad de deuda que respaldó el otorgamiento del crédito, modificar los desembolsos y habilitó cada uno de los pagos, incluso cuando la situación era sumamente delicada. Segundo, la utilización de los fondos desembolsados para financiar la fuga de capitales.

En cuanto a la sostenibilidad de la deuda, a pesar de que la capacidad de repago del país había sido advertida oportunamente por diversos analistas ya desde su comienzo, dado que partía de supuestos poco realistas sobre disminución de la fuga de capitales y crecimiento para el año 2019, el problema no hizo más que profundizarse. En especial en octubre de 2018, cuando el organismo concedió una ampliación del crédito inicial y se modificaron plazos de desembolsos.

A partir de agosto de 2018 los ejercicios de sustentabilidad quedaron severamente cuestionados, ya que el país quedó con su capacidad de acceder a financiamiento trimestral recortada en casi 2/3 del acuerdo original y su pasivo con el organismo se incrementó en 5.000 millones. A pesar de ello, los desembolsos continuaron.

En cuanto a la utilización de los 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, desde el comienzo de los pagos existió una estrecha relación entre el ingreso de fondos y la dolarización privada. En el transcurso del año y medio que duró el acuerdo se desembolsaron un total de 44.490 millones de dólares. Durante ese período, y hasta la implementación la versión rígida de los controles cambiarios, la fuga de capitales acumulada fue de 55.300 millones de dólares.

---

***La Argentina necesita un nuevo acuerdo que le otorgue aire financiero externo con el cual impulsar la recuperación. Esto solo puede lograrse posponiendo vencimientos lo más posible en el tiempo.***

---

### ¿De qué se trata un EFF?

Considerando el esquema original de pagos que aún

## Desembolsos del acuerdo stand-by entre la Argentina y el FMI Según tipo de acuerdo y diferencia

(en millones de dólares)

Fecha estimada de ingreso	Acuerdo Original		Acuerdo Modificado		Diferencia acuerdos
	Monto	Fecha efectiva de ingresos	Monto	Fecha efectiva de ingresos	
20-jun-18	14.916	22-jun-18	14.916	22-jun-18	-
26-oct-18	2.723		5.619	30-oct-18	2.896
15-dic-18	2.723		8.128	21-dic-18	5.405
15-mar-19	2.723		10.818	9-abr-19	8.095
13-jun-19	2.723		5.499	16-jul-19	2.776
11-sep-19	2.723		5.499	(*)	2.776
10-dic-19	2.723		987		-1.736
9-mar-20	2.723		987		-1.736
7-jun-20	2.723		987		-1.736
5-sep-20	2.723		987		-1.736
4-dic-20	2.723		987		-1.736
4-mar-21	2.723		987		-1.736
2-jun-21	2.723		987		-1.736
Total acuerdo	47.594		57.388		9.794
Subtotal Ingresado	14.916		44.980		30.064

(\*) Aprobado no ingresado

FUENTE: FIDE con ndatos del FMI

hoy está vigente, la Argentina tiene obligaciones muy concentradas en el período 2022 - 2023. Nuestro país debería devolver 18.300 millones de dólares de capital en 2022 y 18.500 millones de dólares en 2023. Y si bien el año 2021 no tiene vencimientos de capital significativos, sí tiene pagos de intereses por 3.600 millones de dólares.

**El resultado final del acuerdo dependerá de la capacidad de posponer plazos lo más posible, a la vez que se logre diluir el contenido más ortodoxo de la agenda estructural. Será fundamental lograr preservar los márgenes fiscales que permitan dar continuidad al proceso de recuperación.**

La conducción económica ya ha anticipado su vocación por alcanzar un Acuerdo de Facilidades Extendidas (EFF, por sus siglas en inglés) que permita obtener un período de gracia mayor al del *stand-by* hoy vigente.

La idea parece ser lograr aplazar pagos de capital e intereses en un plazo igual o mayor al de los bonistas privados. Según se supo, el FMI aceptó iniciar conversaciones destinadas a obtener un plazo de 4 años y medio para devolver intereses y hasta 10 años para

devolver el capital.

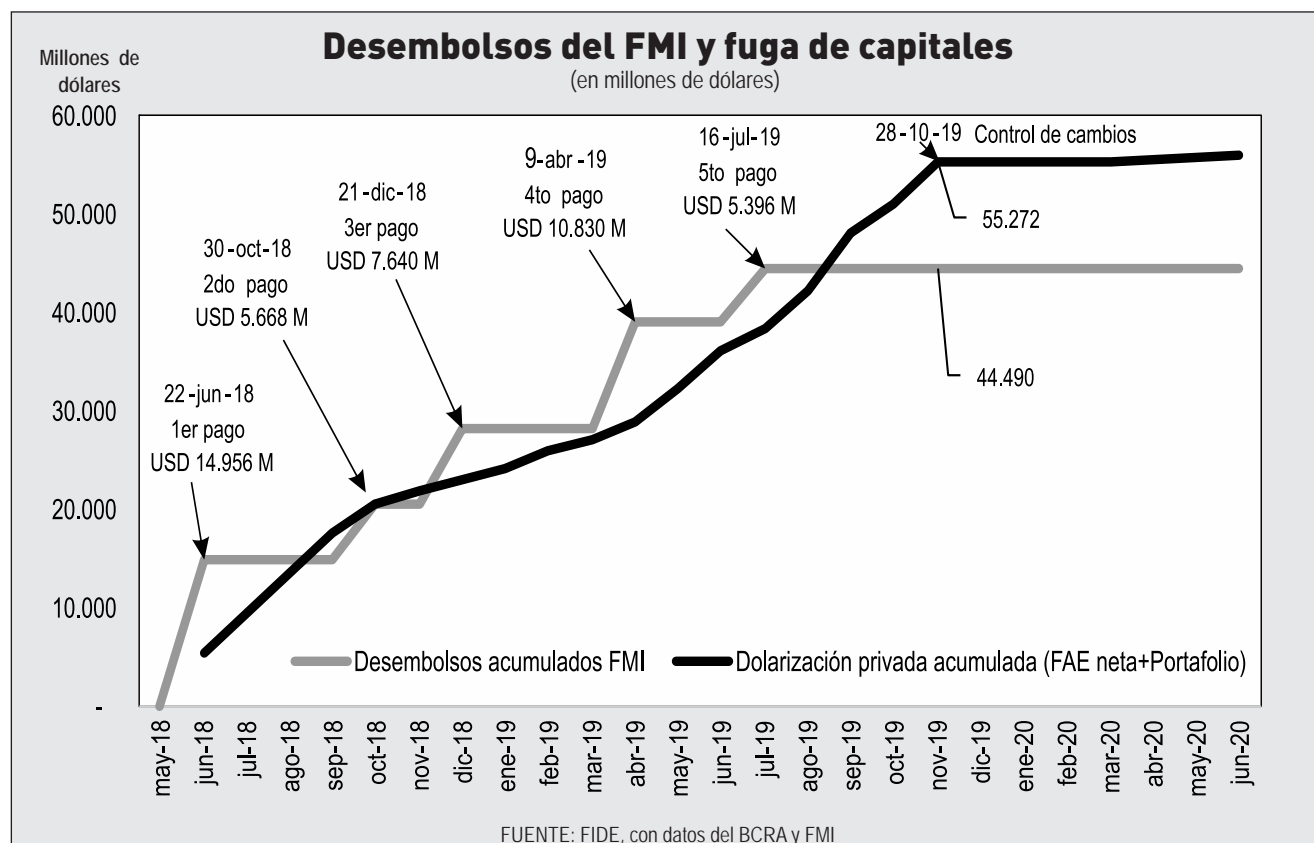
Sin embargo, el diseño institucional estándar de este tipo de acuerdo y la experiencia de otros países plantea dudas legítimas sobre qué esperar de un convenio de este género.

Según consta en los estatutos del propio Fondo, el EFF está destinado a “corregir debilidades estructurales” e implementar “reformas estructurales que apunten a reducir las vulnerabilidades de mediano y largo plazo”. Es decir, las recetas ortodoxas que el FMI nos tiene acostumbrados: déficit cero, privatizaciones, reforma jubilatoria, apertura comercial y desregulación cambiaria.

Un acuerdo del tipo EFF es el que tuvo la Argentina durante los años 2000, Grecia a partir de 2012, el que firmó Ecuador recientemente y que tienen otros 8 países que se encuentran bajo programas de asistencia financiera con el FMI.

A nadie escapa que el crédito actual de la Argentina es un caso especial dentro del FMI. Tanto por su volumen como por los aspectos formales relacionados al préstamo otorgado.

A nivel FMI, nuestro país representa el 33% del total de los créditos otorgados por la institución. El peso de la



Argentina hace que la deuda sea un tema central para la burocracia del organismo. Y quizá esto termine jugando a favor para un tipo de instrumento crediticio especial que hoy no existe.

La negociación con el FMI aún está en proceso. Y la letra

chica importa. El resultado final del acuerdo dependerá de la capacidad de posponer plazos lo más posible, a la vez que se logre diluir el contenido más ortodoxo de la agenda estructural. Será fundamental lograr preservar los márgenes fiscales que permitan dar continuidad al proceso de recuperación.

## Selección de principales programas activos del FMI

### Detalle de tipo acuerdo, condicionalidad y montos

(en millones de dólares)

Recursos del Fondo	Tipo de acuerdo	Tipo/condicionalidad	País	Desembolsado	Pendiente de desembolso
<b>Recursos generales (GRA)</b>					
	<i>Acuerdo stand-by</i>				
		Otorga asistencia de corto o mediano plazo para países con crisis de balanza de pagos de corto plazo. Condicionalidad para recuperar el equilibrio externo en un plazo corto o razonable. Plazo hasta 5 años.	Argentina	57.407	12.408
			Armenia	436	145
			Egipto	5.313	3.269
			Honduras	364	109
			Ucrania	5.082	2.964
	<i>Facilidades Extendidas</i>				
		Provee asistencia a países con graves problemas de balanza de pagos de mediano y largo plazo, originados en debilidades estructurales que requieren mayor tiempo para ser solucionadas. Condicionalidad de políticas económicas y reformas estructurales que apunten a reducir las vulnerabilidades de mediano y largo plazo. Plazo hasta 5 años.	Grecia	6.421	
			Angola	4.536	1.989
			Barbados	387	96
			Costa de Marfil	794	182
			Ecuador	6.515	4.510
			Guinea Ecuatorial	289	248
			Etiopía	1.061	934
			Georgia	683	222
			Jordania	1.308	1.162
			Pakistán	6.025	4.551
	<i>Línea de Crédito Flexible</i>				
		Destinada a países con políticas sólidas, con el objeto de prevenir o mitigar dificultades de balanza de pagos actuales o potenciales. Condicionalidad de acceso ex-ante a que el país tenga fundamentos macroeconómicos y un historial de política económica sólidos.	Chile	24.623	24.623
			Colombia	17.317	17.317
			México	62.908	62.908
			Peru	11.303	11.303
	<i>Instrumento de Financiamiento Rápido</i>				
		Otorga asistencia rápida a países que enfrentan una necesidad urgente de balanza de pagos, originada en factores como shocks de precios de commodities, desastres naturales o conflictos armados, entre otros. Incluye acceso frente a los efectos adversos del COVID19. No se requiere de un programa ni revisiones periódicas.	Guatemala	605	605
			Paraguay	284	284
<b>Fondo para la Reducción de la Pobreza y Promover el Crecimiento (PRGT)</b>					
	<i>Facilidad de Crédito Estandard</i>				
		Destinada países de bajos ingresos que requieran acceso a los recursos del Fondo para enfrentar debilidades estructurales que requieren tiempo para ser solucionadas. Destinado a programas de corto plazo o un tiempo razonable. Plazo hasta 5 años.	Honduras	182	49
	<i>Facilidad de Crédito Extendido</i>				
		Destinada a países de bajos ingresos que requieran acceso a los recursos del Fondo para enfrentar debilidades estructurales que requieren tiempo para ser solucionadas. Destinado a programas de mediano y largo plazo. Plazo hasta 10 años.	Etiopía	1.698	1.509
			Congo	457	412
			Costa de Marfil	397	91

FUENTE: FIDE, con datos de FMI y OPC

## Pasar el test

Hay que tener en cuenta que al FMI le importan sus números. Y para lograr un acuerdo hay que pasar los tests. En especial, los ejercicios preparados por la burocracia del organismo respecto al criterio de “sustentabilidad de deuda”. De alguna u otra manera, ésta es una condición para cualquier tipo de programa.

Y aunque desde nuestro punto de vista lo importante es el sector externo, el FMI mirará los pesos. Buscará conocer plazos de convergencia fiscal, inflación, crecimiento y el famoso ratio de deuda total sobre PIB. En este sentido se enmarca la voluntad de las autoridades de enviar al Congreso un plan plurianual de gastos e ingresos que deje explicitado los objetivos del acuerdo.

Por el lado del sector externo, el principal test se pasó. No quedan dudas de que, luego de la reestructuración con privados, la Argentina logró enmarcar su trayectoria de deuda en una mejor situación.

Cualquiera sea el caso de las proyecciones de sustentabilidad, ésta es solo una trayectoria posible dentro de muchas otras, al momento de firmar la prórroga de vencimientos. Las mismas dependen de muchísimas circunstancias, en especial en un contexto

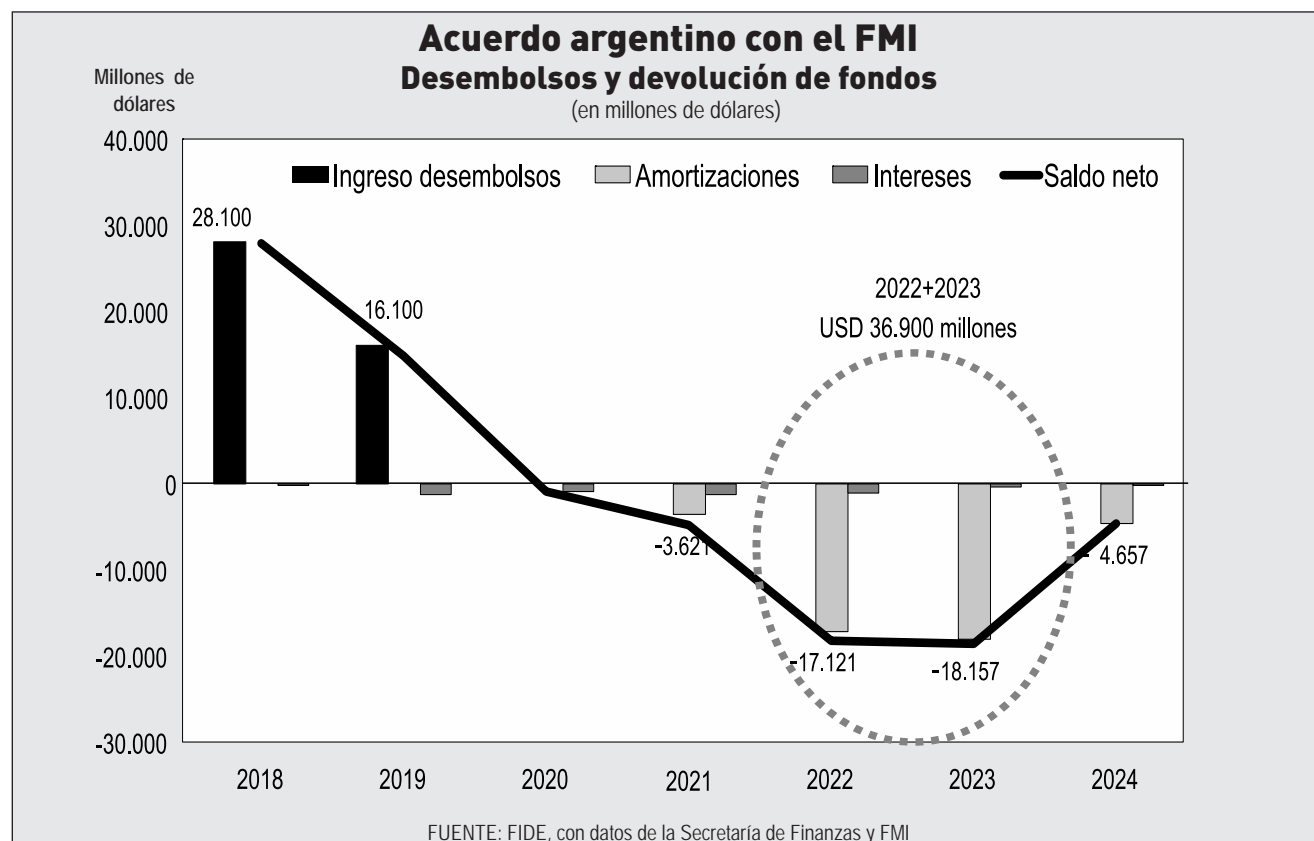
de tanta incertidumbre como el actual.

En este sentido, el contexto de pandemia también debe ser tenido en cuenta en el próximo acuerdo.

Al momento de asumir el nuevo Gobierno, las dificultades económicas eran innegables. Tras el estallido de la pandemia, todas ellas se han multiplicado. Al deterioro del contexto internacional se suma la recesión 2020 que, según estimaciones, será solo comparable con la crisis de 2001/02. Ello solo hará que las demandas económicas y sociales acumuladas por 4 años de estancamiento y deterioro de los ingresos sean aún más urgentes.

Cualquier acuerdo que no otorgue los márgenes fiscales para atender estas dimensiones se encontrará con innumerables dificultades prácticas.

En este sentido, el organismo muestra interés en que el acuerdo logre un apoyo del abanico político y social. No parece ser del todo ajeno a la opinión generalizada que, desde sus orígenes, el crédito funcionó como un apoyo electoral a la re-elección del gobierno de Cambiemos. Un nuevo acuerdo con cierto consenso del arco político y social le permitiría al organismo, de alguna manera, dejar atrás ese problema.



## Política fiscal frente al COVID19: una evaluación preliminar para la Argentina y la región

Ante la crisis económica, la situación crítica del sistema de salud y las consecuencias derivadas de la pandemia, la política fiscal ha sido una herramienta indispensable para paliar las consecuencias de la emergencia provocada por el COVID.

Existieron diferencias en la variedad y extensión de la respuesta que fueron brindando los diferentes estados. De un modo general, podemos decir que hubo tres grandes grupos de medidas: de política fiscal (transferencias directas al sector privado con impacto en el presupuesto), de política monetaria y financiera (programas de créditos flexibles y recompra de activos) y de garantías públicas (fondos especiales de apoyo a la política de créditos).

A grandes rasgos, durante las cuarentenas generalizadas la política fiscal de retención de empleo fue la más difundida, mientras que, en la etapa de flexibilización, los programas de apoyo crediticio y monetario fueron los más populares.

La magnitud de la respuesta fiscal frente a la pandemia parece estar marcada por: la necesidad de llevar adelante una política de compensación económica, la vigencia o no de presiones sobre el sector externo, y las condiciones financieras locales y externas para ampliar la relación deuda/PIB.

Analicemos esto en detalle. Como primera dimensión a considerar, tenemos el impacto de la pandemia. Según los reportes sobre movilidad de personas, no es posible afirmar que haya una relación directa entre restricciones a la movilidad y política fiscal. Un importante grupo de países pobres ha tomado grandes medidas de restricción a la circulación de personas de manera temprana; sin embargo, no tuvieron correlato

con un aumento relevante en el gasto público. Tal es el caso de Guatemala, Paraguay, Nepal, Perú, Bolivia o Rwanda, entre otros.

Una segunda dimensión para considerar es el nivel de desarrollo nacional. En este caso, y como podemos intuir, éste ha sido el factor más importante para explicar la magnitud de la respuesta de la política fiscal amplia y extendida.

Los países desarrollados, con mejores condiciones de financiamiento y donde antes y más fuerte se sufrió la crisis sanitaria, resultaron ser los que mayor respuesta fiscal dieron. Según información del *Monitor Fiscal* del FMI recopilada hasta el mes de septiembre de 2020, los países avanzados del G20 aumentaron su déficit fiscal en 11,5 puntos del PIB entre 2019 y el proyectado al cierre de 2020.

Canadá es el país con mayor déficit fiscal dentro de las economías desarrolladas (aumentó del 0,3% del PIB en 2019 al 19,9% en 2020), le sigue EE.UU. (aumentó del 6,3% del PIB en 2019 al 18,7% en 2020) y Gran Bretaña (del 2,2% del PIB en 2019, al 16,5% en 2020).

Buena parte del mismo fue destinado a los trabajadores y empleadores a través del subsidio a los sueldos y salarios (Australia, Canadá y Japón), incluidos los planes de trabajo a corto plazo (Francia, Alemania, España, Reino Unido) y condonación de deudas contingentes para los trabajadores (Estados Unidos). Las transferencias a los hogares también han sido significativas, incluyendo subsidios al desempleo (Francia, Japón, España, Estados Unidos); los beneficios por enfermedad, familiar e infancias (Japón, España, Reino Unido, Estados Unidos) y los esquemas

de transferencias monetarias (Canadá, Japón, España, Estados Unidos).

Además, hubo una política monetaria muy agresiva para garantizar liquidez. Esto equivalió a un 11% del PIB. Principalmente fue destinado a inyecciones de capital, en particular para grandes empresas afectadas, como es el caso de las aerolíneas (Francia, Alemania, Escandinavia), y a través de actividades cuasi fiscales (Japón, Corea).

En las economías en desarrollo las condiciones de financiamiento y el impacto de la pandemia varían extensamente. Si bien resulta deseable que la respuesta de cada gobierno sea la más extensa y abarcativa posible, de modo tal que permita enfrentar las consecuencias económicas y sociales del impacto de las cuarentenas, existe una dimensión estructural que han condicionado la magnitud de la misma.

Según el FMI, y con información a septiembre de 2020, el apoyo estatal total fue equivalente al 6% del PIB, del cual solo un 3% consistió en políticas presupuestarias. Entre los que más aumentaron su déficit se destacan Brasil (aumentó del 6% del PIB en 2019 al 16,8% en 2020), Polonia (del 0,2% del PIB en 2019 al 10,5% en 2020) y los Emiratos Árabes (del 0,8% del PIB en 2019 a 9,9% en 2020).

Las medidas presupuestarias consistieron en obra pública, típicamente destinada a la infraestructura para financiar y apoyar la recuperación (China, Indonesia). También jugaron un rol significativo los esquemas de retención al trabajo, dentro de los cuales puede mencionarse los préstamos a las empresas para retener puestos de trabajo (México, Rusia), subsidios al trabajo (Argentina, Arabia Saudita, Turquía), apoyo a los hogares mediante el aumento de las prestaciones por desempleo (China, Indonesia, Rusia) y aquellas políticas de prestaciones en efectivo y en especie (Argentina, Brasil, India, Sudáfrica, Perú, Chile).

En el caso particular de Argentina, nuestro país está por debajo del promedio regional y de un

tamaño equivalente entre los emergentes. El déficit primario proyectado para 2020 será del 8,5%, y del 10,5% en cuanto al déficit financiero total. En la comparación, Argentina fue el quinto país dentro del G20 con menor aumento del déficit, solo por debajo de Turquía (+1,2 pp), México (+3,2 pp), Indonesia (+3,8 pp.) y Corea del Sur (+3,6 pp.), todos ellos con un menor impacto de la pandemia y un menor tiempo de cuarentena.

Y aún cuando estas estadísticas incluyen programas fiscales que han sido anunciados y su ejecución final sea menor, aparece una pregunta legítima respecto a la magnitud de la respuesta fiscal en Argentina.

En este sentido, una tercera dimensión a considerar tiene que ver con la capacidad de los Estados de financiar su déficit. Y este aspecto es el más relevante para poner en perspectiva lo sucedido en la Argentina.

Consideremos el gráfico de dispersión de la siguiente página. Este esquema relaciona los paquetes fiscales del COVID (eje vertical) y las condiciones financieras de los gobiernos en 2019 (eje horizontal). También se distinguen dos grupos de países, según se trate de países desarrollados o economías emergentes.

Como se puede observar, existe una relación inversa entre la magnitud de la respuesta fiscal y el *spread* de tasas de los bonos soberanos. Es decir: a peores condiciones financieras, menor el paquete fiscal.

Y además observamos una relación “no-lineal” y “heterogénea”. Esta relación es más fuerte en los países avanzados que en los emergentes y la pendiente se hace más inclinada a medida que el *spread* de tasas disminuye. Tan es así que la correlación entre las variables para los países desarrollados se hace casi vertical, indicando que para niveles muy bajos de tasas de interés el déficit es una variable muy flexible.

Este es el caso de Japón, EE.UU. y Europa, que han partido de una situación de tasas de interés soberanas muy bajas (y hasta negativas), lo que les ha permitido

el ejercicio de una política fiscal tan amplia como han querido. El caso extremo de países con tasas de interés negativas es sumamente elocuente: el mercado ha estado dispuesto a pagar una “penalidad financiera” por tener títulos del Gobierno en lugar de “recibir una compensación” en la forma de tasa de interés.

Es decir: las condiciones crediticias de los gobiernos y la magnitud de la política fiscal no son variables independientes. Aquellos países avanzados, con mercados financieros más desarrollados, tasas de interés muy bajas y una moneda aceptada internacionalmente, tienen capacidad de financiar la política fiscal casi sin restricciones.

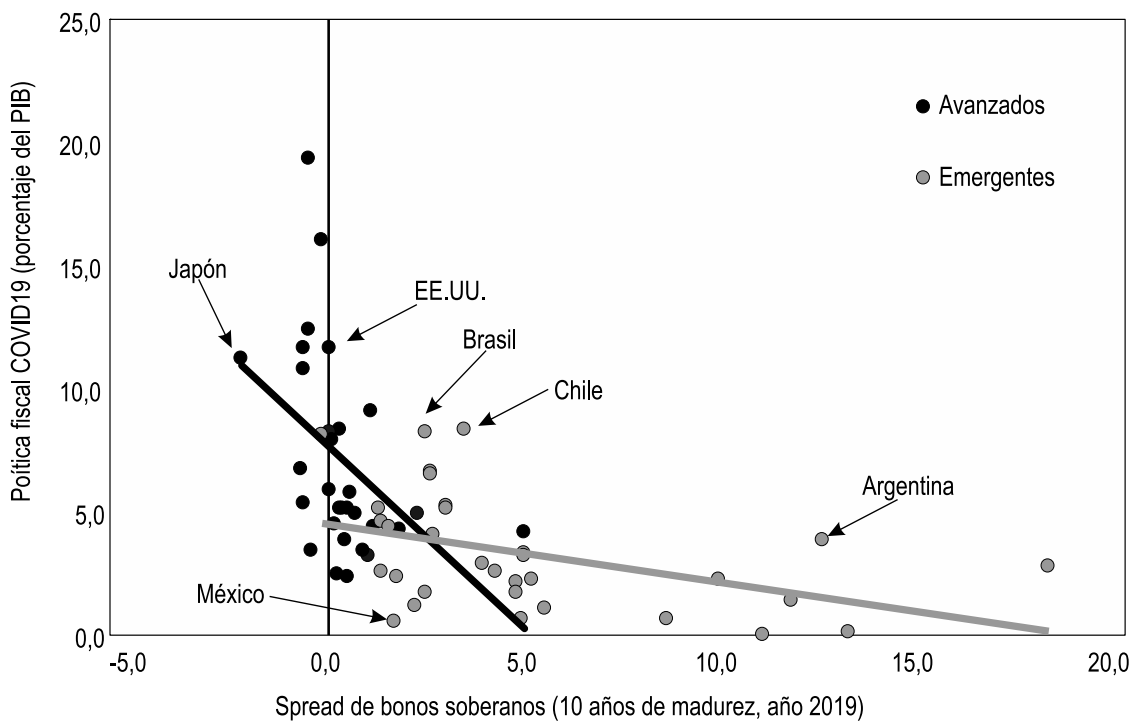
En el caso de nuestra región, los países de mayor incremento de déficit, como Brasil, Chile o Perú, se han enfrentado a condiciones financieras que implican la emisión de deuda a 10 años con un *spread* menor al 3,5%. Esto les ha permitido en el corto plazo financiar

los paquetes fiscales ampliando la relación deuda/PIB, sin generar grandes desequilibrios macroeconómicos en lo inmediato.

Sin embargo, éste no ha sido el caso de la Argentina. La pandemia golpeó nuestra economía en el medio de un proceso de reestructuración de deuda soberana, y aún lidiando con las consecuencias del reperfilamiento en pesos. Entre diciembre’19 y agosto último la Tesorería no tuvo la capacidad de refinanciar la totalidad de sus propios vencimientos en pesos en el mercado local.

Esto sin lugar a dudas impuso restricciones a las condiciones monetarias y financieras para enfrentar la emergencia más fuertes a las que de ningún otro país de la región. Igualmente, la predicción de política fiscal para condiciones financieras equivalentes ubica a la Argentina por encima del promedio de países emergentes (por encima de la línea de tendencia).

### Respuesta de la política fiscal frente al COVID y condiciones financieras nacionales



FUENTE: FIDE, con datos del "Fiscal Monitor" del FMI (mes de octubre 2020)

# DEUDA DE LAS PROVINCIAS

## ¿En qué estado está cada negociación?

### La pesada herencia de la deuda

En los últimos años, la deuda argentina creció exponencialmente. A partir del 2016, y a la par de lo que sucedió con el Gobierno nacional, algunos de los diferentes gobiernos provinciales se sobreendeudaron mediante la emisión de bonos en dólares bajo legislación extranjera. Luego de la crisis cambiaria y el cierre de los mercados voluntarios de deuda, la situación se hizo insostenible, haciendo que las deudas deban ser renegociadas.

Solo para tener una referencia de su magnitud, en el período 2016-2018 la deuda externa provincial se incrementó en más de 12.300 millones de dólares. Esto hizo que el stock de deuda en moneda extranjera sobre el total creciera en promedio del 21% en 2015 hasta casi el 70% del total en 2019, afectando severamente la sustentabilidad de la misma. En algunas provincias como Buenos Aires, Córdoba, La Rioja o Neuquén, la deuda en dólares representa hoy alrededor del 90% de la deuda total. Además, también están aquellas provincias donde la relación entre la deuda y sus ingresos fiscales aumentó significativamente entre el 2016 y 2019, como Salta, Tierra del Fuego y Córdoba.

Tras la reestructuración nacional, se esperaba que las provincias se encontrasen en una situación más favorable para encarar sus propias negociaciones de deuda. Sin

embargo, esto no está sucediendo y muchas provincias continúan en conversaciones con sus acreedores, sin poder llegar a un acuerdo. De las 11 provincias que anunciaron renegociación de sus pasivos, solo 3 han podido cerrar un acuerdo. Estas son Mendoza, Chubut y Neuquén.

Para el resto, la situación de cada distrito difiere respecto al volumen de deuda a reestructurar, la estructura de vencimientos y las particularidades de la emisión. Incluso se da el caso de provincias que, aún habiendo anunciado su reestructuración, continúan pagando vencimientos.

---

***A partir del 2016, y a la par de lo que sucedió con el Gobierno nacional, algunos de los diferentes gobiernos provinciales se sobreendeudaron mediante la emisión de bonos en dólares bajo legislación extranjera. Luego de la crisis cambiaria y el cierre de los mercados voluntarios de deuda, la situación se hizo insostenible.***

---

Como característica, durante los últimos meses e igual que sucedió con la reestructuración de deuda del Gobierno nacional, ha surgido un club de bonistas llamados Coalición de Bonistas Provinciales de Argentina (CBPA).

Los CBPA declaran poseer títulos de las provincias por 3.000 millones de dólares. Y, si bien en porcentaje el CBPA solo representa al 25% del total de deuda provincial, debe tenerse en cuenta que el canje voluntario basado en las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) implica una adhesión que requiere contar con, al menos, el 75% del

total de los tenedores. Tal situación otorga a los grupos de grandes inversores un virtual poder de veto sobre cualquier tipo de acuerdo.

Igualmente, esto no es necesariamente malo. Una gran dispersión de acreedores también resulta dificultosa, ya que implica carecer de un interlocutor válido para realizar las distintas propuestas.

A continuación, analizaremos el estado de situación de cada una de las negociaciones, dando un detalle técnico respecto a los distritos que han llegado a un acuerdo, ya que ello será una plataforma mediante la cual proyectar lo que suceda con el resto de las provincias.

### Las provincias que canjearon: Mendoza, Chubut y Neuquén

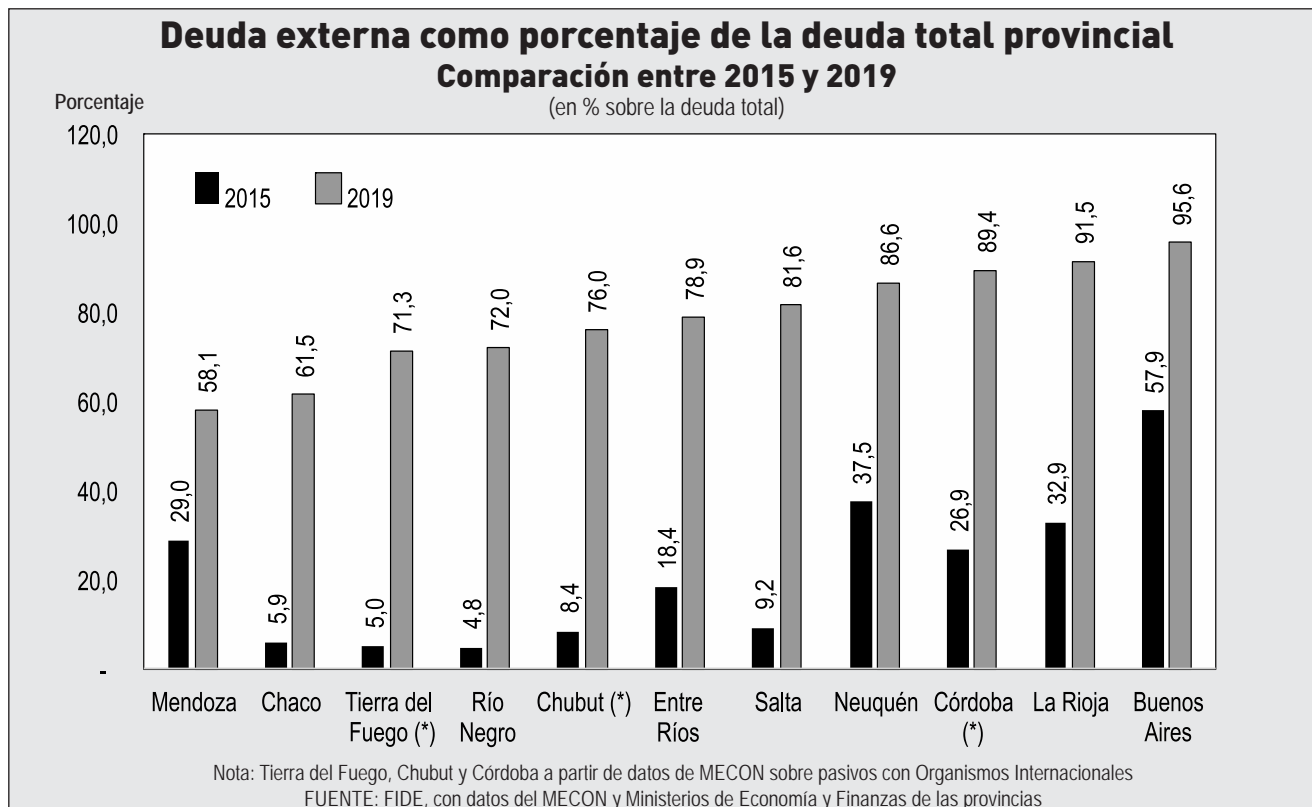
Comencemos por los distritos que ya lograron cerrar un canje con sus acreedores. La primera provincia en lograr reestructurar deuda fue Mendoza.

La deuda mendocina bajo negociación era de 530 millones de dólares, correspondientes a un único título, el PM24, emitido en 2016. Previo a su reestructuración, la provincia había declarado su deuda en cesación de pagos.

El acuerdo se logró en septiembre de 2020, un mes después de anunciado el arreglo del Gobierno nacional. El canje estableció la extensión de madurez del título de 2024 a 2029 y la reducción de intereses del 8,375% al 5%. La reestructuración mendocina fue buena: logró una disminución en los flujos de deuda por 80 millones de dólares y alargó la curva de vencimientos total en 5 años, especialmente a partir de 2022, cuando estaba previsto el pago de 231 millones de dólares. Medido en valor presente, la quita obtenida por la provincia es del 24%.

**En el período 2016-18 la deuda externa provincial se incrementó en más de 12.300 millones de dólares. Esto hizo que el stock de deuda en moneda extranjera sobre el total creciera en promedio del 21% en 2015 hasta casi el 70% del total en 2019, afectando severamente la sustentabilidad de la misma.**

La segunda provincia en lograr un acuerdo de reestructuración fue Chubut. En este caso, la deuda fue contraída en 2016, con vencimiento para fines del 2026, por un total de 650 millones de dólares bajo el título BOCADE. Chubut fue la primera entre el conjunto de provincias que tienen bonos atados a regalías



hidrocarburíferas. Este conjunto de provincias suele tener menos herramientas para negociar, ya que los cupones acostumbra depositarse de forma automática en un fideicomiso que controlan directamente los acreedores.

Al momento de cerrar el canje, Chubut no se encontraba en default. El 26 de octubre había pagado vencimientos equivalentes a 39 millones de dólares. El acuerdo alcanzado refinanció vencimientos de capital de 2026 al 2030 pero, sin embargo, no logró una significativa disminución del peso de vencimientos. El interés de la deuda cambió solo marginalmente, del 7,75% al 7,50% hasta el mes de octubre del 2021, y luego se devengará a una tasa anual del 7,75%. De todos modos, se logró una modificación en la estructura de las regalías que pagará el título, especialmente en el período 2021 a 2023, lo que otorgaría un alivio en el corto plazo equivalente a 169 millones de dólares.

La tercera provincia en lograr un acuerdo fue Neuquén. Similar a Chubut, Neuquén tiene un bono en reestructuración atado a las regalías petroleras y con pago en un fideicomiso. Se trata del bono TICADE, por 328 millones de dólares. El otro es el bono TIDENEU, por 366 millones de dólares, que no está atado a regalías. Previo al acuerdo, la provincia se encontraba en período de gracia de pago de intereses del pago del TIDENEU (el que no estaba atado a regalías).

El arreglo de Neuquén con sus acreedores alarga el período de pago de ambos bonos. En promedio, los vencimientos totales se estiran de 2024 a 2030. Los cupones del bono TICADE se ven recortados para los primeros 2 años del 8,62% al 5,17% y luego vuelven al 8,6%.

### **Buscando la reestructuración sin default: Córdoba, Salta y Tierra del Fuego**

Luego nos encontramos con el resto de las provincias. Estas se distinguen por si están o no en default.

Por un lado, podemos distinguir un segundo grupo compuesto por Córdoba, Salta y Tierra del Fuego, que, aún habiendo declarado su intención de reestructurar su deuda, mantienen sus pagos al día.

En el caso de Salta y Tierra del Fuego, ambas también tienen deuda respaldada por regalías hidrocarburíferas. Otra de las características de estas provincias es que su relación entre la deuda y el ingreso fiscal experimentó grandes variaciones en el período 2016-2019.

En cuanto a Salta, debe reestructurar 383 millones de dólares de deuda emitida en 2016 y que vencen mayoritariamente en 2024. Y si bien cuenta con aval del Congreso provincial para iniciar negociaciones, aún no presentó ninguna oferta oficial. La relación entre la deuda y los ingresos fiscales de la provincia pasó de ser un 36% en 2016 a ser el 41%.

En el caso de Tierra del Fuego, la provincia tiene obligaciones de deuda emitidas en 2017 por 219 millones de dólares, con vencimiento en 2027. También ha anunciado su intención de renegociar su deuda, pero tampoco presentó ninguna oferta. La provincia más joven de la Argentina experimentó un aumento de su deuda en más del 600% en apenas 4 años, haciendo que el peso del pasivo en relación a los ingresos pase del 15,8% en 2016 al 45,2% en 2020.

---

***Tras la reestructuración nacional, se esperaba que las provincias se encontrasen en una situación más favorable para encarar sus propias negociaciones de deuda. Sin embargo, esto no está sucediendo y muchas provincias continúan en conversaciones con sus acreedores, sin poder llegar a un acuerdo.***

---

La provincia de Córdoba es la segunda más endeudada, luego de Buenos Aires. Tiene un pasivo provincial que suma 1.686 millones de dólares, constituido por tres títulos. El principal de ellos, el PDCAR21, fue emitido en 2016, con vencimiento en junio 2021 por un monto de 710 millones de dólares. Se ha realizado una primera oferta, que fue rechazada. La misma implicaba reducir los cupones del 7% al 1%, posponer pagos de capital hasta 2023 y segmentar la devolución de capital de manera paulatina en un 20% por año, en lugar del 100% al final. De no llegar a un acuerdo, la provincia deberá decidir qué hacer en diciembre con el pago de intereses por 25 millones de dólares. Finalmente, la variación de la deuda respecto a los ingresos de Córdoba aumentó del 22,68% al 54,71 entre 2016 y 2020.

### **Buscando la reestructuración en default: Buenos Aires, Chaco, Entre Ríos, La Rioja y Río Negro**

El tercer grupo de provincias está constituido por los distritos que se encuentran en cesación de pagos: Buenos Aires, Chaco, Entre Ríos, La Rioja y Río Negro.

En el caso de Río Negro, el principal pasivo está constituido por los bonos Castello, emitidos en 2017, que comienzan a pagar capital en 2023. Desde junio el gobierno de Río Negro dejó de pagar los intereses y la negociación se encuentra paralizada, a la espera de una nueva oferta.

La provincia de Chaco comenzó, pasada la primera parte del año, el proceso de reestructuración de su deuda pública para el título CH24D por 250 millones de dólares, con vencimiento en 2024. Aún no ha realizado una oferta.

Entre Ríos y La Rioja se encuentran negociando la reestructuración de su deuda por 500 y 300 millones de dólares, respectivamente. Al día de la fecha, no se avanzó significativamente en ninguna oferta ni contraoferta. En el caso de Entre Ríos, el vencimiento del bono ERF25 está previsto para 2023, mientras que La Rioja, cuyo principal pasivo se encuentra en el título RIF25, tiene fecha de vencimiento en 2022.

La Provincia de Buenos Aires es el distrito con el mayor stock de deuda a reestructurar de todo el país y busca negociar 11 bonos distintos. El monto elegible a reestructurar supera los 7.148 millones de dólares, lo que representa más del 50% del total de todos los compromisos provinciales.

Es innegable que, por el tamaño de la deuda, la misma actuará como referencia para los inversores extranjeros y para los procesos de negociación para los otros distritos.

PBA ya prorrogó 10 veces la oferta de canje, y en todos los casos no fue aceptada. Entre ellas, se destaca la del mes de febrero, donde la provincia llevo hasta último momento el plazo para postergar el vencimiento del bono BP21. Otros de los bonos próximos a vencer son el BPJ21, BPF23 y PBE23, con una estructura de pago escalonada hasta 2023.

La primera propuesta de abril implicó una extensión de fecha de vencimiento, reducción de los intereses y quita de capital. La última propuesta realizada por la provincia, en mayo, propone una extensión de la vida promedio de los bonos hasta el 2030, una caída del 7% en capital y un ahorro en los intereses del 55%. El objetivo principal es aliviar la presión financiera estirando el vencimiento, junto con un ahorro de 5.000 millones de dólares en los próximos cuatro años. A partir de allí, se interrumpió el pago de los cupones por un total de 113 millones de dólares.

El 4 de diciembre venció la última fecha para aceptar o rechazar la oferta de mayo. Esta no fue aceptada y fue postergada hasta enero de 2021. Se trató de la décima propuesta rechazada por los acreedores.

## Emisiones de deuda provinciales en divisas

### Años 2016-2018

(en millones de dólares y porcentajes)

	Emisión total	Nro de colocaciones	Tasa promedio	Primer vencimiento capital	% total
Provincia de Buenos Aires	5.082	8	6,82%	2019	41,31%
Provincia de Córdoba	1.985	5	7,19%	2021	16,14%
Chubut	650	1	7,75%	2026	5,28%
Provincia de Mendoza	582	2	8,38%	2024	4,73%
Provincia de Río Negro	300	1	7,75%	2025	2,44%
Provincia de Neuquén	601	2	8,06%	2027	4,89%
Salta	350	2	9,13%	2025	2,85%
Provincia de Mendoza	582	2	8,38%	2025	4,73%
Provincia de Tierra del Fuego	200	1	8,95%	2027	1,63%
Provincia de Entre Ríos	350	1	8,75%	2027	2,85%
Provincia de Neuquén	601	2	8,06%	2027	4,89%
Resto (3 provincias)	1.017	12	8,76%		8,27%
<b>Total</b>	<b>12.300</b>	<b>31</b>	<b>7,83%</b>		<b>100,00%</b>

FUENTE: FIDE en base a MECON, ITE y Bloomberg

# Obstáculos políticos a las medidas de recuperación

*En diciembre de 2016 el profesor Jan Kregel escribió en nuestra revista un artículo analizando la plataforma de gobierno del entonces presidente electo Donald Trump. El trabajo partía de un punto poco tenido en cuenta: el poder político real residía en la mayoría republicana del Congreso y era poco probable que ésta acompañara los planes anti-stablishment y de desglobalización que marcaron la agenda económica de la campaña. Tras 4 años, las opiniones allí expresadas se han verificado como acertadas.*

*Al finalizar el gobierno republicano, y pese a una serie de medidas proteccionistas llevadas adelante, como las subas de tarifas frente a China, los cambios estructurales orientados a hacia la desglobalización no han sido tales. Sucede que una porción muy relevante de los beneficios de las grandes empresas estadounidenses depende del comercio exterior de bienes finales y sus cadenas globales de valor. La política económica estuvo orientada a preservar estos mercados y recomponer los beneficios empresariales. Todos estos aspectos fueron advertidos con gran lucidez en aquella oportunidad. Asimismo, en términos políticos el centro de la gestión Trump (recortes a Medicare, reducción de impuestos corporativos, desregulación financiera, suspensión de los acuerdos de cambio climático, endurecimiento de la política migratoria y unilateralismo de la política exterior) estuvo orientado a la revisión de políticas tomadas por los demócratas en la administración anterior.*

*En esta ocasión, el profesor Kregel vuelve a escribir analizando los desafíos que enfrentará el gobierno del recientemente electo presidente Joe Biden. El documento resulta sumamente interesante para el análisis de la dirección que podría adoptar la política económica norteamericana en los próximos años.*

---

Jan Kregel

Director de investigación del Levy Economics Institute

---

### Obstáculos políticos

¿Cuáles son las perspectivas para la economía de los Estados Unidos tras la elección de Joseph Biden como presidente? Quienes esperaban que un cambio de administración fuera acompañado por una transformación radical en el marco de las políticas económicas para enfocarse más sobre los problemas estructurales de largo plazo saldrán decepcionados.

La razón de esto se debe a que el apoyo mayoritario que recibió el nuevo presidente estadounidense no se extendió hacia las otras dos ramas del Gobierno, así como tampoco alcanzó a las jurisdicciones estatales. Esta situación condicionará severamente la capacidad de la nueva administración para implementar sus principales propuestas políticas.

Mientras que los candidatos presidenciales hacen campaña sobre una plataforma económica y política diseñada para maximizar el apoyo de las distintas facciones de cada partido, una vez que son elegidos proponen un presupuesto para implementar sus propuestas. Pero estas iniciativas sólo pueden llevarse a la práctica con el apoyo de ambas cámaras del Congreso.

Para ello, una particularidad del sistema de legislación: en el sistema estadounidense la mayoría de los proyectos económicos son iniciados en la Cámara de Representantes, donde la mayoría del Partido Demócrata se ha visto reducida a niveles históricamente bajos. Luego deben ser convalidados por el Senado, donde la relación de fuerzas recién quedará definida a comienzos de enero de 2021 con las elecciones de Georgia, un estado donde tradicionalmente se impone el Partido Republicano.

Sin una mayoría demócrata en el Senado, es sencillo predecir que solo una pequeña parte de la plataforma

económica propuesta será aprobada. Esto dejaría muchas de las iniciativas presupuestarias de la campaña como letra muerta.

medida que los programas de asistencia concluyan, justo antes de la asunción presidencial.

---

***Todos estos son temas estructurales imprescindibles para mejorar el desempeño de largo plazo de la economía de Estados Unidos, pero se verán frustrados por ...***

---

### **Medidas presupuestarias urgentes que enfrenta el nuevo gobierno antes de asumir**

El primer punto en la agenda del nuevo gobierno será la implementación de medidas para hacer frente al impacto que tiene el crecimiento en los casos de contagios de Covid-19 sobre el sistema de salud y sobre la economía. La vigencia de las últimas medidas especiales y prestaciones adicionales por desempleo vencerá antes que termine el año y, de no aprobarse nuevas, se dejará a alrededor de 22 millones de trabajadores sin asistencia.

Esta situación será una gran desilusión entre los miembros progresistas del Partido Demócrata, muchos de ellos seguidores de Bernie Sanders, que entendían a la victoria electoral como un camino para avanzar con temas medioambientales como el denominado “Green New Deal”, la extensión de la cobertura del sistema de salud bajo la idea de un “jugador único” organizado por el Gobierno, o la elaboración de una solución de largo plazo para la política migratoria.

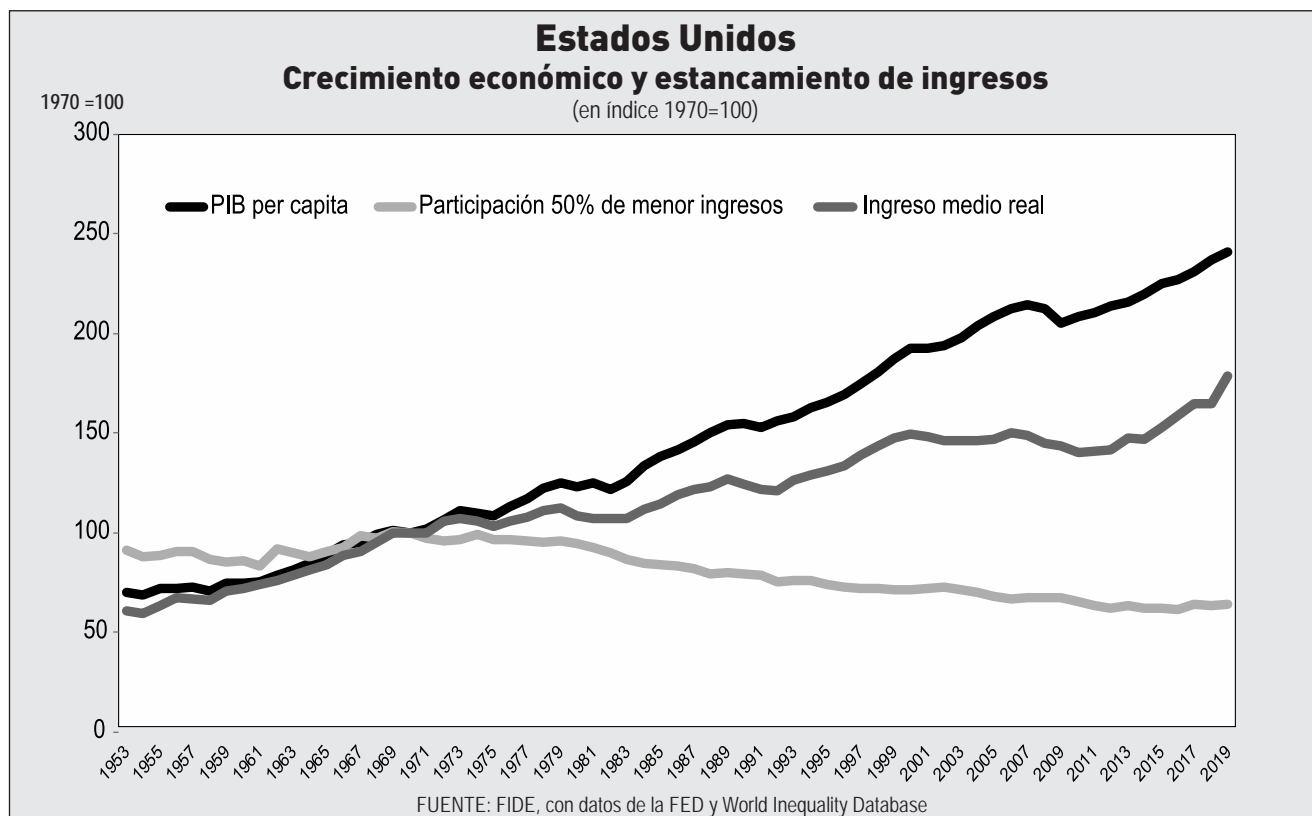
---

***...las restricciones políticas, la necesidad de formular una respuesta a la pandemia que sea más racional y federal y la amenaza del incremento en el desempleo a medida que los programas de asistencia concluyan, justo antes de la asunción presidencial.***

---

Todos estos son temas estructurales imprescindibles para mejorar el desempeño de largo plazo de la economía de Estados Unidos, pero se verán frustrados por las restricciones políticas, la necesidad de formular una respuesta a la pandemia que sea más racional y federal y la amenaza del incremento en el desempleo a

Esto requiere acciones en tres áreas. La primera de ellas, y si es que no se abordó en las sesiones legislativas



de “pato rengo” durante diciembre, es la asistencia en materia de ingresos. El proyecto de ley *HEROES (Health and Economic Recovery Omnibus Emergency Solutions Act)*, de 3 billones de dólares, fue aprobada en mayo por la cámara de representantes, pero nunca fue debatido en el Senado y corre el riesgo de expirar con el inicio del nuevo año parlamentario. Los elementos más importantes en el proyecto son la extensión de la asistencia para los desocupados y el todavía más relevante apoyo a los gobiernos estatales y locales.

La segunda área de acción corresponde a la asistencia a gobiernos locales. Esta es especialmente crucial, dado que la mayoría de los estados se encuentran sujetos a legislaciones que los obligan al equilibrio presupuestario y ya experimentan significativos déficits como consecuencia de los gastos incurridos para hacer frente a la primera ola de la pandemia y la reducción en los ingresos asociada a las medidas de aislamiento iniciadas en marzo. Los gobiernos estatales y locales cargan con la mayor parte del gasto en salud, educación y seguridad pública. A modo de ejemplo, serán los responsables de la distribución de las vacunas cuando éstas estén disponibles: a pesar de que la administración saliente ofreció financiamiento para el desarrollo de la vacuna, la organización logística quedará a cargo de los gobiernos estatales.

Además, el presupuesto y la infraestructura educativa son incapaces de garantizar la plena escolaridad presencial con distanciamiento social, situación que demandaría duplicar el personal y las instalaciones. La mayoría introdujo sistemas híbridos de formación, donde la presencialidad se alterna con capacitación online. Y, si bien la educación online es concebida como un buen uso de la tecnología, en el corto plazo tiene un impacto negativo sobre las familias más pobres que no pueden contar con el equipamiento adecuado, así como el hecho de que se requiere de la presencia de un adulto responsable en la casa, situación que conlleva la caída en los ingresos de las mujeres que se ven obligadas a abandonar el mercado laboral.

En tercer lugar está el impacto de la segunda ola de contagios. Es muy posible que la disponibilidad de espacio en los hospitales, equipamiento y los profesionales de la salud se vean sobrepasados durante la segunda ola del virus y que requieran una mayor expansión del gasto.

El primer paquete de estímulo, llamado *Ley CARES (Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act)*,

sancionado en mayo de 2020, incluía financiamiento para evitar el desalojo de las familias de bajos ingresos que alquilan sus viviendas, así como la ejecución hipotecaria de muchos propietarios, medidas para suspender transitoriamente los intereses sobre los préstamos estudiantiles, financiamiento adicional para testear y rastrear casos de Covid-19 y medidas para compensar el déficit del Servicio Postal de Estados Unidos en la provisión garantizada de bienes esenciales.

Sin embargo, durante la negociación el tamaño del aporte total se redujo a 2,2 billones de dólares y, luego, a alrededor de 1 billón de dólares cuando los republicanos repentinamente pasaron a rechazar medidas que incrementaban la deuda pública, a pesar de lo que parecía el apoyo del presidente Trump.

---

***“Ya existieron dos “cierres” gubernamentales durante la administración Trump debido a la falta de acuerdo sobre el financiamiento. Uno de ellos persistió por un mes, en el intento de obtener los fondos para construir el muro fronterizo.”***

---

Y si bien ambas partes están de acuerdo en que es necesario algún tipo de apoyo, las perspectivas de que una de ley de asistencia se apruebe en el corto plazo siguen siendo dudosas.

Para peor, para diciembre estas negociaciones se verán eclipsadas por el hecho de que la financiación de las agencias y organismos del Gobierno federal continúan operando bajo un presupuesto que nunca fue aprobado.

El Gobierno actualmente se rige por lo que se llama una “CR”, una resolución continua que aprueba el financiamiento transitorio sobre los niveles existentes. Una nueva CR fue aprobada antes de las últimas elecciones para evitar una crisis presupuestaria y un posible “cierre” del Gobierno que influyera en los comicios. La actual CR expiró el 12 de diciembre y, si no se aprueba una nueva, se producirá el mencionado cierre del Gobierno.

Ya existieron dos “cierres” gubernamentales durante la administración Trump debido a la falta de acuerdo sobre el financiamiento. Uno de ellos persistió por un mes, en el intento de obtener los fondos para construir el muro fronterizo.

Una nueva "CR" cubriría el financiamiento de 12 agencias independientes en un único proyecto omnibus, pero implicaría discusiones separadas de la resucitación del proyecto de ley CARES y, por lo tanto, por el tiempo de su tratamiento legislativo reduciría la probabilidad de financiamiento de emergencia para la pandemia antes del Año Nuevo.

---

***Si no se aprueba un nuevo paquete de estímulos en diciembre, el nuevo gobierno comenzará a trabajar enfrentando una recesión económica cada vez más grave, con un aumento en la cantidad de infectados que dominará la escena política.***

---

Ante falta de voluntad de la administración Trump para proporcionar apoyo a la transición, es probable que se produzcan retrasos en la aprobación de una nueva CR y el paquete de emergencia. Esto dejaría ambos proyectos de ley para ser evaluados en enero, cuando comience la nueva administración.

Si no se aprueba un nuevo paquete de estímulos en diciembre, el nuevo gobierno comenzará a trabajar

enfrentando una recesión económica cada vez más grave, con un aumento en la cantidad de infectados que dominará la escena política.

### **Medidas de corto plazo no legislativas dominarán los primeros 100 días**

Luego de lograr aprobar estas medidas de emergencia y en función del resultado de la segunda vuelta de las elecciones al Senado, las primeras medidas que serán adoptadas por la nueva administración se limitarán a cuestiones a corto plazo.

La única legislación importante en materia económica aprobada por la administración saliente fue la Ley Impositiva. Prácticamente todas las demás iniciativas, en su mayoría destinadas a revertir las medidas introducidas durante la administración de Barack Obama, se hicieron por medio de órdenes ejecutivas del Presidente, o la promulgación de reglamentos por parte de distintos organismos del Poder Ejecutivo.

La nueva administración se centrará en restablecer o revertir las medidas en materia de política ambiental, inmigración y comercio, que pueden revertirse con relativa facilidad sin la aprobación del Congreso.



En el corto plazo hay dos procedimientos disponibles. El primero de ellos es la reglamentación de las normas.

Mientras que el Congreso diseña la legislación por decisión de la mayoría, una parte relevante de las leyes propuestas deja fuera los detalles sobre su implementación. Las reglamentaciones son elaboradas por los organismos gubernamentales pertinentes, que suelen estar integrados por funcionarios permanentes pero administrados por funcionarios políticos. Las normas que regulan la puesta en marcha de las leyes aprobadas en el Congreso se rigen por una legislación que requiere análisis y comentarios públicos, entre otros pasos, antes de su publicación en el Registro Federal y que se conviertan en ley. Este denominado “Estado profundo” no está sujeto a un proceso democrático, ya que las decisiones finales son tomadas por los burócratas correspondientes.

---

***La única legislación importante en materia económica aprobada por la administración saliente fue la Ley Impositiva. Prácticamente todas las demás iniciativas se hicieron por medio de órdenes ejecutivas del Presidente, o la promulgación de reglamentos por parte de distintos organismos del Poder Ejecutivo.***

---

Antes de una elección, el Gobierno busca implementar el mayor número posible de las iniciativas previstas en su programa, con la esperanza de que se conviertan en ley. Sin embargo, como estos procedimientos suelen tardar unos 90 días o más en completarse, todavía no habrán sido aprobados cuando la nueva administración asuma el cargo, y pueden ser cancelados o revocados rápidamente. Al mismo tiempo, los nuevos nombramientos políticos también pueden cambiar la dirección de la reglamentación y la aplicación. Dado que la administración Trump tenía la práctica de no solicitar la aprobación formal de estos nombramientos y de colocarlos en forma “interina”, será relativamente fácil retirarlos y reemplazarlos, también en forma interina, hasta que se obtenga la autorización formal con la aprobación del Congreso.

Bajo la Ley de Revisión del Congreso, el reloj de 60 días para revisar las principales leyes se reajustará al comienzo del próximo Congreso (sólo cuenta los días en que está en sesión). Eso significa que los legisladores

tendrán hasta mediados o finales de la primavera boreal para revocar cualquiera de las leyes reglamentadas a último minuto por Trump.

El segundo procedimiento es la orden ejecutiva que fue utilizada con gran efecto por Franklin Roosevelt para establecer la sopa de letras de las agencias del New Deal con el fin de sostener los ingresos y el empleo. Desde el comienzo de la administración Trump, los cambios más controvertidos, como la prohibición de la inmigración musulmana, la construcción del muro fronterizo, la suspensión de las medidas de protección del medio ambiente y el uso comercial de las tierras públicas, se llevaron a cabo por órdenes ejecutivas.

En el mismo sentido, el Congreso delega en ocasiones su autoridad en materia de formulación de políticas al Ejecutivo, generalmente sobre las decisiones vinculadas a las situaciones bélicas, las negociaciones de tratados internacionales y la política comercial. Estas también pueden ser revocadas inicialmente por un presidente recién elegido. Por ejemplo, los Estados Unidos se encuentran todavía en una situación de emergencia en materia de seguridad nacional anunciada en respuesta a la presunta invasión de la frontera sur por parte de solicitantes de asilo y que se utilizó para reorientar el financiamiento hacia la construcción del muro fronterizo. Estas decisiones también pueden ser revertidas inmediatamente.

Así pues, el primer orden del día será congelar o anular las medidas reglamentarias de la administración Trump, principalmente en materia de protección del medio ambiente, inmigración (en particular la acción diferida para la llegada de niños, la construcción del muro, el tratamiento de los solicitantes de asilo y la implementación a manos del Servicio de Control de Inmigración y Aduanas) y educación.

### **Perspectivas políticas para las medidas estructurales de largo plazo**

En cuanto a las políticas a largo plazo que requerirán leyes aprobadas por el Congreso, las perspectivas son sombrías. En primer lugar, la nueva administración tendrá una mayoría muy ajustada en la Cámara de Representantes y será mucho más difícil mantener dicha situación alineada, dado el juego de culpas para asignar la responsabilidad de la pérdida en el tamaño de la mayoría que ya ha estallado entre las diferentes alas del *caucus*. Un típico fracaso del abordaje político



# 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

de la izquierda que el ala derecha siempre ha logrado evitar. Toda la legislación debe ser aprobada por ambas Cámaras y es probable que el Senado permanezca bajo control republicano y Mitch McConnell siga siendo el líder de la mayoría.

---

***A falta de resultados positivos en las dos elecciones de segunda vuelta al Senado, es probable que este estancamiento continúe y que la mayoría de las medidas importantes nunca lleguen al pleno del Senado para su votación, en la que ni siquiera habría mayoría.***

---

El Senado norteamericano es un extraño lugar sujeto a reglas arcanas y arcaicas que dan al líder de la mayoría un enorme poder para impulsar o cajonear proyectos de ley. Durante los dos últimos años simplemente se ha negado a considerar o a votar proyectos de ley que el presidente no hubiera pre-aprobado y logró un bloqueo efectivo de la legislación aprobada por la Cámara de Representantes. A falta de resultados positivos en las dos elecciones de segunda vuelta al Senado, es probable que este estancamiento continúe y que la mayoría de las medidas importantes nunca lleguen al pleno del Senado

para su votación, en la que ni siquiera habría mayoría. Como ha argumentado McConnell, ¿por qué perder el tiempo, si se sabe que algo va a perder?

Pero McConnell ya no está en deuda con Trump y debe actuar para complacer a su *caucus* y mantener la mayoría del Senado (dependiendo de los resultados de las elecciones de Georgia), en particular los senadores que deben enfrentar la reelección en 2022. Las elecciones de medio término para el Senado en 2022 deberían incluir al menos seis republicanos y sólo tres demócratas. Por lo menos dos senadores republicanos han indicado su intención de retirarse, lo que deja a cuatro expuestos a las medidas adoptadas por McConnell en los próximos dos años: Wisconsin (Ron Johnson), Florida (Marco Rubio), Pennsylvania (Pat Toomey) y Georgia (Kelly Loeffler).

En el frente demócrata, los únicos senadores potencialmente vulnerables en 2022 son Maggie Hassan, de New Hampshire, y Catherine Cortez Masto, de Nevada. Si bien el calendario inicial de reelección de 2022 debería ser favorable a la creación de una mayoría demócrata en el Senado, esto debe evaluarse junto con el muy pobre desempeño de los candidatos demócratas en la última elección, donde la mayoría en la Cámara se redujo drásticamente. Como se dice, Biden no tenía una capacidad de arrastre que le permitiera mejorar la posición en ambas cámaras.



## Improbable cumplimiento de las promesas para el largo plazo

Las principales medidas de política fiscal previstas en la plataforma de Biden incluyen un impuesto adicional sobre la nómina para los ingresos superiores a 400.000 dólares (ingreso bruto ajustado, es decir, ingresos después de exenciones y deducciones) del 12,4%, a dividir entre empleadores y empleados, un aumento de la tasa marginal sobre los ingresos más altos, la anulación de algunas de las reducciones del impuesto de sociedades y los beneficios extranjeros y la inclusión de las ganancias de capital con las tasas de impuesto sobre la renta de las personas físicas.

El lema de la campaña era que los impuestos no aumentarían para los ingresos inferiores a 400.000 dólares de ingreso bruto ajustado, aunque algunos expertos han señalado que la eliminación de la exención sobre las ganancias de capital y el aumento del impuesto de sociedades podría causar una disminución de las retribuciones para los ingresos no salariales por debajo de este nivel y, por tanto, una mayor carga fiscal efectiva. Como se ha señalado, con una mayoría republicana en el Senado es probable que ninguna de estas medidas llegue nunca a debatirse.

Por el lado del gasto, la nueva administración se ocupará finalmente de la cuestión de los gastos de infraestructura pública que habían obtenido un apoyo bipartidista en la campaña de 2016 y no se materializaron en propuestas políticas formales. Incluye propuestas de energía limpia, apoyo a la producción nacional y a la educación pública e I+D, incluyendo el preescolar universal, el aumento del gasto para las escuelas primarias y primarias de bajos ingresos y la universidad pública gratuita para los estudiantes de familias de bajos ingresos. Los planes de infraestructura y en I+D abarcan infraestructura de agua, trenes de alta velocidad, transporte público municipal, infraestructura verde, I+D de tecnología “innovadora” (por ejemplo, el 5G y la inteligencia artificial).

El acceso a la vivienda ha sido un tema constante y hay propuestas para la provisión directa y financiamiento para el acceso a las personas de bajos ingresos. Por último, se propuso la cobertura de Medicare para las personas que en la actualidad tienen entre 60 y 65 años, la ampliación de los mercados de seguros de la Ley de Atención Asequible (ACA, por sus siglas en inglés) y las licencias con goce de sueldo para el cuidado de ancianos. Pero incluso estas propuestas, más modestas que las presentadas por Bernie Sanders durante su campaña,

tampoco lograrían el visto bueno del Senado.

## El impacto macroeconómico de las medidas previstas en la plataforma electoral

Los economistas no son buenos para separar los efectos de las políticas a corto y largo plazo en la economía. Es más fácil analizar una recesión que una depresión, un ciclo que una tendencia, una recuperación en forma de V (o en forma de K) que una recuperación en forma de L. Esto se debe a que la mayoría de los economistas cree que se espera que la economía vuelva a su trayectoria de crecimiento tendencial relativamente rápido después de una perturbación. De esta forma, la pérdida de producción y empleo durante la recesión pandémica acabará repartiéndose, el desempeño económico se verá impulsado y la tendencia se restablecerá como si nada hubiera ocurrido. Se trata simplemente de una redistribución intertemporal de la producción y el empleo a lo largo del tiempo.

---

***Dado que es poco probable que estas políticas se pongan en marcha, las estimaciones enfatizan una vez más la importancia de la inversión en infraestructura para la recuperación a largo plazo de la economía y los costos adicionales que acompañan a las medidas de apoyo social.***

---

Pero algunos elementos de corto plazo tienen un impacto a largo término: ¿Recuerdan la predicción de la “nueva normalidad” de que el crecimiento de Estados Unidos no superaría el 2% que se hizo popular entre los economistas durante la larga y lenta recuperación de la Gran Recesión Financiera de 2008? ¿Y su desaparición cuando la economía parecía estar acercándose a una meseta más alta después de los recortes de impuestos de Trump?

La tragedia de la administración Trump es que consideró el impacto de la pandemia como un fenómeno a corto plazo y las políticas fiscales, comerciales y de inmigración como beneficios a largo plazo. Por lo tanto, ignoró la lucha contra el virus y se concentró en mantener el crecimiento de la economía. Y fracasó en ambas porque su análisis estaba al revés: las políticas de impuestos, comercio e inmigración eran instrumentos de

corto plazo mientras que el virus era el que podía tener un impacto negativo a largo plazo en el crecimiento.

## Medidas de política económica de la plataforma de campaña de Biden-I Estimación del costo económico

(en miles de millones de dólares)

Categoría de ingreso/gasto y resultado	Costo
<b>Total Impuestos</b>	<b>3375,4</b>
Aumentos en tasas de impuestos corporativos	1438,5
Aumentos de impuestos en salarios sobre 400 mil dólares	992,8
Aumentos en tasas marginales de ingresos altos	944
<b>Total Gastos</b>	<b>5370</b>
Educación	1929,5
Infraestructura e I+D	1600,8
Vivienda	650
Seguridad Social	290,7
Plan de combate a las drogas	-1253
Aumento de cobertura del sistema de salud	1605
Licencias laborales	547

FUENTE: elaboración del Autor en base a estimaciones de la Universidad de Pennsylvania

La tabla de abajo proporciona un intento de medir el impacto de la plataforma Biden en un período de planificación de diez años. Se basa en un conocido y respetado modelo tradicional keynesiano Penn-Wharton basado en la Universidad de Pennsylvania.

Allí se estima el impacto de los impuestos, la inversión pública y todo el paquete de propuestas sobre el PIB de los Estados Unidos, el stock de capital, los salarios medios por hora, las horas trabajadas y la deuda que tiene el público tomando la legislación vigente como línea comparación.

El superior solo muestra el impacto de las medidas fiscales y de inversión pública. El panel inferior muestra, el cambio, el desempeño si se aplica todo el paquete (añadiendo las medidas de vivienda, seguridad social y atención de la salud) en relación con el primer cuadro de medidas fiscales y de gasto público.

Dado que es poco probable que estas políticas se pongan en marcha, las estimaciones enfatizan una vez más la importancia de la inversión en infraestructura para la recuperación a largo plazo de la economía y los costos adicionales que acompañan a las medidas de apoyo social.

## Medidas de política económica de la plataforma de campaña de Biden-II Estimación del impacto económico

	Año	PIB	Capital	Salario promedio	Horas trabajadas	Deuda pública
<b>Solo impuestos e inversión pública</b>						
Variación porcentual respecto al escenario base	2030	1,1%	0,6%	0,5%	1,6%	1,2%
	2040	1,5%	0,7%	0,7%	1,8%	-1,5%
	2050	1,8%	1,0%	0,5%	2,3%	-4,5%
<b>Total del plan*</b>						
Efecto marginal (diferencia en en puntos porcent. respecto impuestos e inversión pública)	2030	-1,10%	-1,10%	0,00%	-1,40%	-4,60%
	2040	-0,90%	-0,80%	0,20%	-1,30%	-7,80%
	2050	-0,30%	0,10%	0,50%	-1,10%	-10,70%
Variación porcentual respecto al escenario base	2030	-0,40%	-0,70%	2,70%	-2,40%	0,10%
	2040	0,00%	-1,10%	2,20%	-1,40%	-1,90%
	2050	0,80%	-0,40%	1,50%	0,00%	-6,10%

NOTA: en base al modelo Penn-Wharton de la Universidad de Pennsylvania para un lapso de 10 años. La segunda tabla incluye Impuestos e Inversión pública más el Plan de Inmigración, Vivienda, Seguridad Social y Planes de cobertura medica  
FUENTE: elaboración propia en base a estimaciones de la Universidad de Pennsylvania. Disponible en: <https://budgetmodel.wharton.upenn.edu/issues/2020/9/14/biden-2020-analysis>

# 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](http://www.adimra.org.ar)

## La oficina de evaluación independiente del FMI contra la desregulación de la cuenta capital

A comienzo de octubre se dio a conocer un documento técnico de la oficina de evaluación independiente del FMI. El documento, titulado “*IMF advice on capital flows: evaluation report 2020*” analiza la experiencia reciente de los flujos de capital en países desarrollados y en desarrollo, con especial énfasis en el contexto de la turbulencia generada por la pandemia.

Y si bien el documento trata una temática más general, dedica un apartado a analizar la experiencia argentina reciente. Allí se destaca una dimensión crítica respecto al período 2016-2018, rechazando la política de desregulación cambiaria y financiera que dio lugar a la crisis cambiaria y de deuda.

Debe advertirse que el abordaje conceptual del documento no se aparta demasiado del enfoque liberal habitual. Sin embargo, resulta especialmente interesante debido al lugar de enunciación: en un documento oficial del FMI se reconoce un conjunto de errores que hasta ahora se habían pasado por alto.

Antes de continuar, vale una aclaración. El trabajo de referencia se trata de un documento más bien de una naturaleza técnica, que tiene por fin influir en un debate académico con cierto anclaje en la política económica.

En este sentido, este tipo de análisis suelen ser comunes en el FMI y en muchos de los casos se salen del molde de las evaluaciones de las áreas técnicas y políticas. Las recomendaciones del FMI sobre qué hacer con el dólar o el gasto público suelen presentarse en las evaluaciones del artículo IV o directamente en los análisis de las misiones encargadas de monitorear el desempeño de los

países bajo algún acuerdo de endeudamiento.

En el caso particular de los controles de capitales, desde el año 2010 el FMI ha venido revisando su propia postura respecto a los beneficios de la integración financiera y la entrada irrestricta de flujos de capitales. De la mano de estudiosos como Sebastian Ostry, Atish R. Ghosh, Mahvash S. Qureshi y otros se ha tomado parte activa en una agenda de investigación que ponga en valor el rol de las llamadas “*Medidas de Administración de Flujos de Capitales*” (CFM, por sus siglas en inglés).

En especial tratan de la *policy note* de 2012 titulada “*Liberalization and Management of Capital Flows (IV)*”, donde, si bien se reconocen beneficios de la integración financiera, se sopesan una serie de riesgos en relación a los flujos de portafolio, en torno a los cuales la política macroeconómica debe prestar especial atención.

Obviamente que esta agenda va en línea con los postulados del llamado “*nuevo consenso macroeconómico*” respecto al ordenamiento inflacionario, fiscal y monetario de la economía. En el caso particular de las economías periféricas, este enfoque suele ser muy crítico de la intervención cambiaria activa y rechaza los beneficios de la excesiva acumulación de reservas.

Por el lado de los Países Emergentes, el documento reconoce que el FMI debería ser más explícito en las recomendaciones de vigilancia sobre los efectos disruptivos de los flujos de capital, incluyendo contextos en los que no se registra riesgo de “*crisis o crisis inminente*”. Producto de ello, se afirma que, cuando los países enfrentan un serio estrés externo

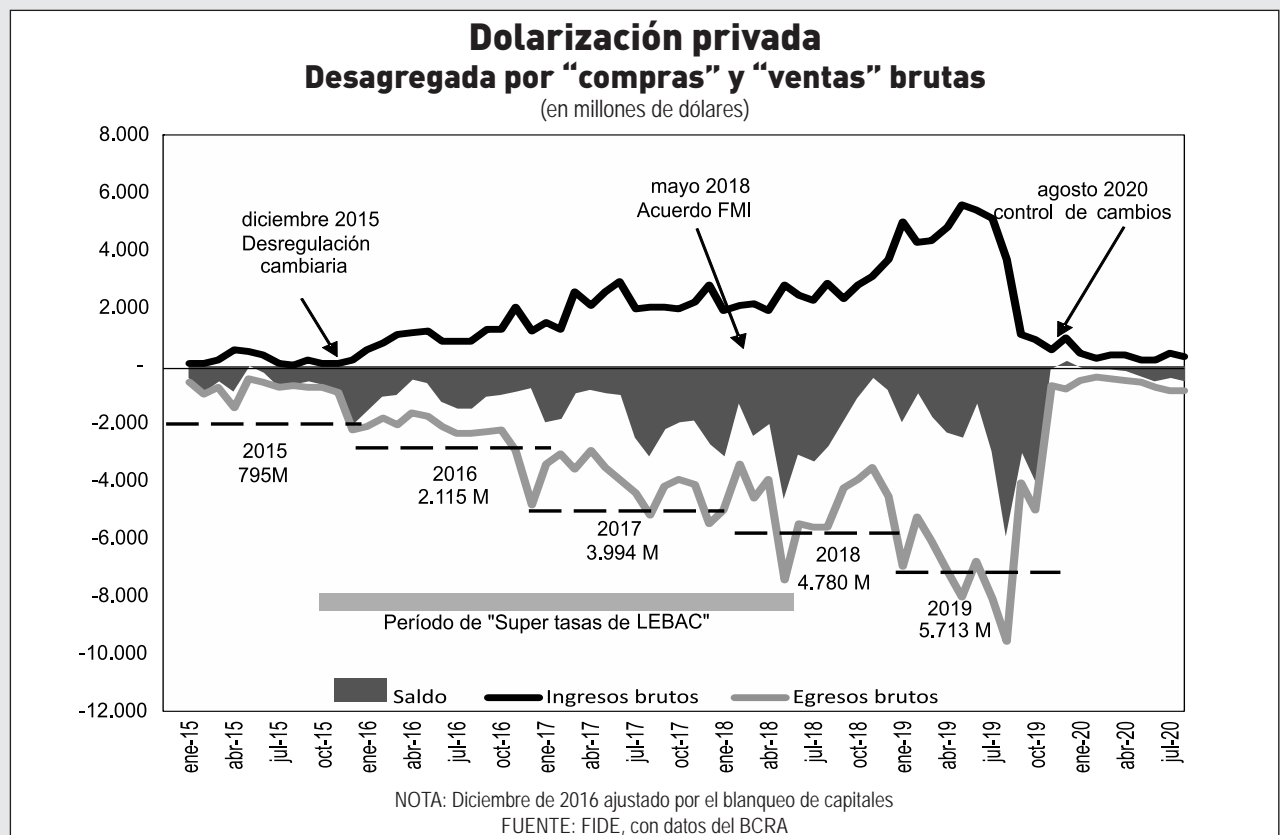
y los márgenes de política económica están muy acotados, parece haber un valor extra en pensar alternativas “fuera de lo habitual” antes que sea muy tarde.

Más adelante menciona a la Argentina, en particular. En este caso, considera a la experiencia reciente como un ejemplo de lo que no hay que hacer al momento de integrarse financieramente. Allí afirma que “el rápido desmantelamiento de los controles de capital antes de tener un marco macroeconómico creíble fue lo que dio lugar a una severa crisis y constituye un contra-ejemplo que pone en evidencia los riesgos involucrados en este tipo de experiencias”.

Y luego afirma que “si bien el staff no tuvo oportunidad de ofrecer recomendaciones antes de que

las restricciones fueran levantadas, los documentos internos no presentaron las dudas del caso, ya que el tema no figura destacado en las consultas de artículo IV de 2016 y 2017, a pesar de que Argentina presentaba una fuerte salida de flujos de capitales de residentes y un elevado ingreso de fondos por préstamos de corto plazo”. Al final concluye que los controles de capitales tienen el apoyo del FMI, ya que lograron “proteger la estabilidad cambiaria y a los ahorristas”.

De tal modo, el documento técnico comparte la evaluación de la situación que muchas veces se ha advertido desde ésta y otras páginas. Asimismo, resulta una evidencia clara de los efectos negativos que la experiencia neoliberal reciente sobre la desregulación cambiaria y la fuga de capitales dejó en la Argentina.



**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



## Con nosotros podés contar

Tu empresa o emprendimiento tiene en nuestro banco un aliado, que te ofrece las herramientas financieras más eficientes. Con la asesoría y atención que necesitás.



**Si buscás quién te acompañe, con nosotros podés contar.**

Más información en [www.bancocredicoop.coop](http://www.bancocredicoop.coop).  
Banco Credicoop Coop. Ltda. Reconquista 484. (1003) CABA. CUIT 30-57142135-2.

