

FIDE

Coyuntura y Desarrollo

El impacto económico del COVID-19. La crisis de la “gran cuarentena” global. Medidas del Gobierno argentino. Proyecciones para la economía mundial y latinoamericana. Oferta de canje de deuda: dar vuelta la página para poder crecer. Acuerdo UE-Mercosur: el fin del bloque regional. El impuesto a las grandes fortunas y la distribución del ingreso

Datos básicos de la economía argentina

	2018	2019	2020		
			Enero	Febrero	Marzo
P.I.B Total(% igual período del año anterior)	-2,5	-2,2	-1,8	s/i	s/i
P.I.B Agropecuario(% igual período del año anterior)	-15,3	21,5	-6,8	s/i	s/i
P.I.B Industria(% igual período del año anterior)	-5,0	-6,3	-1,3	s/i	s/i
Formación bruta de capital fijo(% igual período del año anterior)	-5,7	-15,9	s/i	s/i	s/i
P.I.B Total(en millones de pesos corrientes)	14.605.790	21.650.351	s/i	s/i	s/i
Tipo de cambio nominal (peso/dólar)	28,70	50,02	62,98	63,58	65,25
Exportaciones(millones de dólares)	61.782	65.116	4.556	4.324	4.320
Importaciones(millones de dólares)	65.483	49.124	3.534	3.195	3.175
Saldo comercial(millones de dólares)	-3.701	15.992	1.022	1.129	1.145
Balance de la cuenta corriente(en millones de dólares)	-27.276	-3.462	s/i	s/i	s/i
Deuda externa(millones de dólares)	352.468	347.692	s/i	s/i	s/i
Términos de intercambio(2004=100)	131,4	130,7	s/i	s/i	s/i
Total reservas internacionales(millones de dólares)	65.806	44.781	44.717	44.791	43.561
Base monetaria(en millones de pesos)	1.336.800	1.734.073	1.692.948	1.860.024	1.941.047
M1(en millones de pesos)	1.292.401	1.817.910	1.937.257	1.928.036	2.031.065
M2(en millones de pesos)	1.863.152	2.512.312	2.728.157	2.803.376	2.968.664
M3(en millones de pesos)	3.273.203	4.028.459	4.381.853	4.590.695	4.823.929
Tasa de interés activa(efectiva anual,%)	48,4	67,5	50,6	43,1	38,9
Tasa de interés pasiva para ahorristas(efectiva anual,%)	31,9	47,2	35,3	32,3	28,6
Recaudación tributaria (en millones de pesos)	3.382.645	5.023.567	527.285	471.693	443.637
Resultado primario(en millones de pesos)	-338.987	-95.121	-3.766	-27.497	-124.728
Intereses de la deuda(en millones de pesos)	388.940	724.285	87.052	40.081	41.577
Resultado financiero(en millones de pesos)	-727.927	-819.406	-90.818	-67.578	-166.305
Precios al consumidor (en tasa de variación)	47,6	53,8	2,3	2,0	3,3
Precios al por mayor (en tasa de variación)	73,5	58,5	1,5	1,1	1,0
Precios costo de la construcción (en tasa de variación)	44,8	47,8	5,2	4,5	1,4
Tasa de actividad (% de la población total)	46,6	47,3	-	-	-
Tasa de empleo (% de la población total)	42,3	42,6	-	-	-
Tasa de desocupación (% de la PEA)	9,2	9,8	-	-	-
Tasa de subocupación (% de la PEA)	11,2	12,7	-	-	-

(*) Provisorio. s/i: Sin información.

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

FIDE Coyuntura
y Desarrollo

Se distribuye por venta directa
o suscripción anual

Valor de la suscripción:

Exterior: u\$s 170
Países limítrofes: u\$s 140

Mayo 2020

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

Consejo Directivo y de Administración:

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)

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.

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

Inscripto 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.

Fotomecánica e Impresión:
Altuna Impresores
Doblas 1968. Ciudad de Buenos Aires.

Suscripciones en la Argentina:
Reconquista 962 - 2º Piso, C1003ABT
Buenos Aires. Tel. 4313-9494 / 5137

La economía en tiempos pandémicos

El mundo está asistiendo a una crisis sistémica con final abierto. En el marco de una economía global donde la situación de recesión secular y creciente desigualdad engendradas por la hegemonía de un capitalismo de globalización financiera anticipaba tensiones recurrentes, en menos de dos meses la pandemia del COVID-19 ha sumergido al mundo en una depresión inédita. Se trata de una crisis atípica, disparada desde la economía real a partir de un factor exógeno: el lock down impuesto por la emergencia sanitaria. Se combinan restricciones de oferta y de demanda. Las capacidades productivas se encuentran semi paralizadas, afectando a cuatro de cada cinco personas que conforman la fuerza de trabajo mundial. La OIT ha caracterizado esta situación como la "pandemia del desempleo". Y diversos analistas ya hablan de la "gran cuarentena global", poniéndola en pie de igualdad con otras de las peores crisis contemporáneas como la "gran recesión" de 1929 o la "crisis financiera" global de 2008/09.

Las crisis muchas veces son inevitables, pero la forma en que los Estados nacionales reaccionen frente a ellas determina no sólo el presente, sino también el futuro que construimos. Una vez más, al neoliberalismo se le quemaron los papeles. La crisis ha confinado a un rincón a todos los preceptos del manual de libre mercado. La intervención estatal, los rescates masivos y las expansiones monetarias récord están, entre otras, a la orden del día. Con el pragmatismo que los caracteriza, cuando el sistema entra en crisis los países centrales se apartan circunstancialmente del libreto y recurren al Estado para paliar sus consecuencias y reducir la destrucción de riqueza. La experiencia indica que, una vez transitado el epicentro de la tormenta, el reclamo del establishment económico pasa por la vuelta a la "normalidad". No cabe abrigar demasiadas esperanzas de que esta vez será diferente.

La Argentina inició el 2020 con un replanteo profundo del proyecto neoliberal predominante en los cuatro años previos. La política monetaria y fiscal implementadas desde los primeros días del nuevo Gobierno buscaron romper con la lógica de acumulación financiera heredada y restablecer un sendero de articulación del trabajo, la producción y el crecimiento. A partir de esas premisas se encaró la renegociación del insostenible endeudamiento externo, planteando una oferta consistente con la prioridad de recuperar solvencia y capacidad de repago.

El nuevo escenario impuesto por la pandemia fue abordado por el Estado argentino a través del despliegue de un conjunto de decisiones que buscaron armonizar dos objetivos prioritarios: preservar la salud de la población y amortiguar los impactos económico-sociales de la crisis. Por ello ha impulsado políticas de ingresos y de sostenimiento del empleo con pocos precedentes. El BCRA ha vuelto a ejercer sus facultades para promover el crédito productivo y financiar al Tesoro. La enorme expansión de liquidez para solventar el gasto difícilmente habría sido sostenible sin la vigencia del control de cambios que evitó chocar con la restricción externa, límite habitual del financiamiento al Tesoro en una economía dolarizada como la nuestra.

No parece importante destacar que las regulaciones cambiarias suponen una sensible recuperación de grados de libertad en el manejo monetario y cambiario. Se trata de una ampliación de nuestra capacidad soberana que también está implícita en la posición negociadora adoptada por el Gobierno nacional frente a los acreedores externos o los tratados de libre comercio impulsados por la gestión anterior. Todas estas decisiones asumen relevancia no sólo para encarar esta fase crítica, sino también son consistentes con los desafíos del después, en el camino de construcción de un proyecto de desarrollo y equidad.



Descargala



Bajate la aplicación Sumate a Credicoop Móvil

Tenés Credicoop.
Tenés quien te acompañe.
www.bancocredicoop.coop



La economía global frente al COVID-19

El brote del COVID-19 ha puesto al mundo en situación de emergencia sanitaria casi inédita en la historia. Especialmente si pensamos la escala global y la rapidez del contagio de la enfermedad en relación a otras pandemias que ha vivido la humanidad. En menos de ocho semanas, que van desde el 11 de enero (fecha en que se conoce oficialmente la primera muerte por coronavirus en China) hasta el 11 de marzo, la OMS declara al brote como pandemia mundial.

A partir de allí, la economía mundial ha dado un giro de 180 grados. Tanto que aquellos países y organismos como la OCDE, el FMI y el grupo de naciones que integran el G7, que se mostraban más optimistas en cuanto a la capacidad de los sistemas de salud del hemisferio norte para enfrentar la enfermedad, han debido rápidamente revisar sus posiciones y reconocer la gravedad de la situación.

Por ahora, evitar el desplazamiento de las personas y evitar el contacto entre ellas es lo único que se ha mostrado capaz de combatir la propagación de la pandemia hasta tanto se encuentre una cura.

Por ello, casi todos los países han ido hacia el *lockdown* o las cuarentenas forzadas, imponiendo restricciones a la aglomeración de personas, el cierre de bares, espectáculos, escuelas, universidades, cierre de fronteras y

prohibición de vuelos internacionales y cuarentenas obligatorias para turistas del exterior y poblaciones de riesgo.

A modo de pequeña crónica, podemos evaluar el impacto económico de la crisis a partir de dos etapas de la misma.

Una primera etapa abarcó los meses de diciembre a febrero, donde se apreciaba a la enfermedad como un fenómeno regional, e incluso pasajero, acotado a China y sus vecinos, que tenía como antecedente más directo lo acontecido con otras enfermedades como el brote de virus MERS en Corea del Sur en 2015 y —aunque generalizado, estacional y poco mortal— la gripe H1n1 en 2009.

Como primera característica, hubo un masivo “vuelo a la calidad” de capitales desde los emergentes a los países desarrollados.

Sin embargo, la cuestión no paró de agravarse. A partir del 24 de enero, y en coincidencia con los feriados del Año Nuevo chino, cada vez más ciudades de ese país comenzaron a entrar en cuarentena para reducir el movimiento de personas. Terminada esta festividad, a partir del 5 de febrero, y con la gente volviendo de los pueblos a las grandes ciudades, comenzaron a ser implementadas cuarentenas obligatorias a lo largo de todo el país, incluyendo Shangai y otras mega-ciudades. Las cuarentenas duraron en total casi 2 meses, hasta poder finalmente contener la enfermedad.

La incertidumbre generaba durante esta primera etapa un radical aumento de la volatilidad financiera.

Como primera característica, hubo un masivo “vuelo a la calidad” de capitales desde los emergentes a los países desarrollados. Al aumentar la aversión al riesgo, los inversores comenzaron a vender posiciones en los países de la región para comprar activos que, aunque de más bajo rendimiento, también tienen menor inseguridad; típicamente son bonos de deuda de países desarrollados como EEUU, Alemania o Japón.

En menos de 60 días salieron de los países emergentes (principalmente China, Hong Kong y Corea del Sur) más de 80 mil millones de dólares. Tal monto no tiene comparación con ningún otro episodio reciente, incluida la crisis financiera global de 2008. Estos capitales correspondieron en un 80% a tenencia de inversiones en acciones y un 20% en bonos.

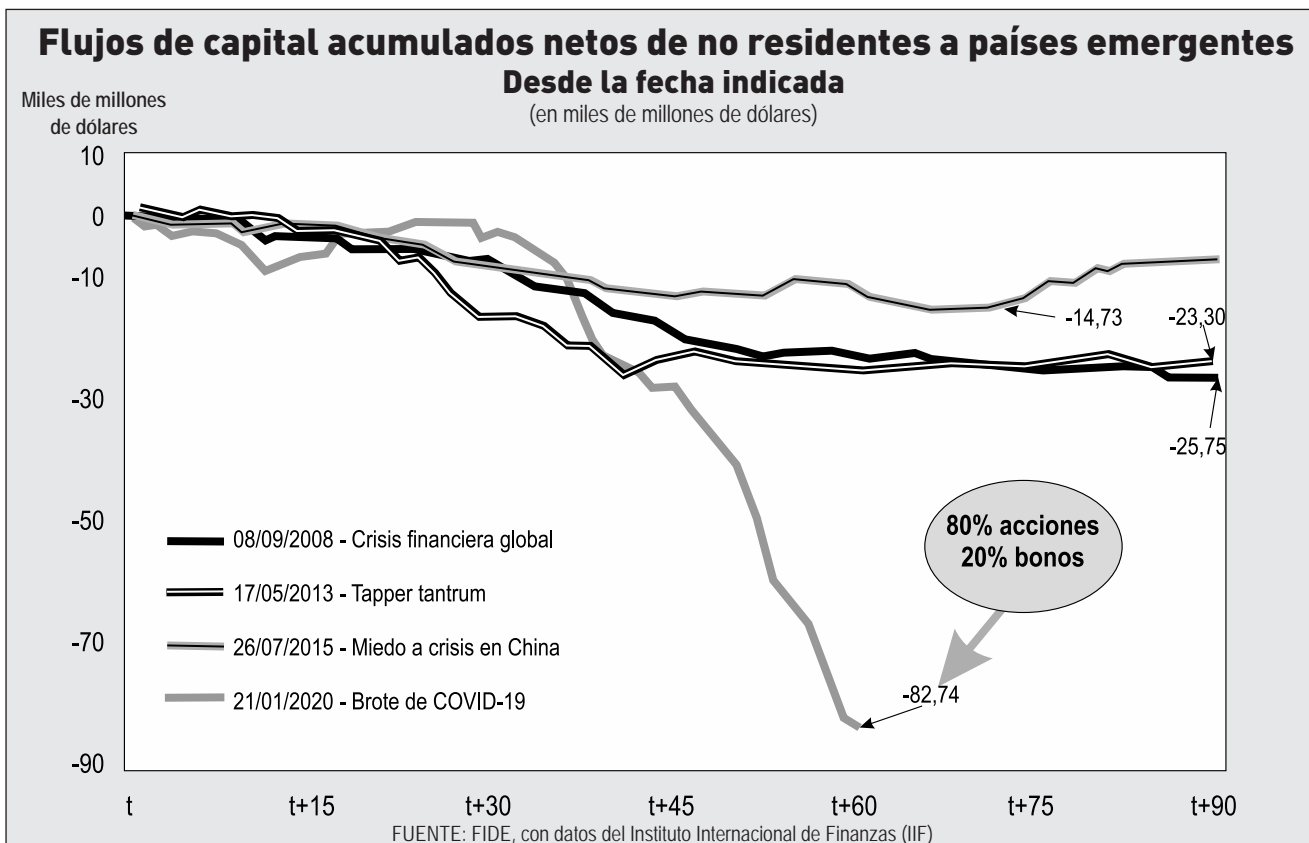
Como segunda característica, los índices bursátiles de los países se desplomaron. El índice VIX, que mide la variabilidad en el precio de opciones de acciones en la Bolsa de Chicago y suele utilizarse como *proxy* de la volatilidad financiera, alcanzó su mayor valor desde la crisis global de 2008. El índice Dow-Jones cayó un 24% en menos de 7 días, debiendo suspender cotizaciones dos

veces en la misma semana. La Bolsa de China cayó más del 20%, algo que no había ocurrido desde hacía más de 30 años.

Asociado a esto, como tercera característica, el riesgo soberano de los países emergentes no paró de aumentar. En menos de un mes el costo de financiamiento para los gobiernos de los emergentes aumentó en un 75%. En nuestra región, el riesgo país casi se duplicó. En México aumentó de 306 a 522, en Brasil pasó de 209 a 333, en Colombia de 176 a 336, en Chile 147 a 290 y en Perú de 122 a 212.

En cuarto lugar, el precio de las materias primas cayó con mucha fuerza. Las proyecciones de menor crecimiento de China afectaron el comercio mundial, haciendo caer el precio de las commodities. Solo en los últimos dos meses, el precio de la soja cayó un 13%, por debajo de 317 dólares la tonelada; el del trigo un 11%, a 213 dólares la tonelada; el maíz un 18%, a 171 dólares la tonelada y el petróleo WTI un 74%, a 13,2 dólares el barril.

En el caso del petróleo en particular, desde enero de 2020 la baja fue tan abrupta que, primero, perforó los 50 dólares por barril, el precio mínimo representativo para las inversiones de Vaca Muerta, y luego el de los 25



dólares por barril, que se estipula como ingreso mínimo para la rentabilidad del petróleo convencional local. Para finales de abril llegó a valores negativos en el mercado spot con entrega de producto físico, como reflejo del elevado costo de almacenamiento que estaban teniendo los excesos de producción.

El 11 de marzo, cuando se demostró que existía circulación comunitaria del virus en Europa y EEUU, la OMS declaró el brote, decíamos, como pandemia global. A partir de allí ingresamos en una segunda etapa, en la que actualmente nos encontramos.

A medida que más y más países fueron tomando medidas de restricción al contacto de personas, más y más se vieron afectados la producción y el consumo a nivel global. De ese modo, lo que inicialmente fue incertidumbre financiera ya se ha transmitido a la economía real.

En este contexto, la respuesta de los países desarrollados fue la de impulsar gigantescos programas de expansión monetaria y fiscal solo comparables con los implementados durante la crisis de 2008/09.

En el caso de los Estados Unidos en particular, solo el paquete fiscal supera el 10% del PIB. El programa incluye transferencias de ingresos directos a los hogares, contenciones para empresas medianas y pequeñas para pagar salarios y expansión de los subsidios por desempleo. Por el lado monetario, la FED realizó un recorte de tasas de referencia de corto plazo de 150 puntos básicos, ubicándolas en 0,023%. Además, se anunció la expansión de 4,5 billones de dólares (4,5 trillones, en inglés), incluyendo compra de bonos de la Tesorería, líneas de crédito para PyME y la adquisición de deuda corporativa, algo que el anterior QE (Quantitative Easing) no había contemplado. Será 1 billón (1 trillón, en inglés), más que el total del programa de QE vigente entre 2008 y 2014.

En el caso de Europa, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que, además del programa vigente de recompra de activos, lanzará una nueva línea de hasta 750 mil millones de euros llamada PEPP (Programa de Compra de Emergencia por la Pandemia), que incluye la compra de bonos públicos y privados de un plazo mínimo de hasta 70 días y máximo de hasta 31 años. Vale recordar que el programa original con que el BCE enfrentó la crisis financiera global aún estaba vigente, y que por esa vía llevaba comprados activos por más de 2,7 billones. Además, se está analizando poner en

marcha el Mecanismo Europeo de Estabilidad para asistir financieramente a bancos nacionales por un monto de hasta 450 mil millones de euros y la emisión de “coronabonos”, que flexibilice los criterios de deuda-PIB de los Estados europeos.

Por el lado fiscal, Inglaterra anunció programas de financiamiento para cubrir hasta el 80% de las nóminas salariales en los sectores afectados por la pandemia. Alemania está dándole forma a un programa fiscal de 4,5% del PIB que incluye REPO's para la cobertura del costo de los recortes de jornadas laborales de hasta 2,5 millones de trabajadores (comparado con 1,5 millones durante 2008/09). Italia está trabajando en un paquete fiscal por el 3% del PIB, que incluye transferencias de ingresos y obra pública. En Japón está en debate un estímulo fiscal, similar al de EEUU, que incluiría reembolsos de impuestos por pago directo y apoyo a PyME con créditos para costear la nómina salarial, en una escala también inédita del 10% del PIB.

La respuesta de los países desarrollados fue la de impulsar gigantescos programas de expansión monetaria y fiscal solo comparables con los implementados durante la crisis de 2008/09.

Sin embargo, lo que verdaderamente hará la diferencia es la forma que tenga el paquete fiscal. Europa y Japón se encuentran en un caso típico de lo que en la literatura económica se conoce como “trampa de la liquidez”: debido a que las tasas de interés nominales de largo plazo son negativas, el estímulo monetario producido por bajar el costo del financiamiento crediticio no puede ir más allá del límite inferior en el que se encuentra hoy día.

Una crisis real en la era de las finanzas

En el capitalismo las crisis son recurrentes. Tal es así que el crecimiento económico se da en ciclos, regulados de manera general por la dinámica que adquiere la ganancia, donde las crisis son una característica básica de su desenvolvimiento.

A diferencia de otras formas de organización de la producción en la historia humana, las crisis del capitalismo son, como diría Marx, “crisis de realización”.

Dicho de manera sintética, mientras que el capital se organiza en la esfera privada, de forma individual y descentralizada, la valorización del capital se produce en el mercado cuando este producto finalmente se vende y la ganancia se materializa. Si el producto no se vende, la ganancia no se realiza.

Siguiendo este razonamiento, el caso más simple es la crisis de sobre-producción. Un empresario produce estimando la demanda que podrá encontrar su producción en el mercado. Pero, si al momento de tener que vender esa producción y realizar su ganancia no encuentra compradores, entonces tiene un problema. Parte de la riqueza social administrada de manera privada por el capitalista fue mal invertida, pues esos bienes, llevados al mercado, no resultan ser lo suficientemente útiles como para que los demandantes paguen por ellos lo que ha costado producirlos.

La crisis se produce cuando una suma relevante de empresarios se enfrenta a la misma situación. El circuito económico se interrumpe y la actividad económica cae. De no encontrar una demanda que contrarreste tal depresión, la crisis continuará hasta que el mercado “automáticamente” haga que los excesos de oferta desaparezcan.

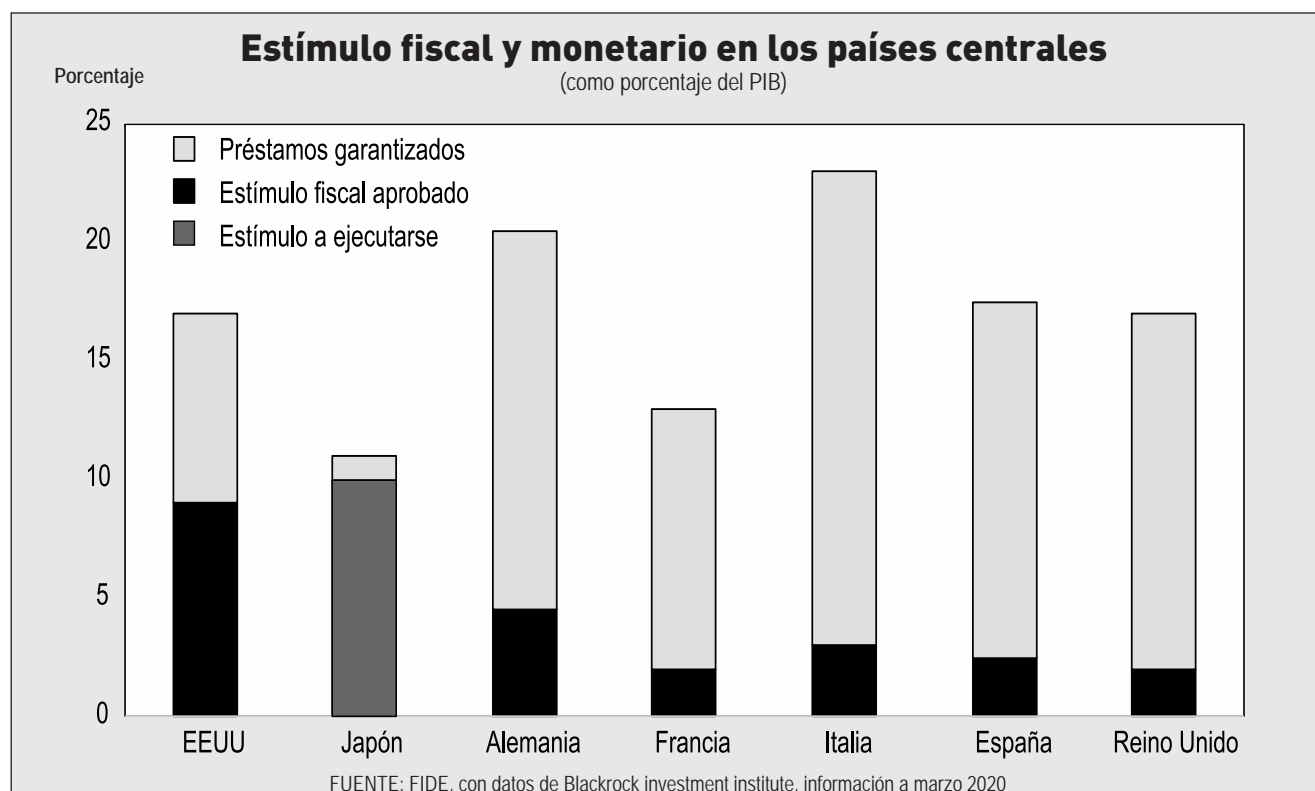
Otro ejemplo de crisis es el de una crisis financiera.

En este caso sucede que un conjunto de compradores y vendedores han decidido expandir su consumo e inversión a partir de elevar el nivel de endeudamiento sobre su patrimonio, a la expectativa de que en el futuro puedan recomponer sus ingresos y pagar esas nuevas deudas.

Sin embargo, al estallar una burbuja financiera (es decir, un activo representativo para la economía cae muchísimo de precio) los inversores ven su situación patrimonial empeorar rápidamente. Y aquéllo que evaluaron como endeudamiento “prudente”, ahora resulta ser una relación pasivos sobre activo total, de 3 o 4 veces superior a lo que habrían querido. Es así que, con el fin de recomponer su situación patrimonial, salen a vender masivamente otros activos para evitar mayores pérdidas de valor y repagar las deudas. El resto de los individuos está haciendo lo mismo.

La generalización de las ventas de activos y la deflación de precios desata una grave crisis, incluso en empresas que no formaron parte de la burbuja, arrastrando las decisiones de inversión y de consumo. Y lo que comenzó siendo una crisis netamente financiera se transmite rápidamente a lo real.

En el caso de la crisis actual, se verifica un origen diferente a estas dos grandes variedades de crisis



capitalistas. Y si bien su punto de partida es la economía real, su motivación no es la sobre-producción, sino que hay restricciones específicas a la oferta y la demanda de manera simultánea debido a las cuarentenas. Y, para peor, estas limitaciones rigen a escala global, de modo que no es posible sustituir la caída en la demanda del mercado interno con ventas en el sector externo.

Además de esto, no debe perderse de vista el contexto en el cual esta crisis se desarrolla, como es el tiempo de la financierización. Desde la década de los setenta, y con mayor profundidad desde los años 2000, el capitalismo atraviesa un proceso de profunda reorganización marcado por la desregulación a las finanzas, la flexibilización del trabajo y la producción y el endeudamiento creciente de las empresas y las familias.

Dado el estancamiento del ingreso de los trabajadores y trabajadoras, el mayor consumo ya no es financiado con la mejora de salarios, sino mediante un creciente endeudamiento. Asimismo, las empresas también se han visto involucradas en estas actividades financieras, como la compra-venta de activos, la emisión de deuda en mercados de capitales y el ingreso de ganancias financieras que nada tienen que ver con su actividad productiva principal.

Y como muestra de la fragilidad de este régimen, las crisis financieras se han vuelto más recurrentes. Ejemplos de ello fueron la crisis de 2001, también llamada “de las punto.com” o la crisis financiera global de 2008/09.

Solo mediante una masiva inyección de liquidez por parte de los bancos centrales de los países desarrollados fue que se pudo llevar adelante la economía global y evitar el colapso. Sin embargo, las consecuencias de la crisis de 2008/09 no habían sido del todo superadas. En el caso de los países europeos, por ejemplo, las tasas de interés de los bonos del gobierno a 10 años se encontraban en terreno negativo. Junto con ello, el crecimiento económico era muy moderado y localizado solo en los países del norte de Europa.

La profundidad y el impacto final de la crisis actual permanecen aún en el terreno de las especulaciones. Los resultados pueden variar de acuerdo a la extensión de la cuarentena, la forma final que tenga la reapertura y los efectos sobre la salud de la población. El riesgo de nuevos casos implicaría volver al punto cero y reestablecer las cuarentenas como medida precautoria. E incluso de manera repetitiva, hasta tanto no haya una cura médica al virus.

Proyectando el impacto sobre la economía global

Aunque ya sabemos que el impacto de la caída será muy severo, las especulaciones sobre su magnitud son muy amplias. Una primera pista de lo que podría pasar puede ser lo sucedido en China, el primer país en implementar las medidas de cuarentena generalizadas.

Recordemos que la cuarentena en Shanghai duró 6 semanas, sin contar los feriados del Año Nuevo chino. En este lapso la economía registró una crisis como no se observaba desde los años setenta, durante el proceso de la revolución cultural.

Si bien el punto de partida de la crisis actual es la economía real, su motivación no es la sobre-producción, sino que hay restricciones específicas a la oferta y la demanda de manera simultánea debido a las cuarentenas. Y, para peor, estas limitaciones rigen a escala global, de modo que no es posible sustituir la caída en la demanda del mercado interno con ventas en el sector externo.

Y si bien todos tenían claro que la economía iba a verse resentida, los números han sido muy superiores a lo que esperaban los analistas. Según la Oficina Nacional de Estadísticas de China, para el bimestre de enero-febrero (agruparon los datos para evitar estacionalidad) el consumo minorista cayó un 20% respecto al mismo bimestre del año 2019 y la industria cayó un 13%, es decir, una desaceleración de entre 20 y 30 puntos porcentuales.

Una segunda indicación de lo que puede pasar proviene de las proyecciones de los organismos internacionales e instituciones de investigación. En todos los casos, el impacto del brote global de COVID hizo que las previsiones de crecimiento que tenían para comienzo de año fueran fuertemente revisadas a la baja.

La OECD había pronosticado para comienzos de marzo un crecimiento global anual para 2020 del 2,4%, revisando a la baja solo 0,3 puntos porcentuales lo previsto inicialmente. Sin embargo, estas estimaciones han quedado muy atrás a la luz de la situación y deberán ser revisadas, cosa que aún no ha sucedido.

El FMI, por su parte, publicó a mediados de abril de 2020 su *Perspectivas sobre la Economía Global* (WEO, por

sus siglas en inglés), dedicado enteramente a proyectar los impactos del COVID-19 sobre la economía mundial. Más allá de las críticas metodológicas que siempre se hacen a estas previsiones, son la de mayor recorrido, tanto por los países que abarcan como por la cantidad de dimensiones que estiman (balance de pagos, fiscal, deuda, inflación y actividad económica).

Según se desprende del informe, el FMI prevé que la actividad económica mundial caerá un 3% en el año 2020, revisando a la baja en más de 6 puntos porcentuales las previsiones originales, que estimaban un crecimiento de 3,3% para la economía mundial en este año. A nivel regional y por países, para Estados Unidos se espera una caída de 5,9%; para Japón, del 5,2%; un 6,5% para el Reino Unido y un 5,5% para Rusia. Mientras, para la Argentina se prevé una caída en la actividad del orden del 5,7% y para la región de América Latina, del 5,2%.

En el caso del Instituto Internacional de Finanzas (IIF, por sus siglas en inglés), las previsiones son igual de malas. El IIF es una institución privada que fue de las primeras en alertar sobre la masiva reversión de flujos de capitales de economías emergentes durante el mes de febrero y comienzos de marzo. Para este *think-tank*, la economía global se contraerá un 2,8% en 2020, o sea 5,4 puntos porcentuales a la baja con respecto a lo que originalmente había estimado. Para los Estados Unidos estima una caída de 2,8% en el nivel de actividad, y para

los países de la Zona Euro del 5,7%. Las estimaciones para la Argentina y la región latinoamericana en su conjunto son de una caída en la actividad del 5,7% y el 5%, respectivamente.

La CEPAL espera que la región caiga un 5,3% en 2020, es decir 3,5 puntos porcentuales más que la caída estimada a principio de año. De cumplirse este pronóstico, Latinoamérica estará atravesando la peor crisis de su historia, superando las caídas de 1914, donde el PIB bajó un 4,9%, y la de 1930, donde el Producto cayó un 5%. En el caso de las principales economías de la región, la CEPAL espera una caída de 6,5%, para México, del 5,2% para Brasil y de un 6,5% para la Argentina.

Como elementos adicionales, este organismo también estima que habrá una pérdida de ingresos por exportaciones del 14,8% debido a una pérdida del comercio con China –del orden del 24,4%–, Estados Unidos –11,6 %– y Unión Europea –16,1%–.

En tal escenario recesivo, el comercio mundial va a desplomarse. La OMC prevé una caída de comercio global en 2020 de entre el 13% y el 32% respecto a 2019. Y estas caídas tan abruptas se dan en un contexto en el cual el volumen comercial se encuentra estancado desde la crisis financiera de 2008/09. En el año 2019, por ejemplo, el comercio mundial ya cayó un 0,1% respecto al año 2018. En el escenario optimista, el volumen de

Estimaciones impacto del COVID-19 sobre la economía global y América Latina

	OCDE			FMI			IIF		CEPAL			
	2019	2020 original	2020 1er rev.*	2019	2020 original	2020 rev.	2019	2020 rev.	2019	2020 original	2020 1er rev.	2020 2da rev.
Mundo	2,9	2,9	2,4	2,9	3,3	-3,0	2,6	-2,8	2,4	2,5	1,0	-2,0
EEUU	2,3	2,0	1,9	2,3	2,0	-5,9	2,6	-3,8	2,3	1,9	1,0	-3,8
Zona Euro	1,2	1,1	0,8	1,2	1,3	-7,5	1,2	-5,7	1,2	1,2	-0,2	-5,7
Japon	0,7	0,6	0,2	1,0	0,7	-5,2	0,2	-4,2	0,7	0,5	0,3	-4,2
Reino Unido	1,4	1,0	0,8	1,3	1,4	-6,5	s/i	s/i	1,3	1,0	0,5	s/i
China	6,1	5,7	4,9	6,1	6,0	1,2	5,8	2,1	6,1	5,8	3,0	1,8
Rusia	1,0	1,6	1,2	1,1	1,9	-5,5	1,8	-5,1	s/i	s/i	s/i	s/i
India	4,9	6,2	5,1	4,8	5,8	1,9	6,7	-0,3	5,8	6,7	s/i	3,4
Sudafrica	0,3	1,2	0,6	0,4	0,8	-5,8	1,1	-4,7	s/i	s/i	s/i	s/i
América Latina	s/i	s/i	s/i	0,1	1,3	-5,2	1,3	-5,0	0,1	1,3	-1,8	-5,3
Mexico	-0,1	1,2	0,7	0,0	1,0	-6,6	1,2	-5,8	0,0	1,3	s/i	-6,5
Brasil	1,1	1,7	1,7	1,2	2,2	-5,3	2,0	-4,1	1,0	1,7	s/i	-5,2
Argentina	-2,7	-1,7	-2,0	-3,1	-1,3	-5,7	-1,6	-5,7	-3,0	-1,3	s/i	-6,5

*Primera revisión fue comienzos de marzo-20, los datos reestimados aún no han sido publicados

FUENTE: FIDE en base a OCDE, WEO-FMI, Instituto Internacional de Finanzas (IIF) y CEPAL

crecimiento global retrocederá a valores de 2011 y en el pesimista, a los valores de 2005.

Las medidas económicas del Gobierno argentino para enfrentar la pandemia

Frente a esta situación, el Gobierno desplegó un conjunto de programas destinados a auxiliar a los sectores más vulnerables del trabajo y la producción ante la caída de sus ingresos por la parálisis de la actividad económica.

A grandes rasgos, podemos ubicar las medidas en 6 grupos, dependiendo de si son de política crediticia, de sostenimiento del trabajo, de sostenimiento del ingreso familiar en el marco de la emergencia, de seguridad social para jubilados y niños o de infraestructura.

En primer lugar, el Gobierno busca sostener la actividad privada con una fuerte flexibilización del financiamiento bancario. Con ese objetivo se anunció la ampliación de las líneas de crédito por 350.000 millones mediante direccionamiento de encajes bancarios por parte del BCRA a tasas subsidiadas, en torno al 24% anual. Tal magnitud corresponde a 10 veces el volumen de créditos mensuales, y el equivalente al 100% del stock total de préstamos documentados del sistema bancario. A ello se suma una serie de medidas impulsadas por el BCRA para recategorizar a las empresas, mejorando su calificación de riesgo crediticio. Por su parte, el Ministerio de Producción reactivó un Fondo de Garantías públicas para facilitar el acceso de las PyME a esos créditos de capital de trabajo. Además, se otorgarán créditos a monotributistas y autónomos a pagar en 18 meses de hasta 150.000 pesos, a monotributistas y autónomos cuyos ingresos hayan caído por debajo de la categoría mínima en relación al mes anterior y que no tengan un empleo en blanco. Se implementarán mediante el sistema web de la AFIP y se asignarán en la cuenta bancaria donde la persona tenga su tarjeta de crédito. El alcance será de hasta 1,9 millones de personas, equivalente al 80% del universo de monotributistas y autónomos. Las medidas de crédito bancario equivaldrían al 1,9% del PIB, representando el mayor concepto entre los anuncios hasta el momento.

En segundo lugar, se llevará a cabo una rebaja de contribuciones patronales y pagos de una porción del salario de trabajadores registrados. La misma está dirigida a empresas del sector privado afectadas de manera sensible por la crisis. En lo inmediato, todas las empresas en problemas podrán acceder a la prórroga de las contribuciones patronales que vencen este mes de abril, con

rebajas en esas cargas de hasta el 95% para las firmas afectadas. Junto con esto, el Estado se compromete a pagar una porción del salario del sector privado de entre 1 y 2 salarios mínimos; es decir, entre 16.875 y 33.750 pesos por trabajador. Se estima que el Estado pagará hasta el 50% del salario del sector privado registrado durante el mes de abril. El monto total de este programa equivaldría al 0,6% del PIB, a modo de inyección fiscal por cada mes que esté vigente el programa.

En tercer lugar, se creó el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE). El mismo busca atender la situación de los eslabones más débiles del trabajo, ya sea por su condición de cuentapropistas o de informalidad. Se trata de una transferencia única, equivalente a diez mil pesos, para trabajadores informales, personal de casas particulares y monotributistas de las categorías A y B (ingresos de hasta 26.100 pesos por mes) y alcanzará a 7,8 millones de personas que hoy no tienen un ingreso representativo en el núcleo familiar (solo es compatible con la AUH y no debe haber otro ingreso en la familia, ni patrimonio relevante, ni rentas financieras). El monto total del programa equivaldría a 0,3% del PIB solo para abril. Según se supo, y de ser necesario, el programa podría extenderse por un mes más.

Adicionalmente se fortalecieron los programas de seguridad social ya existentes. En abril se duplicará el beneficio de la AUH; es decir, se otorgará un bono por 3.103 pesos por hijo/a, y 3.000 pesos a jubilados y pensionados que perciben el haber mínimo y que cobren un solo haber, en tanto que al resto de los jubilados se le abonará el monto equivalente hasta alcanzar los 18.892 pesos. Además, aquellos que tengan un crédito ANSeS no pagarán las cuotas durante abril y mayo, hecho que se suma a la eximición de pago de cuotas de los primeros tres meses del año.

El Gobierno argentino desplegó un conjunto de programas destinados a auxiliar a los sectores más vulnerables del trabajo y la producción ante la caída de sus ingresos por la parálisis de la actividad económica.

Esta política de sostenimiento de la demanda se complementará con una dinamización de la obra pública. Se anunció la ampliación del presupuesto en infraestructura disponible para este año en un 40% y adicionalmente el Ministerio de Vivienda relanzará el Plan Procrear para impulsar el sector de la construcción.

El paquete fiscal y monetario de incentivos es de más de 837.000 millones de pesos, equivalente a un 3% del PIB.

Un punto especial merece el BCRA en el financiamiento y la implementación de este programa. La autoridad monetaria ha venido desempeñando un rol relevante en estos meses y se transformó en un articulador clave del paquete de incentivos. En primer lugar, y de manera directa, financiando el déficit, pero también cubriendo

parte de los vencimientos de la deuda en pesos. Por el otro, impulsando una disminución importante en las tasas de interés y, como mencionamos, flexibilizando encajes para direccionar el crédito. La reactivación rápida y amplia del financiamiento bancario es esencial para transitar esta etapa crítica. El puente financiero a tasas bajas debería facilitar que una parte importante del entramado productivo pueda cubrir el pago de la nómina salarial y los impuestos.

Argentina: Medidas de política económica para enfrentar el COVID-19

Beneficio	Detalle	Personas unidades	Monto Millones pesos	PBI %
Crediticia				
BCRA - MIPYME	tasa 24% anual	s/i	320.000	1,12%
Creditos BNA para PYME	tasa 24% anual	s/i	25.000	0,09%
Minprod - Fondo de Garantía FOGAR para las PyME		s/i	30.000	0,10%
Creditos monotributistas	tasa 0% y hasta \$150 mil	1,9 millones	174.000	0,61%
Trabajo (un mes)			130.155	0,46%
Reduccion en contribuciones patronales (actividades criticas)	mes abril-20	422 mil empresas	50.053	0,18%
Programa asistencia al trabajo (ATP)	\$ 16.875 a \$ 33.750	a definir	80.102	0,28%
Seguro desempleo	\$ 6.000 a \$ 10.000			
Ingreso Familiar de Emergencia (un mes)			78.543	0,27%
Monotributistas A y B	\$ 10 mil	869 mil	8.692	0,03%
Monotributistas sociales	\$ 10 mil	365 mil	3.656	0,01%
Personal casas particulares	\$ 10 mil	502 mil	5.020	0,02%
Empleo no registrado e inactivos (sin otro ingreso en el hogar)	\$ 10 mil	6,1 mill	61.175	0,21%
Infraestructura y obra publica			100.000	0,32%
paquete obra publica sanitaria e infraestructura	+40% partida existente		100.000	0,32%
Pro.Cre.Ar	100 mil prestamos	100 mil	s/i	
Pro.Cre.Ar (reparaciones)	hasta \$ 30.000	200 mil	s/i	
Sociales (un mes)			31.584	0,11%
Bono AUH	\$ 3.103 por AUH	3,9 millones	12.102	0,04%
Bono a Jubilados y Pensionados	\$ 3.000 para la minima	4,4 millones	14.030	0,05%
Suspension dos cuotas creditos ANSES AUH y SUAF	\$ 823 (cuota promedio)	2,7 millones	2.222	0,01%
Suspension dos cuotas creditos ANSES Jubilados	\$ 1900 (cuota promedio)	1,7 millones	3.230	0,01%
Ayuda de alimentos a comedores			s/i	
Otros				
BCRA mejorará criterios de calificación de riesgo crediticio de empresas				
Congelamiento aumento alquileres y cuotas hipotecarias por 180 días				
Precios maximos por 30 días para alimentos, higiene personal, medicamentos e insumos medicos				
Extensión programa ahora 12 por seis meses				
Restricción a la exportacion de equipamiento medico				
Aceleración programa reintegros de exportaciones a firmas industriales				
Suspensión corte servicios públicos y multas a PyMES por cheques sin fondos				
Total anuncios			889.282	3,1%

FUENTE: FIDE, con dtos de anuncios del Gobierno y estadísticas oficiales

ANÁLISIS DE LA COYUNTURA II

La oferta de canje de deuda: Quién da más?

Se ingresó en la etapa clave de la reestructuración

Durante la tercera semana de abril el Ministerio de Economía dio a conocer los detalles de la oferta canje de deuda. Con ello se ha avanzado hacia una de las etapas clave del proceso de reestructuración, como es la formalización de una propuesta de reconversión de deuda.

La propuesta incluye mayores plazos para la devolución del capital, años de gracia y un fuerte recorte en los pagos de intereses. En suma, esto implicaría una sustancial mejora en las condiciones futuras de pago de deuda debido a menores desembolsos por pagos de interés, de capital y un alargamiento del perfil de vencimiento de la deuda.

Más adelante dedicaremos un apartado completo a analizar las características de la oferta y muchos tecnicismos asociados a la evaluación financiera del canje. Sin embargo, pueden darse algunos indicios generales de los aspectos positivos de esta oferta.

Desde el punto de vista del deudor, y según estimaciones de la Secretaría de Finanzas, la oferta tal y como fue presentada supondría un ahorro para el Estado argentino de 41.500 millones de dólares, es decir, una quita equivalente al 34% sobre la deuda vigente. Al mismo

tiempo, desde el punto de vista de los acreedores, las quitas implícitas según cálculos del Valor Actual Neto a condiciones de mercado realistas (TIR del 12%), dejarían a los inversores con precios de salida mejores que los precios actuales.

Los tenedores tienen tiempo hasta el 7 de mayo para adherir o rechazar esta propuesta. De no prosperar, se abrirá una etapa de negociación marcada por una ventana de alternativas que van desde la cesación de pagos hasta una negociación más larga, y sintonía fina al ritmo de la letra chica de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC).

La propuesta implica una sustancial mejora en las condiciones futuras de pago de deuda debido a menores desembolsos por pagos de interés, de capital y un alargamiento del perfil de vencimiento de la deuda.

Antes de continuar, veamos algunos puntos a tener en cuenta para encuadrar todo este proceso. En primer lugar, la oferta no es para toda la deuda pública, sino solo para una parte. Se ha realizado una oferta de canje para 21 bonos nominados en moneda extranjera y cuya jurisdicción es de tribunales en el exterior, especialmente Nueva York. Estos títulos suman un total de 68.842 millones de dólares y equivalen al 22% del total de la deuda pública.

El resto de la deuda, entre la que se encuentra el préstamo *stand-by* con el FMI, los bonos de legislación local en pesos y dólares y los préstamos con agencias de crédito, no están incluidos en esta oferta. Cada uno de

ellos sigue un camino distinto.

Con el FMI, según se comunicó cuando anunció esta oferta de canje, se buscará firmar un nuevo acuerdo que permita obtener 3 años de gracia en la deuda con el organismo. Sin embargo, aún no se sabe el formato que tendrá el nuevo acuerdo, si incluirá solo el capital o capital más intereses. El pasivo con el FMI alcanza a 44.129 millones de dólares y es equivalente al 14% del total de la deuda pública argentina.

Luego están los bonos en moneda extranjera pero bajo legislación local, como son las LETES o los Bonos 2020 y 2024, cuyo capital vencía este año. El DNU 376/20 postergó los pagos de estos títulos hasta el año próximo o hasta tanto haya definiciones sobre el canje de los bonos bajo ley extranjera. Los bonos bajo ley local aún no han recibido una oferta formal de canje, pero se especula con algo similar a los bonos bajo legislación extranjera. La deuda en dólares bajo legislación local, contando bonos y letras, alcanza los 42.700 millones de dólares y equivale al 13% del total de la deuda.

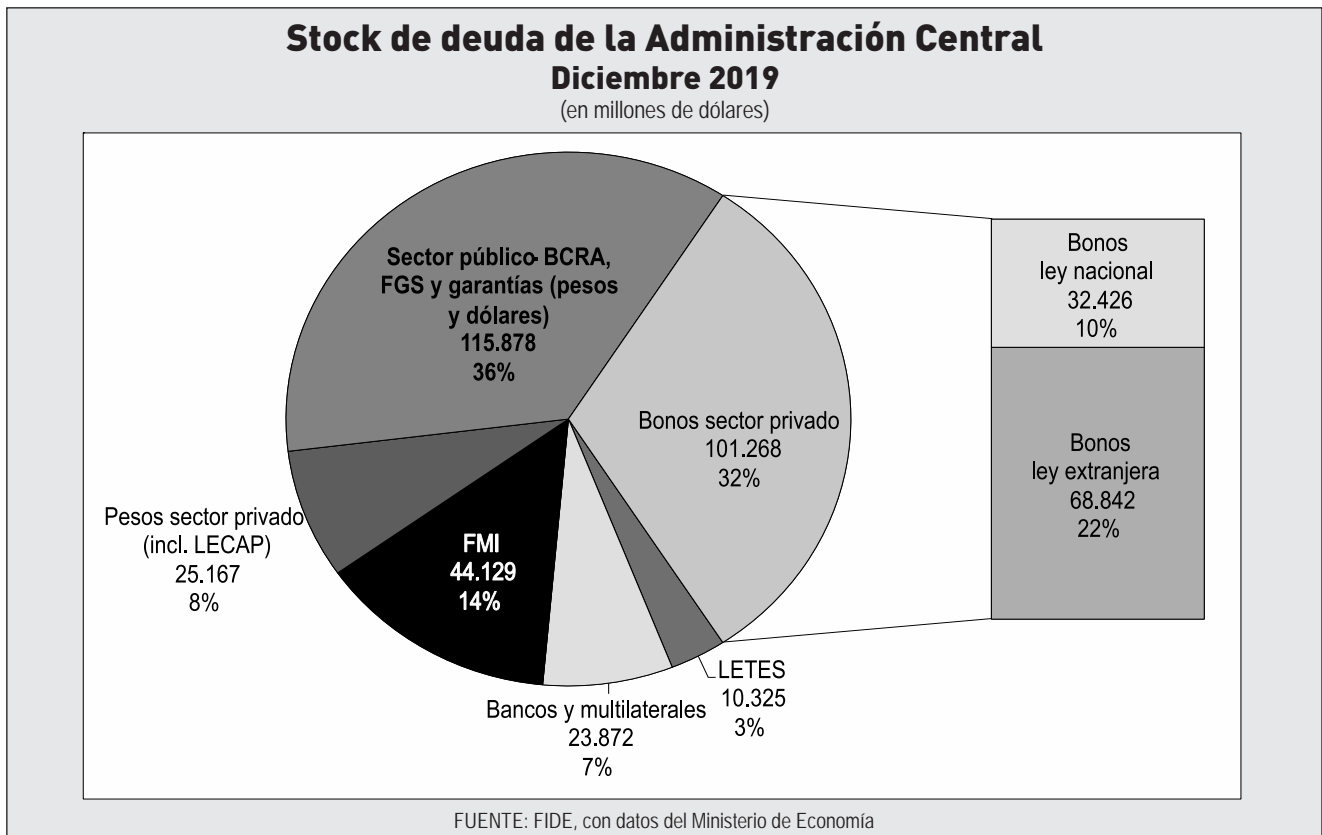
En cuanto a los bonos de deuda en pesos, y luego del re-perfilamiento del bono AF20, el Gobierno busca avanzar en la normalización de este mercado. Debido a que son bonos en pesos y en el mercado local, no se va

a buscar canjear esta deuda, sino avanzar con su normal refinanciamiento. Es decir: poder terminar de armar una curva de tasas que permita ir renovando la mayor parte de los vencimientos de capital en el mercado, sin tener que recurrir al BCRA para pagarlos.

En segundo lugar, veamos el cronograma y los plazos de la renegociación. Según la hoja de ruta pautada, la oferta debía presentarse entre la tercer y cuarta semana de marzo. Pero, como era de esperar, dado el nuevo contexto local e internacional marcado por la volatilidad financiera generada por los efectos de la pandemia, los plazos se estiraron un poco.

Esto fue usado por muchos como la excusa para especular con un llamado a un “cuarto intermedio” en la negociación, que solo tenía como finalidad suspenderla hasta nuevo aviso. La intención era simple: que el Gobierno continuara pagando los vencimientos de intereses de este año, como si nada hubiera pasado. Sin embargo, la oferta se presentó solo unas semanas más tarde del plazo original pautado y con las características generales que mencionamos antes.

En tercer lugar está la cuestión del canje voluntario. Como sabemos, frente a la alternativa de desconocer la deuda heredada y declarar default, el Gobierno eligió



hacerse cargo del problema y avanzar en una estrategia de un canje voluntario para evitar un daño mayor. Igualmente, esta estrategia tampoco está libre de riesgos.

A diferencia del canje de 2005, un canje voluntario requiere un esfuerzo adicional marcado por la obtención de mayorías especiales de acreedores que “de forma voluntaria” acepten recortes en sus ganancias para, justamente, no entrar en default. Estas mayorías especiales necesarias están definidas por las CAC vigentes en los contratos de emisión de deuda, y van desde el 75% al 85% del total de tenedores.

Por lo tanto, el canje voluntario se basa en dos principios que se refuerzan entre sí: uno, que la amenaza de que el no pago sea una posibilidad; y dos, que la oferta sea lo suficientemente buena como para aceptar el canje voluntario.

En cuarto lugar, esto es una negociación. Y como todo proceso de negociación, lo que a cada parte le toca siempre parece insuficiente. Esto es sin dudas mucho más palpable en el caso de aquellos inversores que, subidos al mito del “milagro argentino”, tomaron fuertes posiciones en bonos de nuestro país a valores muy superiores a los actuales. Sin embargo, estos inversores no desconocían el riesgo asociado a esas rentabilidades,

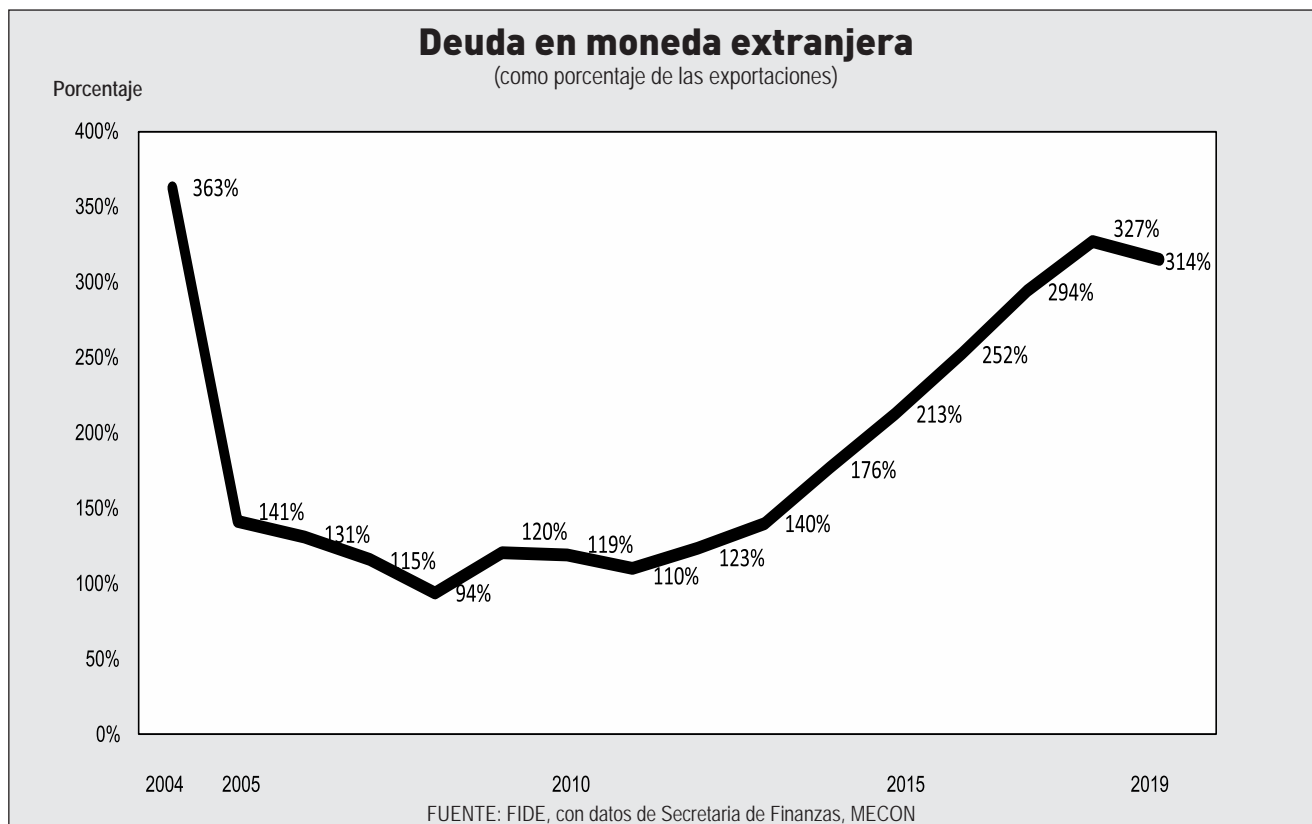
y hoy les toca asumir las pérdidas.

El deseo de los acreedores siempre será que la oferta mejore más y más. Sin embargo, esto no pondría fin al problema de la deuda. Cualquier alternativa que implique una reestructuración sin quita es inviable.

Una oferta que no suponga un recorte en los pagos futuros de deuda no es más que una solución de corto plazo, y no terminaría con el problema de insolvencia. Si la Argentina no puede crecer y conseguir dólares genuinos, será como el perro que se muerde la cola: al poco tiempo deberá iniciarse un nuevo proceso de reestructuración, ya que la deuda no se podrá pagar.

Una deuda escalofriante

Además de la pobreza, el estancamiento económico, la apertura comercial, la fuga y la inflación, los últimos 4 años de neoliberalismo en la Argentina dejan la solvencia externa sumamente comprometida. Esto ha sido producto de un endeudamiento irresponsable y que no tuvo como destino la creación de capacidad exportadora o el desarrollo de la industria y el trabajo, sino principalmente el financiamiento de la fuga de capitales.



Entre 2015 y 2019 el Estado nacional ha emitido un volumen de deuda inédito en la historia reciente. Durante ese período el stock de deuda total se incrementó en 97.900 millones de dólares debido fundamentalmente a la deuda externa, que creció en 92.300 millones de dólares. Esto hizo que la relación deuda/PIB fuera del 13,9% en 2015 al 43,1% en 2019 y que la relación deuda/exportaciones ascendiera del 176% en 2015 a más del 314% en 2019.

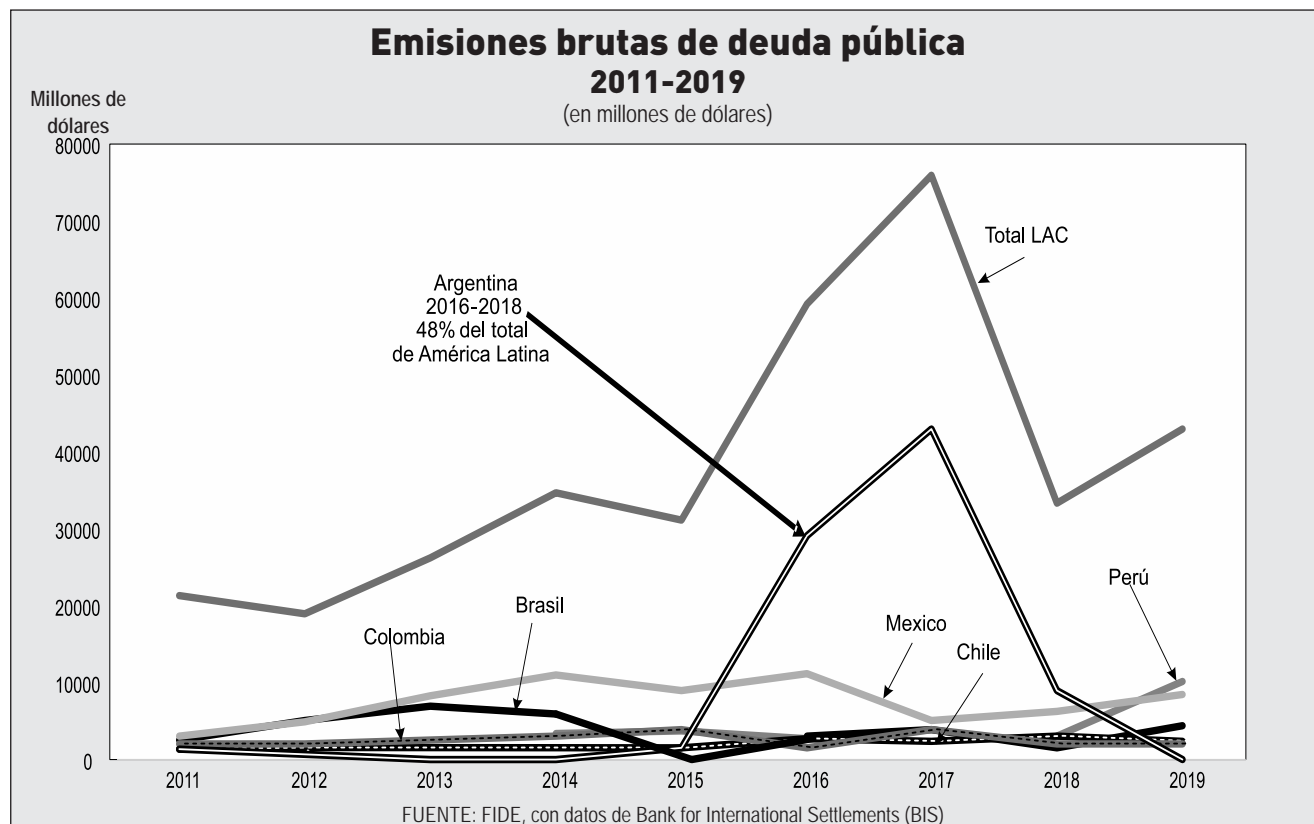
Tal magnitud y velocidad en la emisión de nueva deuda no tiene parangón con ningún otro país de la región o emergente. Según información del Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS, por sus siglas en inglés), entre 2016 y 2018 los gobiernos de América Latina y el Caribe emitieron un total de 168.335 millones de dólares de nueva deuda externa, de los cuales el 48% correspondió solamente a la Argentina. Y esto, aún considerando que economías como las de Brasil o México tienen entre tres y cuatro veces el tamaño de la economía argentina. Además, debe considerarse que el período usado como base de comparación, y producto de la política monetaria no convencional por parte de la FED, es de por sí uno de los de mayor endeudamiento soberano en mercados de capitales que se tenga registro.

El endeudamiento 2016-2019 solo tiene como antecedente histórico lo sucedido durante el período que va de 1976 a 1982 y el del final de la convertibilidad. Según estadísticas oficiales del Balance de Pagos sobre el stock de deuda externa para los años que van de 1976 a 1983, la dictadura cívico-militar emitió un total de 25.601 millones de dólares, que en el equivalente actualizado por inflación ascendería a 86.900 millones de dólares al día de hoy. Asimismo, para el período 1995-2002, donde podríamos situar la crisis de la convertibilidad y su finalización, el ciclo de endeudamiento total fue de 37.200 millones, que al día de hoy equivaldrían a 57.600 millones de dólares. Durante el período 2016-2019 el endeudamiento total (incluyendo el pago a los buitres y al FMI) creció en más de 92.300 millones, ocupando el primer puesto del podio de la historia del endeudamiento argentino.

Y para explicar cómo tal proceso fue posible debemos, indefectiblemente, pasar por la política. Tanto el gobierno anterior como los fondos de inversión y el FMI han sido corresponsables de tal dinámica. Se ha emitido deuda de manera insensata, pero alguien la compró. Y en ello se pueden mencionar dos hechos que son una clara muestra de esta responsabilidad conjunta.

En el caso argentino en particular, el ciclo de endeudamiento

Por un lado, la suscripción de un título en pesos a tasa



fija por 3.000 millones de dólares por el fondo Templeton y Blacrock en plena corrida cambiaria durante marzo de 2018, y las operaciones de REPO con bancos extranjeros y locales, como el Credit-Swiss, por la ampliación de Bonar 2024 en 5.000 millones de dólares. Por el otro, el adelantamiento de desembolsos y ampliación del *stand-by* con el FMI en junio de 2018. Luego de haber fracasado la primera parte del programa, cuando ya era evidente que la deuda era insostenible y sin exigir ninguna restricción a la fuga de capitales, el FMI amplió en 7.100 millones de dólares ese programa y adelantó casi 19.000 millones al período de gestión del gobierno neoliberal, si bien originariamente estaban repartidos de forma homogénea en el acuerdo.

A la gravedad de la situación heredada se sumó la emergencia sanitaria global. Frente a la magnitud del problema se ha tomado una solución responsable, políticamente viable y económicamente sostenible. La Argentina necesita liberar su horizonte de vencimientos de deuda para poder crecer, y de este modo poder pagar. No hay márgenes para más ajuste.

Y en este sentido, aparece con más claridad el contrapunto con la visión liberal de “garantizar el resultado fiscal”, “reducir el gasto innecesario” o “evitar expandir más el gasto”, y así pagar. Incluso, según se supo de las negociaciones, el reclamo por parte de los acreedores de mantener un equilibrio fiscal a toda costa se realizó bajo el argumento de que los fondos para el pago completo de la deuda se están utilizando en políticas “populistas”.

Sin embargo, tal cosa no resiste un análisis técnico de cuál es el problema de fondo del sobre-endeudamiento y la insolvencia externa argentina. Sucede que el resultado fiscal es independiente de cualquier medida de sostenimiento de la deuda. Lo relevante es el saldo externo, es decir, los dólares que garantizan el repago final de estos compromisos.

La polémica en torno al resultado fiscal versus el saldo externo no es del todo nueva en la literatura económica. Este debate se ha hecho famoso a partir del reconocido artículo de John M. Keynes sobre el “problema alemán de la transferencia” de 1929.

En ese caso, existía sobre la economía alemana una elevada carga de deuda externa debido a que los países triunfantes de la primera guerra mundial habían impuesto severas sanciones en concepto de reparaciones por la guerra. Lo que Keynes afirmaba era que, para poder

pagar, Alemania enfrentaba un problema externo y no fiscal. El “problema de la transferencia” aparecía cuando, contando con resultado fiscal para pagar las reparaciones, los marcos alemanes debían ser convertidos a libras esterlinas. En ese caso, y aunque existía superávit fiscal, había un problema de distinta categoría que tenía que ver con el saldo externo. La conversión de una moneda a la otra presionaba sobre la cotización de la libra al alza, devaluando el tipo de cambio y haciendo cada vez más difícil el pago de la deuda.

Tanto el gobierno anterior como los fondos de inversión y el FMI han sido corresponsables. Se ha emitido deuda de manera insensata, pero alguien la compró.

Es así que el principal mensaje del debate en torno al “problema alemán de la transferencia” es que cuando medimos la capacidad de repago de los compromisos de deuda en moneda primero, y en términos de su resultado fiscal después, la cuestión fiscal es superflua. Lo que garantiza, en última instancia, el repago de la deuda es la capacidad del país de generar un saldo externo suficiente para hacer frente a esos compromisos. Y eso solo se logra creciendo, aumentando la capacidad exportadora y moderando la fuga de capitales.

Características de la oferta de canje

Como sucede siempre que se lleva adelante un proceso de reestructuración, éste trae consigo una mejora en las condiciones futuras de repago de la deuda.

La oferta abarca 21 bonos regidos bajo legislación extranjera. Entre ellos se distinguen dos grandes grupos. Por un lado, una serie de 4 bonos que corresponden a los canjes 2005 y 2010, como son los bonos “PAR” y “Discount”, con plazos de vencimiento entre 2033 y 2018. Estos corresponden al 36% del total de stock de deuda a reestructurar. Por el otro lado, existen 17 títulos correspondientes a emisiones posteriores a 2016, entre los que se encuentran las series “Birad”, con plazos de vencimientos entre 2021 y 2117. Representan el 64% del total de deuda a reestructurar.

Tal y como fue presentada, la oferta del Gobierno argentino incluye la extensión de plazos de devolución del capital en la mayoría de los bonos, con extensiones

desde los 2,4 hasta los 20 años. Por ejemplo, dentro de la serie 2016 el bono AA21, con vencimiento en 2021, podrá canjearse por títulos con vencimiento en 2030, 2036 o 2047 con una extensión de 9 a 26 años. Dentro de la serie 2005/2010, los bonos PAR en dólares, con vencimiento en 2038, podrán canjearse por nuevos títulos con vencimiento en 2043 o 2047, con una extensión de plazo de 5 a 9 años. Los Discount, con vencimiento en 2033, podrán canjearse por nuevos títulos con vencimiento en 2039, 2043 o 2047, con una extensión de entre 6 y 14 años.

Asimismo, para que no haya una excesiva concentración de vencimientos en el corto plazo el Gobierno ha puesto

límites de asignación de los bonos 2030 y 2036. El bono de 2030, por ser el más corto, tiene una limitación de suscripción de 11.400 millones de dólares. Superado ese monto, quienes suscriban pasarán a la siguiente opción, el bono con vencimiento en 2036. Además, el bono con vencimiento 2036 también tiene un cupo de 20.700 millones de dólares. Una vez completo el mismo, se pasará a la siguiente opción, el bono con vencimiento en 2047, que no tiene límite de asignación.

En paralelo, se ha establecido un orden de elegibilidad para la distribución de los cupos. El tramo 1 será el primero en asignarse y corresponde a los bonos globales 2021, 2022 y 2023. Luego se asignará el tramo 2, los

Elegibilidad de títulos actuales por nuevos bonos y límite de asignación

Elegibilidad

Código	Venc.	Nuevas emisiones					Tramo	Aplica límite asignación
		bono 2030	bono 2036	bono 2039	bono 2043	bono 2047		
Series actuales								
AA21	2021	X	X			X	1	No
A2E2	2022	X	X			X	1	No
A2E3	2023	X	X			X	1	No
AA26	2026	X	X			X	2	Si
A2E7	2027	X	X			X	2	Si
A2E8	2028	X	X			X	2	Si
XL36	2036	X	X			X	3	Si
AA46	2046		X			X	3	Si
AE48	2048		X			X	3	Si
AC17	2117		X			X	3	Si
PARY	2038				X	X	No	No
PAY0	2038				X	X	No	No
DICY	2033			X	X	X	No	No
DIY0	2033			X	X	X	No	No

Nueva emisión

	bono 2030	bono 2036	bono 2039	bono 2043	bono 2047
Límite a emitir	USD 11.400	USD 20.700	sin límite	sin límite	sin límite
Cupón	de 0,5% en 2023 a 1,75% en 2030	de 0,5% en 2023 a 3,875% en 2036	de 0,6% en 2023 a 4,5% en 2039	de 0,6% en 2023 a 4,875% en 2043	de 0,5% en 2023 a 4,75% en 2047
Amortización	5 cuotas anuales entre 2026 y 2030	6 cuotas anuales de igual valor nominal entre 2031 y 2036	11 cuotas anuales de igual valor nominal entre 2029 y 2039	14 cuotas anuales de igual valor	20 cuotas anuales de igual valor nominal entre 2028 y 2047

FUENTE: FIDE , con datos de Secretaría de Finanzas, oferta de canje

bonos globales 2026, 2027 y 2028. Y por último el tramo 3, con los bonos globales 2036, 2046, 2048 y 2117. Para el caso de los bonos de reestructuración PAR y Discount no hay límite de asignación.

Tal y como fue presentada, la oferta del Gobierno argentino incluye la extensión de plazos de devolución del capital en la mayoría de los bonos, con extensiones desde los 2,4 hasta los 20 años.

En cuanto a las características de estos nuevos instrumentos, para la emisión en general no habrá devengamiento de intereses durante los primeros tres años en ninguno de los títulos. Cumplido este plazo, las tasas anuales devengarán un interés escalonado semestral que comenzará con el 0,5% en 2023 y, a partir de allí, subirá hasta el 4,875% para los bonos más largos a partir de 2029.

Evaluando la quita

Dados estos flujos de pagos, existen tres formas diferentes de evaluar la oferta:

- desde la perspectiva del flujo corriente de fondos
- desde la perspectiva del valor técnico del bono (“valor a la par”)
- desde la perspectiva de las paridades a precios de mercado (el “precio pizarra” del bono).

En el primer caso, al evaluar desde la perspectiva de flujos pagos estaremos, de algún modo, considerando el enfoque de caja de la Tesorería. Es decir, comparar cuánto es el flujo pago de intereses y capital de los bonos actuales versus algún escenario supuesto, resultado del canje por nuevos bonos. Como todavía no se sabe qué opción de canje elegirá cada uno de los tenedores, el escenario más usual es tomar el caso en el cual los bonistas buscarán minimizar las pérdidas de paridades y, a partir de allí, construir todas las curvas de nuevos pagos.

Escenario 1

Monto de quita comparando flujos corrientes de perfil actual y perfil nuevo

(en millones de dólares y porcentajes)

Bono	Flujos deuda actual			Flujos deuda nueva		
	Capital	Intereses	capital + intereses	Capital	intereses	capital + intereses
AA21	4.500	309	4.809	3.946	345	4.291
A2E2	3.250	366	3.616	2.860	250	3.110
A2E3	1.750	243	1.993	1.540	135	1.675
AA26	6.500	2.925	9.425	6.040	2.247	8.287
A2E7	3.750	2.770	6.520	3.510	1.306	4.816
A2E8	5.250	1.998	7.247	4.913	1.828	6.741
XL36	1.750	2.057	3.807	1.616	601	2.217
AA46	2.750	5.452	8.202	2.486	284	2.770
AE48	3.000	5.775	8.775	2.850	1.299	4.149
AC17	2.750	19.006	21.756	2.554	1.164	3.718
PARY	6.659	4.100	10.759	5.101	4.590	9.691
DICY	12.819	9.287	22.106	5.172	3.419	8.591
Resto (euros y de baja denominación)	14.115	4.019	18.133	15.271	8.650	23.921
	68.842	58.307	127.149	57.859	26.118	83.977
Quita						
millones de dólares				-10.984	-32.189	-43.172
% sobre el flujo de deuda actual				-16%	-55%	-34%

Nota: las nuevas emisiones fueron estimadas en base a información de elegibilidad nuevos títulos que minimizan de pérdida en paridades según estimaciones del "Banco Mariva"

FUENTE: FIDE, con datos de Secretaría de Finanzas, oferta de canje y escenarios de canje a paridades óptimas

Si este fuese el caso, el nuevo flujo de pagos de capital más intereses tendría como resultado un ahorro de 43.172 millones de dólares respecto a los pagos actuales. Tal cosa equivaldría a una quita del 34% sobre el flujo de desembolsos vigentes.

En este sentido, bajo esa perspectiva aparece un nuevo perfil de vencimientos de deuda argentina. De prosperar esta propuesta, entre 2020 y 2023 se ahorrarían 20.225 millones de dólares en pago por intereses y capital de la nueva deuda. En toda la deuda se ahorrarán 43.172 millones entre los años 2020 y 2117. En detalle anual, los años 2020 a 2028, que estaban muy cargados de vencimientos con más de 64.700 millones de dólares (53% del total), registrarían la mayor porción de alivio, con casi 45.000 millones dólares menos en pagos de deuda. A partir de allí comenzarán los pagos anuales más significativos. Sin embargo, sumando capital e intereses nunca se superarían los 7.300 millones de dólares por año. Sobre el final, el recorte de cupones del título centenario generaría un ahorro extra para el período 2051-2117 de 15.700 millones de dólares.

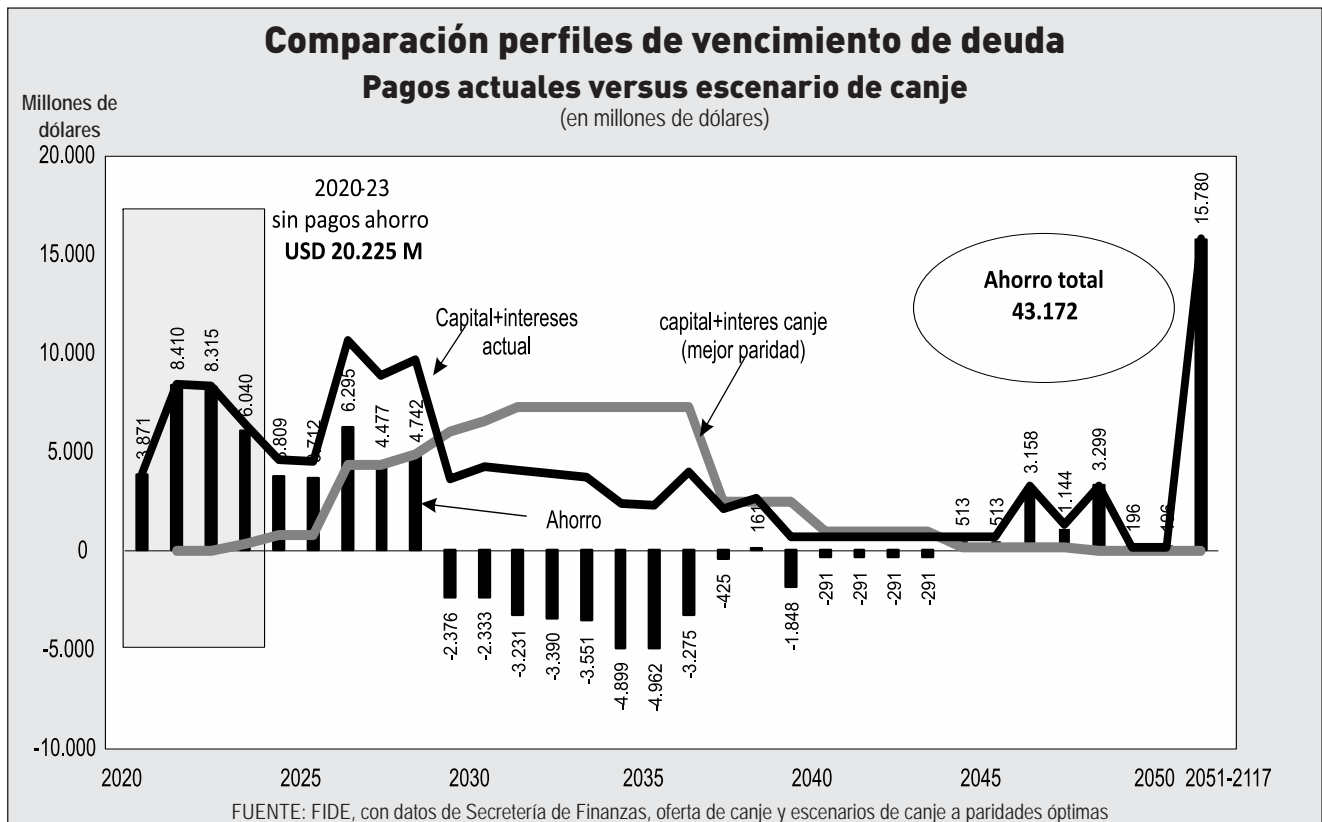
Bajo el segundo abordaje, se evalúa la quita que registrarían los inversores comparando el valor técnico del bono, o "de paridad", respecto del valor actual neto de los flujos de fondos resultantes de la oferta del Gobierno. Y

si bien ésta es una comparación un tanto forzada, porque rara vez un bono coincide con su valor de paridad, lo que intenta es representar el valor máximo que el acreedor podría reclamar si no hubiera quita.

En este tema vale la pena una advertencia. El Valor Actual Neto es un concepto de contabilidad financiera muy utilizado en estos casos y lo que hace es traer a valor presente comparable el flujo de fondos que el inversor va a cobrar en los años futuros si adhiere a alguno de los instrumentos. Pero para poder efectuar este cálculo debemos contar con una tasa a la cual descontar estos fondos. Sucede que, cuando se hace una reestructuración de deuda, parte del problema es cuál será la tasa de interés resultante de esa reestructuración. Esta tasa se llama "retorno de salida" o "exit yield". De modo que, para poder calcular el valor actual neto del canje, debe hacerse algún supuesto sobre el retorno de salida. En este caso, se plantearon tres tasas posibles: 8%, 10% y 12%.

Como es esperable, mientras mejor sea el retorno de salida, mejor será la cotización de los bonos resultantes del canje, y por lo tanto menor será la quita que enfrenta el inversor, cualquiera sea la opción elegida.

Consideremos solamente el grupo más representativo



de bonos. En el caso de un bono Discount que puede ser canjeado por un bono 2039, 2043 o 2047 con diferimiento de plazos de 5,9 a 13,9 años, los valores resultantes serían menores que el valor técnico del bono y tendrían implícita una quita del 26,4% para un retorno de salida del 8% y del 60% para un *exit yield* del 12%.

En el caso de un bono PAR que puede canjearse por bonos 2043 o 2047 con diferimiento de plazos de 4,9 a 8,9 años, los valores resultantes serían menores que el valor técnico del bono y tendrían implícita una quita que va del 46,9% para un *exit yield* del 8% hasta el 70,8% para un *exit yield* del 12%.

En el caso de un bono internacional 2022 (A2E2) que puede canjearse por bonos 2030, 2036 o 2047 con diferimiento de plazos de 8,8 a 25,5 años, las quitas van del 58,8% para un *exit yield* del 8% hasta el 71,9% para un retorno de salida del 12%.

En el caso de un bono internacional 2117 (AC17) que puede canjearse por bonos 2036 o 2047 con un adelantamiento de plazos de hasta 70 años en el tiempo, los valores resultantes serían menores que el valor técnico del bono y tendrían implícita una quita que va del 55,4% para un *exit yield* del 8% hasta el 71,4% para un retorno de salida del 12%. Nótese que para el bono centenario se observan fuertes quitas, a pesar de que los plazos de maduración del bono, en lugar de alargarse, se

adelantan, y esto se debe al fuerte recorte en los pagos de intereses que registra el título.

En el tercer abordaje, es posible evaluar la quita de la perspectiva de las paridades de mercado. Esto es, considerar que los inversores comparan el valor de mercado del bono versus el VAN hipotético que tendrán los flujos de fondos resultantes de la oferta del Gobierno. Esta forma de evaluar un canje busca aproximar la perspectiva de un “trader” que tiene el bono o puede comprarlo en el mercado al precio de cotización vigente.

Aquí también, no debemos olvidar que, igual que en el segundo abordaje, para calcular el VAN de los bonos del canje necesitaremos suponer diferentes *exit yield*. Volveremos a utilizar tasas simuladas del 8%, 10% y 12%. Y además evaluaremos todas las ofertas de canje.

Nuevamente, consideremos el grupo más representativo de bonos. En el caso de un bono Discount que puede ser canjeado por un bono 2039, 2043 o 2047 con diferimiento de plazos de 5,9 a 13,9 años, los valores resultantes serían mayores que el valor de mercado y tendrían implícita una mejora en la cotización que va del 2,9% para un retorno de salida del 12% en la opción por un bono 2047 y del 89,6% para un *exit yield* del 8% y una opción de canje por un bono 2039. En el caso de un bono PAR que puede ser canjeado por un bono 2043 o 2047 con diferimiento de plazos de 4,9 a 8,9 años, los valores

Escenario 2

Monto de quita comparando valor técnico de paridad y Valor Actual Neto

(cotizaciones en dólares y quitas en porcentaje sobre el valor técnico)

Bono	Nuevo bono	Plazo	Valor técnico	Paridad	Valor Actual Neto exit yield			Quita exit yield		
					8%	10%	12%	8%	10%	12%
Discount (DICY/DIY0)	2039	5,9	143,98	1,402	75,58	60,64	49,1	26,4%	41,0%	52,2%
	2043	9,9	143,98	1,402	74,66	58,89	47	27,3%	42,7%	54,2%
	2047	13,9	143,98	1,3319	69,02	54,24	43,2	36,2%	49,8%	60,0%
Par (PARY/PAY0)	2043	4,9	100,28	1	53,25	42	33,54	46,9%	58,1%	66,6%
	2047	8,9	100,28	0,95	49,23	38,69	30,84	53,4%	63,3%	70,8%
Internacionales 2022 (A2E2)	2030	8,8	104,41	0,88	48,83	41,93	36,13	58,8%	64,7%	69,5%
	2036	14,4	104,41	0,95	48,01	38,35	30,86	56,3%	65,1%	71,9%
	2047	25,5	104,41	0,95	49,23	38,69	30,84	55,2%	64,8%	71,9%
Internacionales 2117 (AC17)	2036	-86,7	102,32	0,95	48,01	38,35	30,86	55,4%	64,4%	71,3%
	2047	-69,7	102,32	0,95	49,23	38,69	30,84	54,3%	64,1%	71,4%
Máximos y mínimos						Mínimo		26,4%	41,0%	52,2%
						Máximo		58,8%	65,1%	71,9%

FUENTE: FIDE, con datos de fuentes privadas, IAMC y oferta de canje

resultantes serían mayores que el valor de mercado y tendrían implícita una pérdida en la cotización que va del 8,4% para un retorno de salida del 12% en la opción por un bono 2047 a una mejora de 66,4% para un *exit yield* del 8% y una opción de canje por un bono 2043. En el caso de un bono 2022 (A2E2), los valores resultantes serían mayores que el valor de mercado y tendrían una diferencia implícita de cotización que va desde el -0,7% para un retorno de salida del 12% en la opción por un bono 2047 hasta un 45,7% para un *exit yield* de 8% y una opción de canje por un bono 2030. En el caso de un bono internacional 2117 (AC17), el canje podría resultar favorable en un 5,4% para un *exit yield* del 12% por un bono 2047 hasta el 71,4% para un *exit yield* del 8% y un bono 2036.

La cuestión es de final abierto. Aún resta saber si las ganancias de capital con posterioridad al canje son suficientemente fuertes como para que los tenedores bajen su postura de “todo o a litigar” y busquen llegar a un acuerdo.

De modo que, bajo la perspectiva de los precios de mercado, la oferta del Gobierno no solo no registra una quita significativa, sino que implica una mejora en las cotizaciones que incluso puede ser mayor si el país se

aproxima a tasas de colocación más bajas, como el 6%, que sería la tasa promedio a cual colocan deuda nuestros vecinos de la región.

Hagamos un resumen de lo presentado hasta acá. En estos tres abordajes se evaluaron distintos enfoques que ponderan la quita implícita en la oferta de canje de deuda del Gobierno nacional. Cada abordaje arroja distintos elementos para el análisis, según la perspectiva que se considere.

En primer lugar, desde el punto de vista del flujo de dólares de la Tesorería, la quita arrojaría un ahorro de 43.172 millones de dólares, especialmente por el recorte de intereses. Al mismo tiempo, si consideramos el VAN teórico de las opciones de canje frente a los precios vigentes en el mercado, para *exit yield* mejores que un 12%, los inversores comenzarían a obtener ganancias de capital tan solo por ingresar al canje.

Y es a partir de este análisis financiero que se observa el tipo de objetivos que el Gobierno intentó combinar en esta oferta: maximizar el monto de quita para un *exit yield* realista que genere ganancias de paridades en el mercado tales que produzcan en los tenedores incentivos favorables para adherir al canje.

Sin embargo, la cuestión es de final abierto. Aún res-

Escenario 3

Monto y porcentaje de quita comparando valor de mercado y Valor Actual Neto

(cotizaciones en dólares y quitas en porcentaje sobre el valor técnico)

Bono	Nuevo bono	Plazo	Valor de mercado (al 24/04/20)	Paridad	Valor Actual Neto exit yield			Quita exit yield		
					8%	10%	12%	8%	10%	12%
Discount (DICY/DIY0)	2039	5,9	55,9	1,402	75,58	60,64	49,1	89,6%	52,1%	23,1%
	2043	9,9	55,9	1,402	74,66	58,89	47	87,3%	47,7%	17,9%
	2047	13,9	55,9	1,3319	69,02	54,24	43,2	64,5%	29,2%	2,9%
Par (PARY/PAY0)	2043	4,9	32	1	53,25	42	33,54	66,4%	31,3%	4,8%
	2047	8,9	32	0,95	49,23	38,69	30,84	46,2%	14,9%	-8,4%
Internacionales 2022 (A2E2)	2030	8,8	29,5	0,88	48,83	41,93	36,13	45,7%	25,1%	7,8%
	2036	14,4	29,5	0,95	48,01	38,35	30,86	54,6%	23,5%	-0,6%
	2047	25,5	29,5	0,95	49,23	38,69	30,84	58,5%	24,6%	-0,7%
Internacionales 2117 (AC17)	2036	-86,7	27,8	0,95	48,01	38,35	30,86	64,1%	31,1%	5,5%
	2047	-69,7	27,8	0,95	49,23	38,69	30,84	68,2%	32,2%	5,4%
Maximos y mínimos								45,7%	14,9%	-8,4%
								89,6%	52,1%	23,1%

FUENTE: FIDE, con datos de fuentes privadas, IAMC y oferta de canje

ta saber si las ganancias de capital con posterioridad al canje son suficientemente fuertes como para que los tenedores bajen su postura de “todo o a litigar” y busquen llegar a un acuerdo. Esto será muy relevante para las semanas de negociación que siguen.

Las CAC y la estrategia de canje voluntario

El punto central de toda la negociación de deuda es que ésta trata de un canje voluntario. Y aunque en la práctica el país se encuentra excluido de los mercados de crédito, la deuda argentina no está técnicamente en default. Una de las razones de ello es que, según el calendario de vencimientos, todavía no se debe pagar capital por los bonos ley extranjera. Y siempre que correspondió, los intereses se pagaron. Pero desde que se realizó la oferta de canje ya se anunció que no se van a abonar más intereses en el transcurso de la negociación.

La clave del canje voluntario es la de obtener el número de acreedores mínimo para renegociar el contrato de deuda vigente y, de ese modo, normalizar el problema de deuda heredado sin necesidad de pasar por una cesación de pagos efectiva.

Hoy en día los mercados de deuda soberana son muy distintos a lo que eran hace 30 años. Anteriormente, como durante en la década de los '80, los principales tenedores de deuda eran los grandes bancos de inversión y los Estados nacionales. Y los niveles de deuda externa de los países no era tan significativos. A partir de los años 2000, y con mayor fuerza luego de la crisis de 2008/09, la deuda de los países en mercados de capitales se ha expandido significativamente y los principales acreedores son fondos de inversión o de cobertura, de escala global, que administran activos propios y de terceros en una magnitud y tamaño que excede el PIB de los países en los que invierten.

En paralelo, tal segmentación y crecimiento de los mercados de deuda ha traído una transformación legal muy relevante en los prospectos de emisión como las ya mencionadas CAC. Estas cláusulas, diseñadas inicialmente para proteger a los Estados de la aparición de fondos buitres, hoy son las que ordenan el formato de reestructuración de deuda.

Las CAC implican que los procesos de renegociación de deuda no puedan concluirse de manera separada acreedor por acreedor, sino que se requieren la adhesión

de mayorías ampliadas para que, de ese modo, pueda cambiarse el contrato por el cual se emitió el bono en cuestión. Es decir, llevar adelante la reestructuración.

En el caso argentino rigen dos grandes grupos de bonos con distintas CAC. Por un lado, los bonos emitidos en el canje 2005 y 2010, como los bonos PAR y Discount, tienen en sus CAC el requisito de que el 85% del total de los tenedores y el 67,7% de cada papel voten afirmativamente para que la reestructuración pueda llevarse adelante. De tal modo, más allá de ese umbral, aunque el porcentaje restante se opusiera, no podría impedirla legalmente.

Por otro lado, los bonos emitidos luego de 2016 tienen umbrales de reestructuración más bajos. Estos bonos, que incluyen los bonos Birad 2022, Birad 2027, Birad 2046 y el Centenario 2117, solo exigen que el 75% de los tenedores de todas las series voten afirmativamente para poder llevar adelante la reestructuración.

La estrategia de reestructuración voluntaria elegida por la Argentina tiene pocos antecedentes y, en la práctica, testea los límites de la arquitectura financiera internacional. A diferencia de 2005 o 2010, la cantidad de bonistas que adhieran al canje no es solo una prueba de efectividad sobre la capacidad de llegar a un acuerdo con los acreedores: es la medida de posibilidad para que el canje voluntario pueda llevarse adelante.

La estrategia de reestructuración voluntaria elegida por la Argentina tiene pocos antecedentes y, en la práctica, testea los límites de la arquitectura financiera internacional. A diferencia de 2005 o 2010, la cantidad de bonistas que adhieran al canje no es solo una prueba de efectividad sobre la capacidad de llegar a un acuerdo con los acreedores: es la medida de posibilidad para que el canje voluntario pueda llevarse adelante.

Esto establece un verdadero final abierto respecto al proceso de reestructuración, ya que se abren distintos escenarios posibles de acuerdo a la combinación de series de títulos, umbrales mínimos de aceptación de títulos, plazos y voluntad del Gobierno de ponerse firme, mejorar la oferta y/o continuar negociando.

Un final abierto

Como primer elemento, hay que tener presente que el proceso de negociación estará marcado fundamentalmente por el calendario de vencimientos de deuda de los bonos bajo ley extranjera. Tanto la fecha anunciada del 7 de mayo como los vencimientos de deuda bajo ley local no resultan relevantes para este proceso.

Según marca el cronograma de vencimientos, el 22 de abril pasado debió haberse pagado los intereses de los bonos AA21, AA26 y AA46 por 503 millones de dólares. Pero eso no se llevó a cabo. A partir de este punto se ha abierto una ventana de 30 días corridos para poder depositar el pago, plazo que está vigente actualmente. Esta ventana finaliza el 22 de mayo. Y a partir de allí se abren distintos escenarios.

Un primer escenario es que para el 22 de mayo el proceso de canje esté cerrado de manera favorable. Si eso sucediese, habría nuevos plazos de vencimientos de intereses y capital, y los intereses vencidos ya habrán sido incluidos en el canje, con la quita y el perfil de vencimientos detallado anteriormente.

Por el contrario, el 22 de mayo podría darse el caso de que no se paguen los vencimientos de abril. Sin embargo, esto no implicaría automáticamente un default de toda la deuda, sino entrar en cesación de pagos solo frente a ese grupo de títulos. Esto abre distintos sub-escenarios.

A partir de este punto, el resto de los acreedores podría avanzar y reclamar que se activen las cláusulas de “default cruzado”, es decir, tenedores de otros títulos que aún no han sido defaulteados podrían reclamarla aceleración de pagos de sus títulos de deuda. Esto puede llevar un tiempo. Y para que ello suceda, el 25% de tenedores de títulos no defaulteados debe pedir la aceleración de sus pagos.

De tal modo, si todos los títulos logran activar los defaults cruzados, entonces estaríamos en un tercer extremo, en donde todos los títulos pasan a encontrarse defaulteados.

En un grado menor al default total, podría darse el caso de un default parcial. Y esto da lugar a una serie de combinaciones posibles entre títulos defaulteados, otros que han conseguido la aceleración de pagos, otros que continúan en negociación, e incluso hasta puede

Títulos incluidos en el canje y porcentaje mínimo de canje según CAC

(en millones de dólares y % sobre el total)

Nombre	Código	Vto.	stock	% sobre total	Serie	CAC
BIRAD/U\$S/6,875%/22-04-2021	AA21	2021	4.500	7%	Bonos "2016"	Más del 75% del stock total de deuda, o más del 50% de cada serie
BIRAD/U\$S/5,625%/26-01-2022 (**)	A2E2	2022	3.250	5%		
BIRAD/U\$S/4,625%/11-01-2023	A2E3	2023	1.750	3%		
BIRAD/U\$S/7,5%/22-04-2026	AA26	2026	6.500	9%		
BONAR/U\$S/7,875%/30-12-2027 (**)	A2E7	2027	3.750	5%		
BIRAD/U\$S/6,625%/06-07-2028	A2E8	2028	5.250	8%		
BIRAD/U\$S/7,125%/06-07-2036	XL36	2036	1.750	3%		
BIRAD/U\$S/7,625%/22-04-2046 (**)	AA46	2046	2.750	4%		
BIRAD/U\$S/6,875%/11-01-2048	AE48	2048	3.000	4%		
BIRAD/U\$S/7,125%/28-06-2117 (**)	AC17	2117	2.750	4%		
Otros 7 (BIRAD Euros, CHF y de baja denominación)	Otros 7	-	8.850	13%		
PAR/U\$S/TASA FIJA/31-12-2038/ canje 2004(*) (**)	PARY(*)	2038	11.100	16%	Canje 2005 y 2010	Mas de 85% del stock total de deuda y al menos 66,7% de cada especie
PAR/U\$S/TASA FIJA/31-12-2038/ canje 2010(*) (**)	PAY0(*)	2038	1.717	2%		
DISCOUNT/USD/8,28%/31-12-2033/ canje 2004(*) (**)	DICY(*)	2033	7.612	11%		
DISCOUNT/USD/8,28%/31-12-2033/ canje 2010(*) (**)	DIY0(*)	2033	4.315	6%		
Total 21 bonos			68.842	100%		

(*) Incluyen denominaciones en Euros y Yenes

(**) Bonos de tenencia más dispersa (tenedores menos concentrados)

FUENTE: FIDE con datos de la oferta de canje y Secretaría de Finanzas de la Nación

haber títulos canjeados. Cualquiera sea el formato, la negociación podría continuar, pero con plazos más largos y una parte de la deuda sin pagar.

Sin necesidad de llegar a ese punto, también podría darse el caso de que el 22 de mayo el Gobierno decidiese evitar el default parcial, pagase los vencimientos de abril y, de ese modo, continuara negociando. De ser este el escenario, el cronograma de renegociación cambiaría

y, en la práctica, adoptaría una nueva fecha límite, posterior a los vencimientos de junio; específicamente, el 29 de julio.

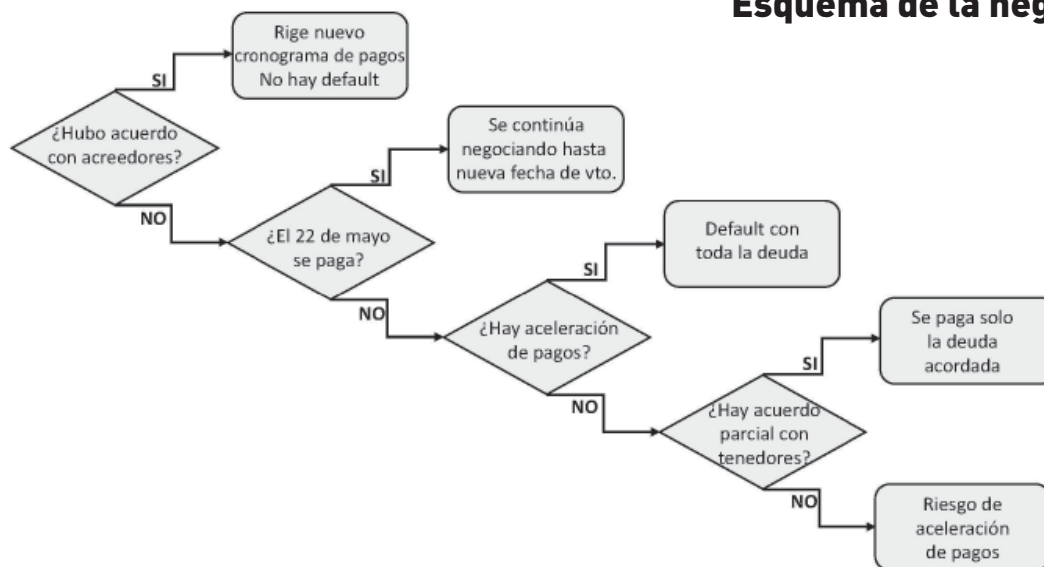
Y, si bien tal decisión daría un plazo mayor para intentar juntar voluntades al canje, también podría ser vista como una señal de debilidad del Gobierno en la negociación, obligado por los bonistas a mejorar más la oferta y reduciendo, así, el porcentaje de quita.

Cronograma de vencimientos de intereses de deuda en moneda extranjera legislación exterior Año 2020

Nombre	Código	Vencimiento	Mill USD	Subtotal mes
BIRAD/U\$S/6,875%/22-04-2021	AA21	22/4/2020	155	
BIRAD/U\$S/7,5%/22-04-2026	AA26	22/4/2020	244	
BIRAD/U\$S/7,625%/22-04-2046	AA46	22/4/2020	105	503
BIRAD/U\$S/7,125%/28-06-2117	AC17	29/6/2020	98	
Discount/U\$S/8,28%/2033 - canje 2004 / (con EUR+JPN)	DICY	30/6/2020	313	
Discount/U\$S/8,28%/2033 - canje 2010 / (con EUR+JPN)	DIY0	30/6/2020	171	581
BIRAD/U\$S/4,625%/11-01-2023	A2E3	13/7/2020	40	
BIRAD/U\$S/6,875%/11-01-2048	AE48	13/7/2020	103	
BIRAD/U\$S/6,625%/06-07-2028	A2E8	27/7/2020	188	
BIRAD/U\$S/5,625%/26-01-2022	A2E2	27/7/2020	266	
BONAR/U\$S/7,875%/30-12-2027	A2E7	27/7/2020	185	782
Par/U\$S/T.Fija/2038 - canje 2004 / (con EUR+JPN)	PARY	30/9/2020	195	
Par/U\$S/T.Fija/2038 - canje 2010 / (con EUR+JPN)	PAY0	30/9/2020	29	224
BIRAD/U\$S/6,875%/22-04-2021	AA21	22/10/2020	155	
BIRAD/U\$S/7,5%/22-04-2026	AA26	22/10/2020	244	
BIRAD/U\$S/7,625%/22-04-2046	AA46	22/10/2020	105	503

FUENTE: FIDE con dtos de la Secretaría de Finanzas

Esquema de la negociación



Deudas provinciales: el “lado B” de la reestructuración nacional

El ciclo de sobre-endeudamiento que experimentó la Argentina a partir de 2016 también tuvo su correlato en las provincias. Los estados provinciales, de la mano del ciclo de endeudamiento del Gobierno nacional, aumentaron su endeudamiento mediante la emisión de bonos, créditos con organismos y con la Nación.

A partir del año 2016, e incentivadas por el Gobierno de entonces, muchas provincias salieron a emitir deuda externa en dólares y bajo legislación extranjera. Entre 2016 y 2018 se realizaron 31 colocaciones de deuda por un monto de 12.300 millones de dólares. Entre las emisiones más significativas se destacan 8 colocaciones de la Provincia de Buenos Aires por un total de 5.082 millones de dólares, 5 colocaciones la Provincia de Córdoba por un total de 1.985 millones de dólares y una colocación de la Ciudad de Buenos Aires por 890 millones de dólares.

De tal modo, la abultada deuda en dólares y la

concentración de vencimientos en el corto plazo son preocupantes, haciendo cada vez más necesario que, para muchas provincias, el proceso de reestructuración sea inevitable.

Tal es así que el Gobierno nacional anunció la creación de la *Unidad de Apoyo de la Sostenibilidad de la Deuda Pública Provincial*. Esta unidad tendrá como objetivo generar una fuerte coordinación entre la Nación y las provincias para asistirles en las futuras negociaciones de deuda pública en dólares a las que tengan que enfrentarse.

La Provincia de Buenos Aires es la más complicada. Desde 2019 ya ha comenzado a pagar vencimientos de capital de las colocaciones, entre las que se encuentran pagos de capital de algunos bonos. Entre estos está el Bono 2021 (BP21). Para este título durante el mes de febrero la Provincia llamó a un reperfilamiento voluntario de capital e intereses, y no fue aceptado.

Emisiones de deuda provinciales en divisas Años 2016-2018

(en millones de dólares y porcentajes)

	Emisión total	Nro. colocaciones	Tasa promedio	Primer vto. capital
Provincia de Buenos Aires	5.082	8	6,82%	2019
Ciudad de Buenos Aires	890	1	7,50%	2027
Provincia de Córdoba	1.985	5	7,19%	2021
Provincia de Chubut	650	1	7,75%	2026
Provincia de Mendoza	582	2	8,38%	2024
Provincia de Santa Fe	500	2	6,95%	2023
Provincia de Neuquén	601	2	8,06%	2027
Resto	2.010	10	8,76%	
Total	12.300	31	7,83%	

FUENTE: FIDE con datos de ITE y Bloomberg

En este momento, y para evitar el default, la Provincia de Buenos Aires pagó en efectivo el vencimiento de capital por 250 millones de dólares y, de manera simultánea, llamó a un proceso de reestructuración de deuda, siendo el principal distrito que oficialmente ha tenido que realizar este llamado.

Hace pocos días el Ministerio de Hacienda de la Provincia publicó un informe sobre el tema, donde se conocieron detalles del estado de las finanzas provinciales y el llamado a reestructuración. En primer lugar, la deuda en moneda extranjera representa el 84% de su deuda total. En segundo lugar, con los vencimientos concentrados en el corto y mediano plazo, la vida promedio de la deuda total de la Provincia de Buenos Aires se estima en 3 años. En tercer lugar, los pagos de intereses se encuentran en máximos históricos, representando el 9% de los recursos corrientes netos de coparticipación a municipios, en un contexto de recesión y críticas necesidades sociales.

En cuarto lugar, la deuda se encuentra muy concentrada en manos de privados no residentes. Al distinguir por tipo de acreedor, el 85% de la deuda total se tiene con el sector privado y, dentro de ese universo, el 81% se encuentra en instrumentos de bonos con el sector privado, y bajo legislación y moneda extranjeras. Este monto suma 7.148 millones de dólares y es la porción de la deuda que ya se ha llamado a reestructurar.

La oferta de canje de la Provincia de Buenos Aires va en línea con la Nación, con la emisión de nuevos títulos que tendrán 3 años de gracia total (2020, 2021 y 2022) y comenzarán a pagar un cupón de interés promedio inicial de 1,97% en 2023 (tasa que se incrementará escalonadamente en el tiempo hasta llegar en 2026 a un cupón máximo de 5,375% para las opciones en dólares, y 3,875% para los euros). La operación propone lograr modificar la extensión de la vida promedio de los bonos desde los 4 años actuales a 13 años y generar un ahorro de intereses de 55% durante el período 2020-2027. El plazo para aceptar o rechazar esta propuesta inicial vence el 11 de mayo.

Córdoba, por su parte, viene haciendo frente a sus compromisos, como por ejemplo el pago de pago de 13,8 millones de dólares correspondientes a un vencimiento de intereses y capital de un título en

dólares bajo legislación local, realizado este 27 de abril. Pero la provincia está a la expectativa de poder refinanciar los abultados vencimientos que enfrenta en 2021. Se trata de un pago de capital por 750 millones de dólares que vence en mayo del año próximo y no se cuenta con la posibilidad de acudir a los mercados voluntarios de crédito (como sucede desde 2018). La deuda de la provincia asciende a 161.953 millones de pesos, contando con el 94% denominado en dólares. Al igual que otras jurisdicciones, aspira a encontrar una estructura de pagos más flexible y sostenible para poder hacer frente a los compromisos.

Chubut también enfrenta una situación complicada y, junto con la Provincia de Buenos Aires, fue de las primeras en anunciar que iniciaría un proceso de reestructuración de su deuda, que asciende a 853 millones de dólares y compromete el 60% de sus recursos fiscales. Los compromisos de esta provincia tienen la particularidad de estar dolarizados casi en su totalidad (89%) y estar compuestos por bonos provinciales cuyo respaldo son las regalías hidrocarbúricas, que podrían ser fuertemente golpeadas como consecuencia del derrumbe del precio del petróleo.

Luego está la Provincia de Mendoza, cuya deuda total desde 2016 pasó de 790 a 1220 millones de dólares. El Gobierno provincial ya expresó que busca reperfilar vencimientos por 15 mil millones de pesos de los bonos Mendoza 2021 (PMJ21), denominados en pesos, y Mendoza 2024 (PMY24), denominados en dólares.

En el caso de Jujuy, la deuda se quintuplicó durante los últimos cuatro años y pasó de no tener deuda denominada en moneda extranjera a contar con el 61% de su deuda bajo esta forma. Lo que resulta preocupante es que esta provincia depende fuertemente de la coparticipación, la cual representa un 63% de sus ingresos corrientes totales. La provincia genera pocos recursos propios y es esperable que esto la deje en una situación vulnerable a la hora de hacer frente a sus próximos vencimientos. A su vez, por el lado de las finanzas públicas el stock de deuda alcanza los 55.143 millones de pesos, lo que representa el 96% de los recursos fiscales de la provincia.

Neuquén, cuya deuda asciende a 75.368 millones

de pesos, si bien se encuentra calificada como una provincia con bajo riesgo de pago por sus regalías petroleras, es una de las que tomaron mayor deuda en dólares durante estos años. En su caso pasó de tener el 40% de su deuda en moneda extranjera, a casi el 90%.

Río Negro es otra de las provincias que tomó el camino de endeudarse en moneda extranjera, pasando del 15% de su deuda denominada en dólares al 70%.

Salta y La Rioja también están iniciando conversaciones con los acreedores frente a los problemas que enfrentan para cumplir con los pagos. No se sabe aún el formato de su reestructuración.

Y aunque la deuda en divisas es la más problemática, las provincias también han emitido mucha deuda en moneda local. Y a pesar de que la mayoría de las provincias posee superávit, muchos gobiernos provinciales también enfrentan problemas de refinanciamiento en moneda local debido a la turbulencia financiera que ha sufrido el mercado de colocaciones de deuda en pesos durante la reestructuración en pesos.

Si bien el Gobierno nacional puede salir a respaldar con un refuerzo financiero o presupuestario lo que ocurra en estas jurisdicciones, para una provincia, al no contar con la capacidad de emitir moneda, si no hay refinanciamiento las deudas en pesos y en dólares son igual de problemáticas.

Esta situación es especialmente delicada en jurisdicciones donde la coparticipación representa un componente importante de sus ingresos corrientes, o sea que producen pocos recursos propios para hacer frente a los compromisos de deuda y, por ende, tienen menor capacidad de maniobra. Este es el caso de Catamarca, donde la coparticipación representa el 67% del total de los recursos, en Formosa asciende al 66%, en Santiago del Estero al 68% y en Jujuy al 63%.

El resultado final sobre las deudas de las provincias dependerá, en última instancia, de lo que suceda con el Gobierno nacional. El plazo, la quita y la capacidad de normalizar el mercado de colocaciones voluntarias, aunque sea el mercado local y en pesos, marcará en gran medida lo que ocurra con la situación financiera de las provincias. En aquellas que tienen vencimientos

de capital excesivamente concentrados en el corto plazo y un elevado peso de los intereses sobre el ingreso corriente, como la Provincia de Buenos Aires, la reestructuración es inevitable.

Indicadores de sostenibilidad de deuda externa Provincias seleccionadas

	2016	2019
Provincia de Buenos Aires		
Deuda en moneda extranjera	64%	84%
Deuda con el gobierno nacional	28%	5%
Deuda/Ingresos fiscales totales	46%	74%
Córdoba		
Deuda en moneda extranjera	5%	94%
Deuda con el gobierno nacional	27%	6%
Deuda/Ingresos fiscales totales	6%	72%
Chubut		
Deuda en moneda extranjera	66%	89%
Deuda con el gobierno nacional	8%	5%
Deuda/Ingresos fiscales totales	26%	60%
Jujuy		
Deuda en moneda extranjera	0%	61%
Deuda con el gobierno nacional	98%	38%
Deuda/Ingresos fiscales totales	39%	96%
Neuquen		
Deuda en moneda extranjera	40%	89%
Deuda con el gobierno nacional	16%	14%
Deuda/Ingresos fiscales totales	66%	54%
Río Negro		
Deuda en moneda extranjera	15%	70%
Deuda con el gobierno nacional	56%	18%
Deuda/Ingresos fiscales totales	23%	63%
Mendoza		
Deuda en moneda extranjera	26%	70%
Deuda con el gobierno nacional	20%	18%
Deuda/Ingresos fiscales totales	32%	63%

FUENTE: FIDE con datos de Ministerio del Interior e informes estadísticos provinciales

El Mercosur en riesgo

El huevo de la serpiente

El pacto Unión Europea (UE) - Mercosur es una de las graves herencias silenciosas que el gobierno anterior ha dejado en su política de apertura y desregulación comercial. Y si bien es un acuerdo muy cargado de tecnicismos, de esos que solo entienden los especialistas, su vigencia significa una atadura muy concreta a las posibilidades de avanzar con un plan de desarrollo nacional en el futuro y supone un serio cuestionamiento a la continuidad del proyecto Mercosur.

Algo de ello se vio reflejado a finales de abril, con la decisión del Gobierno argentino de suspender las mesas de trabajo en que se trabajaba sobre nuevos tratados de Libre Comercio con Corea del Sur, Canadá, India, Líbano y Singapur. Ello, sin afectar lo que ya está firmado entre el Mercosur y la UE, es un punto de inflexión respecto a lo que sucedió con el gobierno pasado.

El 28 de junio del 2019, luego de 25 años de negociación, se dio a conocer la adhesión de la Argentina al acuerdo internacional UE - Mercosur. El tratado incluye tres pilares: diálogo político, cooperación internacional y libre comercio. De ellos, si bien el capítulo económico es el que más ha trascendido y el de mayor importancia y amplitud, es ciertamente el capítulo sobre el libre comercio el que expresa las mayores amenazas para el futuro, ya que sus

contenidos condicionan seriamente las posibilidades del desarrollo industrial y tecnológico de nuestro país.

Diversos puntos han sido foco de conflicto a lo largo de las negociaciones. Las principales preocupaciones por parte del Mercosur giraban en torno a las cuotas de acceso agrícola, el tiempo límite de las patentes, los requisitos específicos de origen para algunos sectores sensibles y el llamado régimen de devolución y admisión temporaria de aranceles (para productos exportados con componentes importados).

Las cuotas de acceso agrícola representan la magnitud directa de los beneficios que obtendría el Mercosur de este tipo de acuerdo, ya que el 47% de nuestras exportaciones corresponde exclusivamente a productos primarios. El régimen de devolución y admisión temporaria y la denominación de origen trata, para un rango amplio de items industriales, sobre el grado de exposición indirecto que tendrán amplias ramas de la producción industrial de cada país frente a la competencia de productos que, aunque se ensamblan en Europa, son producidos mayormente en Asia o países europeos no comunitarios.

Estos temas ya han sido saldados en las mesas de negociación, con una resolución poco favorable para la Argentina. Por el lado de Brasil, el interés por firmar un acuerdo tiene que ver con adoptar una estrategia defensiva frente la entrada de productos por parte de China e India al mercado europeo, en detrimento de su producción. En el caso de Paraguay y Uruguay, se trata de la oportunidad de acceder más fácilmente a los mercados de exportación primaria europeos y de manera más barata a bienes industriales.

Por el lado de la UE, la incertidumbre que generaba

el referéndum del Brexit, sumada a las políticas determinantes de un EEUU proteccionista, encontraron en los tratados comerciales una oportunidad para configurar la globalización de acuerdo a los intereses particulares. Ante el escenario de guerra tecnológica entre China y Estados Unidos, las proyecciones de comercio internacional eran a la contracción, algo inédito desde la segunda guerra mundial. Esto llevó a posicionar el acuerdo con el Mercosur en una suerte de estrategia ofensiva por parte de la UE, con el propósito de colocar sus exportaciones con mayor facilidad en el sur de América, a partir de las herramientas de libre comercio.

En este marco, la Argentina siempre se había mantenido reticente a cualquier flexibilización que implicara un debilitamiento de la producción industrial local. Sin embargo, el gobierno anterior adoptó una posición flexible ante los intereses de las partes, bajo el slogan de "integración al comercio mundial". Las razones políticas y económicas de esto son múltiples y van desde su concepción respecto a la especialización primaria hasta una estrategia electoralista, en medio de otros objetivos económicos que no se estaban cumpliendo.

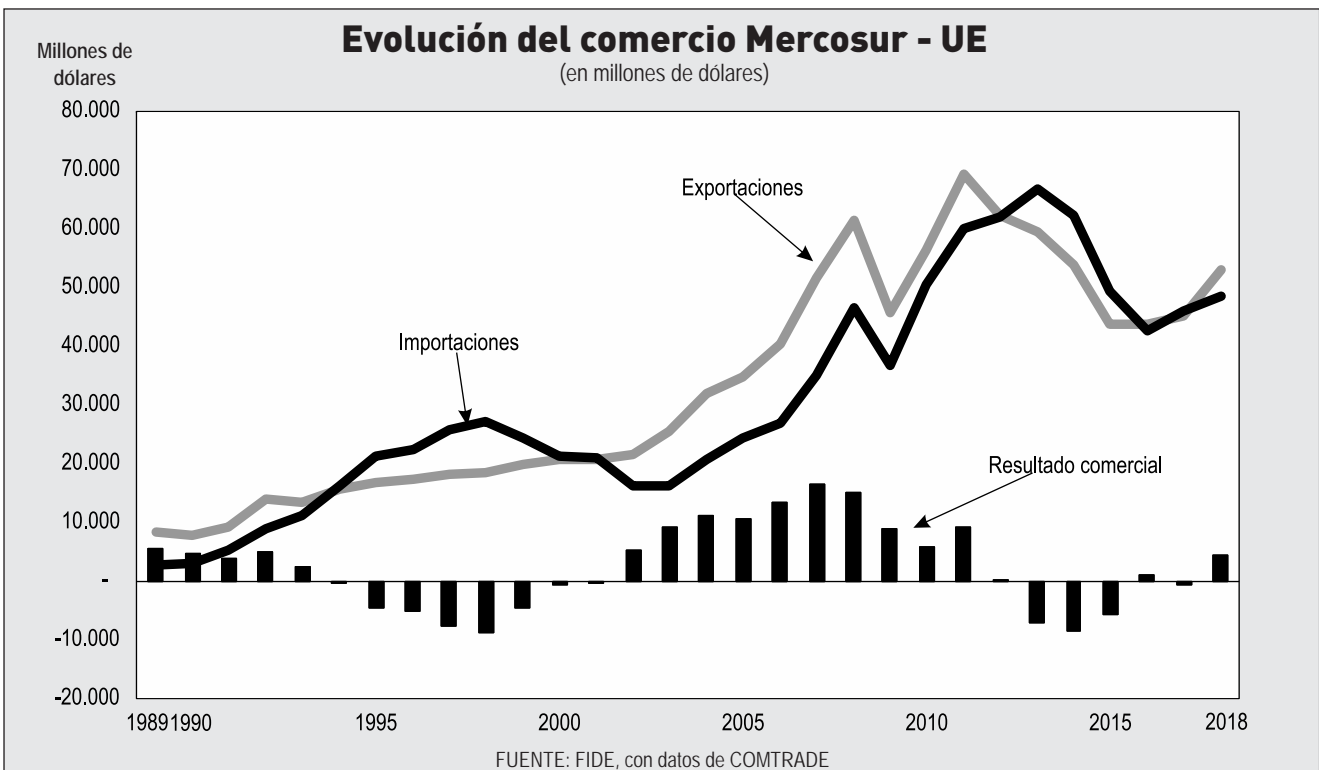
En el marco de un proyecto que promovió la financiarización al extremo de nuestra economía y abandonó cualquier objetivo de industrialización, la gestión anterior fue concediendo todo lo necesario en la negociación en aras de lograr la firma de ese acuerdo. Detrás de ese

apuro subyacía la idea de un supuesto rédito político, pero también la escasa vocación por preservar el proyecto del Mercosur como política de Estado.

A nadie escapa que los objetivos fundacionales de esta iniciativa, en términos de integración y complementación económica entre otros, han estado muy lejos de ser alcanzados. Tal fracaso no puede desvincularse del proceso de globalización financiera que hegemonizó el funcionamiento capitalista desde los años setenta y que también se hizo carne en la región. El cambio en la conducta del capital priorizando la acumulación financiera sobre la productiva se vio exacerbado en países muy extranjerizados, como los que integran el Mercosur. El debilitamiento (o virtual desaparición) de una burguesía industrial comprometida con los objetivos del desarrollo se combinó en los últimos años con el resurgimiento de gobiernos neoliberales en los dos países más grandes de la región, que abrazaron políticas de apertura y liberalización comercial. Dinamitar el Mercosur fue parte de esa concepción política, económica y geopolítica.

Poco para negociar

La instancia actual del acuerdo es la vigencia de un memorándum oficial de intención, que incluye un conjunto de normas técnicas que forman parte de los núcleos más sensibles del acuerdo, como la denominación de origen



de los productos, canastas de reducción de aranceles o la propiedad intelectual de semillas.

Esto habilita el inicio del camino formal hacia su aprobación; luego de haberse concretado el acuerdo, éste debe ser homologado a los respectivos congresos nacionales de los países del Mercosur. En todos ellos el Poder Legislativo es bicameral, y el documento debe ser procesado y contar con la aprobación de ambas cámaras legislativas. Luego de que se apruebe, los respectivos poderes ejecutivos estarán autorizados a ratificar el acuerdo para su plena vigencia.

Sin embargo, la pata comercial del acuerdo con la UE no depende de todo este circuito legal. Y esto es lo que, para muchos, ha pasado desapercibido y que puede transformarse en “el tiro del final” del Mercosur.

A largo plazo, las consecuencias recaen sobre el perfil productivo de los países del Mercosur, profundizando la expansión de la agricultura extensiva y contrayendo los sectores industriales.

Por parte de la UE, sólo es necesaria la aprobación por el Parlamento común para habilitar la entrada en vigencia provisoria del acuerdo comercial. Por parte del Mercosur, la aprobación del Parlasur. De esta manera, y sin la necesidad de pasar por el congreso nacional de cada uno de los países, el acuerdo entrará en vigor unilateralmente con aquellos países que hayan sancionado y ratificado el tratado, incluso si los congresos de los demás países aún no lo han hecho. Tal decisión abre la puerta a la posibilidad de autonomizar acuerdos más allá de lo que se decida como bloque; es decir, el fin del Mercosur como bloque político-económico.

En materia política y de cooperación, será necesaria la aprobación de los gobiernos nacionales y provinciales miembros de la UE y del Mercosur. Se trata de competencias mixtas relacionadas a inversiones y cooperación.

Si se dan las condiciones de entrada en vigencia provisoria, el tiempo promedio para el comienzo de la caída de las tarifas de la UE es de 1 año y 2 meses. Atravesado este punto, la trampa que las decisiones del gobierno anterior dejaron plantada está asociada al hecho de que, si la Argentina no ratifica el acuerdo, puede perder sus beneficios en el mercado regional.

De este modo, se abre un camino de incentivos perversos: en corto plazo las empresas están tentadas a presionar por la firma del acuerdo por miedo a perder los mercados frente a sus competidores regionales y europeos. En el largo plazo, tal cosa implica una trayectoria que termina con los espacios importantes de la industria nacional.

Una muestra de ello es lo sucedido durante la última semana del mes de abril, con el retroceso por parte de la Argentina a futuros acuerdos comerciales con Corea del Sur, Canadá, Singapur y la India.

Estas mesas de discusión sobre nuevos acuerdos de libre comercio, según la cancillería argentina, ponían en peligro la industria y el empleo nacional, y por eso se decidió suspender su participación. Esta medida fue criticada por el resto de los países del Mercosur, reforzando la postura de liberalización comercial que representa a los gobiernos de turno.

Los artículos 1 y 2 del Tratado de Asunción comprometen a los países a negociar de manera conjunta los acuerdos comerciales con terceros países o extrazona donde se establezcan preferencias arancelarias. Estos artículos son la salvaguarda del arancel común y, en última instancia, del Mercosur. La postura argentina busca posponer estas negociaciones para no continuar abriendo más comercialmente el Mercosur.

Vale la pena aclarar que el acuerdo Mercosur-UE está exceptuado de este tipo de medidas unilaterales. Este incluye una cláusula de salvaguarda bilateral que permite la suspensión de preferencias durante un período de hasta dos años, con una posible prórroga de otros dos años de forma bilateral, habilitando la negociación.

Impactos comerciales

La liberalización del comercio que se desprende de acuerdo UE - Mercosur no modifica las condiciones de acceso al mercado europeo por parte del Mercosur, pero sí facilita en gran medida la entrada de productos europeos. Ello se debe a que la mayor parte de las exportaciones del Mercosur hacia la UE ya se encontraban liberalizadas previo al acuerdo. Los impactos más relevantes se centran en la liberalización de aranceles del 91% de las importaciones de la UE hacia el Mercosur en un período de 10 años.

En términos de magnitud, el sector de mayor impacto directo en la desgravación arancelaria es el automotor,

previamente protegido con un arancel del 35%. Esto significa una destrucción de la cadena intra Mercosur en la producción automotriz y una puerta de entrada de los productos de este rubro por parte de la UE. Sin embargo, existen otras normas negociadas en el tratado que permiten acceder a beneficios arancelarios: las reglas de origen. Estas son disposiciones específicas aplicadas por un país que determinan el origen de las mercaderías, dependiendo las normas del tratado y los sectores alcanzados.

En el acuerdo, se estableció un mecanismo flexible con respecto a las denominaciones de origen con el fin de promover los productos regionales. Este mecanismo se encuentra vigente para la UE, pero es algo nuevo para los países del Mercosur.

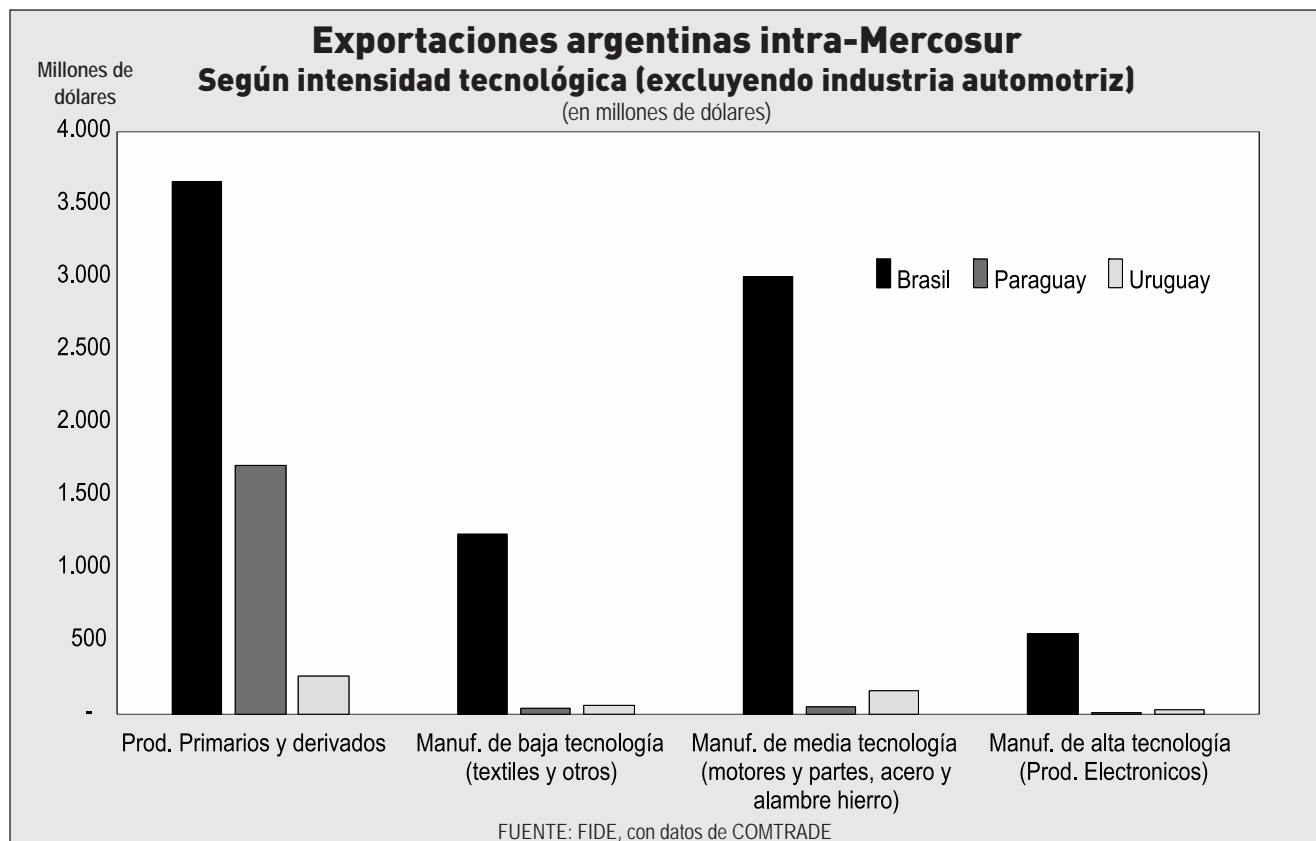
De esta manera los países de la UE ahora podrán hacer uso de un tratamiento preferencial en relación al comercio internacional a partir de la declaración de origen por parte del exportador, sin necesidad de un proceso burocrático ante instituciones que lo certifiquen. Tal cosa resulta una amenaza principalmente para la industria vitivinícola, ya que la UE tiene cerca de 3.500 productos de alimentos y bebidas que quería debajo del esquema declaración de origen de exportación, de los cuales 2.000 están representados por vinos.

Si la UE logra certificar con denominación de origen los productos de la industria vitivinícola, dejaría de pagar el 20% de arancel que actualmente paga. Hoy la Argentina paga alrededor del 5% en concepto de arancel por este producto, por lo que si, logra la denominación de origen, el sector no tendría forma de competir internacionalmente, dados los elevados niveles de subsidios por parte del bloque europeo.

En el caso particular de la Argentina, el 83,8% de las exportaciones del Mercosur hacia la UE corresponde a productos primarios y derivados. Es por ello que el sector agrícola era un punto clave en las negociaciones. En este sentido, el acuerdo establece que la UE liberalizará el 77% de las líneas arancelarias agrícolas, dando acceso preferencial al Mercosur a partir de cuotas en productos cárnicos, azúcar, arroz y miel.

Las cuotas relacionadas a la carne bovina son menores al total de exportaciones del Mercosur; solo los sectores miel y cárnico aviar lograron mejores cuotas que las exportaciones previas al Mercosur. Sin embargo, ambos representan para la Argentina solo el 0,2% de sus exportaciones totales para el año 2018.

Las exportaciones totales de carne bovina fresca y congelada del Mercosur hacia la UE sumaban para



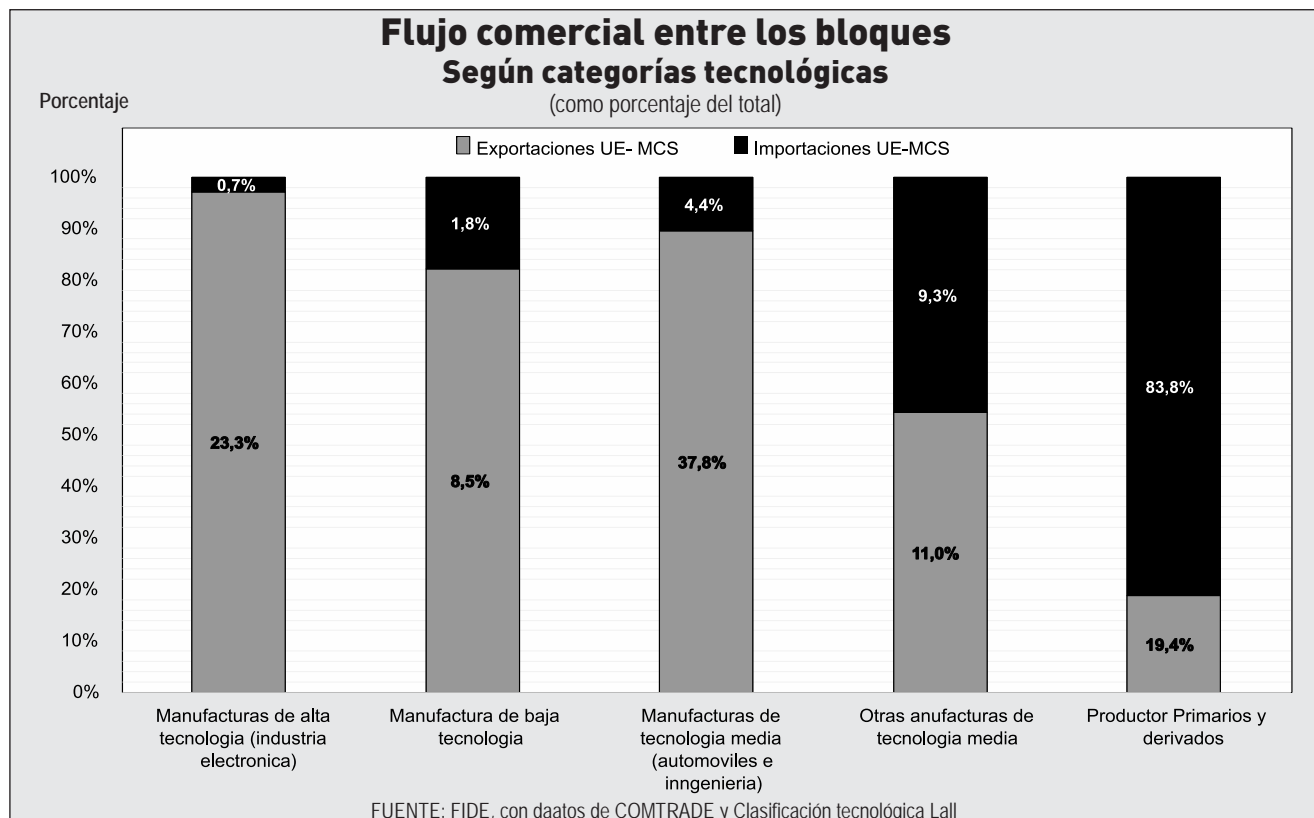
el año 2017 un total de 151.080 toneladas. La cuota otorgada mediante el acuerdo es de 99.000 toneladas a ser repartidas entre los países del bloque, con un derecho de ingreso de 7,5% en lugar de 20%. Esta cuota representa solo un cuarto de la cuota solicitada inicialmente y aún no se sabe que porción de las 99 mil toneladas corresponderá a cada país. Para el caso de Argentina, la cuota Hilton (exclusiva para nuestro país) pasará de un arancel de 20% a 0%. Otro punto perjudicial del acuerdo se relaciona con las medidas de protección de los derechos de propiedad intelectual incluidas en el acuerdo. El impacto principal de este régimen recae en el sector farmacéutico, aumentando los precios internos del Mercosur a partir de un posible incremento de la vigencia de patentes. De adoptarse estas regulaciones, el pago de propiedad intelectual por semillas encarecerá el costo de producción del sector agropecuario para todo el bloque del Mercosur, posicionando también a la UE en mejores condiciones frente a la región. Además, algo previo al acuerdo, y que no cambió, es el esquema de subsidios vigentes a través de Política Agrícola Común (PAC) por parte de la UE.

Por último, están los obstáculos técnicos al comercio (OTC) y las medidas sanitarias y fitosanitaria (MFS) consideradas como barreras al comercio de carácter no arancelario. El acuerdo les otorga un signo recíproco y sanciona este tipo de conductas. Estas medidas fueron

utilizadas por la Argentina para limitar las importaciones debido a problemas de restricción externa. Ello deja abierta la posibilidad de mejores condiciones de aplicación por parte de la UE y un bloqueo en las posibilidades de administración del comercio por parte de los países que presentan problemas en el balance de pagos. Así, los compromisos asumidos por ambas partes en relación a la administración comercial refuerzan los lineamientos de liberalización comercial de la OMC.

El panorama resulta alarmante. Por un lado, a partir de los compromisos que se derivan del acuerdo y, por otro, las consecuencias en las relaciones futuras intra bloque Mercosur como bloque regional, a causa de la cláusula de salvaguarda bilateral que flexibiliza el arancel externo común. Esta cláusula es la que obliga a los países del Mercosur a ponerse de acuerdo entre sí antes de celebrar futuros acuerdos comerciales, constituyendo una erosión sobre uno de los pilares clave del mercado común regional.

A largo plazo, las consecuencias recaen sobre el perfil productivo de los países del Mercosur, profundizando la expansión de la agricultura extensiva y contrayendo los sectores industriales. Ello se debe principalmente al compromiso de eliminar los aranceles por parte del Mercosur a las exportaciones agropecuarias y la prohibición de aplicar licencias no automáticas a la importación y subsidios a las exportaciones.



DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO

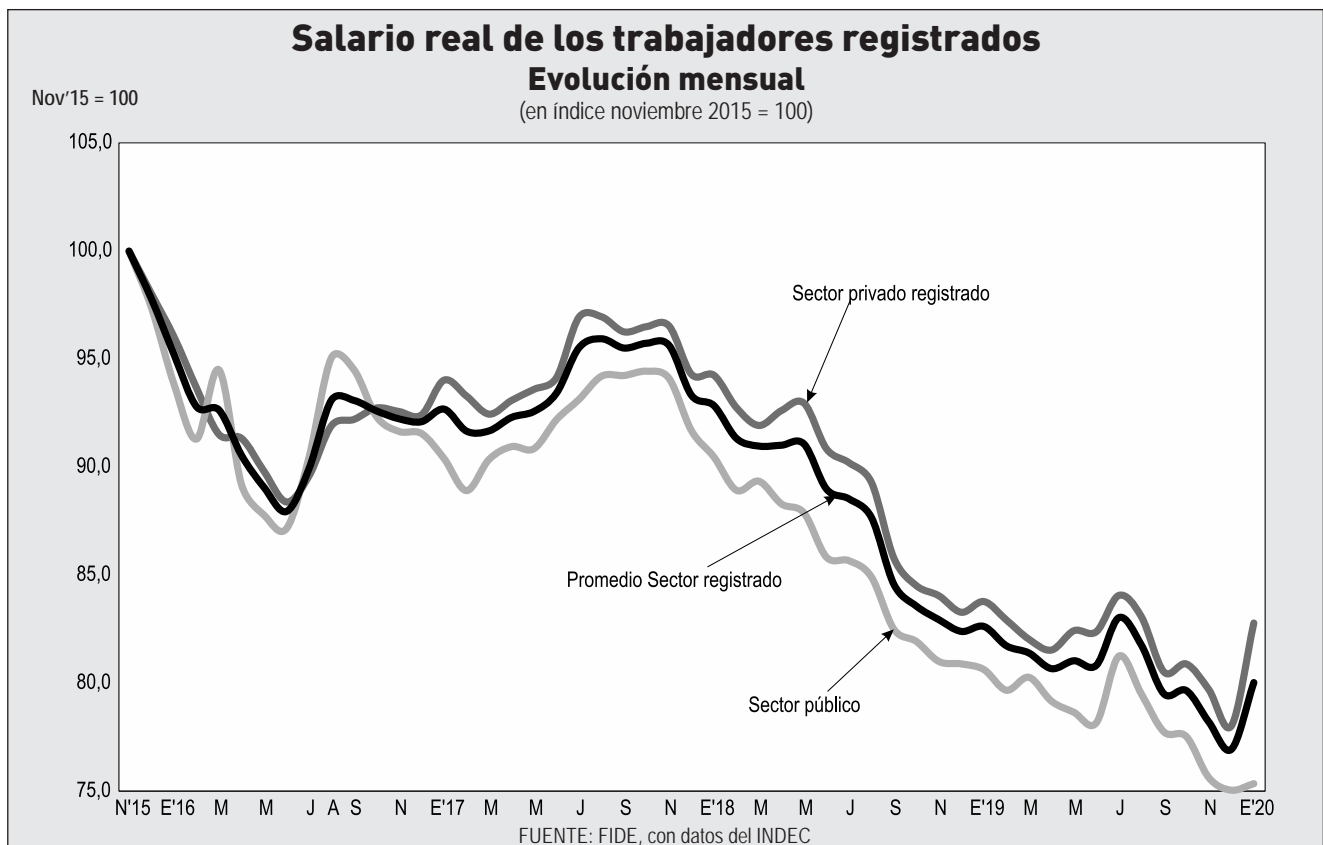
El impuesto a las grandes fortunas

Según estadísticas oficiales, el poder adquisitivo del salario cayó un 17% en el sector formal y más del 23% en el sector no registrado. Al mismo tiempo, la pobreza se ubica en un nivel superior al 35,5%, 8 puntos porcentuales más que el segundo semestre de 2015, o el equivalente a 3,2 millones de personas.

Venimos de años difíciles

Los últimos 4 años han significado un fuerte deterioro de la situación social de los trabajadores, aumento de la informalidad y la extensión de la pobreza y la indigencia.

Debido a ello, el balance del período en términos de distribución del ingreso fue bastante claro: una disminución de la parte del ingreso destinada al trabajo y más enriquecimiento en algunos sectores de la cúpula empre-



serial, especialmente la vinculada a la exportación, las finanzas y la energía, estas últimas firmas, beneficiadas por los cambios tarifarios.

Solamente estos datos justifican que se evalúe seriamente avanzar en un impuesto progresivo a los más altos ingresos. En esta línea se ha decidido avanzar, y aunque sea por única vez, en gravar las grandes fortunas.

El impuesto a las grandes fortunas en la historia reciente

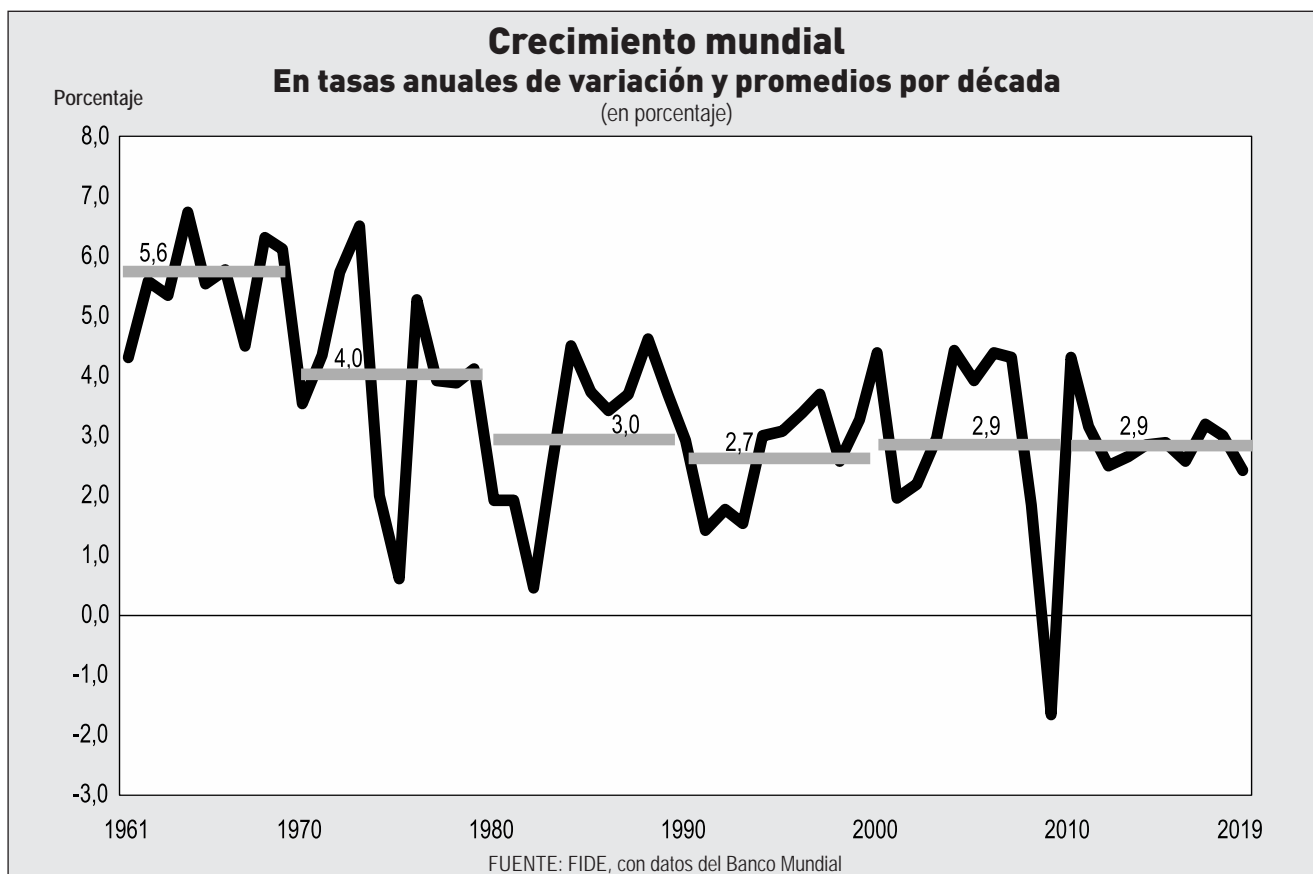
Existe consenso entre los historiadores económicos en que el capitalismo vivió su edad de oro durante la segunda posguerra. El período de esplendor se extendió al menos hasta la crisis de los precios del petróleo a comienzos de los años setenta del siglo pasado.

Las tres décadas del siglo XX que van desde el fin de la segunda guerra mundial a mediados de los setenta son consideradas como una “edad de oro”, por la coexistencia de la disminución de la desigualdad y elevados niveles de crecimiento. Una conjunción que resultó de la expansión de Estados presentes en la provisión de servicios universales de salud y educación, así como en el diseño

de los procesos de desarrollo estructural y estabilidad laboral que dieron lugar al aumento del bienestar de las poblaciones.

Fueron décadas en que las economías se mantuvieron cercanas al pleno empleo, lo que provocó el aumento de la participación de los trabajadores en la distribución del producto y, por extensión, el crecimiento de lo que algunos historiadores de la economía denominan “clases medias patrimoniales”, que generalmente no es más que trabajadores con ingresos medios que acceden a viviendas propias y algunos bienes muebles como vehículos. En algunos países desarrollados más que en otros, fueron tiempos en que el “sueño americano” pareció al alcance de la mano y en los que se descontaba la movilidad social ascendente, la idea de que los hijos vivirían mejor los padres. Bastaba con esforzarse lo suficiente.

Luego, durante la década de los setenta, esto cambió. Con “el reciclaje de los petrodólares” comenzaron los primeros pasos de la llamada globalización financiera, secuencia que se completó en las décadas siguientes con las revoluciones conservadoras en Estados Unidos e Inglaterra. La frutilla del postre llegaría en la década del noventa, a partir de la caída del muro de Berlín seguida



por el auge planetario del Consenso de Washington.

El fracaso del “socialismo real” rompió las barreras de contención para el surgimiento de una nueva fase del capitalismo, caracterizada por la progresiva concentración del ingreso y de la propiedad. Fue así que la destrucción de los llamados “Estados de bienestar” y el aumento constante de la desigualdad desembocaron en la consolidación de una suerte de hiper capitalismo que socava los principios del funcionamiento de las democracias.

El balance de los últimos 4 años en términos de distribución del ingreso fue bastante claro: una disminución de la parte del ingreso destinada al trabajo y más enriquecimiento en algunos sectores de la cúpula empresarial, especialmente la vinculada a la exportación, las finanzas y la energía, estas últimas firmas, beneficiadas por los cambios tarifarios.

Y la razón de ello puede buscarse en las tremendas asimetrías de poder social relativo de las distintas clases, provocadas por la tributación regresiva. Es decir, el diseño impositivo implica que hay normas que eximen a los más ricos de un principio básico de la vida democrática: que los que tienen más sostengan con el reflujo impositivo el gasto público del Estado.

Visto en perspectiva, ha resultado notable la relación entre mejora en la igualdad y altos niveles de crecimiento y viceversa. Además, con un crecimiento relativo más bajo al de la etapa anterior, a partir de los años setenta la apropiación de ese incremento se concentró en una porción muy reducida de la población.

Las estadísticas de estos procesos fueron relevadas en detalle en trabajos recientes como *El capital en el siglo XXI*, del economista francés Thomas Piketty.

No es un dato novedoso la existencia de súper ricos, con patrimonios similares al producto de países. En rigor, en 2019 existían 26 personas que acumulaban el mismo ingreso que la mitad inferior de la población mundial, que es más de 3.600 millones de personas. Tampoco es novedosa la existencia de multinacionales o fondos de inversión que controlan más capital que el producto anual de regiones enteras del planeta.

La respuesta completa a la pregunta por las causas de estos procesos de profundización en la concentración de la riqueza y la consolidación de plutocracias en la cúspide del sistema demandaría recorrer las transformaciones históricas del capitalismo y sus tendencias. Aunque esa tarea excede los límites del presente análisis, existen algunos puntos comunes y simples que caracterizan a estos procesos.

El primero es que “la edad de oro del capitalismo” se corresponde en todos lados con la existencia de los Estados grandes, a la vez que el surgimiento de estos Estados demandó la emergencia de una tributación progresiva, es decir sistemas impositivos que gravaron con una alícuota creciente a quienes tenían mayores ingresos, cualquiera sea la forma que tales tributos asuman. En reversa, el proceso post edad de oro, ya caracterizado por el sensible aumento de la desigualdad, se corresponde directamente con la regresividad impositiva y con el aumento de la evasión y la elusión de los más ricos, situación que también se expresó en el auge de las guaridas fiscales que acompañó a la llamada financierización del capital.

El aumento de la progresividad impositiva solo fue posible en períodos en que “circunstancias exógenas”, como los parates económicos o los esfuerzos de la guerra, desencadenaron una revalorización del rol de los Estados y, en particular, el consenso sobre la necesidad de los esfuerzos compartidos.

La literatura sobre desigualdad e imposición coincide además en un segundo punto común. La definición de sobre quiénes recae la carga principal de la tributación es el producto de las relaciones de poder al interior de cada sociedad; es decir, de la vieja lucha de clases. La afirmación coincide con lo que efectivamente se confirmó en la historia reciente: el aumento de la progresividad impositiva solo fue posible bajo circunstancias excepcionales, como las grandes crisis económicas o las demandas bélicas, desde la crisis financiera de los años treinta a las conflagraciones mundiales. Es decir que el aumento de la progresividad respondió a períodos en que “circunstancias exógenas”, como los parates económicos o los esfuerzos de la guerra, desencadenaron una revalorización del rol de los Estados y, en particular, el consenso sobre la necesidad de los esfuerzos compartidos. El resultado fue el surgimiento

Impulsando la industria nacional

59 cámaras sectoriales y regionales.
24.000 empresas en actividad.
300.000 puestos de trabajo directos.
Y un compromiso con el federalismo,
la producción nacional y la integración
entre gremios y empresarios.



ADIMRA

ASOCIACIÓN DE INDUSTRIALES METALÚRGICOS
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

www.adimra.org.ar

de dos tipos de impuestos, ambos “un invento” del siglo XX: los a la herencia y los progresivos a los altos ingresos.

A modo de ejemplo, según reseña Piketty, el impuesto sobre la renta alcanzó en Estados Unidos una tasa de hasta el 70% entre 1919 y 1922, para bajar luego a 25% a mediados de la década y volver a crecer tras la crisis de 1929. Durante la gran depresión, en 1933 la alícuota volvió a dispararse al 63%. En los años previos a la segunda guerra, a partir de 1937 y hasta ya iniciada la conflagración, también los impuestos sobre la herencia alcanzaron tasas de hasta el 80%, cifras que hoy parecen inimaginables. Procesos similares, con distintas alícuotas, se vivieron al otro lado del Atlántico, en las principales economías europeas como el Reino Unido, Alemania y Francia.

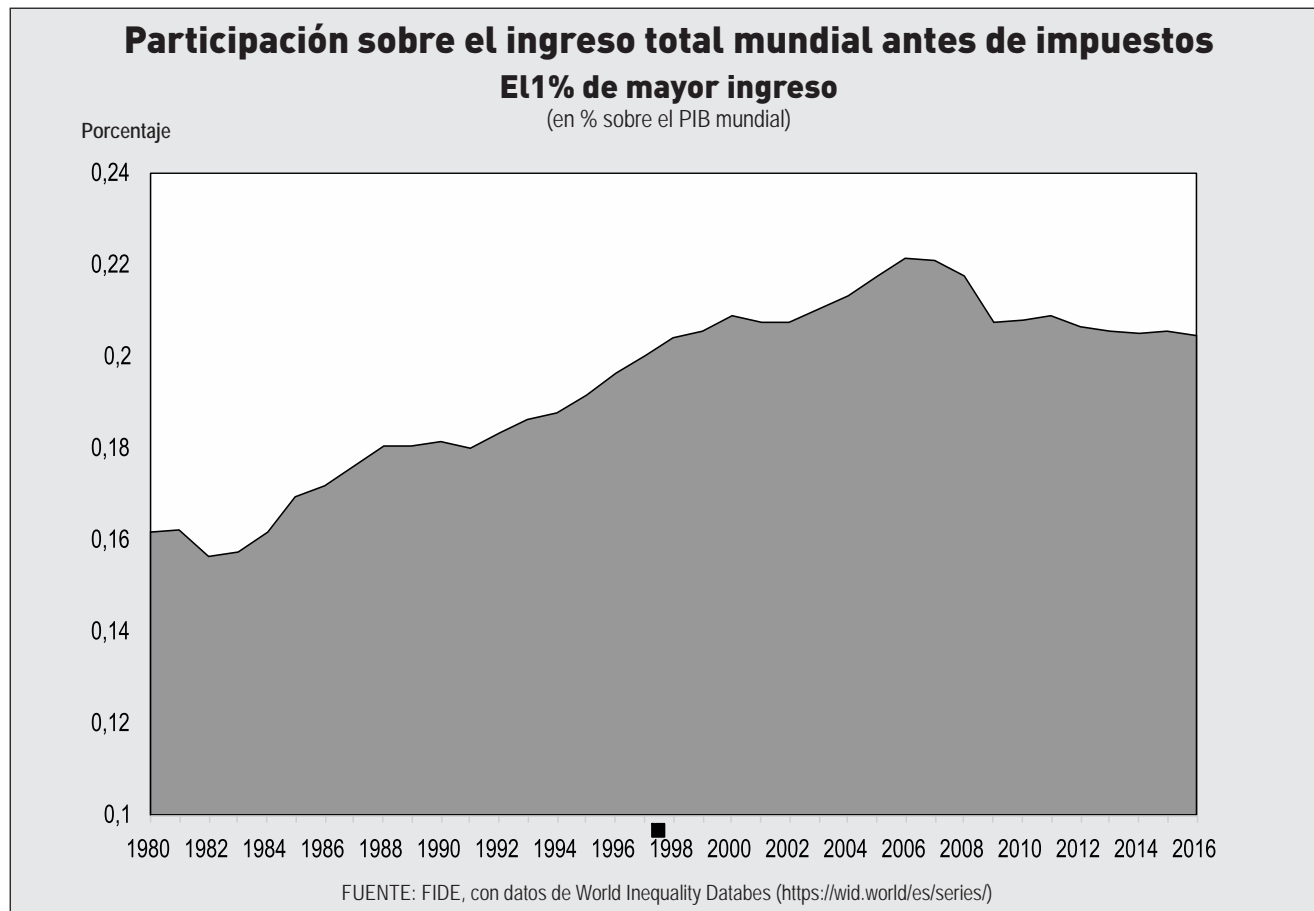
El panorama del presente se encuentra en las antípodas. En 1990 sólo un tercio de los 36 países de la OCDE gravaba progresivamente a los más ricos, mientras que hoy solo cuatro mantienen cargas progresivas a los patrimonios más altos. En Estados Unidos, con el ascenso de Trump, las mayores fortunas fueron las impositivamente más beneficiadas. En “El triunfo de la injusticia” los economistas Gabriel Zucman y Emmanuel

Saez detallaron que, desde finales de los años ‘70 hasta 2016, el 0,1% de los más ricos pasó de tener del 7% al 20% de la riqueza total. Previsiblemente, ello ocurrió en paralelo con la caída de la tributación progresiva y el virtual estancamiento del ingreso de los trabajadores.

El debate mundial sobre la progresividad impositiva

El discurso *mainstream* sostiene que, amén de atentar contra una presunta meritocracia, los gravámenes a los más ricos reducen el ahorro, la inversión y, en consecuencia, el nivel de actividad y el empleo. La experiencia histórica demuestra en cambio todo lo contrario: los períodos de impuestos altos y progresivos a los ingresos marcharon en paralelo con la disminución de la desigualdad, el crecimiento económico, el bajo desempleo y la generalización del bienestar social. Así lo indican por virtud y defecto tanto las tres décadas de la “edad de oro” de la segunda posguerra como las degeneraciones plutocráticas del presente.

La actual pandemia provocada por el Covid-19 representa una de esas circunstancias históricas excep-



cionales que pueden dar lugar a un cambio de poder social y a la revalorización de la acción colectiva a través del Estado, lo que en la historia desembocó en transformaciones en el sistema tributario. La previsión es que la economía mundial se encuentra nuevamente a las puertas de una “gran recesión” y que la teoría económica ya aprendió a comienzos del siglo XX que de las recesiones se sale con gasto.

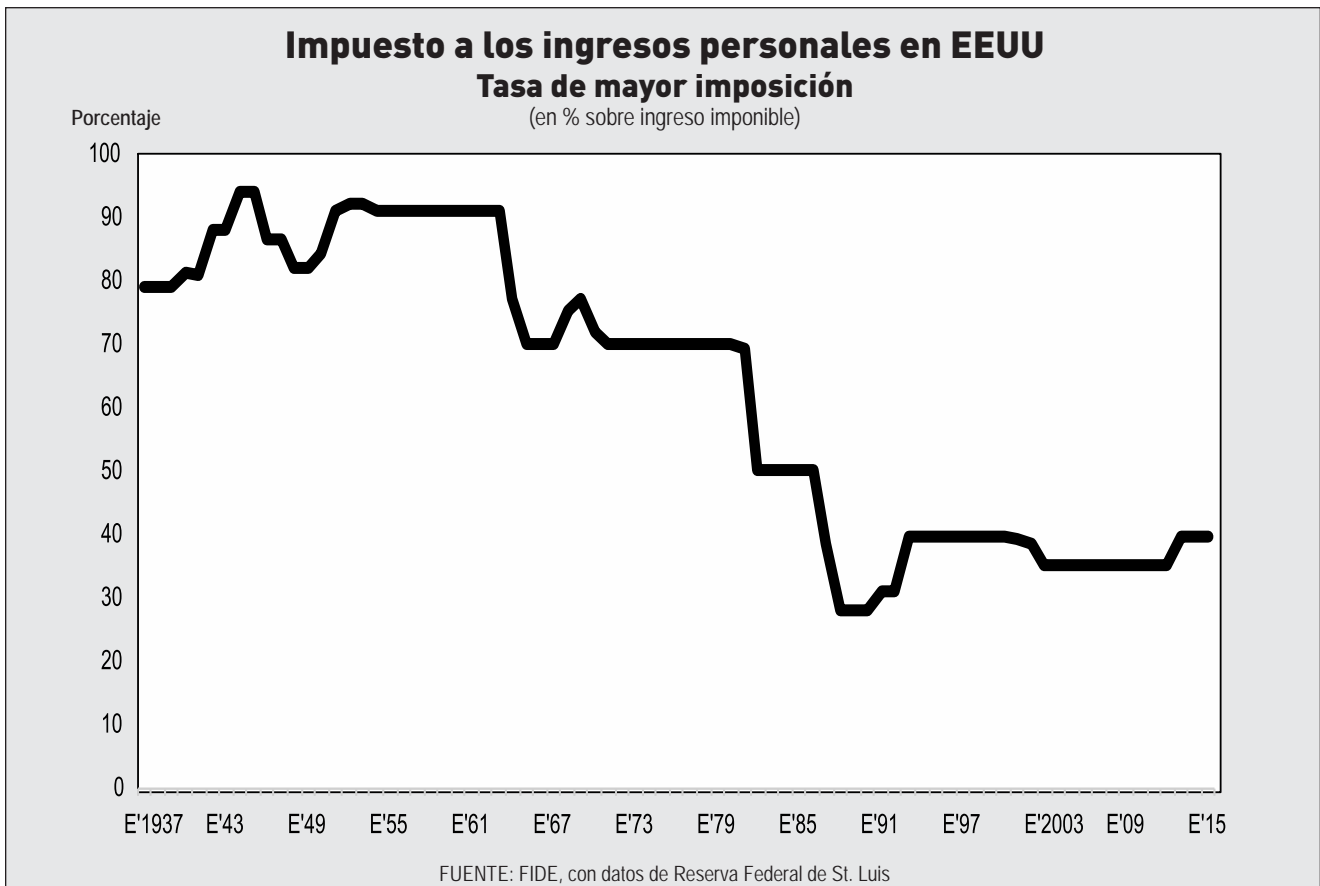
No obstante, el debate sobre la tributación a los más ricos ya se había retomado durante la crisis financiera global iniciada en Estados Unidos a partir de 2008. Como reseñaron los ya mencionados Saez y Zucman, este país fue un caso paradigmático de concentración de la riqueza y estancamiento de la participación de los trabajadores en el ingreso. Al mismo tiempo, a través de la institucionalización del lobby fue también paradigma de cómo los más ricos utilizan el sistema político para legislar a su favor y volverse todavía más ricos.

Fue célebre el último debate presidencial entre los candidatos Hillary Clinton y Donald Trump, en el que la senadora demócrata demostró que el magnate inmobiliario que hoy preside el país no había pagado impuestos a la renta. Toda una referencia. Acorralado, Trump contestó

que la elusión “demostraba su inteligencia”.

El debate no quedó cerrado y se transformó casi en una obsesión en el ala izquierda del Partido Demócrata. El senador Bernard “Bernie” Sanders se manifestó abiertamente en contra de la concentración de riqueza en manos de unos pocos súper ricos y presentó un proyecto para gravar progresivamente esos patrimonios, con una tasa del 1% para los patrimonios de entre 32 y 50 millones de dólares y hasta el 8% para los propietarios de más de 10.000 millones.

Las cuentas de Sanders mostraban que estas alícuotas reducirían las fortunas de los “mil millones” a la mitad en 15 años. La del senador demócrata no es una voz aislada, pues en su país existe la agrupación “millonarios patriotas”, quienes abogan por mayores impuestos a los más ricos. No escupen para arriba. Los argumentos no son sólo de justicia distributiva, sino la percepción de la inestabilidad intrínseca de un orden político basado en la continua profundización de la desigualdad. También destacan la visión keynesiana de que mayores salarios significan mayor consumo y, por extensión, mayores ganancias. Es decir, la inversa de la teoría vulgar del derrame.





Ayudarte a vivir tu casa es
BANKING HOME

