

MAYO 2020

# INFORME DE COYUNTURA



Políticas Públicas

## AUTORES:

Nahuel Ríos  
Clemente Babot  
Jose I Garcia Hamilton (h)  
Equipo de Políticas Públicas FyL



Federalismo  
y Libertad

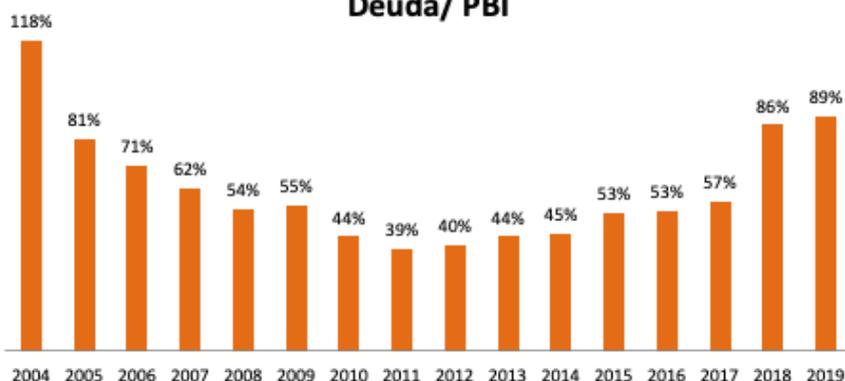
# CERCA DEL ABISMO

## IMPACTO DEL DEFAULT EN LA VIDA COTIDIANA

Nahuel Rios

La cesación de pagos del Gobierno Nacional incrementa el nivel de incertidumbre y en el peor de los casos puede incluso generar pánico. El sobresalto es el principal obstáculo para que una economía funcione correctamente. La misma puede traer una crisis bancaria debido a que los bancos son los principales tenedores de deuda pública. Ahora, si combinamos las crisis de deuda y la crisis bancarias podríamos tener una crisis monetaria, lo que implica un aumento de la inflación. El salto en la inflación no es exclusivo de una posible crisis bancaria o de un default, el aumento en los precios se dará de todas formas. Estas crisis podrían acelerar el aumento.

**Deuda Argentina 2004-2019**  
**Deuda/ PBI**

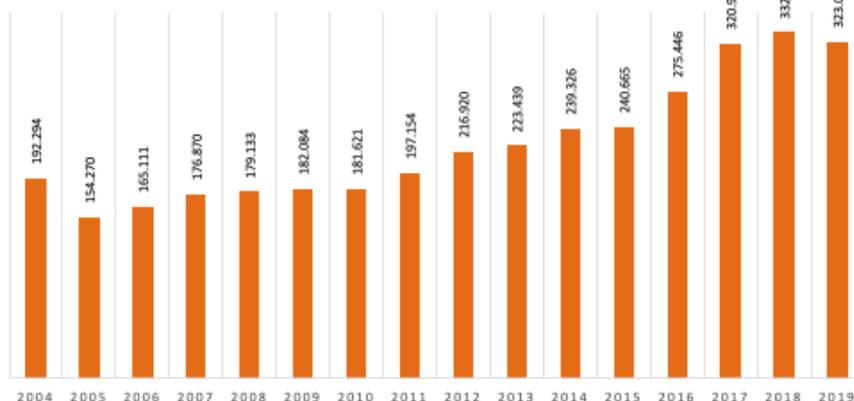


Argentina es un país que acostumbra a cambiar las reglas de juego. Rompe contratos, no cumple con sus obligaciones, no tiene una moneda estable y esto se debe a que las políticas no son sustentables en el tiempo. El constante déficit fiscal hace que Argentina no tenga un horizonte a largo plazo. De seguir gastando más de lo que la sociedad puede dar, se seguirán con los defaults y la inflación.

Es importante diferenciar una restructuración de deuda de un default. La primera consiste, en términos resumidos, cambiar deuda por otra para ampliar plazos. El default es declarar la imposibilidad de pagos de la deuda al debido tiempo.

Argentina presenta el siguiente estado de deuda según el ministerio de economía de la nación, la deuda como porcentaje del producto en los 16 años fue en promedio un 60%, con sus puntos más altos en 2014 y 2019.

**Deuda bruta Argentina 2004-2019**  
**En millones de pesos**

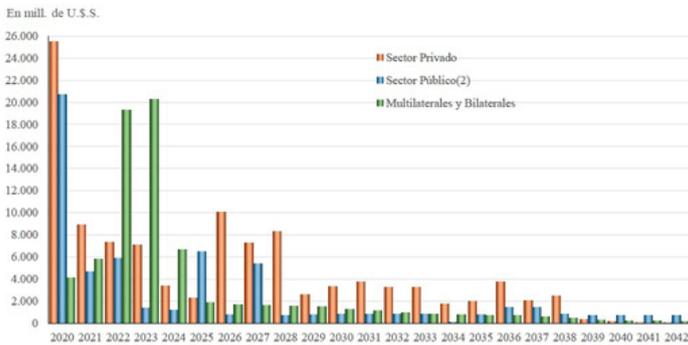


¿Es correcto tener deuda por 89,4% del producto? Países confiables con ser Estados Unidos, Japón, Portugal, Italia, Grecia tienen un porcentaje del PBI mayor al 100% y otros muy cercanos al 100 como ser España, Francia, Reino Unido. Si tomamos solo la región y vemos países como Chile, Uruguay, Perú, Colombia el país presenta la deuda bruta más alta de la región.

# IMPACTO DEL DEFAULT EN LA VIDA COTIDIANA

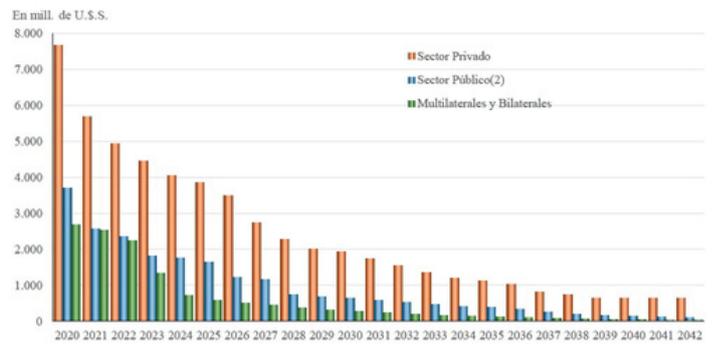
Se presentan dos puntos que pueden poner en riesgo el pago de la deuda. Lo primero que se debe tener en cuenta son los vencimientos y esto seguido de la credibilidad que tiene el país al momento de pagar. Observamos a continuación la gran parte del capital por pagar tiene vencimiento en los años 2020, 2022 y 2023.

Perfil de Vencimientos de Capital de la Deuda<sup>(1)</sup>  
Ene-2020 a Dic-2042



(1) El perfil de vencimientos estático incluye las obligaciones proyectadas de acuerdo a los compromisos firmados al 31-12-2019, con los tipos de cambio, CER y tasas de interés vigentes a dicha fecha.  
(2) No incluye vencimientos de adelantos transitorios y letras del tesoro con el Sector Público Nacional.

Perfil de Vencimientos de Intereses de la Deuda<sup>(1)</sup>  
Ene-2020 a Dic-2042

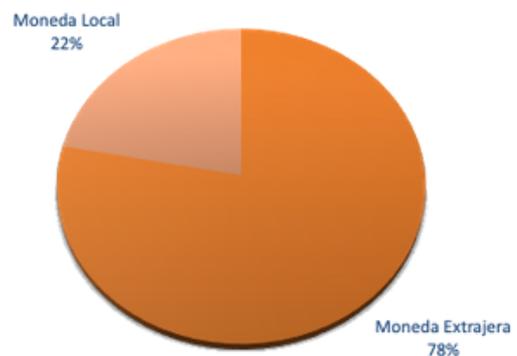


(1) El perfil de vencimientos estático incluye las obligaciones proyectadas de acuerdo a los compromisos firmados al 31-12-2019, con los tipos de cambio, CER y tasas de interés vigentes a dicha fecha.  
(2) No incluye vencimientos de adelantos transitorios y letras del tesoro con el Sector Público Nacional.

Los países acostumbran a realizar el “roll-over” de la deuda, la misma es una operativa que consiste en la ejecución simultánea de dos contratos de distintos vencimientos realizando un contrato de compra en uno de los plazos; mientras que en el otro plazo o vencimiento, se realiza una operación de venta. Con lo cual, si el país es confiable podrá cambiar una deuda por otra.

Argentina realizó default en 1827, 1890, 1982, 2001/2002, 2014 y en 2019 hubo un recambio fechas unilateralmente por parte del Estado, lo cual fue una reestructuración. Además se tuvieron otras situaciones parecidas en las cuales las provincias entraron en default (1915, 1930). Al cual se le puede sumar eventos parciales como del Acuerdo con el Club de París en 1956 y Plan Bonex de 1989. Con lo cual la reputación del país es realmente baja.

Deuda Bruta de la Administración Central en Situación de Pago Normal - Por moneda al 31/03/2020



Al momento de buscar una solución a un país que no paga, se optó por tomar deuda con legislación extranjera. Unos de los fallos más conocidos de bonos con legislación extranjera fueron los “holdouts” que en 2017 en los tribunales de New York se falló a favor de los bonistas.

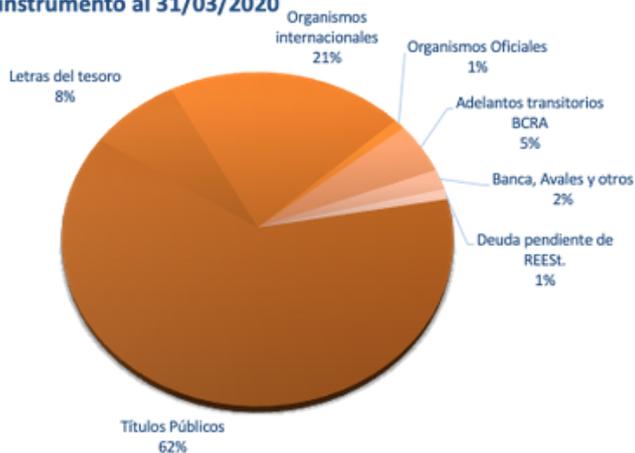


# IMPACTO DEL DEFAULT EN LA VIDA COTIDIANA

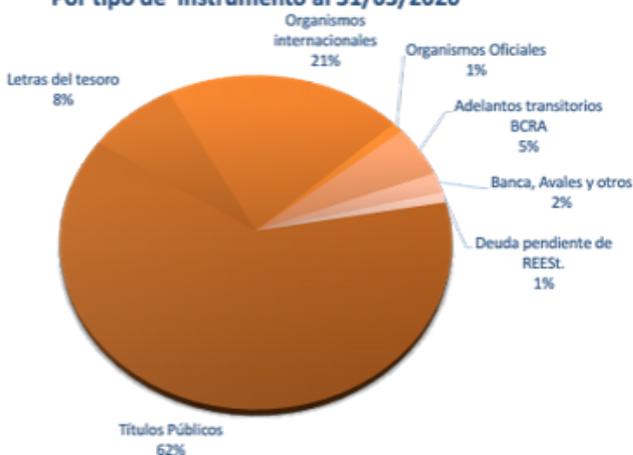
A la falta de credibilidad hay que sumarle que el país no tiene una moneda estable. Con lo cual Argentina se vio obligada a tomar deuda nominada en moneda extranjera como ser dólares o euros.

Argentina se endeuda principalmente con títulos públicos, los cuales representan una 62% del total del endeudamiento. En segundo lugar aparecen organismos internacionales como ser el FMI (Fondo Monetario Internacional), Banco Mundial o El Club de París. Las letras del tesoro (Letes o Lecap) representan solo el 8% del total del endeudamiento.

Deuda Bruta de la Administración Central  
Por tipo de instrumento al 31/03/2020



Deuda Bruta de la Administración Central  
Por tipo de instrumento al 31/03/2020



Parte de estos títulos públicos están en manos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), organismo creado en 2007 para la unificación del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones en un único régimen previsional público denominado Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA). Las disposiciones reglamentarias establecieron que el total de los fondos administrados por las AFJP se traspasaran en especie al Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino (FGS). Con lo cual un default pone en riesgo las jubilaciones.

La principal necesidad de endeudamiento del país está dada por gastar más de los que se recauda, el déficit fiscal es uno de sus eternos problemas de Argentina. Se mantuvo un déficit fiscal a lo largo de todo el siglo XX. Entrado el siglo XXI se tuvo un superávit fiscal; durante este período el país estuvo en default y no pago los intereses de la deuda. Existe una segunda razón para el endeudamiento y es una entidad residual no explicada llamadas “conciliación del saldo y el flujo”; la composición de la deuda desempeña un papel clave en esta “parte no explicada de la deuda oficial”.

Resultado fiscal nacional (% del PBI)



# IMPACTO DEL DEFAULT EN LA VIDA COTIDIANA

## CONCLUSIONES

Las consecuencias que podría tener Argentina si el 22 de mayo entra en default son muy variadas. La teoría económica hace hincapié en la salida de los mercados voluntarios de créditos, sin embargo el país ya se encuentra excluido del mismo. Esto es así ya que desde abril 2018 Argentina quedó excluida y para evitar la crisis bancaria se acudió al FMI (Fondo Monetario Internacional) por un préstamo ante la negativa de dichos fondos.

La llegada del default podría generar una crisis bancaria ya que los bancos tienen gran parte de la deuda pública en sus carteras, principalmente con letras del tesoro. La crisis bancaria puede desencadenar en una crisis monetaria. Teniendo en cuenta la cantidad de dinero impresa por la actual pandemia se podría caer la demanda de dinero y el escenario más probable es un aumento de la inflación de forma abrupta.

Las consecuencias antes nombradas son las inmediatas. Si profundizamos un poco más vamos a ver que no es solo el Estado el que se queda sin crédito, lo hacen también las empresas y por lo tanto se verá una caída en la inversión y por lo tanto una caída en el producto. Si se tiene en cuenta que Argentina no crece desde 2011 la situación de un nuevo default empeorará las cosas. Es de esperar también una reducción del comercio internacional (tanto por el default como por la salida del Mercosur), rupturas de contratos y una vez en default es complicado restaurar las relaciones. El tiempo para restablecer los vínculos es muy largo, desde el default de 2002 el país se mantuvo sin créditos por 14 años. La falta de crédito afecta a los gobiernos nacionales, provinciales y municipales.

**Es importante recordar que si no se gasta por arriba de lo recaudado no necesitaríamos imprimir o pedir préstamos. Si Argentina estuviera en el mercado voluntario de créditos podría haber tomado préstamos en lugar de imprimir billetes para superar la pandemia.**

Fuente de información: [www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/presentaciongraficadeudapublica](http://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/presentaciongraficadeudapublica)



# LA PIEDRA INFINITA DE ARGENTINA

## DEUDA ARGENTINA Y SU ANALOGÍA CON SÍSIFO

José I. García Hamilton (h)

Según la mitología griega, Sísifo era el rey de Ephyra, una próspera ciudad en Corinto. Su padre era el rey Eolo de Tesalia y su madre Enarete. Estaba casado con la ninfa Merope, con quién tuvo cuatro hijos.

Sísifo era un rey muy astuto y gracias a él, Ephyra se convirtió en una ciudad muy próspera, un lugar donde fluía el comercio, tanto por tierra como por mar. Sin embargo, para lograr tal prosperidad recurrió a trucos y engaños.

Tanto es así que en muchas ocasiones violó el acuerdo de hospitalidad que había creado Zeus que promovía la generosidad con los viajeros que llegaban hasta otras tierras. Así Sísifo llegó a terminar con las vidas de muchos extranjeros para demostrar que además de astuto era despiadado. Pretendía que los hombres le tuvieran respeto y también miedo.

Zeus y Hades, hartos de los ardides y engaños de Sísifo, le impusieron un castigo ejemplar.

Le condenaron a empujar eternamente una pesada piedra por la ladera de una empinada montaña. Al llegar a la cima, la roca rodaría hasta el valle y Sísifo tendrá que recogerla y volver a empujarla ladera arriba. Así se repite por toda la eternidad. Sísifo empujando la piedra hacia la montaña para que ésta vuelva a caer ladera abajo.

### DEFAULT EN 2001

En diciembre de 2001, luego de tomar posesión de su cargo de Presidente y frente a la Asamblea Legislativa en el Congreso, Adolfo Rodríguez Saá anunció la suspensión del pago de la deuda externa. Los miembros de la Asamblea Legislativa bochornosamente aplaudieron de pie como si el árbitro hubiera terminado el partido que consagrara a la Selección Argentina campeona del mundo. De esta manera, el país incumplió el pago de su deuda externa por la suma de 144.000 millones de dólares.

Roberto Lavagna, Ministro de Economía de Duhalde y de Néstor Kirchner lideró el proceso de negociación de la deuda en cesación de pago. Resumidamente, hubo dos exitosos canjes de esa deuda en los años 2005 y 2010, con quitas importantes de capital (nominal), espera y plazo para pagar. Sin embargo, tenedores de deuda en default -conocidos como holdouts- por 11.000 millones (7% aproximado del total defaulteado) no adhirieron a los citados canjes.

Muchos de esos tenedores de bonos en cesación de pago eran fondos buitres, que son fondos de capital de riesgo que mediante la especulación financiera compran títulos de deuda de países en una situación económica difícil, o incluso ya en default, a precio muy bajo para luego litigar en los tribunales internacionales e intentar cobrar la totalidad del valor de esos bonos. De esta manera, iniciaron el reclamo de su crédito ante la Justicia de Nueva York, específicamente ante el Tribunal del ya fallecido Juez Griesa.

# DEUDA ARGENTINA Y SU ANALOGÍA CON SÍSIFO

El citado Juez entendió en febrero de 2012 que Argentina había violado los derechos de los tenedores de bonos en default y obligó al Gobierno Nacional a pagar a los holdouts conjuntamente y en proporción con el pago a bonistas de deuda reestructurada. Inclusive, y luego de varios años de duro batallar tribunalicio, llegó a definir a la Argentina como un “deudor recalcitrante” por su aversión a aceptar la deuda contraída y negociar el cumplimiento de su obligación.

Tanto la Cámara de Apelaciones como la Corte Suprema de Justicia (por omisión a entender en el asunto) ratificaron la posición del Juez Griesa, por lo que a mediados de 2015 no sólo mantenía deuda en cesación de pagos, sino que incumplía una sentencia judicial emitida por el Juzgado que el propio país había elegido para dirimir sus controversias con los bonistas.

El Gobierno de Macri consideró que terminar los juicios de la deuda en cesación de pagos era importante para poder acceder al mercado internacional, por lo que a pocos meses de asumir solucionó catorce años de conflictos con los tenedores de deuda soberana.

A la vez, el Gobierno de Cambiemos realizó durante su mandato importantes emisiones de deuda pública e instrumentó un préstamo por 56.000 millones de dólares con el FMI, convirtiendo a la Argentina en el mayor deudor de este organismo. De esta manera, el ratio de deuda pública/PBI aumentó durante el gobierno macrista. Más allá que los funcionarios salientes manifiestan que más de 2/3 de la deuda contraída fue para pagar deuda existente y financiar el elevado déficit fiscal recibido del período kirchnerista.

## OFERTA INICIAL DEL GOBIERNO

Ya desde la campaña electoral, el actual Presidente manifestó que la deuda pública no podía obstaculizar el crecimiento del país, por lo que el mercado descontaba una reestructuración de deuda, y hasta temía un nuevo incumplimiento en su obligación de pago. Así, a mediados de abril, el ministro Martín Guzmán presentó la propuesta unilateral de canje de títulos argentinos bajo legislación extranjera por 66.000 millones de dólares.

La oferta del Gobierno consiste en canjear 21 bonos por papeles con vencimiento 2030, 2036, 2039, 2043, 2047. La mayor reducción pasaría por el recorte de cupones, implicando un ahorro de 37.900 millones de dólares. El costo promedio bajaría de 6,7% a 2,33%. Los intereses se capitalizarían hasta 2022, fecha de primer pago, a una tasa creciente desde 0,5% hasta 4,75% para el vencimiento más largo.

El principal atractivo de la oferta argentina es que la quita de capital promedio es baja (5,4%), acelerando ciertos pagos. Se reemplazan bonos que mayormente cancelaban capital al vencimiento por bonos que lo amortizan en cuotas. Por ellos, algunos analistas consideran que la propuesta es interesante para quienes entren con bonos cortos o sean inversores de largo plazo.

Los vencimientos de deuda del país este año bajo legislación extranjera (la que se está negociando ahora) son bajos en comparación con los compromisos en dólares que tiene por bonos bajo ley local, y que ya postergó para el año que viene mediante un decreto. En total, son 4.500 millones de dólares que el Gobierno debería desembolsar en lo que resta del año.

# DEUDA ARGENTINA Y SU ANALOGÍA CON SÍSIFO

El pasado 22 de abril vencieron intereses de los bonos a reestructurar por 503 millones de dólares correspondientes a los cupones de los bonos globales 2021, 2016 y 2046, por lo que ya están corriendo los 30 días de gracia antes de que Argentina entre, nuevamente, en default.

Los bonistas con los que negocia contrarreloj el Gobierno se pueden dividir en 3 bloques. Grupo Argentina Ad Hoc, que lidera BlackRock, Fidelity y Ashmore; el Comité de Acreedores de la Argentina, encabezado por Greylock Capital; y el Grupo de Bonistas del Canje, integrado por Monarch, Cyrus, HBK y VR, entre otros fondos de inversión.

Estos representantes financieros tuvieron una posición inicial hostil y se preparaban para un posible default del 22 de mayo. Afortunadamente, el Gobierno modificó su supuesta posición inamovible y se abrió lugar a una negociación seria y lógica como este caso amerita. Así, los grupos de bonistas acercaron contrapropuestas y se encuentran negociando. Difícilmente lleguen a un acuerdo antes del viernes 22. Sin embargo, si las partes llegan en buenos términos y deseos de concordar una propuesta satisfactoria, los bonistas podrían no solicitar la aceleración de los bonos e iniciar acciones ante los tribunales extranjeros. Así, se evitaría que la salida de la crisis por el Covid-19 sea aún más complicada.

## DE NUEVO AL VALLE

El incumplimiento de pago trae aparejada una serie de complicaciones y adversidades que el Gobierno debe evitar. Imposibilita el acceso al mercado de crédito, a la vez que empeora el clima de negocios y disminuye (o hasta frena por completo) la inversión extranjera directa. A la vez, se pierden beneficios comerciales y complica las negociaciones comerciales en curso que fomentan e incentivan las exportaciones. También afecta a las empresas multinacionales instaladas en Argentina, ya que sus casas matrices restringen las inversiones de los países en default. Por último, el mercado podría reaccionar de forma negativa ante la cesación de pago y con consecuencias aún más complejas para el sistema financiero y el resto de la deuda soberana.

La situación no es la misma que aquella de diciembre de 2001 dónde la Asamblea Legislativa vitoreaba el default de la deuda soberana. Sin embargo, es importante notar que a tan solo 4 años de salir de uno de los incumplimientos de deuda más grandes y largos de la humanidad, nos encontramos a pocos días y contrarreloj negociando con acreedores para evitar entrar nuevamente en cesación de pagos por la suma no menor de 66.000 millones de dólares. Cómo Sísifo, que a poco de llegar a la cima ve como la piedra vuelve a caer por la ladera.

# CORONACRASH

## ¿Y DESPUES QUE?

Clemente Babot Eraña

La pandemia del COVID 19 algún día pasará, el agua bajará y se contarán los daños ocasionados.

Los agentes económicos están sometidos al stress de la cuarentena. La mayoría siguen cerrados y otros comienzan a abrir parcialmente. El comercio, uno de los sectores mas golpeados, abre paulatinamente sus persianas.

En este contexto las empresas deben asumir sus obligaciones para lo cual deberán decidir a quien cumplen. En el caso que pretendan conservar a sus trabajadores pagaran los sueldos. Conservar a los colaboradores permitirá mantener la cultura organizacional y será la mejor forma de empezar cuando la cuarentena termine. Luego tratarán de cumplir con sus proveedores. Los críticos serán los primeros. Aquellos con quienes mantengan relaciones comerciales estratégicas. Negociaran formas de pago, plazos y demás.

Los organismos de recaudación deben tener en cuenta esta situación y evitar perseguir a los contribuyentes tanto durante la cuarentena como cuando termine.

### PROYECCIONES Y NIVEL DE ACTIVIDAD

Los pronósticos macroeconómicos para la evolución del PBI son pesimistas. Según el Relevamiento de Expectativas Macroeconómicas del BCRA el producto caería un 9% en el segundo trimestre del 2020 con un promedio anual de - 7%.

Como muestra del nivel de actividad el consumo de cemento a nivel nacional bajo 55% considerando abril de 2020 vs abril del año anterior. En la provincia la cantidad de automotores patentados cayo estrepitosamente en el mes de abril un 87% menos que el mismo mes de 2019.

**Cantidad de Patentamientos por mes - Tucumán**



La recaudación de impuestos del mes de abril a nivel nacional fue 11,6% superior al mismo mes del año anterior. La inflación de los últimos 12 meses fue de 48,5% para marzo según datos de INDEC. Esto deja una caída en términos reales de la recaudación

Al desagregar por impuestos, el IVA DGI muestra una caída del 2,3%. La comparación con abril de 2019 en términos reales deja una caída superior al 50%. Esto muestra la disminución del consumo y la facturación a nivel nacional.

# ¿Y DESPUES QUE?

## INGRESOS Y GASTOS PROVINCIALES

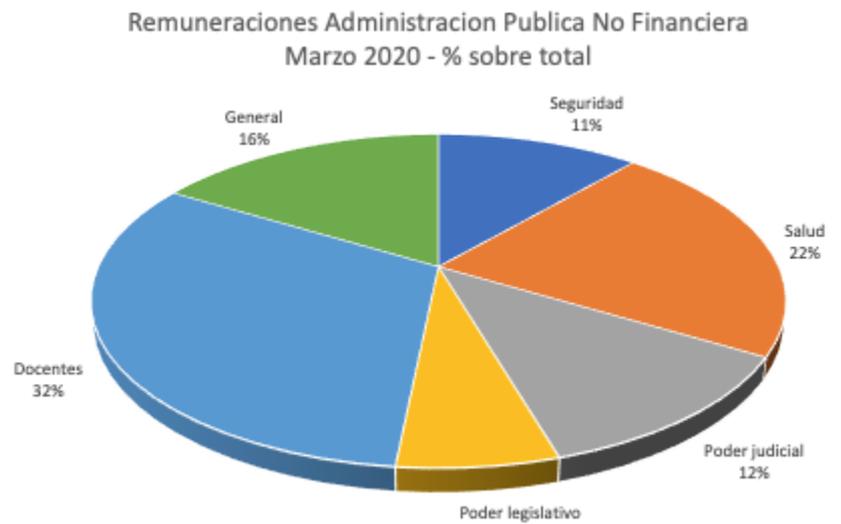
Esto impactara en los ingresos de los estados en todos sus niveles por efecto de la caída en la recaudación.

El Impuestos a los Ingresos Brutos (IIBB) es el principal impuesto provincial. Su comportamiento podría asimilarse al de IVA y se espera una caída importante en la recaudación.

La ejecución presupuestaria acumulada a febrero nos dice que se destinaron \$19.400 millones a gastos corrientes, un 94% del total. Este gasto se repartió principalmente entre sueldos \$12.400 millones, transferencias corrientes \$5.300 millones y pago de intereses \$870.000 millones.

La provincia destino \$6.500 millones de pesos al pago de sueldos del mes de marzo. El 22% se destino a salud, el 11% a seguridad y el resto se entre las demás reparticiones y poderes

Los datos de remuneraciones de marzo indican que los gastos estatales no se ajustaron al inicio de la pandemia. Los de abril todavía están sin publicar, pero no parece que se produzcan ajustes.



Fuente: Contaduría General de la Provincia - Tucumán

Por el lado de los gastos el presupuesto de Tucumán sigue intacto, mientras que los ingresos por impuestos caerán indefectiblemente. La consecuencia es el déficit fiscal.

La forma de solventar el déficit de la provincia es con aumento de deuda o envíos de partidas especiales del estado nacional provenientes de la emisión monetaria. Exista otra alternativa que es la emisión de cuasi monedas provinciales y ya conocemos las consecuencias negativas de este instrumento.

Sin embargo, estas medidas son insostenibles en el tiempo.

La pregunta es como seguimos. ¿Se buscará crear un ambiente favorable para los emprendedores y nuevas inversiones? ¿O el sector publico seguirá elevando la presión fiscal sobre los contribuyentes?



## ¿Y DESPUES QUE?

### CONCLUSIONES

Seria fundamental para el futuro de la provincia que los dirigentes políticos de todos los colores busquen la oportunidad generada por esta crisis para realizar reformas que permitan tener un estado eficiente que libere todo el potencial productivo de los emprendedores y empresarios de la provincia.

Se podrían plantear programas de largo plazo para incrementar la eficiencia de un gasto estatal sostenible. Cada peso gastado debe rendir en términos de bienestar para la ciudadanía. Debe volver a sus habitantes en forma de servicios e infraestructura. Además, debe tener un nivel tal que permita a la economía crecer.

Fundación Libertad y Progreso público recientemente “10 medidas concretas para salir de la cuarentena y lograr 5% de crecimiento anual” donde se pueden resaltar puntos importantes para un cambio profundo, necesario e impostergable. Plantea una reforma profunda de la administración nacional, y que naturalmente debe reflejarse en las provincias, donde “su objetivo es reducir sustancialmente el número de empleados de la Administración Nacional y alcanzar una mayor eficacia y eficiencia en la gestión”. Otro punto fundamental para el federalismo real, es una reforma de la coparticipación federal de impuestos basado en “la devolución de potestades tributarias a las provincias”. La económica necesita previsibilidad para su progreso y un plan sostenible y creíble es su piedra basal. Como sociedad que anhela el progreso deberían apoyar el debate y la implementación de alternativas de esta naturaleza.



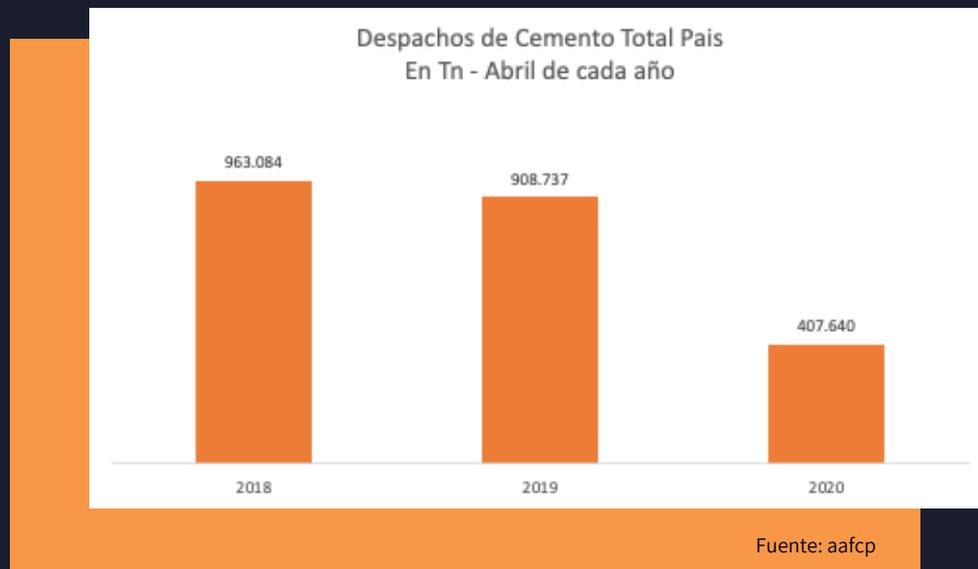


GBP/USD M15 1.45053 1.00 1.4508 SL/TP N

# INDICADORES ECONÓMICOS

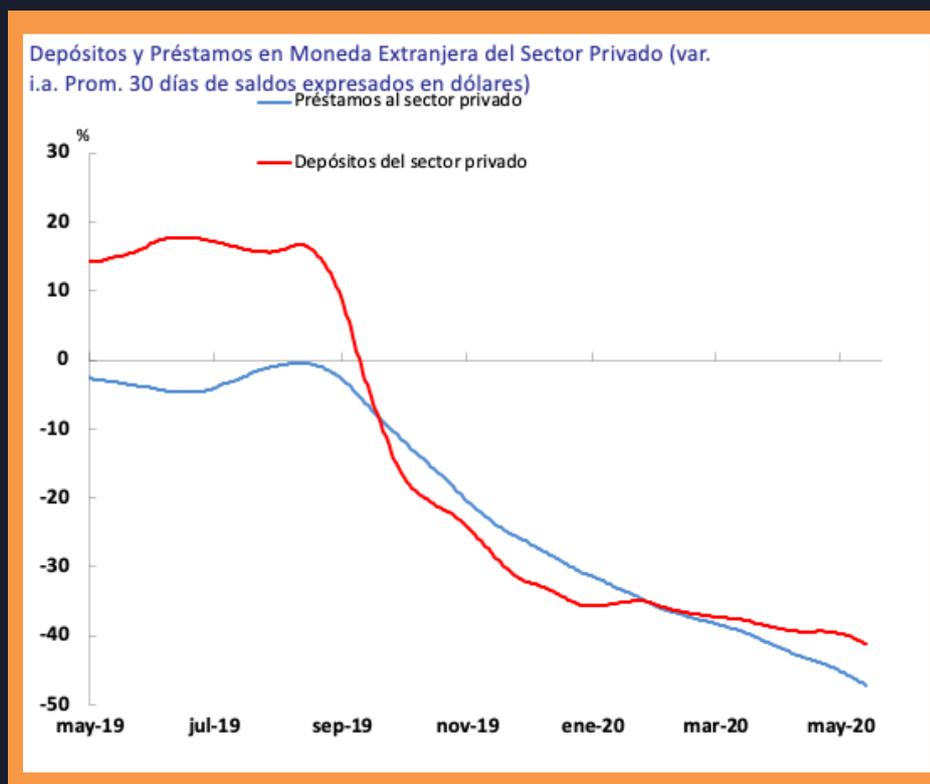
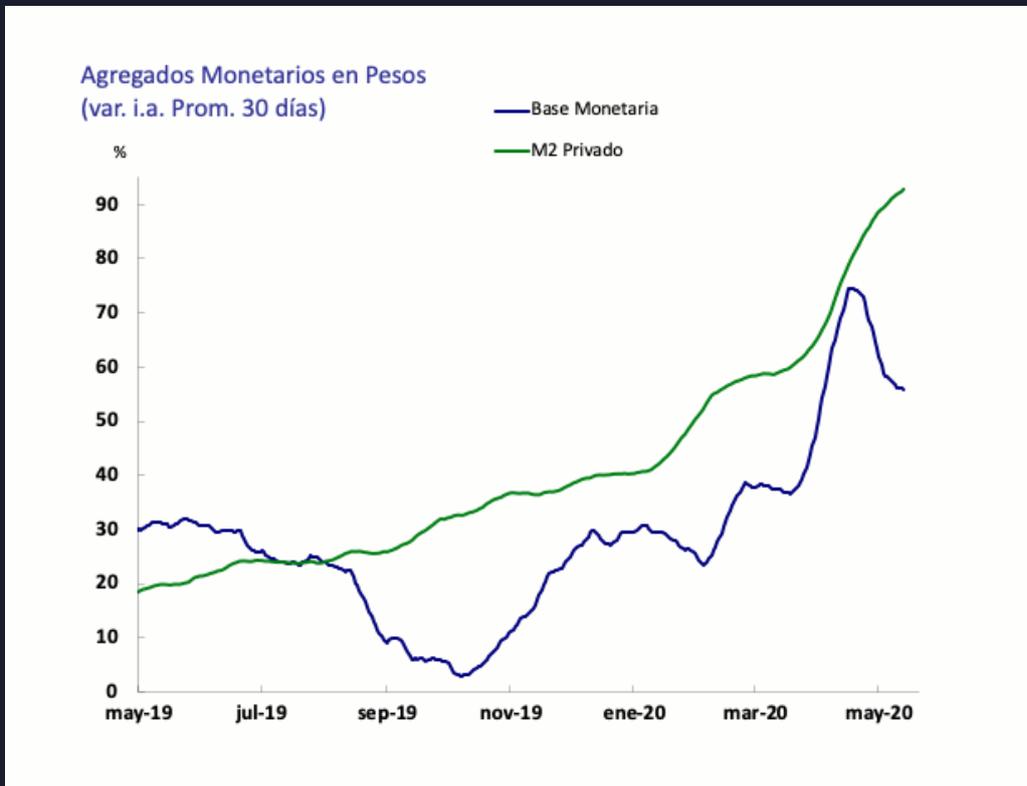


# CONSTRUCCIÓN



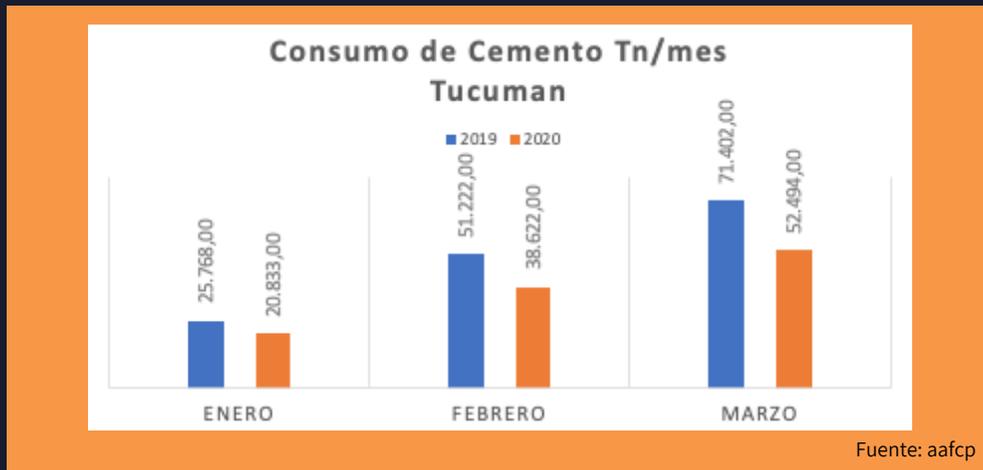


## ESTADÍSTICAS MONETARIAS

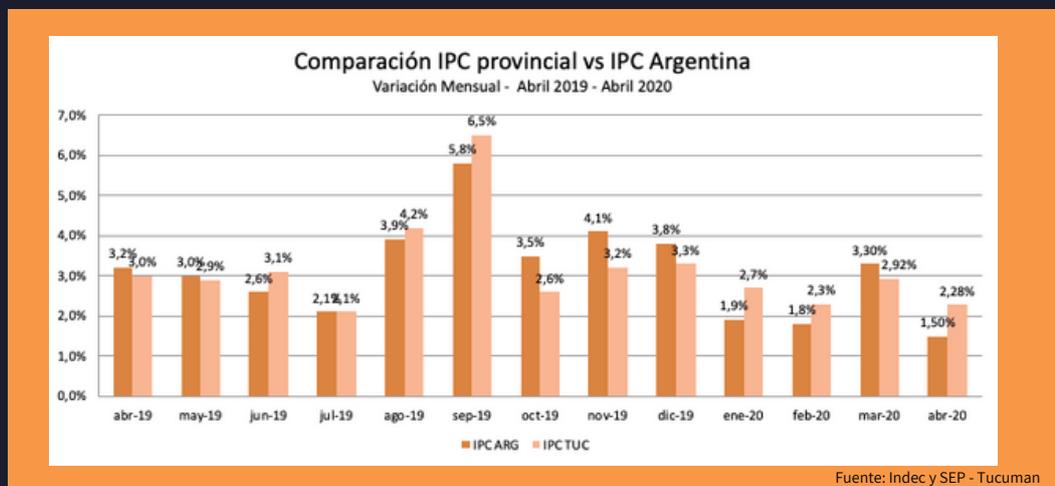




## ACTIVIDAD



## PRECIOS



3.32 Pages/Visit

### Traffic Sources Overview



■ Direct Traffic  
3,097.00 (41.47%)

■ Search Engines  
2,910.00 (38.80%)

■ Referring Sites  
1,642.00 (21.47%)

COPYRIGHT © FUNDACIÓN FEDERALISMO Y LIBERTAD

TEL. +54 -381 - 4302747 / 4302186

WWW.FEDERALISMOYLIBERTAD.ORG

MENDOZA 815, 1 PISO. SAN MIGUEL DE TUCUMÁN / TUCUMÁN /  
REPÚBLICA ARGENTINA

Todas las opiniones vertidas son propias de los autores de los artículos y no necesariamente representan la opinión de Federalismo y Libertad