

# Newsletter INSECAP UCES

## Facultad de Ciencias Económicas

### Editorial

A pesar del endurecimiento de la cuarentena desde principios de julio, la situación sanitaria en el AMBA continuó deteriorándose. La nueva flexibilización que busca permitir cierta recuperación de la actividad económica quedará condicionada por la evolución de los casos durante las próximas semanas. En cualquier escenario, la pandemia del COVID-19 suma un elemento adicional de incertidumbre a una economía argentina, que ya venía golpeada por dos años consecutivos de recesión y en pleno proceso de renegociación de la deuda pública.

En línea con el resto del mundo, el gobierno nacional implementó un audaz paquete de estímulo para asistir a las empresas (vía el Programa de Asistencia al Trabajo y la Producción) y a las familias más vulnerables (vía el Ingreso Familiar de Emergencia), que sirvió para minimizar los efectos negativos de la pandemia sobre la economía doméstica. Dada la irregularidad de la situación financiera, Argentina prácticamente no puede financiarse en los mercados de deuda voluntarios, lo que llevó a que la totalidad del mayor déficit fiscal fuera cubierta con Asistencias del Banco Central de la República Argentina (BCRA). Este elemento agrega un desafío adicional a la ya precaria situación económica, al tiempo que condiciona el sostenimiento del programa fiscal para enfrentar al COVID, en un país donde el pico de contagios llegó más tarde y, por ende, la crisis sanitaria durará más tiempo que en otras latitudes.

En este contexto, el gobierno argentino presentó una nueva oferta para la reestructuración de la deuda emitida bajo legislación extranjera que mejora las condiciones para los acreedores. El 4 de agosto se sabrá si el grado de aceptación de la oferta permite un canje exitoso que inhabilita reclamos judiciales o si se confirma el *default* de nuestro país. En paralelo, el Poder Ejecutivo mandó al Congreso Nacional un proyecto de Ley para canjear los bonos emitidos bajo legislación local. Superada (o no) la renegociación con los acreedores privados, restará sentarse a negociar con el Fondo Monetario Internacional las condiciones de la devolución de los alrededor de U\$S 50.000 millones del programa 2018 y 2019.

## ¿CÓMO SERÁ LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL?

Durante los meses de mayo y junio, la reducción del ritmo de avance de la enfermedad en diversos países del hemisferio norte permitió cambiar la estrategia sanitaria desde cuarentenas estrictas a nivel nacional a la focalización de la contención de brotes específicos, como ocurre en Cataluña, California, Bogotá, Hong Kong y algunos barrios de Lisboa y de Pekín. Esta dinámica posibilitó la consolidación de la recuperación económica iniciada en el mes de mayo, dejando atrás abril, que representó el peor mes para la economía capitalista mundial desde que se tiene registro.

A modo de ejemplo, en Estados Unidos, mientras en el mes de abril se perdieron 21 millones de puestos de trabajo, durante mayo y junio la generación de empleo se ubicó en terrenos positivos (+2,7 y +4,8 millones, respectivamente).

Sin embargo, cabe advertir que, pasados dos meses del tenue rebote en el mercado laboral, solo se recuperó un cuarto del empleo destruido en abril, según datos del *Bureau of Labour Statistics*. Y aún no se cuenta con información de julio, que coincide con una fuerte suba de casos en California, Florida y Texas.

A nivel internacional, la discusión actual en materia económica radica en cómo será el ritmo de recuperación y cuándo se podrá dejar atrás las graves consecuencias de la pandemia sobre la actividad y el empleo. En el cuadro 1 a continuación, se presentan las últimas estimaciones del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional que sostienen que, en algunos países como China, la recuperación tomará una forma de V (es decir, de rápida recuperación a la situación previa). En otros como Estados Unidos, la Zona Euro, Argentina y Brasil, se estima que la actividad adoptará una forma de U (una recuperación al nivel preCOVID-19 que lleve dos o tres años). Algunos analistas sostienen que no hay que descartar una recuperación con forma de W (con avances y retrocesos vinculados con posibles rebotes de la enfermedad) o de L (en el caso en que los efectos sean duraderos e impidan a las economías recuperarse).

Cuadro 1. Variación estimada de PBI 2020 y 2021

PBI	2020	2021
Mundo	-4,9	5,4
China	1	8,2
Zona Euro	-10,2	6
EEUU	-8	4,5
América Latina	-9,4	3,7
Brasil	-9,1	3,6
Argentina	-9,9	4,5

Fuente: elaboración propia en base a datos de Banco Mundial y FMI.

Ahora bien, en los distintos países la realidad de los próximos meses dependerá de la evolución de la situación sanitaria, de la aparición y difusión de una vacuna, y del éxito de los programas públicos de estímulos económicos implementados por los Estados para evitar los perjuicios sobre las empresas y los empleos. En este sentido, la superación de la pandemia no implicará automáticamente el retorno a los niveles de actividad previos, que dependen de una multiplicidad de factores, tales como: I) la cantidad de empresas y puestos de trabajo que sobrevivieron; II) el nivel de endeudamiento de las familias, empresas y del sector público; IV) el poder adquisitivo de los consumidores; y IV) los impactos en el comercio global y en la redefinición de las Cadenas Globales de Valor (CGV).

## ECONOMÍA ARGENTINA FRETE A LA PANDEMIA DEL COVID-19

### I) Un nuevo *stop-and-go*: el sanitario

A la tradicional dinámica de marcas y contramarchas experimentada por la economía argentina desde mediados del siglo XX (ciclos de

expansión interrumpidos por cuellos de botella en el sector externo que obligaban a una devaluación) se suma un nuevo *stop-and-go* definido por la situación sanitaria. En efecto y al igual que lo que ocurre en otros lugares del mundo, la pandemia originada por el virus SARS-CoV-2 obliga a las autoridades nacionales y provinciales a intensificar el aislamiento en aquellas ciudades con preocupantes dinámicas de contagio, como ocurrió en el AMBA entre el 1º y el 17 de julio. Por esto, hasta que no se reduzca sensiblemente la curva de contagios, es posible esperar que la recuperación de la actividad económica no adopte una trayectoria lineal.

Más allá de esto último, los distintos indicadores adelantados de actividad resumidos en el cuadro 2 coinciden en señalar que los peores momentos económicos se dieron durante las primeras semanas de cuarentena (segunda quincena de marzo y el mes de abril). Desde entonces, el incremento gradual de las regiones y actividades económicas exceptuadas al aislamiento explicó la recuperación de algunas variables. En particular, las mejoras se concentran en la actividad de la construcción, también impulsada por la disminución del costo de construir y en el consumo de bienes durables (como autos y motos), asociados a la brecha cambiaria. En este contexto, las ventas con tarjetas de crédito a través del programa Ahora 12 durante la primera quincena de junio recuperaron los niveles previos a la pandemia para muebles, colchones, línea blanca y materiales para la construcción, según el Centro de Estudios para la Producción del Ministerio de Desarrollo Productivo.

Cuadro 2. Indicadores adelantados de actividad

Indicador	Período	Variación Mensual	Variación Interanual	Fuente
Recaudación de IVA impositivo*	jun-20	3,6%	-27,2%	AFIP
Consumo	may-20	2,6%	-20,9%	ITEGA
Nivel de actividad	may-20	0,9%	-18,2%	ITEGA
Confianza del Consumidor	jun-20	2,7%	-2,7%	Di Tella
Ventas en comercios minoristas	jun-20	s/d	-34,8%	CAME
Patentamiento de motos	jun-20	41,3%	8,9%	ACARA
Patentamiento de autos	jun-20	74,3%	2,3%	ACARA
Despachos de cemento	jun-20	23,2%	-6,9%	AFCP
Índice construya	jun-20	33,3%	1,7%	Grupo Construya

Fuente: elaboración propia en base a datos de ACARA, ADEFA, AFCP, AFIP, CAME, Grupo Construya, ITEGA y Universidad Di Tella.

\* La recaudación del IVA impositivo fue deflactada por el IPC nivel general para reflejar la variación real

En relación con la dinámica regional de la actividad, la vuelta a la fase 1 en el AMBA en los primeros veinte días de julio y las flexibilizaciones en la mayor parte del país (salvo Chaco, Neuquén y Río Negro, donde hay transmisión comunitaria) dejan en evidencia una economía yendo a dos velocidades distintas. Los datos de Google vinculados con la movilidad al trabajo muestran incluso que algunas provincias como La Pampa y Catamarca estaban, hacia fines de junio, en los mismos niveles de principios de marzo.

## II) Novedades en el frente de la renegociación

Los efectos económicos de la pandemia se El pasado lunes 6 de julio el gobierno argentino oficializó ante la Comisión de Mercados y Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés: *Securities and Exchange Commission*), una enmienda a la oferta presentada en abril que representa una mejora en términos económicos para los acreedores. En efecto, mientras la oferta original planteaba un *valor presente neto* de alrededor de U\$S 40 (por cada 100 de valor nominal), la actual se ubica en U\$S 54, apenas por debajo de las demandas de los principales grupos de acreedores. Además, se adelanta el cronograma de pagos (empezarían el año próximo), con intereses crecientes en el tiempo. Para efectivizarse el canje, la nueva propuesta establece una adhesión mínima de 50%. La fijación de un piso mínimo de aceptación elevado representa un incentivo al ingreso para los acreedores debido a que garantiza que los nuevos bonos emitidos tengan un adecuado nivel de liquidez.

¿Sabías que las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) establecen que, si el porcentaje de adhesión al canje supera el 66% del monto reestructurado, la renegociación se vuelve compulsiva para el 100% de los acreedores, inhabilitando los reclamos judiciales?

Para lograr este objetivo, el gobierno argentino incluyó en la nueva propuesta un incentivo adicional a aquellos acreedores que acepten voluntariamente la propuesta: se les reconocerán los intereses caídos durante los meses del *default* (lo que incrementaría en alrededor de U\$S1,2 por cada 100 el valor presente neto de la propuesta).

Los acreedores tienen tiempo de aceptar la nueva propuesta hasta el martes 4 de agosto. Según el grado de aceptación de la propuesta, existen tres alternativas posibles. En primer lugar, si la aceptación supera el 66%, la renegociación sería un éxito. Esto permitirá al país regularizar su situación en los mercados internacionales, aunque no garantiza la posibilidad de salir a colocar nueva deuda a bajas tasas de interés. De hecho, los mercados descuentan una *exit yield* (tasa de interés anual que rendirían los bonos argentinos luego de la reestructuración) en torno a 10%, muy por encima de los rendimientos pagados por el resto de los países de la región. La segunda alternativa es que el grado de aceptación se ubique entre 50 y 66% del monto renegociado, lo que habilitaría la realización del canje, pero obligaría a continuar renegociando con el resto de los acreedores para evitar juicios. Sin embargo, el establecimiento de cláusulas RUFO (por sus siglas en inglés: *Rights Upon Future Offers*) obligaría a extender las mejoras a los acreedores que sí aceptaron el canje, lo que en la práctica representaría la necesidad de volver a barajar y dar de nuevo. Por último, una aceptación menor que el 50% representaría un fracaso en la renegociación y la confirmación del *default*, lo que agravaría la situación financiera.

Como parte del proceso de normalización de la deuda, el gobierno presentó en el Congreso Nacional un proyecto de Ley para el canje de deuda emitida bajo legislación local, que propone las mismas condiciones que para los bonos legislación extranjera. Cabe agregar que, mientras que la renegociación de bonos legislación extranjera es por un importe de U\$S66.000 millones, los bonos domésticos representan otros U\$S15.000 millones. Finalizada la renegociación con los acreedores privados, el país deberá sentarse a establecer un nuevo cronograma de desembolsos con el Fondo Monetario Internacional, a quien le debemos alrededor de U\$S50.000 millones adicionales.

### III) Inflación

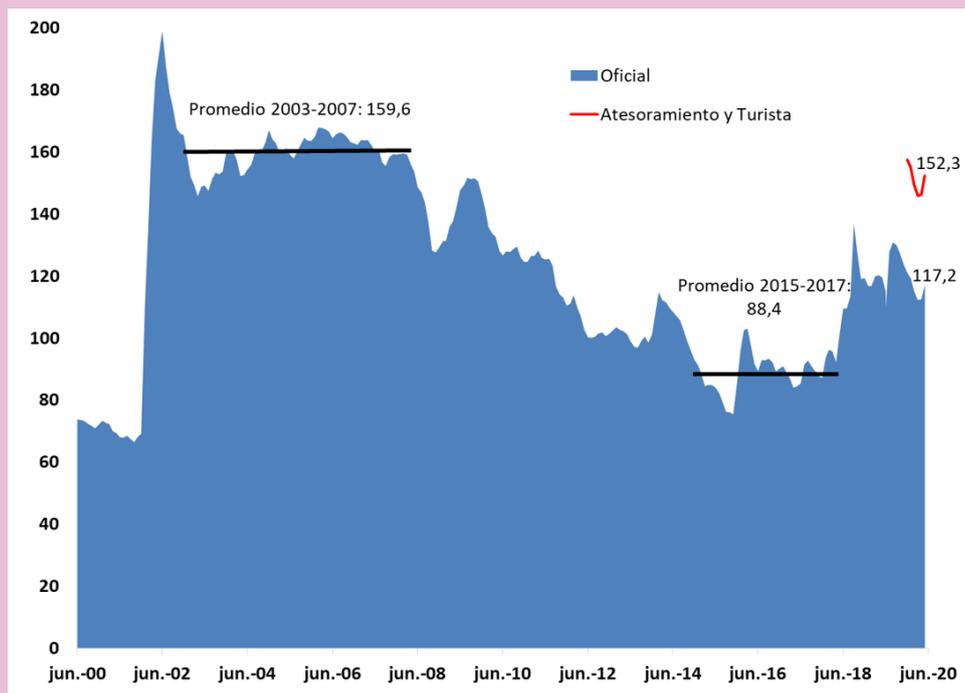
La semana pasada el INDEC dio a conocer los resultados de junio: mientras la variación mensual de los precios fue de 2,2% (un escalón por encima del 1,5% de los dos meses previos), la suba interanual se ubicó en 42,8% (la cifra más baja desde septiembre de 2018). Los rubros que más se encarecieron en el mes fueron indumentaria y calzado (+6,6%), recreación y cultura (4,2%), y equipamiento y mantenimiento del hogar (4,1%).

En la edición anterior del *newsletter* analizamos que la actual desaceleración de la inflación se basa fundamentalmente en el congelamiento

de los salarios y de las tarifas de servicios públicos (establecida por Decreto hasta fines de 2020). En este contexto, el BCRA viene realizando desde febrero pequeñas subas diarias del valor de la divisa, que a fin de mes resultan superiores al incremento del nivel general de precios, lo que representa una mejora en la competitividad externa de la economía argentina. A continuación, el gráfico 1 presenta la evolución durante las últimas dos décadas del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM), variable que refleja la fortaleza relativa del peso argentino respecto de una canasta de monedas construida según los principales socios comerciales del país (a mayor TCRM, más competitiva la producción nacional, y viceversa).

**Gráfico 1. Tipo de Cambio Real Multilateral en Argentina**

En número índice base 100 = 17 de diciembre de 2015



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA.

A junio de 2020, la competitividad cambiaria de la economía argentina se ubicó 32,6% por encima del promedio del trienio 2015–2017 (años previos al estallido de la crisis cambiaria), 66% superior a los últimos años de la convertibilidad y 26,5% inferior a la del lustro 2003–2007. Dado el impuesto PAIS del 30% sobre la cotización oficial, el TCRM para atesoramiento o para el turismo emisor se encuentra en niveles cercanos (solo 4,5% por debajo) a los primeros años de la posconvertibilidad.

El retorno a la “nueva” normalidad, una

vez superados los peores momentos de la pandemia, traerá aparejado cierta aceleración en la inflación debido al incremento de costos por los aumentos salariales postergados y a las dificultades para financiar el déficit público, que obligarán al gobierno nacional a descongelar las tarifas hacia principios de 2021. Ambos elementos se suman a la incertidumbre vinculada con la capacidad del BCRA de controlar la cotización del dólar oficial y de evitar que la liquidez inyectada se traduzca en mayor presión cambiaria.

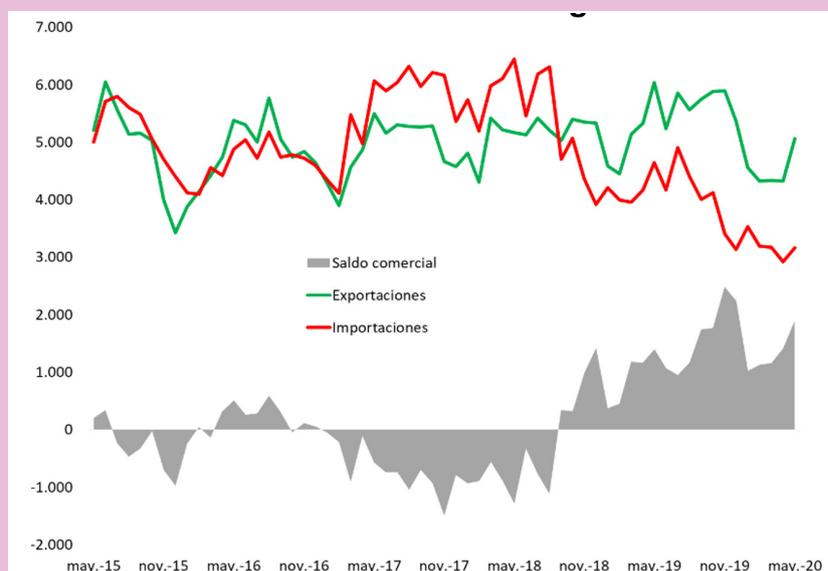
**¿Sabías que durante mayo y junio la expansión monetaria para asistir al Tesoro Nacional fue completamente esterilizada por el BCRA a través de Letras de Liquidez (LELIQs) y de Pases con los Bancos?** Durante marzo y abril, el financiamiento del BCRA al Tesoro se tradujo en un incremento de la base monetaria, lo que explicó, en parte, la suba de los tipos de cambios alternativos (dólar *blue*, Contado con Liquidación –CCL– y Mercado Electrónico de Pagos –MEP–). Desde mediados de mayo, la autoridad monetaria siguió asistiendo al Tesoro (por

\$583.867 millones), pero cambió la estrategia: dicho importe fue totalmente esterilizado a través del crecimiento de las LELIQs y de los Pases pasivos (captación de fondos de los Bancos a un día de plazo).

#### IV) Comercio Exterior

La pandemia del COVID-19 representa un duro golpe para el comercio mundial, que se verifica con mayor intensidad en los bienes manufacturados en comparación con el intercambio de productos primarios (debido a que su carácter de primera necesidad). Esta dinámica global tuvo sus repercusiones en el comercio exterior de nuestro país, a través de una intensa retracción de las exportaciones (en mayo de 2020 se contrajeron 16,3% interanual) y de las importaciones (–31,8%), como se evidencia en el gráfico 2. La mayor caída de las importaciones también obedece a la fuerte devaluación del peso argentino y a la recesión económica, que reduce las necesidades de insumos y energía importada para la producción, de bienes de capital (en su gran mayoría de origen extranjero) para la inversión productiva, así como de bienes de consumo.

Gráfico 2. Comercio exterior de Argentina: 2015–2020



Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC.

Durante los primeros cinco meses de 2020, el saldo de la balanza comercial arrojó un superávit de U\$S6.612 millones, 45% superior al obtenido en el mismo período de 2019. Este dato resulta positivo pues significa que la economía argentina es, en la actualidad, superavitaria en divisas. Sin embargo, el resultado de la cuenta comercial fue sensiblemente superior al obtenido en el mercado cambiario. La diferencia no obedece únicamente a que el primero se calcula con el criterio de devengado y el segundo, del percibido, sino también a que la brecha cambiaria genera incentivos a cancelar deudas comerciales con el exterior, sobrefacturar importaciones y subfacturar exportaciones. Esto dificulta al BCRA poder acumular reservas a partir de comprar dichos superávits de cuenta corriente, elemento indispensable a la hora de volver a normalizar la situación crediticia del país.

#### **A modo de cierre**

La economía argentina enfrenta múltiples e interconectados desafíos. Algunos de ellos finalizarán superada la pandemia (la interrupción abrupta del nivel de actividad) y otros se vitalizarán (como la dinámica inflacionaria). La actual estrategia del BCRA de esterilizar el incremento de la base monetaria tiene como beneficio que evita una circulación excesiva de

pesos que pueden presionar en los mercados cambiarios (en la medida en que los agentes no quieran conservar esos pesos). Como contrapartida, tiene como perjuicio que el BCRA cambia un pasivo no remunerado (dinero) por un pasivo remunerado (las LELIQs, que pagan una tasa de interés nominal anual de 38%), lo que deteriora la hoja de balance de la autoridad cambiaria y, en el mediano plazo, obliga a una mayor emisión para cubrir los intereses devengados por la esterilización. La forma que adopte el BCRA para afrontar esta disyuntiva será determinante a la hora de explicar la evolución futura de los precios, las tasas de interés y los distintos valores de la divisa.

En el medio, en las próximas semanas conoceremos los resultados de la renegociación, lo que puede significar un importante paso en la normalización del país o el ingreso a una dinámica turbulenta con resultados desconocidos. El país depende de la buena voluntad de los grupos de acreedores para aceptar la propuesta del gobierno y evitar la vía judicial. La experiencia del fallo Griesa representa un mal antecedente para los intereses nacionales. La moneda está en el aire, mientras millones de argentinos golpeados por tantos años de crisis esperan con ansias poder volver a encarrilar sus vidas y sus proyectos en un sendero de mayor estabilidad económica.

*Editor Responsable*

**Dr. José Basso**

**Staff**

**Instituto de Economía Aplicada**

Director: Mariano de Miguel

**Director Académico**

Diego Coatz

**Coordinador de Publicaciones y Boletín**

Daniel Scheingart

**Colaborador**

Gustavo Ludmer

**Facultad de Ciencias Económicas**

Decano: Dr. Eduardo Ghersi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina

Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144

<http://www.uces.edu.ar/>

*Es una publicación periódica de INSECAP*

---