

Nº 192

JUNIO 2020

# cene

CENTRO DE ESTUDIOS DE LA  
NUEVA ECONOMÍA

UNIVERSIDAD DE BELGRANO



Imagen de stock en Pixabay

# SURFEANDO EL DEFAULT

# INDICADORES DE LA **NUEVA ECONOMÍA**

Informe de coyuntura

**Boletín del Centro de Estudios de la Nueva Economía de la Universidad de Belgrano**

Director: Lic. Víctor A. Beker

Número 192 – Junio de 2019

## **Surfeando el default**

Estrictamente, la Argentina entró en default el 27 de agosto del año pasado, cuando el ministro de Hacienda anunció el “reperfilamiento” de los bonos bajo legislación extranjera.

En efecto, se entiende por default todo incumplimiento de una obligación. A partir de aquella fecha, el gobierno argentino primero modificó unilateralmente las fechas de vencimiento de distintos bonos -lo cual fue calificado como “default técnico”- hasta dejar de pagar lisa y llanamente obligaciones a su vencimiento.

Transcurrido el plazo del 22 de mayo sin abonar intereses por 503 millones de dólares, correspondientes a tres títulos incluidos en la oferta de canje, se dio otro paso en lo que se denominó default “light”, por el bajo monto involucrado y porque el gobierno ratificó su intención de llegar a un acuerdo con los acreedores.

En el ínterin se conocieron la nueva propuesta argentina y las contrapropuestas de los comités de bonistas. Estas aceptan una quita en el valor presente neto promedio de los bonos de un 45% mientras que la propuesta argentina implica una quita del 55%. Dicho de otra manera, mientras los acreedores se avienen a recuperar 55 centavos por cada dólar, el gobierno argentino sólo está dispuesto a ofrecer 45 centavos. Se trata de una diferencia de 10 centavos. No parece una discrepancia imposible de saldar.

En realidad, la mayor dificultad parecería estar en el cronograma de pago de intereses donde si bien el gobierno plantea ahora comenzar a pagar en 2022 los bonistas reclaman pagos a partir de 2021. Este sería el nudo de la cuestión.

---

## **La anterior crisis de la deuda**

El periodista económico Martín Kanenguiser dedicó su libro “La maldita herencia” a la historia de la deuda externa argentina entre 1976 y 2005. De allí extractamos Centro de Estudios de la Nueva Economía de la Universidad de Belgrano - Zabala 1837. 4788-5400

un par de párrafos sobre el origen y resolución de la anterior crisis de la deuda externa argentina.

—Los '90, cuando el país, en pleno proceso de privatizaciones, no aprovechó para combatir su problema fiscal a través de una política anticíclica. Frente a un crecimiento económico acumulado del 27%, la deuda aumentó un 123%, el pago de intereses un 2353%, el gasto público total un 101% y la relación entre el PBI y los pasivos soberanos saltó del 30,6% al 51,6%. Durante el apogeo del consenso de Washington, la niña bonita de América latina llevó la relación entre deuda y exportaciones al 450%, un nivel que supera al de cualquier otro país en desarrollo. Las necesidades financieras del país representaban un 25% del total de los fondos para los mercados emergentes en 1998 y un 33% en 2001. Con el fuerte atraso cambiario que dejó al país fuera de competencia, la dinámica de la deuda se hizo insostenible.

—El inicio de un nuevo siglo encontró al país con la mitad de la población bajo la línea de pobreza y una deuda pública de US\$ 137.320 millones en el año 2002, dividida en US\$ 65.339 millones en títulos públicos y US\$ 30.359 millones en vencimientos con los organismos multilaterales, entre otros elementos. A cinco presidentes en menos de dos semanas sucedió un período de transición política de dieciséis meses y una elección con doble vuelta que no pudo completarse por el abandono de uno de los dos candidatos, en una clara demostración de la profunda crisis política que acompañó a la debacle económica y al default. Luego de casi dos años de espera, en septiembre de 2003 comenzó el proceso de salida de la cesación de pagos más importante del mundo occidental.

A pesar de encontrarse lejos de los centros de decisión global, durante todo este período el país sentó algunos precedentes en el campo de la deuda externa más allá de sus fronteras: destapó la crisis regional en 1982 con una moratoria encubierta, provocó un furioso enfrentamiento entre los organismos multilaterales de crédito en 1988, anunció con aplausos el default soberano a fines de 2001 y logró que el directorio del FMI aprobara un acuerdo en contra de la recomendación explícita de su staff en enero de 2003.

.....

En 2005, la Argentina ya no parecía un caso perdido como equivocadamente habían pronosticado tanto el FMI como los sectores más duros del gobierno republicano de los EE.UU. Pero, a la vez, los inversores y analistas no podían dejar de comparar el canje argentino con el arreglo que ofreció Uruguay en 2003, que logró una aceptación del 98 por ciento, en base a negociaciones con los grupos de acreedores, una idea que el kirchnerismo se negó a aceptar. Así, mientras el caso uruguayo era exhibido como un ejemplo de “negociaciones de

buena fe” (no se llegó a un default y la quita fue apenas del 13%), el de nuestro país fue planteado por el lobby financiero internacional, representado por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF de Charles Dallara, que nuclea a todos los bancos del mundo) como una “oferta unilateral”. Ambas partes coincidían en que fue “compulsiva” aunque mientras el Gobierno le otorgó a este concepto una connotación positiva, para los acreedores era otra prueba de que “el mundo” debía castigar a la Argentina. Sebastián Palla, subsecretario de Financiamiento, dijo que la definición de la oferta fue pragmática, porque “no respondía a otro motivo más que a que la crisis del 2001 combinaba condiciones únicas: “problemas de flujo y stock de la deuda; todos los indicadores de la economía eran malos”. En los años subsiguientes, el “relato” oficial ponderaría la quita alcanzada como un ejemplo del poder con el que el presidente Néstor Kirchner le habría torcido el brazo al poder financiero internacional y a la supuesta “tibieza” de su equipo económico.

---

## **Costos económicos de la pandemia a escala global**

Poco a poco se van conociendo los costos económicos a escala global de la pandemia y su secuela inmediata, la cuarentena.

En los Estados Unidos, según la información del Bureau of Labor Statistics, el sector más golpeado -como era de esperar- fue el del turismo, ocio y hospitalidad, con una tasa de desempleo del 39%, equivalente a 4,86 millones de desocupados.

En segundo lugar quedó el comercio mayorista y minorista, con un 17% de desocupación, equivalente a 3,22 millones. La educación y los servicios de salud ocuparon el tercer lugar, con un 11% de desempleo, es decir 2,55 millones.

El total de desocupados en Estados Unidos trepaba en abril a 22,5 millones, con una tasa del 14,7%, nivel nunca visto desde 1948.

La producción manufacturera estadounidense experimentó una caída en abril del 13,7% respecto de marzo y del 15% con relación a igual mes del año anterior. La producción automotriz registró un retroceso en el mes superior al 70%.

El Fondo Monetario Internacional prevé una caída del 3% en la economía mundial este año, lo cual constituiría la mayor recesión desde la Gran Depresión de la década de 1930. Por primera vez desde entonces, las economías avanzadas y las menos desarrolladas estarían simultáneamente en recesión. El ingreso per cápita caería en más de 170 países. Todo ello configura un panorama global mucho peor que el vivido durante la Gran Recesión de 2007/2009.

La OIT ha pronosticado una pérdida de unos 305 millones de puestos de trabajo en el mundo a raíz de la pandemia. De ellos, hasta el mes pasado ya se llevaban efectivamente perdidos unos 135 millones.

Un informe de The Economist Intelligence Unit alerta sobre el riesgo de crisis de la deuda soberana en los países de menor desarrollo relativo fuertemente endeudados, cuya situación ha empeorado con la pandemia. También señala en el horizonte de riesgo a países del sur de Europa, incluidos España e Italia, que pondrán a prueba la capacidad del Banco Central Europeo para evitarlas.

En tal sentido, la Comisión Europea dio a conocer un plan de recuperación económica de 750.000 millones de euros, cuyo objetivo es contrarrestar la recesión en la que está sumida actualmente Europa. Las mayores subvenciones corresponden a Italia y España, con unos 150.000 millones de euros entre ambas.

Mientras los cierres de empresas en el mundo permiten avizorar una ola de quiebras y créditos bancarios en mora, las reformas del sistema financiero implementadas a partir de 2008 atravesarían su primera prueba. Deberá demostrarse si son eficaces para asegurar la resiliencia, que era su objetivo. La Directora Gerente del FMI ya advirtió sobre una posible ola de bancarrotas, incluyendo las de entidades financieras.

En el extremo opuesto, una encuesta de LinkedIn encontraba que las actividades mejor adaptadas para seguir funcionando merced al trabajo remoto eran las del software y tecnología de la información, finanzas y medios y comunicaciones. En este sentido, se destaca el anuncio de Twitter a su personal en el sentido que autorizará a trabajar de manera remota a todos los que así lo deseen una vez superada la pandemia.

---

## **Las epidemias en la Argentina, en números**

Detallamos los datos sobre víctimas en las epidemias anteriores en Argentina y estimamos su equivalente en términos de la actual población.

\* 1867/68: cólera. Unas 15.000 víctimas fatales (0,8% de la población total, equivalentes a 360.000 personas en 2021). Una de ellas fue el entonces vicepresidente de la Nación, Marcos Paz.

\* 1871: fiebre amarilla. Alrededor de 14.000 fallecidos en la ciudad de Buenos Aires (7% de la población de la ciudad, equivalentes a 215.000 personas en 2021).

\* 1918/1919: gripe española. Aproximadamente 15.000 muertos (0,2% de la población del país, equivalentes a 90.000 personas en 2021).

\* 1956: poliomielitis. Cerca de 650 víctimas fatales (equivalentes a 1.500 personas en 2021) y unos 6.000 enfermos con secuelas (mayormente discapacidad motriz).

\* 2009: gripe A. 626 fallecidos.

---

## Sigue cayendo el tipo de cambio real

El tipo de cambio real calculado para el cambio oficial retrocedió un 4,5% en marzo y un 2,1% respecto a igual mes de 2019.

El deterioro en la paridad cambiaria tuvo que ver con la significativa deflación registrada en la economía estadounidense, cuyo índice de precios de bienes al productor cayó un 3,3% en abril.

Para el cálculo se toma en cuenta el tipo de cambio oficial, ya que es el que se aplica a las operaciones de comercio exterior y, por tanto, es el que determina la competitividad de las exportaciones e importaciones.

El tipo de cambio real se estima tomando como base el valor del dólar en diciembre de 2015 luego del levantamiento del cepo cambiario. Se estima la evolución de dicho tipo de cambio hasta el presente y se le agrega la inflación en Estados Unidos medida por el índice de precios al productor; finalmente se divide por la evolución del Índice de Precios al Consumidor para el rubro servicios. Mientras la inflación americana mide la pérdida de poder adquisitivo del dólar, la inflación local de los servicios aproxima la pérdida de valor del peso en términos de los bienes no comercializables.

Pese al retroceso experimentado, el tipo de cambio real aún se mantiene un 8,4% por encima del nivel alcanzado en diciembre de 2015. Ello implica que supera el nivel alcanzado inmediatamente después de que fuera liberado a fines de 2015, aunque con un mayor nivel de retenciones para la soja.

### Tipo de cambio real (dic. 2015 = 100)

Dic. 2015	100,00
Ene-2016	95,17
Feb	98,23
Mar	95,98
Abr	85,11
May	79,86
Jun	77,7
Jul	79,51
Ago	80,72
Sept	81,58

Oct	79,18
Nov	77,09
Dic	79,57
Ene-2017	78,8
Feb	73,51
Mar	72,91
Abr	71,89
May	73,93
Jun	74,93
Jul	77,68
Ago	76,68
Sept	61,78
Oct	74,92
Nov	74,1
Dic	76,17
Ene-2018	76,27
Feb	74,84
Mar	75,72
Abr	72,71
May	88,69
Jun	100,93
Jul	98,96
Ago	124,09
Sept	129,46
Oct	112,16
Nov	112,16
Dic	108,18
Ene-2019	102,35
Feb	102,79
Mar	115,58
Abril	110,78
May	107,86
Jun	100,37
Jul	101,07
Ago	135,39
Sept	126,26
Oct	129,58
Nov	126,8
Dic	122,4
Ene-2020	119,83

Feb	120,02
Mar	113,52
Abr	108,42



## Índices de inflación

Publicamos a continuación las variaciones mensuales y anuales disponibles de índices de precios al consumidor nacional y para la región del Gran Buenos Aires, ambos suministrados por el INDEC, así como los de las provincias de Córdoba, Mendoza, Neuquén, San Luis y Tucumán, junto con el de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Distrito	Var. Marzo	Var. Anual
Nación	3,30%	48,40%
GBA	3,60%	46,90%
CABA	2,70%	44,63%
Córdoba	2,49%	47,07%
Mendoza	3,20%	50,00%
Neuquén	2,16%	58,84%
San Luis	2,80%	52,20%
Tucumán	2,92%	46,19%



---

## En abril se profundizó el deterioro fiscal

El Índice de Equilibrio Fiscal registró en abril una desmejora del 19,2% respecto del nivel registrado en marzo y del 32,8% con relación al nivel de igual mes del año pasado.

Cabe señalar que abril fue el primer mes completo con cuarentena, con sus implicancias en materia de nivel de actividad económica.

Recordamos que el índice de equilibrio fiscal se calcula como el cociente entre los gastos y los ingresos totales. El valor 100 indica una situación equilibrada (ingresos iguales a los gastos); por encima de dicho valor denota superávit y por debajo, déficit.

El deterioro producido en abril es atribuible a los efectos de la pandemia, que se manifestaron en una simultánea caída de los ingresos fiscales y un aumento del gasto público. Los ingresos totales experimentaron un descenso del 7,4% respecto de marzo, mientras los gastos subieron un 14,7% en igual lapso.

En materia de ingresos, la caída se registró pese al incremento verificado en la recaudación del impuesto a los débitos y créditos bancarios, como producto de la mayor bancarización de la economía por efecto de la cuarentena.

En cuanto a los gastos, se cuentan varios vinculados directamente con la necesidad de mitigar los efectos de la pandemia, tales como el pago del Ingreso Familiar de Emergencia, la entrega de tarjetas alimentarias y el programa de Apoyo al Empleo. También se registraron pagos de intereses por \$ 38.000 millones al sector privado, lo cual equivale a un 6,5% del gasto total.

### Índice de Equilibrio Fiscal

	Ingresos	Gastos	IEF
<b>Ene-19</b>	281.653	341.691	82,43
<b>Feb</b>	256.589	268.221	95,66
<b>Mar</b>	261.284	311.122	83,98
<b>Abril</b>	277.427	343.500	80,76
<b>Mayo</b>	320.348	358.982	89,24
<b>Jun</b>	373.618	441.331	84,66
<b>Jul</b>	375.867	453.734	82,84
<b>Ago</b>	346.423	361.221	95,9
<b>Sept</b>	331.692	407.916	81,31
<b>Oct</b>	354.697	418.944	84,66

<b>Nov</b>	368.903	648.227	56,91
<b>Dic</b>	388.572	613.975	63,29
<b>Ene-20</b>	395.225	486.043	81,31
<b>Feb</b>	350.915	418.492	83,85
<b>Mar</b>	341.518	507.823	67,25
<b>Abril</b>	316.249	582.298	54,31

