

DEFAULT DE DEUDA Y SUPERAVITS GEMELOS

¿LA CLAVE PARA REEDITAR LA EXITOSA ECONOMÍA DE NÉSTOR KIRCHNER?



- Resumen de coyuntura
- Actividad
- Precios e Ingresos
- Finanzas públicas

- Balance cambiario
- Sector externo
- Finanzas y bancos
- Anexo estadístico



La economía argentina – resumen de coyuntura

noviembre 2019

DEFAULT DE LA DEUDA Y SUPERÁVITS GEMELOS, ¿LA CLAVE PARA REEDITAR LA EXITOSA ECONOMÍA DE NÉSTOR KIRCHNER?

La gestión de Mauricio Macri resolvió que los compromisos de deuda no pondrían en riesgo el fin de su mandato y que ese problema lo debería resolver el próximo gobierno. Ante el congelamiento de los desembolsos del FMI y en el marco de fuertes presiones sobre el mercado de cambios, decidió incumplir los pagos de deuda de corto plazo en pesos y dólares de agosto de este año, y reprogramarlos forzosamente para el año siguiente. Ante esa pesada herencia de endeudamiento externo y con el acceso al crédito externo privado y de organismos internacionales prácticamente agotados, los economistas de las diversas corrientes ortodoxas o heterodoxas plantean la necesidad de una reestructuración. El debate es entonces, ¿qué tipo de reestructuración debe realizarse?

Al respecto, la capacidad de obtener quitas de capital e interés o de extender los vencimientos, depende de las posiciones relativas de fuerza que tiene Argentina y sus acreedores a la hora de

Escenario fiscal y externo con "default"

	2020
Déficit Financiero %PBI	-2,5%
Superávit Fiscal sin pagar intereses %PBI	0,8%
Balance Externo sin pagos deuda USD MM	500
Comercial	11.000
Servicios -	4.500
Fuga -	6.000

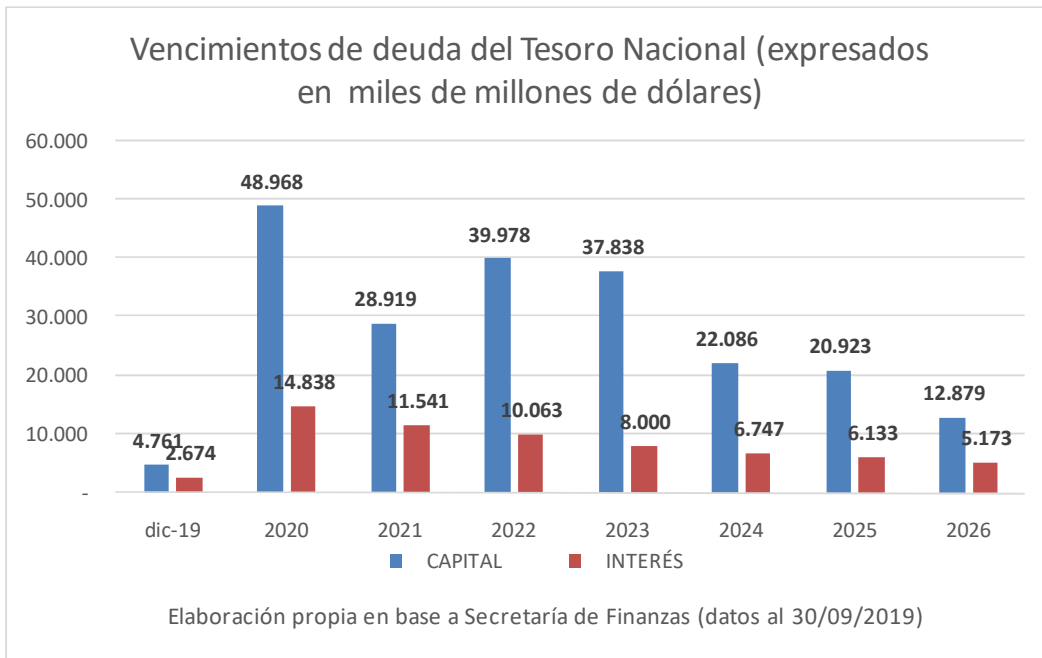
Fuente: elab. Propia en base a presupuesto 2020 y BCRA.

sentarse a negociar. En ese sentido, algunos economistas vinculados a *establishment* financiero, plantean una urgencia por resolver rápidamente la problemática que no se condice con la situación macroeconómica del país. **Si la situación de "default" de hecho en**

que se encuentra nuestra economía se formalizará, la postergación de los pagos de intereses y de capital facilitaría consolidar superávits fiscales y externos. Es decir, permitiría reeditar los superávits gemelos que fueron la clave macroeconómica de Néstor Kirchner para generar un proceso de crecimiento económico tras la crisis de la convertibilidad.

Renegociación de la deuda: la urgencia es de los acreedores

Al afrontar la cuestión de la deuda, hay distintos instrumentos que le pueden dar mayor margen de maniobra al gobierno nacional en el inicio de su gestión sin necesidad de tener que precipitar sus decisiones ni tener que renegociar la totalidad de la deuda en plazos demasiado ajustados impuestos por el gobierno anterior o las urgencias de los acreedores. Las directrices que deben guiar el proceso pasan por buscar el balance entre recorte de tasa de interés y capital y extensión de plazos, que le permita a la Argentina tener una política fiscal destinada a reactivar la economía y atender las urgencias sociales, sin chocar con la restricción externa.



Una clave para ello es diferenciar la deuda según el plazo, la moneda, el tipo de tenedor y la legislación bajo la cual se haya emitido. Así, pueden elaborarse distintas propuestas según se trate de deuda de corto o largo plazo, si se trata de pagos en pesos o en dólares y también distintas alternativas según los tenedores sean fondos institucionales, personas humanas o el propio sector público.

Al respecto, los pagos entre capital e intereses al sector privado ascienden a unos USD 36.000 M durante 2020, de los cuáles USD 20.532 M son vencimientos en moneda extranjera. A ello se suma vencimientos de capital e interés con organismos multilaterales, posiblemente renovables, por USD 4.242 M y el swap chino de USD 18.000 M.

*Vencimientos de Deuda
USD M /Cap.+intereses*

Año	2020
Acreedores Privados	36.587
en pesos	16.055
en dólares	20.532
Org. Internacionales	4.242
Swap China	18.000

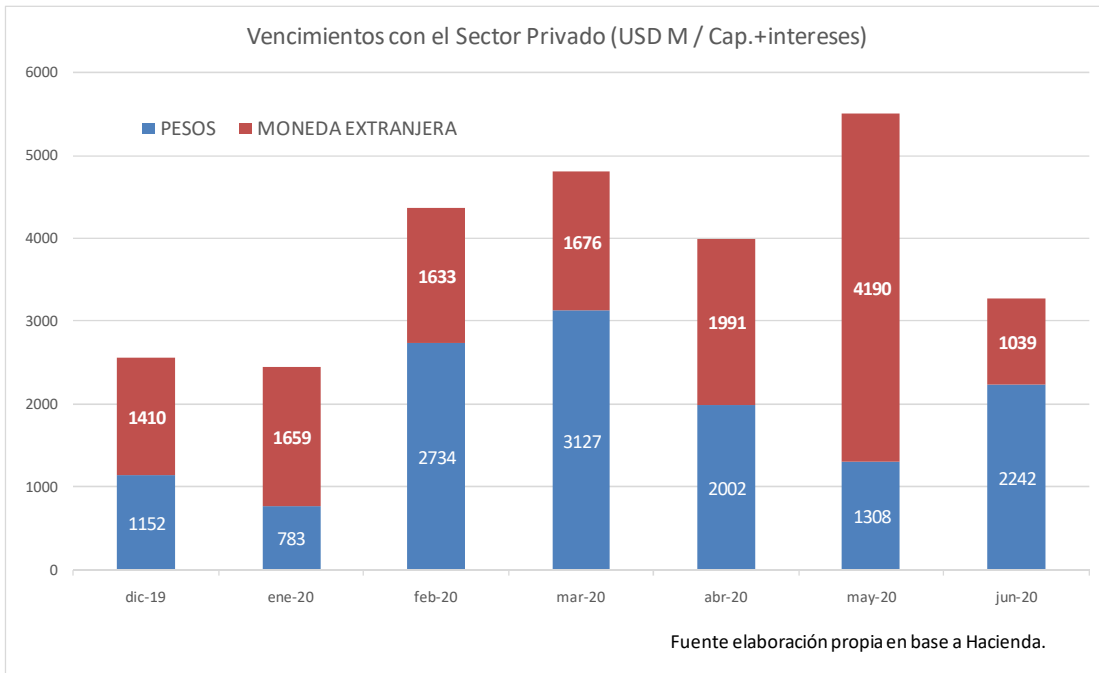
Fuente: elab. Propia en base a Hacienda.

La posibilidad de acceder a la cuota de USD 5.500 M congelada por el FMI, más los casi USD 4.000 M adicionales que debía desembolsar en 2020, parece descartada tras las declaraciones del futuro presidente. Los posibles condicionamientos a la política económica que suele imponer el FMI, contrarios a las bases económicas del proyecto político que lidera Alberto Fernández, parecen haber pesado más que la urgencia de dólares para posponer unos meses la declaración formal de un default, ya existente en los hechos.

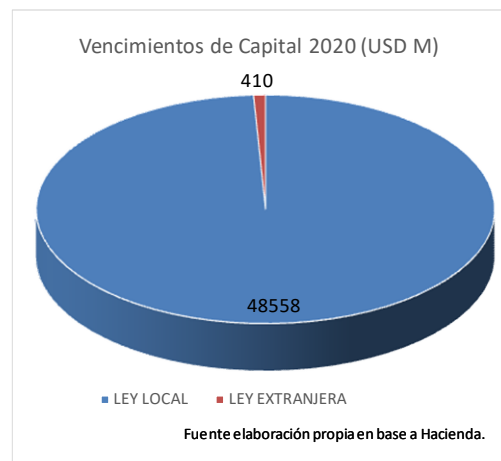
En 2020 debe encararse la renovación del swap con China por 18.000 millones de dólares (130.000 millones de yuanes). Un punto central al respecto es que la última renovación del swap realizada bajo el mandato de Mauricio Macri, condicionó su vigencia al cumplimiento del programa stand by firmado con el FMI. En ese sentido, la eliminación de esa cláusula es un paso necesario si no logra sostenerse el acuerdo con el FMI.

Respecto a la deuda de corto plazo concentrada en LETEs, LECAPs y LELINKs, la concentración de los vencimientos en los primeros tres meses de gestión que dejó el gobierno de Macri, imponen la necesidad de un nuevo reperfilamiento voluntario u obligatorio. Para dar cuenta de ello, durante todo 2020 estos instrumentos implican pagos por capital e intereses por 18.588 millones de dólares, pero de enero a marzo las obligaciones alcanzan los 9.131 millones de dólares, casi el 50% de todo el año. Es por eso

que un nuevo reperfilamiento aparece como una necesidad, si se decide avanzar en una estrategia de reestructuración paso a paso.

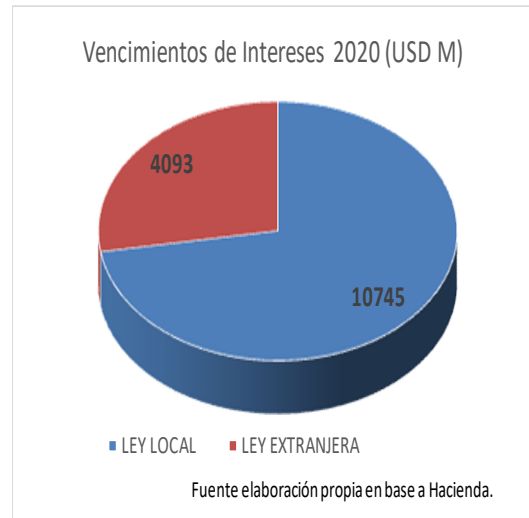


Las diferentes legislaciones también brindan la posibilidad de pensar en distintas soluciones. Para los títulos con legislación argentina, el margen de acción es mayor, como quedó de manifiesto con el reciente reperfilamiento que se realizó de forma unilateral sin requerir la adhesión o el consentimiento de los acreedores. Al respecto, los vencimientos de Capital de 2020 son casi totalmente de bonos



bajo legislación local. Su futura reestructuración puede incluir no sólo la extensión de plazos, sino también su conversión de la deuda denominada en moneda extranjera bajo ley local, a deuda dólar-linked o incorporar un mayor componente de pago en pesos. Una alternativa a quitas de capital, que puede ser aceptable para los tenedores locales.

Por otro lado, dentro de los vencimientos de interés de 2020, el peso de los bonos bajo legislación extranjera es mayor. En el caso de los títulos bajo ley extranjera, las Cláusulas de Acción Colectiva facilitan llegar a acuerdos sin la exigencia de tener que contar con el beneplácito del 100% de los acreedores, a diferencia de la reestructuración hecha quince años atrás. Sin embargo, hay que tener un trato especial



con aquellos emitidos durante los canjes 2005 y 2010 (par y discount), evitando que la postergación de su pago pueda implicar una judicialización que tire atrás las quitas obtenidas en dicho momento.

Por otro lado, los precios actuales de los títulos de deuda argentina brindan posibilidades de recompra, especialmente los bonos que tienen pagos de capital en el corto plazo y

Bono	Legislación	Duración	Paridad
AO20	Local	0,44	45%
AY24	Local	1,15	48%
DICA	Local	4,14	49%
AA21	Extranjera	1	56%
AC17	Extranjera	6,97	54%

Fuente: Elab. propia en base a P uente Hnos.

cotizan entre el 45 y 56% de paridad. A través de organismos públicos podrían realizarse compras de títulos como Bonar 20 y Bonar 24 que vencen en un plazo cercano y cotizan muy por debajo de su valor nominal, implicando un importante ahorro fiscal y de divisas hacia el futuro.

¿Cómo financiar la reactivación de la economía?

El cierre de los mercados financieros externos en un contexto de fuerte restricción externa, pone en debate los medios para generar una reactivación de la economía. Una expansión general de la demanda financiada mediante un déficit de las cuentas públicas, puede provocar un rápido deterioro del balance comercial y, la expansión de la liquidez, alimentar la compra de divisas. En ese sentido, debería intentarse una expansión de la actividad que se concentre en sectores con elevado valor agregado nacional y baja demanda de

importaciones y, en lo posible, atiendan demandas sociales urgentes. Por otro lado, el financiamiento de la reactivación debe buscar, en lo posible, evitar deteriorar las cuentas del Estado.

Una alternativa, es la que planteamos en el “*Plan Hornero: un programa económico de gobierno*”, donde seleccionamos aquellos sectores que generan mayor empleo directo e indirecto con menores requerimientos directos e indirectos de importaciones. La expansión de la actividad de esos sectores permite la mejor combinación de generación de empleo con bajo consumo de dólares, es decir, la alternativa más viable de reactivación para una economía que enfrenta una restricción externa. A su vez, seleccionamos dentro de ese subconjunto, a los sectores que promueven la solución de problemas sociales urgentes, como ser la construcción de viviendas, infraestructura educativa, social, deportiva y de cuidado así como los servicios de salud, enseñanza y seguridad.

La generación de 500.000 puestos de trabajo – aproximadamente los destruidos durante la actual administración- mediante el impulso a dichos sectores, requeriría fondos por unos \$302.714 millones de pesos. A partir de este financiamiento, estimamos la generación de 94.000 puestos de trabajos de forma directa en el sector de la construcción que implicaría a su vez otros 56.000 puestos de trabajo de forma indirecta por su efecto multiplicador. En el resto de los sectores sociales también evaluamos la posibilidad de generar 118.000 puestos de trabajo en el sector educativo, 120.000 en el sector salud y prevención de adicciones y 38.000 en el sector de seguridad. Estos a su vez se multiplicarían en otros 74.000 puestos de trabajo generados de forma indirecta.

Cuadro de resultados globales reactivación macroeconómica Plan Hornero.

Total dispositivos	Total trabajo creado (directo e indirecto)	Fondo Requerido (Mill \$)	VBP / PBI	VBP / G	Importaciones requeridas (Millones USD)	Familias Beneficiadas	Población Beneficiada
Total General	500.000	351.614	1,59%	6,62%	\$ 243	2.920.614	12.880.276

Una forma de financiar dicha reactivación sin presionar sobre las cuentas públicas, es reconvertir fondos que actualmente se encuentran destinados a la especulación bajo

Requerimiento de fondos y % de encajes bancarios.
(Encajes datos BCRA Ago-2019 proyectado a Ene-2020)

	Fondos requeridos	\$ / Encajes m.n	\$ / Encajes tot
Vivienda	\$ 149.915	15,12%	8,05%
Desarrollo Social	\$ 201.698	20,34%	10,83%
Total	\$ 351.614	35,46%	18,88%

subsidio estatal (LELIQ), hacia dichas actividades productivas. Una comunicación del BCRA que obligue a los bancos a colocar un porcentaje de sus encajes en cuota partes de fideicomisos destinados a financiar la reactivación de la economía, sería una posible alternativa. Al respecto, el programa de reactivación sugerido en el plan Hornero, se podría financiar con menos del 20% de los encajes totales del sistema financiero, es decir, sin afectar mayormente la rentabilidad bancaria y, mucho menos, la estabilidad financiera.

Tasas de interés para la producción

El default y posterior reperfilamiento de LETEs, LECAPs y LELINKs en el mes de agosto, terminó de sepultar la programación financiera de las empresas que calzaban compromisos de pago con proveedores, salariales y tributarios, con esos activos. Ese fue el toque de gracia para interrumpir una cadena de pagos muy paralizada por las altísimas tasas de interés que hacían imposible el financiamiento a través de la cuenta corriente con proveedores o con los descubiertos de cuenta corriente en los bancos.

	Adelantos en Cuenta Corriente 2015*	Adelantos en Cuenta Corriente 2019	2019 vs 2015
Enero	236.826	144.417	-39%
Febrero	243.637	144.988	-40%
Marzo	258.519	143.947	-44%
Abril	262.821	141.073	-46%
Mayo	264.620	146.838	-45%
Junio	283.061	150.380	-47%
Julio	303.010	158.687	-48%
Agosto	304.394	165.857	-46%
Septiembre	317.933	187.865	-41%
Octubre	326.619	215.361	-34%

*Montos actualizados por IPCBA. Elaboración propia en base a BCRA

Como vemos en el cuadro siguiente, el adelanto en cuenta corriente, una herramienta fundamental para el financiamiento cotidiano de las empresas de diversos tamaños, muestra una caída del 40% en promedio respecto del volumen que tenía cuatro años atrás si se actualizarán esos montos por la inflación del período.

Las altas tasas en pesos resultaron ineficaces para contener la dolarización de los ahorros, hecho que requirió la imposición de controles cambiarios. Esa medida permitió iniciar un sendero descendente en las tasas. A comienzos del mes de noviembre, el banco central comenzó con una tasa de interés de referencia en el 68% y estableció el piso para todo el mes en el 63%. En la primera semana bajó la tasa en un 1% promedio por día y alcanzó rápidamente el piso fijado para todo el mes sin que eso se tradujera en una salida de

depósitos ni en presión sobre el tipo de cambio oficial, blue, MEP o contado con liqui. Ello se debe al enorme colchón de tasa existente, pero una vez agotado el mismo, es probable que la reducción de la tasa se traduzca en presiones sobre el mercado cambiario.

Sin embargo, más importante que una baja general de la tasa de interés de la economía, es la regeneración del crédito en cuenta corrientes para las PyMEs. Una posibilidad es establecer regulaciones específicas que fuercen a los bancos a destinar un porcentaje de sus fondos a financiar descubiertos en cuenta corriente a tasas razonables para las pequeñas y medianas empresas. Esa medida puede ser complementada por fondos específicos generados por bancos públicos y la ANSES orientados a inversión de capital. De esa manera, se puede combinar altas tasas de interés generales, con líneas específicas de crédito a menor costo para sostener la reactivación productiva. Esa combinación puede reducir las presiones cambiarias y evitar que las bajas tasas se traduzcan en una expansión del crédito al consumo con impacto en sectores de bajo agregado de valor nacional y elevadas importaciones (automotriz, electrónico, etc.).

PARA ACCEDER AL INFORME COMPLETO, ESCRIBINOS A INFOCESO@GMAIL.COM Y CONSULTA LOS MODOS DE CONTRATACIÓN DEL SERVICIO DE SUSCRIPCIÓN A BOLETINES

SUSCRIPCIÓN SERVICIO DE BOLETINES INFORMATIVOS DE LA COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA.



La suscripción el servicio de boletines informativos de la **Cooperativa de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz Ltda. (CESO)**, que incluye un informe de coyuntura económica mensual y un informe semanal de seguimiento de precios; más el acceso a los diversos informes del centro (rendimiento de inversiones para pequeños ahorristas; liquidación de divisas; un informe mensual temático, presupuesto, pobreza, deuda, etc.).

Datos de la Cooperativa:

COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA

CUIT: 33-71465731-9

Dirección: Nuñez2172 Piso: PB Dpto.: C

Condición frente al IVA: Responsable Inscripto

Banco Credicoop, cuenta 004-24083/3 CBU 1910004955000402408332

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

NRO. XI | NOVIEMBRE 2019

Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

DIRECTOR

Andrés Asiain

Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowolski

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Gaspar Herrero

Cecilia Wilhelm

Integran el CESO:

Agustín Crivelli, Anahí Rampinini, Cecilia Olivera, Cecilia Wilhelm, Diego Caviglia, Eric Delgado, Ernesto Mattos, Estanislao Malic, Estefanía Manau, Facundo Pesce, Federico Castelli, Gonzalo Brizuela, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Laura Iribas, Mariela Molina, Martín Burgos, Maximiliano Uller, Nicolás Hernán Zeolla, Rodrigo López, Nicolás Pertierra, Guillermo Hang, Lisandro Mondino, Nicolás Hechenleitner, Laura Sformo, Julián Ruiz, Cristian Andrés Nieto, María Celina Calore, María Belén Basile, Cristián Berardi, Mateo Bork, Gonzalo Brizuela, Virginia Brunengo, Sol González de Cap, María Alejandra Martínez Fernández, Augusto Prato, Fabio Agueci, Tomas Castagnino, Facundo Leguizamon.



Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz

www.ceso.com.ar

[/cesoargentina](https://www.facebook.com/cesoargentina)

[@cesoargentina](https://twitter.com/cesoargentina)