



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 29 - Edición N° 1270 – 30 de Abril 2020

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Marcelo Capello y Agustín Cugno

El déficit fiscal primario podría ubicarse en 4,7% del PIB en un escenario moderado para 2020, y requerir asistencia del BCRA por 1,3 millón de millones de pesos

En Foco 1 – Jorge Vasconcelos y Guadalupe Gonzalez

Actividades que involucran al 68 % del empleo formal registran en abril caídas de facturación superiores al 40 % interanual en términos reales

En Foco 2 – Guadalupe Gonzalez

Pese al estricto control para el acceso a las divisas y al superávit de la balanza comercial, las cuentas del sector externo no mejoran

En Foco 3 – Juan Manuel Garzón y Valentina Rossetti

El dato regional de la semana:
Los efectos del COVID-19 llegan a la cadena del cerdo, con mayor intensidad en algunas provincias que en otras

Anexo – Guillermo Mondino

Argentina: canjeando bonos en un mundo convulsionado

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:

4

El déficit fiscal primario podría ubicarse en 4,7% del PIB en un escenario moderado para 2020, y requerir asistencia del BCRA por 1,3 millón de millones de pesos

- Para estimar el costo fiscal del paquete económico de ayuda y compensación a familias y empresas, se consideran dos escenarios. En el primero, el ingreso familiar de emergencia (IFE) se paga dos veces (abril y mayo), al igual que la asignación complementaria al salario (que forma parte del programa ATP). En el segundo, se contempla que el IFE se pague 3 meses, al igual que la asignación complementaria al salario. En lo que respecta al ATN a provincias, se agrega una transferencia extra de \$20.000 millones. De este modo, bajo los nuevos escenarios el paquete fiscal contra el COVID-19 podría tener un costo fiscal de entre 2,5% y 3,2% del PIB
- Por otro lado, existen anuncios del gobierno que implican montos importantes de préstamos a empresas y cuentapropistas, que pueden momentáneamente estimarse por el equivalente a 2,3% del PIB
- Con los paquetes de ayuda disparados, el gasto primario en 2020 resultaría de 21,8% del PIB en el escenario 1 y de 22,4% en el 2. Entre 2019 y 2020 el gasto habrá subido entre 3,2 y 3,8 pp del PIB, mientras que la caída de recursos netos puede estimarse entre 1,1 y 2,2 puntos del PIB
- Si se supone que todo el déficit primario de 2020 se monetiza, la emisión de dinero del BCRA para asistir al Tesoro Nacional podría ubicarse entre 1.300.000 y 1.780.000 millones de pesos, según el escenario, equivalentes a 4,7% y 6,4% del PIB, respectivamente. En 2014 se registró un nivel de transferencias equivalentes a 3,2% del PIB

En Foco 1:

16

Actividades que involucran al 68 % del empleo formal registran en abril caídas de facturación superiores al 40 % interanual en términos reales

- Industrias manufactureras y el comercio, sectores que suman 2,3 millones de personas empleadas en la formalidad, registran una merma en torno al 50 % interanual, mientras que en actividades recreativas la caída se sitúa en torno al 70 %
- Se confirma la imperiosa necesidad de focalizar las políticas públicas de modo de evitar que esta crisis, que debería ser temporal, se transforme en permanente. Para mantener en pie firmas y empleos, se requiere la máxima descentralización posible en las negociaciones entre empresas y trabajadores, de modo de facilitar acuerdos temporales adaptados a las circunstancias, al tiempo que deberá ampliarse y agilizar el mecanismo de otorgamiento de garantías para facilitar el acceso al crédito de muchas de estas firmas. Así, junto a las medidas sanitarias correspondientes, podrá tener lugar un progresivo y focalizado proceso de normalización de actividades
- El sector público deberá asumir que el financiamiento de todas las demandas asociadas a la crisis habrá de requerir fondos que el "impuesto inflacionario" sólo podrá atender hasta cierto límite. Gastos improductivos del estado, sueldos estatales elevados deberían pasar a formar parte de los mecanismos de financiamiento, para no forzar "la maquina"
- Una encuesta de la Fundación Observatorio Pyme indica que, actualmente, el 51% de las MiPyME están buscando acuerdos directos con sus trabajadores y/o gremios que los representan, para reorganizar el proceso productivo, renegociando salarios, suspensiones, duración de jornada y vacaciones anticipadas

En Foco 2:

21

Pese al estricto control para el acceso a las divisas y al superávit de la balanza comercial, las cuentas del sector externo no mejoran

- El flujo de dólares por motivo atesoramiento se redujo de un promedio mensual de 2,7 mil millones entre enero y octubre de 2019 a 95 millones en el primer trimestre de 2020
- Pese a una marcada reducción del déficit del rubro servicios (turismo, entre otros), el saldo positivo de la cuenta corriente del balance de pagos se redujo de 738 a 174 millones de dólares desde el primer trimestre de 2019 a igual período de 2020
- La variación del stock de reservas externas, que había sido positiva en el primer trimestre de 2019 (401 millones de dólares), pasó a terreno negativo en igual período de 2020 (-1287 millones)

En Foco 3:**24*****El dato regional de la semana: Los efectos del COVID-19 llegan a la cadena del cerdo, con mayor intensidad en algunas provincias que en otras***

- La faena de cerdos, que subía en enero, se estabilizó en febrero y cayó un 3% interanual en marzo. Lo sucedido en este último mes sólo puede explicarse por los efectos del COVID-19 y de las duras medidas adoptadas por el gobierno para contener la evolución del virus. Nótese que la producción de animales difícilmente pueda haber caído en esa magnitud (3%), por lo que la baja de la faena se explicaría por un (inesperado) menor nivel de actividad (recibo de animales) de algunas plantas frigoríficas
- El menor nivel de actividad de la industria frigorífica porcina durante el mes de marzo se verifica en 3 de las 4 provincias líderes del país. En Buenos Aires, jurisdicción que concentra más de la mitad de la faena nacional (51% en 2020), la cantidad de animales faenados bajó un 5% interanual, similar caída mostró Córdoba (16% de la faena nacional), mientras que en Entre Ríos (4% de la faena) el ajuste fue del 9%
- Pasando a temas más estructurales, el año pasado sólo tres provincias argentinas, Santa Fe, Córdoba y Entre Ríos, generaron “excedentes”, tanto de producción de animales como de carne de cerdo, es decir, disponían de una “escala” productiva (granjas y plantas de faena) suficiente como para más que garantizar a cada uno de sus habitantes los 14,6 kilos per cápita que se consumen en promedio a nivel nacional. Otras tres provincias (San Luis, La Pampa y La Rioja) disponían de los animales suficientes, pero no de la capacidad de faena necesaria para llegar al consumo promedio país; Buenos Aires contaba con las plantas industriales, pero no con los animales suficientes; finalmente, 17 jurisdicciones (incluyendo CABA) no disponían ni de los animales ni de la estructura de faena

Anexo:**28*****Argentina: canjeando bonos en un mundo convulsionado***

- La transacción parece poco tentadora. Con algún esfuerzo se podría mejorar y acercar posiciones. Resultado más probable, aceptación parcial sin lograr resolver problema del endeudamiento externo
- Qué puede hacer el gobierno en caso que la propuesta actual tenga limitada aceptación?
 - declarar el default y comenzar un proceso muy litigioso
 - pagar vencimientos y mantener la deuda al día por unos meses, esperando una mejora en las condiciones de mercados
 - proponer un “Standstill” por un período de 9 meses a un año, utilizando algún mecanismo de ingeniería financiera

Editorial

El déficit fiscal primario podría ubicarse en 4,7% del PIB en un escenario moderado para 2020, y requerir asistencia del BCRA por 1,3 millón de millones de pesos

Marcelo Capello y Agustín Cugno

- Para estimar el costo fiscal del paquete económico de ayuda y compensación a familias y empresas, se consideran dos escenarios. En el primero, el ingreso familiar de emergencia (IFE) se paga dos veces (abril y mayo), al igual que la asignación complementaria al salario (que forma parte del programa ATP). En el segundo, se contempla que el IFE se pague 3 meses, al igual que la asignación complementaria al salario. En lo que respecta al ATN a provincias, se agrega una transferencia extra de \$20.000 millones. De este modo, bajo los nuevos escenarios el paquete fiscal contra el COVID-19 podría tener un costo fiscal de entre 2,5% y 3,2% del PIB
- Por otro lado, existen anuncios del gobierno que implican montos importantes de préstamos a empresas y cuentapropistas, que pueden momentáneamente estimarse por el equivalente a 2,3% del PIB
- Con los paquetes de ayuda disparados, el gasto primario en 2020 resultaría de 21,8% del PIB en el escenario 1 y de 22,4% en el 2. Entre 2019 y 2020 el gasto habrá subido entre 3,2 y 3,8 pp del PIB, mientras que la caída de recursos netos puede estimarse entre 1,1 y 2,2 puntos del PIB
- Si se supone que todo el déficit primario de 2020 se monetiza, la emisión de dinero del BCRA para asistir al Tesoro Nacional podría ubicarse entre 1.300.000 y 1.780.000 millones de pesos, según el escenario, equivalentes a 4,7% y 6,4% del PIB, respectivamente. En 2014 se registró un nivel de transferencias equivalentes a 3,2% del PIB

Las cuentas públicas del SPN en el primer trimestre de 2020

En el primer trimestre del año, el déficit primario del Sector Público Nacional (SPN) resultó del 0,5% del PIB, por arriba del desequilibrio observado en todo el año 2019 (0,44%). El grueso del déficit del primer trimestre se produce en marzo, cuando comienza a influir el efecto de la pandemia sobre el sector público, en que los ingresos reales cayeron un

11,9% interanual, y las erogaciones suben un 14,6% contra igual mes de 2019. Si se considera la relación con el PIB mensual, en lugar de anual, el déficit primario de marzo sería de 6,2% del PIB de ese mes.

**Sector Público Nacional no Financiero: cuentas públicas
primeros tres meses de 2020**

	\$ millones			% PIB I-Trim	% PIB mensual marzo
	ene-20	feb-20	mar-20		
Ingresos totales	395.226	350.915	341.518	3,4%	17,0%
Tributarios	352.747	315.112	307.587	3,1%	15,3%
Otros	42.479	35.803	33.931	0,4%	1,7%
Gastos primarios	398.992	378.412	466.246	3,9%	23,2%
Personal	53.074	53.245	54.245	0,5%	2,7%
Otros funcionamiento	14.529	14.172	13.907	0,1%	0,7%
Prestaciones sociales	253.278	233.743	289.481	2,4%	14,4%
Subsidios económicos	30.987	33.510	40.457	0,3%	2,0%
Transferencias corrientes a provincias	21.106	12.997	18.876	0,2%	0,9%
Otros gastos corrientes	14.537	17.588	32.680	0,2%	1,6%
Inversión real directa	5.050	6.088	9.509	0,1%	0,5%
Transferencias de capital a provincias	3.137	2.504	3.906	0,0%	0,2%
Otros gastos de capital	3.294	4.566	3.185	0,0%	0,2%
Intereses	87.052	40.081	41.577	0,5%	2,1%
Resultado Primario	-3.766	-27.497	-124.728	-0,5%	-6,2%
Resultado Financiero	-90.818	-67.578	-166.305	-1,0%	-8,3%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

En enero y febrero ya venía empeorando el resultado fiscal, no tanto por una suba del gasto (se mantenía prácticamente similar en valores reales que un año antes), sino por una caída en los ingresos reales (-8,2% en enero y -9,0% en febrero. Si se compara marzo 2020 versus noviembre 2019 (último mes de la administración anterior), se observa una caída de casi 20% en los ingresos (a valores constantes), mientras las erogaciones primarias subieron cerca de 8% real en el mismo lapso.

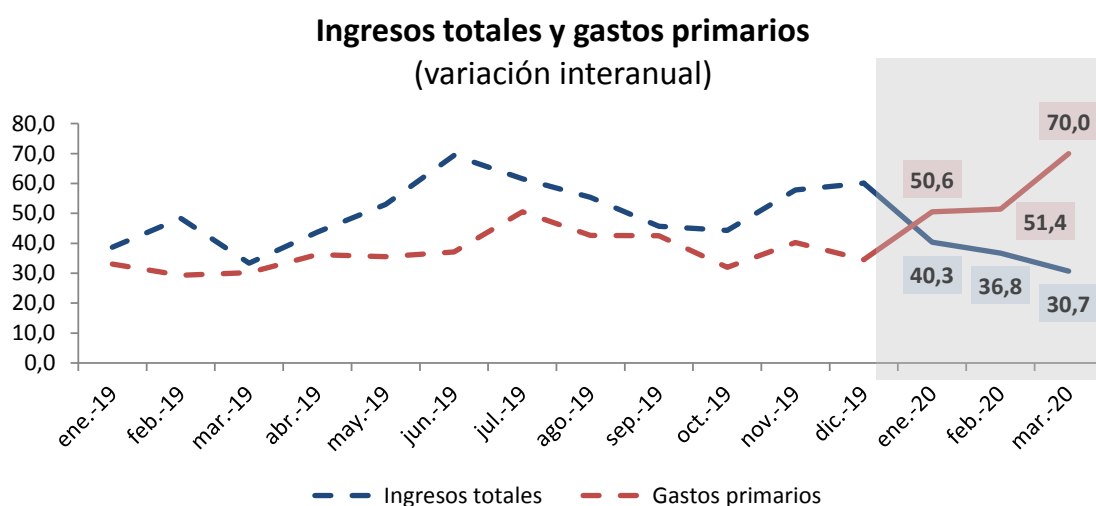
Las partidas de gasto con mayores subas reales en el primer trimestre serían Subsidios económicos y Transferencias corrientes a provincias, con una variación de alrededor del 31% interanual real en ambos casos. Las prestaciones sociales subieron un 7,9% real en el primer trimestre (incluye jubilaciones). En marzo, se destacan las subas reales en Transferencias a provincias (147%), Otros gastos corrientes (72%) y Subsidios económicos (52%). La inversión pública, en cambio, seguía su caída en el primer trimestre, con una baja de casi 50% en términos reales.

Sector Público Nacional no Financiero: variaciones interanuales reales de ingresos y egresos

	Variación interanual real			Variación	
	ene-20	feb-20	mar-20	IT -20	mar-20 vs nov
Ingresos totales	-8,2%	-9,0%	-11,9%	-9,6%	-19,6%
Tributarios	-9,4%	-5,8%	-7,9%	-7,7%	-18,9%
Otros	3,2%	-29,8%	-36,6%	-23,1%	-25,2%
Gastos primarios	-1,5%	0,8%	14,6%	4,7%	7,9%
Personal	-11,8%	-0,7%	0,1%	-4,4%	2,0%
Otros funcionamiento	-16,9%	-19,8%	-16,7%	-17,8%	-17,3%
Prestaciones sociales	6,0%	4,8%	12,5%	7,9%	15,3%
Subsidios económicos	15,4%	26,0%	51,8%	31,0%	-6,1%
Transferencias corrientes a provincias	15,6%	-11,7%	147,2%	30,9%	-34,7%
Otros gastos corrientes	-10,8%	5,3%	72,4%	24,6%	90,5%
Inversión real directa	-65,2%	-51,2%	-27,7%	-48,6%	-30,1%
Transferencias de capital a provincias	-56,5%	-50,9%	-36,5%	-48,3%	12,3%
Otros gastos de capital	-38,5%	-18,1%	-46,7%	-34,7%	-33,5%
Intereses	-25,7%	129,3%	-23,8%	-10,4%	-46,3%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

En todo el año 2019 los ingresos totales habían crecido más que los gastos primarios, lógica que se quiebra abruptamente a partir de enero de 2020, en que las erogaciones primarias nominales crecen a un ritmo de 51% i.a. versus una suba de 40% en los ingresos. En marzo, esta dinámica se potencia, con crecimiento del gasto del 70% nominal interanual, versus un 31% de los ingresos.

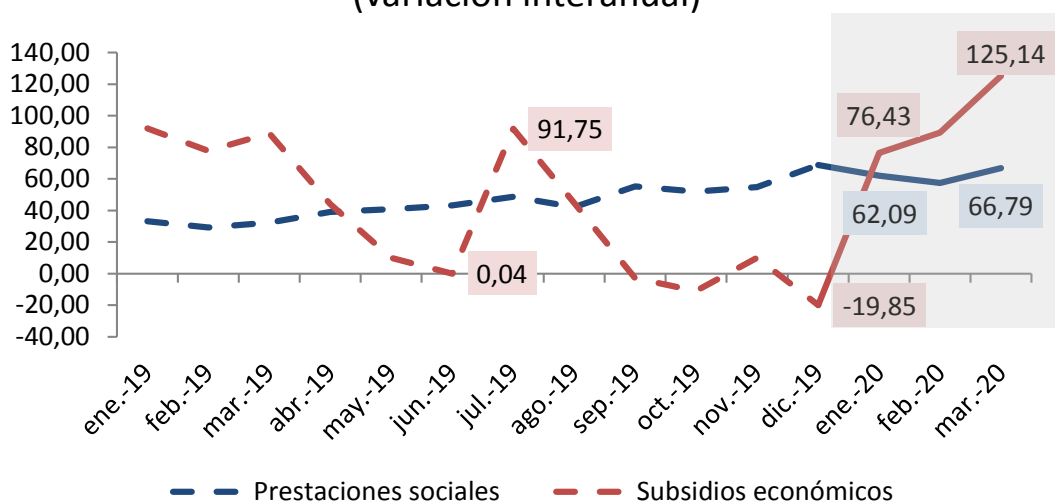


Fu

ente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

La partida del gasto que más creció durante los primeros meses de 2020 fueron los subsidios económicos. En 2019 habían tenido fuertes oscilaciones, subiendo en torno al 35% nominal interanual, mientras que en 2020 comienzan una tendencia creciente, creciendo a ritmo de 76% en febrero y 125% en marzo.

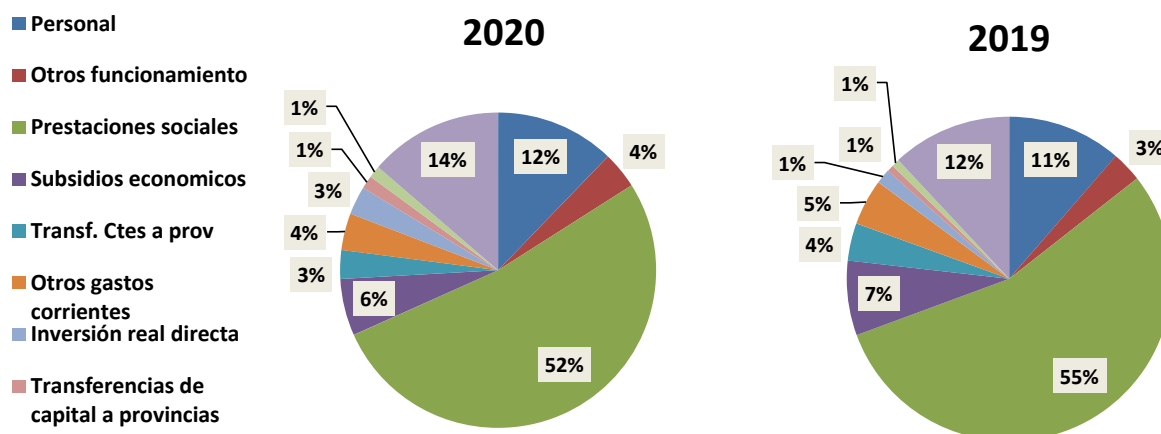
Prestaciones sociales y subsidios económicos (variación interanual)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Así las cosas, en 2020 sube la participación de las prestaciones sociales en el gasto total (pasando de 52% a 55%), mientras la carga de intereses disminuye del 14% al 12%, mientras que los subsidios económicos representaron un 7% del gasto total, versus 6% en igual periodo de 2019.

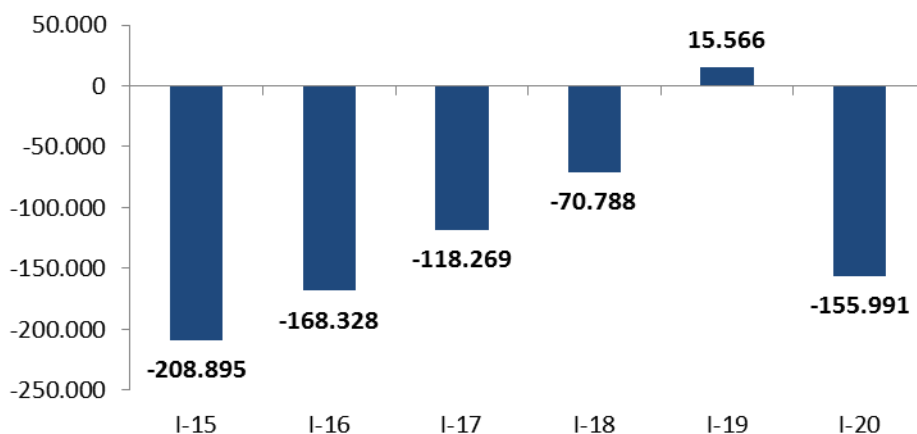
Sector Público Nacional: composición del gasto Primer Trimestre



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Con mayor gasto y menores ingresos reales, el desequilibrio fiscal creció en forma importante en el primer trimestre de 2020, ubicándose en -\$156 mil millones, cuando un año antes, se había observado un pequeño superávit \$15,5 mil millones en valores constantes de 2020). Así, se vuelve a un déficit primario similar al que existía en 2016, en valores reales, y sería un 25% inferior al del I T de 2015.

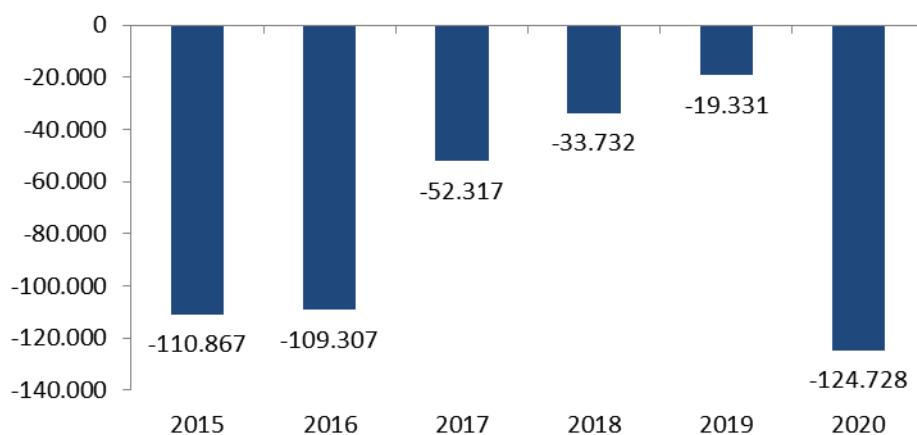
Resultado primario trimestral
(en \$ millones constantes de 2020)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

En cambio, si sólo se toma la ejecución fiscal sólo del mes de marzo, el déficit de 2020 (-\$124 mil millones) resulta incluso mayor al de marzo de 2015 (-\$111 mil millones), en valores constantes. En marzo de 2019 se había observado un desequilibrio primario de -\$19 mil millones.

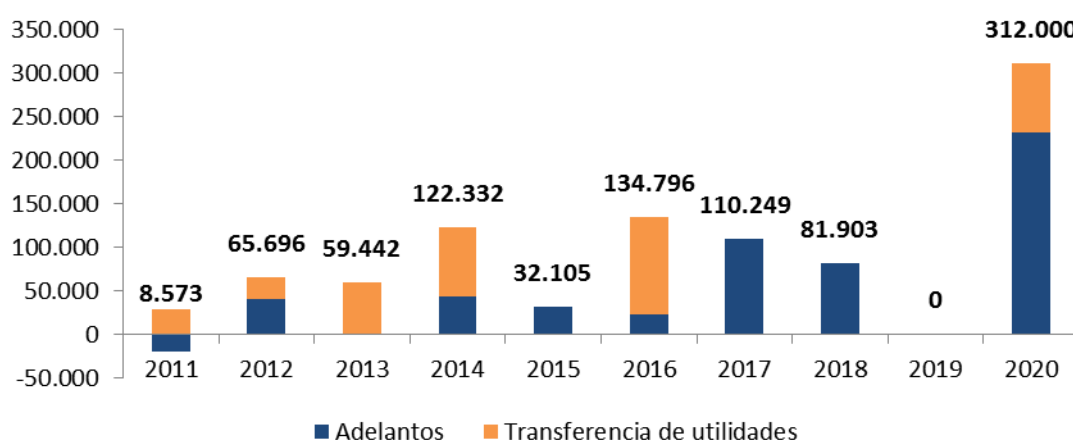
Resultado primario de marzo
(en \$ millones constantes de mar- 2020)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Economía.

Con la fuerte suba del desequilibrio fiscal, y con escaso acceso al financiamiento (sólo local), en el primer trimestre de 2020 el Tesoro recibió \$312 mil millones de asistencia del BCRA vía emisión monetaria (Reparto de utilidades y Adelantos del BCRA), cuando los máximos en el mismo lapso de años anteriores habían sido en 2014 (\$122 mil millones) y en 2016 (\$135 mil millones). La asistencia del BCRA al Tesoro Nacional promedio en los primeros trimestres del período 2011-2019 había sido de \$68 mil millones de pesos (constantes de 2020), un 22% del guarismo exhibido en I T 2020.

Asistencia del BCRA al Tesoro nacional
(primer trimestre de cada año, en \$ millones constantes de 2020)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del BCRA.

Escenarios fiscales para el año 2020

A partir de lo que viene ocurriendo con las transferencias automáticas de recursos impositivos a las provincias hasta el 29 de abril, puede estimarse que la recaudación nacional en abril 2020 podría mostrar una caída nominal del 13% respecto a marzo, explicado seguramente por la caída en la actividad económica y la pérdida de alrededor de \$46 mil millones por la posibilidad de evitar el pago del 95% de las contribuciones patronales.

En lo que respecta al gasto público para 2020, se parte de un escenario base previsto por IERAL para dicho año, con previsiones pre-pandemia, con erogaciones primarias del orden del 19,5% del PIB, cuya desagregación se muestra en la siguiente tabla.

Sector público nacional: gasto primario en 2020

Escenario base	
Cuenta	en % del PIB
Prestaciones sociales	11,44
Subsidios económicos	1,85
Funcionamiento	3,26
Transferencias corrientes a provincias	0,64
Otros corrientes primarios	1,18
Gasto de capital	1,18
Gasto primario	19,55

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a proyecciones propias

Al escenario base, deben incorporarse las estimaciones de mayores erogaciones originadas en la pandemia de coronavirus, Para estimar el costo fiscal del paquete económico de ayuda y compensación a familias y empresas, se considera que, en el escenario 1, el ingreso familiar de emergencia (IFE) se paga dos veces (abril y mayo), al igual que la asignación complementaria al salario (que forma parte del programa ATP). Así mismo, se considera que la asistencia a provincias permanecerá tal cual fue estipulada por el gobierno (\$60.000 millones).

En el escenario 2, se prevé que el IFE se pague 3 meses, al igual que la asignación complementaria al salario. En lo que respecta al ATN a provincias, se agrega una transferencia extra de \$20.000 millones a provincias (un escenario de mínima). De este modo, bajo los nuevos escenarios el paquete fiscal contra el COVID-19 podría tener un costo fiscal de entre 2,5% y 3,2% del PIB.

**Escenarios de gasto público por medidas anunciadas por pandemia
COVID-19
(en \$ millones)**

Medida	Escenario 1		Escenario 2	
	Meses que se cobra	Monto	Meses que se cobra	Monto
Ingreso Familiar de Emergencia	abril, mayo	160.000	abr, may, jun	240.000
Asignación complementaria al salario	abril, mayo	140.000	abr, may, jun	210.000
Garantía créditos a tasa 0 (FOGAR 2)	abr-oct	26.000	abr-oct	26.000
Asignación Universal por Hijo	abril	14.000	abril	14.000
Bono jubilados y pensionados	abril	13.500	abril	13.500
Bono planes sociales	abril	1.200	abril	1.200
Inversión pública	abril-dic	100.000	abril-dic	100.000
FOGAR	abril-dic	30.000	abril-dic	30.000
Tarjeta alimentaria y comedores	abril-dic	42.788	abril-dic	42.788
Subsidios de créditos a tasa cero para monot.	abr, may, jun	11.000	abr, may, jun	11.000
Asistencia a provincias (ATN)		66.000		86.000
<i>cuota 1</i>	marzo	3.000	marzo	3.000
<i>cuota 2</i>	abril	3.000	abril	3.000
<i>Resto</i>	Abril-junio	60.000	Abril-junio	80.000
Subsidio para beneficios pensiones no contributivas	abril	3.200	abril	3.200
Gastos en salud (hospitales y equipamientos)	abril-dic	13.278	abril-dic	13.278
Bono empleados de la salud públicos y privados	abr, may, jun,jul	9.159	abr, may, jun,jul	9.159
Bono Fuerzas de Seguridad	abril	892	abril, mayo	1.784
TOTAL en \$ millones		697.017		887.909
TOTAL en % del PIB		2,5		3,2

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al Ministerio de Economía, el Ministerio de Producción y Trabajo, el ANSES, la Oficina de Presupuesto del Congreso y estimaciones propias.

Por otro lado, existen anuncios del gobierno que implican montos importantes de préstamos a empresas y cuentapropistas, que pueden momentáneamente estimarse por el equivalente a un 2,3% del PIB

**Medidas económicas por COVID-19 relacionadas con préstamos a familias, cuentapropistas y empresas*
(en \$ millones)**

Medida	Monto
Créditos para garantizar la producción y el consumo	350.000
Crédito BICE para MiPyMEs	1.000
Créditos a tasa cero para régimen simplificado de pequeños contribuyentes	220.774
Préstamo a provincias	60.000
PROCREAR	6.000
Parques industriales	2.800
TOTAL en \$ millones	640.574
TOTAL en % del PIB	2,3

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al Ministerio de Economía, el Ministerio de Producción y Trabajo, el ANSES, la Oficina de Presupuesto del Congreso y estimaciones propias.

*El monto del préstamo no influye en el gasto, pero sí el costo real del financiamiento, es decir

$$\left[\frac{(1+r)}{(1+\pi)} - 1 \right] C$$

Hasta el momento, y con los supuestos utilizados en este informe, el paquete total de ayudas y compensaciones a familias y empresas, como consecuencia de la pandemia por coronavirus, incluyendo programas fiscales y de gasto público, resultaría equivalente a entre 4,8% y 5,5% del PIB, en escenario 1 y 2.

**Paquete económico total para enfrentar al COVID-19
(en % del PIB)**

Medida	Escenario 1	Escenario 2
Paquete fiscal	2,51	3,20
Paquete financiero	2,31	2,31
TOTAL	4,82	5,50

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al Ministerio de Economía, el Ministerio de Producción y Trabajo, el ANSES, la Oficina de Presupuesto del Congreso y estimaciones propias.

Con los paquetes de ayuda disparados por la pandemia del COVID-19, el gasto primario en 2020 resultaría de 21,8% del PIB en el escenario 1, y 22,4% en el escenario 2, cuando el escenario base sin pandemia era de 19,6%, y el gasto primario en 2019 había sido de 18,6%. De modo que entre 2019 y 2020 el gasto habrá subido entre 3,2 y 3,8 pp del PIB. El incremento del déficit se explica por dos vías: caída en los recursos netos (por entre 1,1 y 2,2 pp del PIB según escenario) y por aumento del gasto de entre 3,2 y 3,8% del PIB, como se planteó antes.

Escenarios de gasto primario en 2020 (% del PIB)

Cuenta	2019	Base	Escenario 1	Escenario 2
Prestaciones sociales	11,3	11,4	12,7	13,2
Subsidios económicos	1,6	1,9	1,9	1,9
Funcionamiento	3,3	3,3	3,3	3,3
Transf. corrientes a pcias.	0,6	0,6	0,9	0,9
Otros corrientes primarios	0,9	1,2	1,6	1,6
Gasto de capital	1,1	1,2	1,5	1,5
Gasto primario	18,6	19,6	21,8	22,4

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al Ministerio de Economía, el Ministerio de Producción y Trabajo, el ANSES y estimaciones propias.

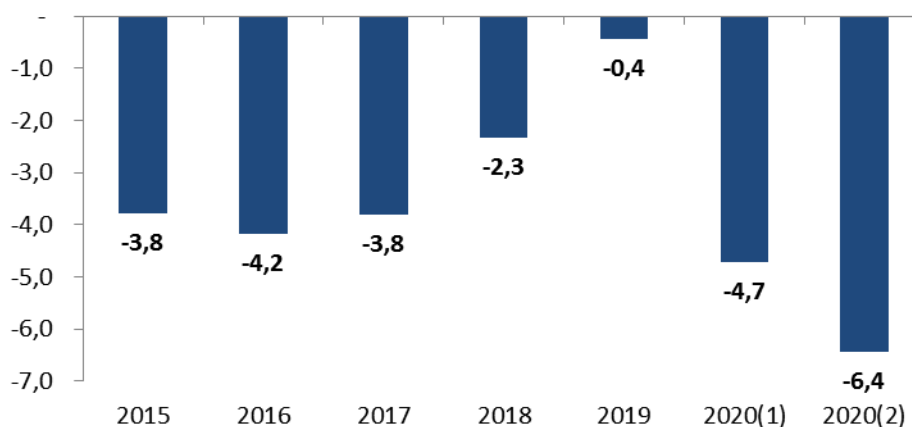
Con la estimación de ingresos y escenarios de gasto público previstos para 2020, al final del año se tendría un déficit primario de entre 4,7% y 6,4% del PIB, cuando había sido del 0,44% en 2019, 4,2% en 2016 y 3,8% en 2015. Si bien la mayor parte del aumento del gasto en 2020 se supone transitorio ante los efectos de la pandemia, se requerirá un gran esfuerzo fiscal desde 2021 para volver a los números fiscales pre-pandemia, y pasar luego a un superávit fiscal en 2022, especialmente si se quiere asegurar un sendero fiscal que no vuelva recaiga nuevamente en situaciones de insustentabilidad.

Sector público nacional: Escenarios de déficit primario en 2020 (en % del PIB)

	2019	2020	
		Optimista	Pesimista
Ingresos tributarios	15,9	15,2	14,1
Otros ingresos	2,3	1,9	1,9
Gasto Primario	18,6	21,8	22,4
Resultado primario	-0,44	-4,7	-6,4
Resultado primario sin efectos de la pandemia		-0,8	

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al Ministerio de Economía y estimaciones propias.

Resultado primario del SPN (2015 - escenarios para 2020, en % del PIB)

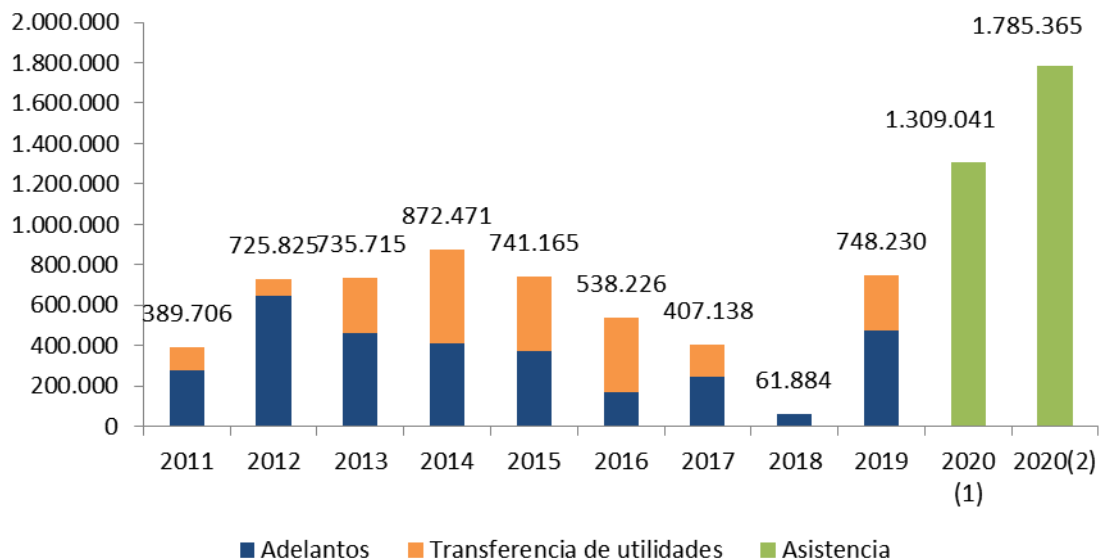


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Ministerio de Hacienda y estimaciones propias.

Si se supone que todo el déficit primario de 2020 se monetiza, y que se logra un roll over total de los servicios de deuda en pesos hasta el final del año, la emisión de dinero del BCRA para asistir al Tesoro Nacional podría ubicarse entre 1.300.000 y 1.780.000 millones, según el escenario, equivalentes a 4,7% y 6,4% del PIB, respectivamente. Se trata de guarismos claramente superiores a los años previos. Por ejemplo, el máximo anterior había sido de 3,2% del PIB en el año 2014. No obstante, podrían existir transacciones en el mercado de cambios u operaciones de esterilización llevadas a cabo por el BCRA, que reduzcan (o amplíen), dicha necesidad de emisión de dinero en 2020.

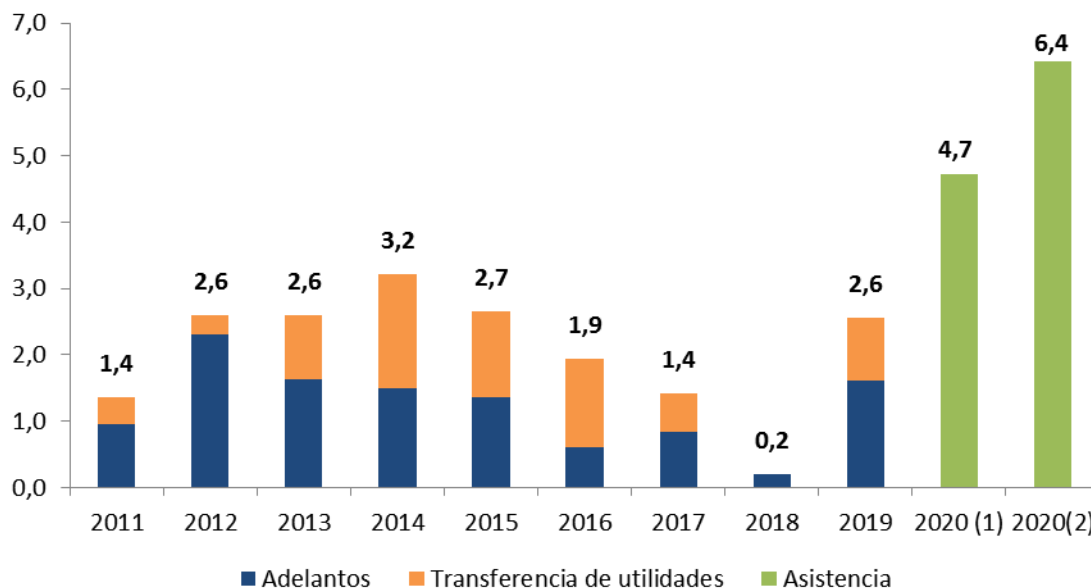
Si bien se trata de cifras fiscales y monetarias de magnitud, debe remarcarse que se trata de una situación de emergencia e inédita, y que los ojos deben estar puestos especialmente en la situación post-pandemia, para que los gastos transitorios extraordinarios vuelvan a fojas cero, y se retome el camino al equilibrio fiscal, primero, y al superávit fiscal no más allá de 2022.

Asistencia monetaria al tesoro nacional
(en \$ millones constantes de 2020)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del BCRA.

Asistencia monetaria al tesoro nacional
(en % del PIB)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del BCRA.

En Foco 1

Actividades que involucran al 68 % del empleo formal registran en abril caídas de facturación superiores al 40 % interanual en términos reales

Jorge Vasconcelos y Guadalupe Gonzalez

- Industrias manufactureras y el comercio, sectores que suman 2,3 millones de personas empleadas en la formalidad, registran una merma en torno al 50 % interanual, mientras que en actividades recreativas la caída se sitúa en torno al 70 %
- Se confirma la imperiosa necesidad de focalizar las políticas públicas de modo de evitar que esta crisis, que debería ser temporal, se transforme en permanente. Para mantener en pie firmas y empleos, se requiere la máxima descentralización posible en las negociaciones entre empresas y trabajadores, de modo de facilitar acuerdos temporales adaptados a las circunstancias, al tiempo que deberá ampliarse y agilizar el mecanismo de otorgamiento de garantías para facilitar el acceso al crédito de muchas de estas firmas. Así, junto a las medidas sanitarias correspondientes, podrá tener lugar un progresivo y focalizado proceso de normalización de actividades
- El sector público deberá asumir que el financiamiento de todas las demandas asociadas a la crisis habrá de requerir fondos que el "impuesto inflacionario" sólo podrá atender hasta cierto límite. Gastos improductivos del estado, sueldos estatales elevados deberían pasar a formar parte de los mecanismos de financiamiento, para no forzar "la maquina"
- Una encuesta de la Fundación Observatorio Pyme indica que, actualmente, el 51% de las MiPyME están buscando acuerdos directos con sus trabajadores y/o gremios que los representan, para reorganizar el proceso productivo, renegociando salarios, suspensiones, duración de jornada y vacaciones anticipadas

La llegada del Coronavirus provocó, a nivel mundial, una crisis sanitaria pero también una crisis económica. En la Argentina, esta situación profundiza la recesión que el país venía sufriendo desde hace varios trimestres, pero no lo hace de manera homogénea sobre todos los sectores. En algunos casos predominan restricciones sanitarias que impiden la operatoria normal, en otros, la caída vertical de la demanda, las trabas en la cadena de pagos, la falta de crédito son las variables determinantes. La facturación de los distintos

sectores, comparada con lo que sucedía un año atrás (y el empleo asociado a cada rubro), junto con la masa de asalariados vinculada a cada actividad, constituyen indicadores valiosos para dimensionar el impacto de la crisis, con datos que toman las semanas que van entre el 12 de marzo y el 12 de abril de este año.

El sector sin dudas más afectado en este contexto es el de Hoteles y Restaurants. Con datos publicados en el Anexo 2 de Decisión Administrativa 663/2020 y deflactando por el Índice de precios mayoristas, se tiene que la facturación del sector ha caído en promedio un 71,9% en términos reales en el último año, un guarismo semejante al de servicios artísticos, culturales y de esparcimiento (-70,6%). Entre ambos sectores, los empleos directos involucrados suman 381 mil personas dentro de la formalidad, pero esta es apenas la “punta del iceberg”, ya que este guarismo no incluye ni los puestos informales ni el efecto multiplicador de estas actividades sobre otros diversos sectores.

Por la magnitud de la caída de facturación en términos reales y por la cantidad de empleo involucrado, resaltan también el caso de industrias manufactureras y del comercio, sectores que suman 2,3 millones de personas empleadas en la formalidad, por partes prácticamente iguales. En el caso de la industria, la facturación cayó en promedio un 51,2% interanual en términos reales mientras que en el sector de comercio lo hizo un 49,3%.

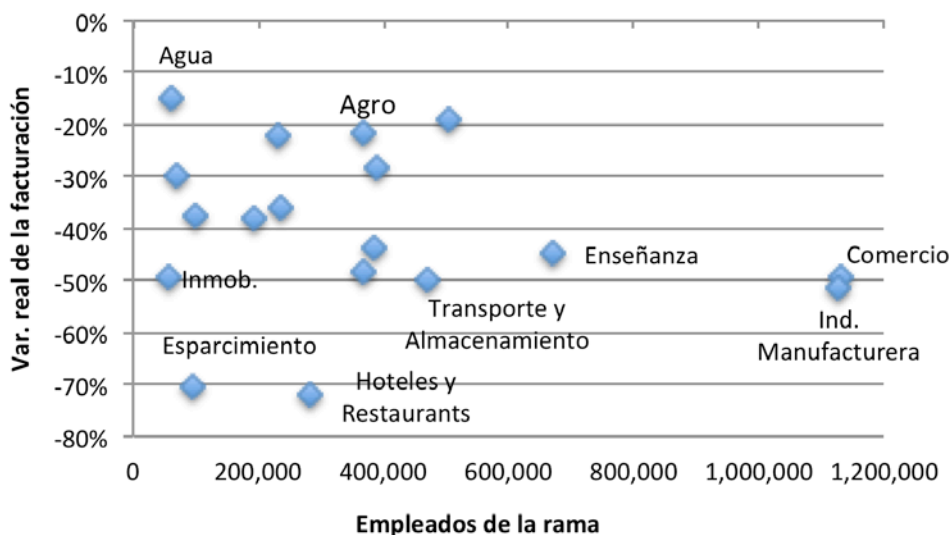
Fuertes caídas se registran también en la facturación en términos reales, para el período consignado, en los sectores de Transporte y Almacenamiento (-49,7%), Servicios inmobiliarios (-49,2%), Enseñanza (-44,6%).

De 6,8 millones de empleos formales correspondientes a los sectores para los que se tienen datos, el 68 % de esos puestos se encuentran en actividades que están sufriendo caídas de facturación de 40 % o más en términos reales.

Entre los rubros con mermas más “moderadas” de facturación se tiene agua y saneamiento (-14,8% interanual), actividades administrativas (-18,8%) y Agro y Pesca (-21,5%).

Caída de la facturación en términos reales* por sectores y empleo asociado

Periodo 12/3/2020 a 12/4/2020 vs mismo período de 2019



*deflactado por IPIM interanual de Marzo 2020

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Anexo 2 de Decisión Administrativa 663/2020 e INDEC

La magnitud del desplome de actividad, la cantidad de empleos involucrados y la incertidumbre acerca de la prolongación del período de confinamiento, son variables que tienden a confirmar la imperiosa necesidad de focalizar las políticas públicas de modo de evitar que esta crisis, que debería ser temporal, se transforme en permanente. Para mantener en pie firmas y empleos, se necesita la máxima descentralización posible en las negociaciones entre empresas y trabajadores, de modo de facilitar acuerdos temporales adaptados a las circunstancias, al tiempo que deberá ampliarse y agilizar el mecanismo de otorgamiento de garantías para facilitar el acceso al crédito de muchas de estas firmas. Del otro lado, el sector público deberá asumir que el financiamiento de todas las demandas asociadas a la crisis habrá de requerir fondos que el "impuesto inflacionario" sólo podrá atender hasta cierto límite. Gastos improductivos del estado, sueldos estatales elevados deberían pasar a formar parte de los mecanismos de financiamiento, para no forzar "la maquina". En su historia lamentablemente rica en eventos de crisis, la Argentina ha experimentado riesgos de descontrol de variables macro cuando se intentó sobrepasar el umbral de 4 a 5 puntos del PIB en recaudación del impuesto inflacionario. Y las cuentas fiscales de 2020 ya ubican el déficit primario del sector público nacional en torno a los 5 puntos del PIB.

La situación de las Pymes

Una encuesta reciente llevada a cabo por la Fundación Observatorio Pyme refleja que entre el 6 y el 20 de Abril, las MiPyME totalmente operativas pasaron del 10% al 13% y las parcialmente operativas del 36% al 47%. Esto es por las nuevas regulaciones sobre la flexibilidad de la cuarentena que implementó el Gobierno. Se calcula que en los últimos 15 días se sumaron 79 mil MiPyME a la actividad, con distintos grados de operatividad, con 286 mil empleados retornando al trabajo. Las que registran un mayor grado de operatividad son las pertenecientes a la producción primaria y servicios. En el otro extremo, se tienen a las MiPyME de la construcción y de la industria manufacturera.

El informe de la Fundación Observatorio Pyme también indica que el mayor grado de operatividad regional se observa en el NEA y en Cuyo, donde el 70% de las MiPyME están en estado total o parcialmente operativas, contra el 63% del Centro, el 59% de NOA, el 57% de AMBA y el 53% del Sur.

El grado de operatividad de las empresas impacta de lleno en su facturación y en la posibilidad de afrontar sus costos fijos. Por ello, en este contexto se vuelve de vital importancia la ayuda que pueda aportar el Gobierno. Según el informe mencionado, el 24% de las empresas obtuvo el crédito bancario preferencial y otro 25% está en proceso de evaluación. Aún falta atender la situación especial de las MiPyME rechazadas por el sistema (por problemas de garantías, falta de cupo bancario y/o problemas administrativos dependientes de las propias empresas).

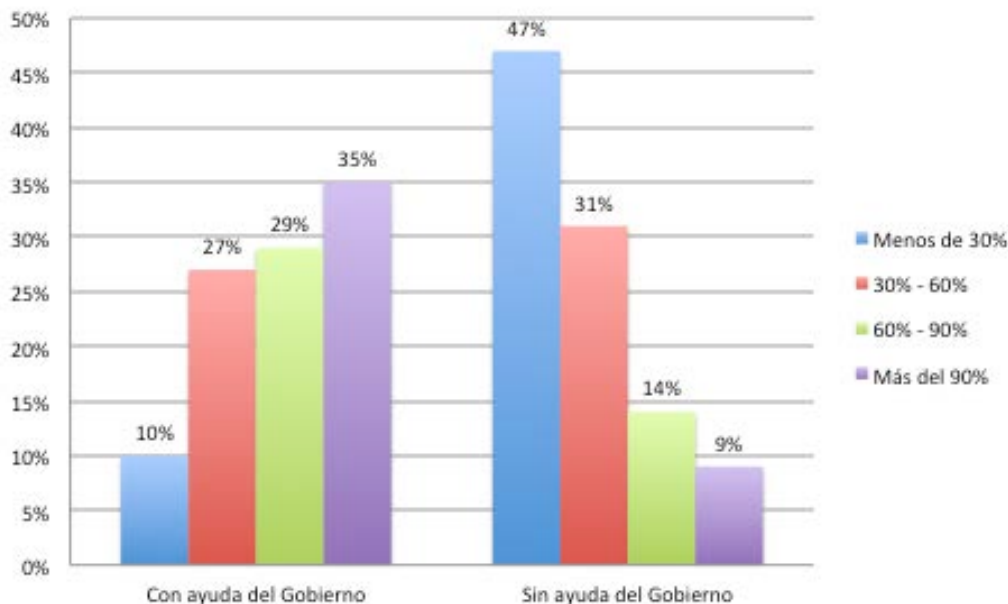
A partir de la importante ayuda estatal dispuesta por el DNU 376 del 20 de Abril (que establece la erogación pública de un salario complementario del 50% del sueldo neto del trabajador), se calcula que 260 mil nuevas MiPyME podrán afrontar entre el 80% y el 100% de los costos salariales de Abril. Restan otras 295 mil que, a pesar de la ayuda, sólo podrán solventar el 70% de los mismos.

En el gráfico a continuación se puede observar que la proporción de empresas que alcanzaba a cubrir menos del 30% de los costos salariales disminuye, luego de la intervención del Gobierno, del 47% al 10%. Por otro lado, las empresas que podían pagar más del 90% pasan del 9% al 35%.

Sin ayuda del Gobierno, las empresas más complicadas por orden son las de construcción, comercio, manufactura, servicios y agro. Y el sector con la mejora relativa más importante luego de la ayuda económica es el manufacturero.

¿Qué porcentaje de los costos salariales de Abril prevés que puede afrontar tu empresa?

Costos salariales contempla salarios y cargas sociales



Fuente: Fundación Observatorio Pyme

A propósito de la necesidad de arreglos descentralizados entre empresas y trabajadores, la encuesta de la Fundación Observatorio Pyme indica que, actualmente, el 51% de las MiPyME están buscando acuerdos directos con sus trabajadores y/o gremios que los representan, para reorganizar el proceso productivo, renegociando salarios, suspensiones, duración de jornada y vacaciones anticipadas.

Del otro lado, siguen apareciendo noticias vinculadas a subas de impuestos proyectadas o sancionadas, en dirección opuesta a lo que la crisis demanda. Por caso, los medios informan que en Puerto Madryn el Concejo Deliberante aprobó dos ordenanzas con nuevos impuestos a sus principales actividades productivas (pesca, energía eólica, producción de pórpidos, entre otros).

En Foco 2

Pese al estricto control para el acceso a las divisas y al superávit de la balanza comercial, las cuentas del sector externo no mejoran

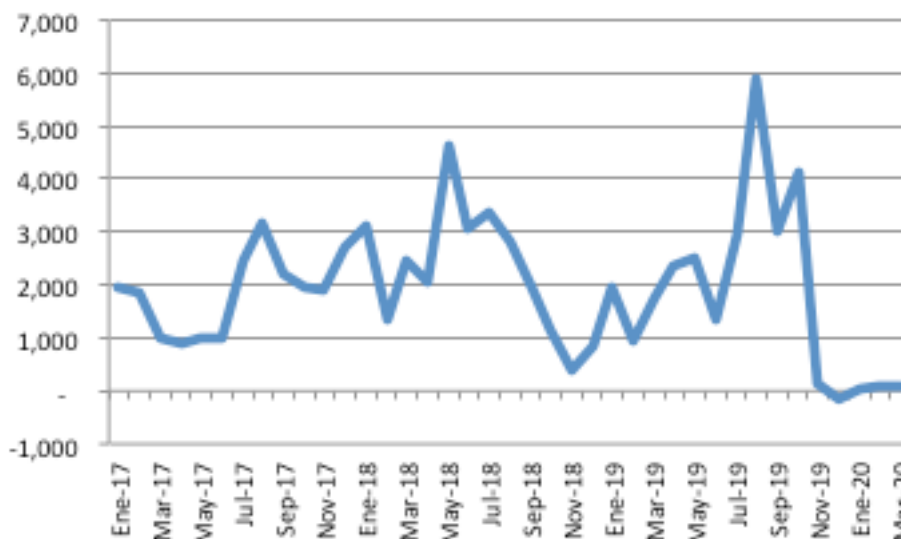
Guadalupe Gonzalez

- El flujo de dólares por motivo atesoramiento se redujo de un promedio mensual de 2,7 mil millones entre enero y octubre de 2019 a 95 millones en el primer trimestre de 2020
- Pese a una marcada reducción del déficit del rubro servicios (turismo, entre otros), el saldo positivo de la cuenta corriente del balance de pagos se redujo de 738 a 174 millones de dólares desde el primer trimestre de 2019 a igual período de 2020
- La variación del stock de reservas externas, que había sido positiva en el primer trimestre de 2019 (401 millones de dólares), pasó a terreno negativo en igual período de 2010 (-1287 millones)

El mercado de cambios sufrió importantes modificaciones en su funcionamiento desde fines del año pasado, con impacto en el balance cambiario, información que publica mensualmente el Banco Central. Entre las principales reformas efectuadas se encuentra la obligatoriedad de la liquidación de las divisas resultantes de las exportaciones de bienes y servicios, así como los límites establecidos para la compra de moneda extranjera para la formación de activos externos y transferencias personales cuando se trate de personas humanas (US\$200 por mes), y la conformidad previa para las compras de moneda extranjera para atesoramiento cuando se trate de personas jurídicas. Además, la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva estableció el Impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria (PAIS), que es un gravamen sobre ciertas operaciones de cambio de moneda, dentro de las que se encuentran las destinadas a atesoramiento o viajes al exterior, alcanzadas por una alícuota del 30%.

Los cambios introducidos comienzan a reflejarse en las cifras de oferta y demanda del mercado de divisas. Por caso, la demanda neta de dólares para atesoramiento pasó de un promedio mensual de US\$2.688 millones entre Enero y Octubre de 2019, a apenas US\$95 millones/mes en el promedio de los primeros tres meses de 2020.

Demanda de dólares para atesoramiento, neto en millones de dólares



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

También se registran cambios al interior de la cuenta capital y financiera y la cuenta corriente cambiaria.

Cuenta capital y financiera

En el primer trimestre del año, las operaciones de la cuenta capital y financiera acumularon un saldo negativo de US\$1.263 millones. Este resultado se explicó por los movimientos deficitarios del “Sector Privado No Financiero”, del “Sector Financiero” y del “Sector Público y BCRA” por US\$781 millones; US\$372 millones, y US\$1.054 millones, respectivamente. Estos egresos fueron parcialmente compensados por los ingresos netos por “Otros movimientos netos” por US\$943 millones, explicado en gran medida por los cobros de préstamos locales en moneda extranjera por parte de entidades. Como consecuencia, las reservas internacionales del BCRA se redujeron en US\$1.287 millones en el primer trimestre.

El déficit en la cuenta capital y financiera del primer trimestre del año de US\$1.263 millones compara con aquel de hace un año atrás, de US\$2.610 millones. La mayor diferencia se da en el sector privado no financiero, que redujo su saldo deficitario de US\$7.199 millones en 2019 a US\$781 millones este año, es decir, una diferencia de US\$6.418 millones en un año. Por otro lado, tanto el sector financiero como el sector público pasaron de tener un saldo superavitario en el primer trimestre de 2019 a presentar un resultado negativo en igual trimestre de 2020.

Cuenta Capital y Financiera + Variación de Reservas

Millones de USD

	I trim 2019	I trim 2020
Cuenta Capital y Financiera Cambiaria	-2,610	-1,263
Sector Privado no Financiero	-7,199	-781
Sector Financiero	1,127	-372
Sector Público y BCRA	2,554	-1,054
Otros movimientos netos	909	943
Variación de Reservas	401	-1,287

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Cuenta Corriente Cambiaria

Las operaciones de la cuenta corriente del balance cambiario resultaron superavitarias en US\$174 millones en el primer trimestre. Esto implica una importante reducción respecto de lo ocurrido el año pasado, cuando la cuenta acumulaba un superávit en US\$738 millones.

El superávit de bienes registró un saldo de US\$3.078 millones en el acumulado de los primeros tres meses del año, por debajo del de hace un año atrás (US\$4.509 millones). Esta diferencia se vio compensada por la disminución en el rojo del balance de servicios que cerró el trimestre con un déficit de US\$109 millones, cuando hace un año el saldo era deficitario por US\$1.607 millones. Por su parte, el balance de rentas registró en el primer trimestre un saldo positivo de US\$174 millones, que compara con el superávit de US\$738 millones del primer trimestre de 2019.

Cuenta Corriente Cambiaria, principales apartados

Millones de USD

	I trim 2019	I trim 2020
Bienes	4,509	3,078
Servicios	-1,607	-109
Rentas	-2,243	-2,824
Otros	79	30
Total Cuenta Corriente	738	174

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

En Foco 3

El dato regional de la semana: Los efectos del COVID-19 llegan a la cadena del cerdo, con mayor intensidad en algunas provincias que en otras

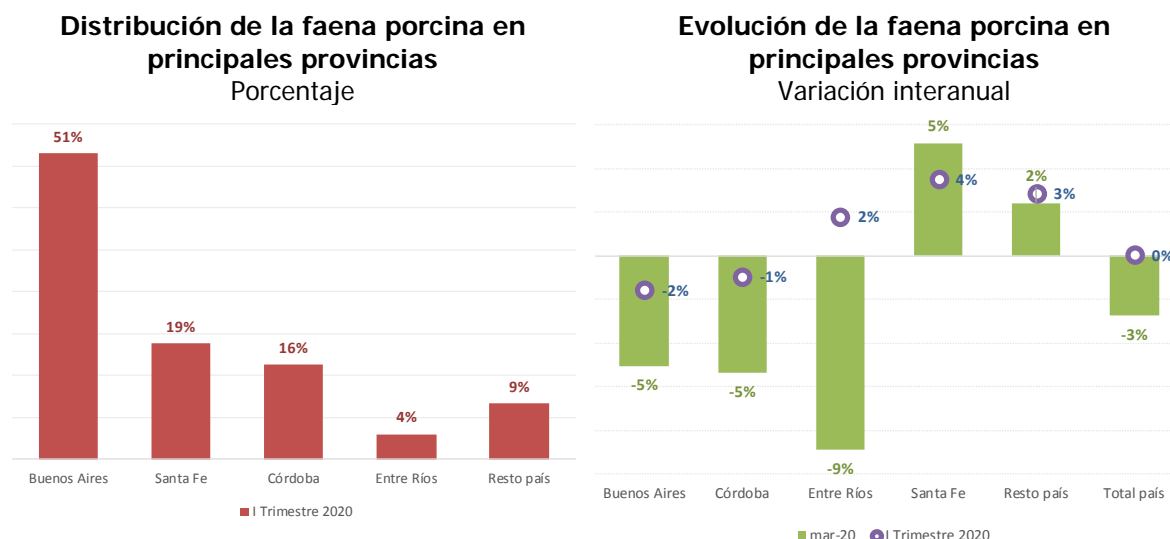
Juan Manuel Garzón y Valentina Rossetti

- La faena de cerdos, que subía en enero, se estabilizó en febrero y cayó un 3% interanual en marzo. Lo sucedido en este último mes sólo puede explicarse por los efectos del COVID-19 y de las duras medidas adoptadas por el gobierno para contener la evolución del virus. Nótese que la producción de animales difícilmente pueda haber caído en esa magnitud (3%), por lo que la baja de la faena se explicaría por un (inesperado) menor nivel de actividad (recibo de animales) de algunas plantas frigoríficas
- El menor nivel de actividad de la industria frigorífica porcina durante el mes de marzo se verifica en 3 de las 4 provincias líderes del país. En Buenos Aires, jurisdicción que concentra más de la mitad de la faena nacional (51% en 2020), la cantidad de animales faenados bajó un 5% interanual, similar caída mostró Córdoba (16% de la faena nacional), mientras que en Entre Ríos (4% de la faena) el ajuste fue del 9%
- Pasando a temas más estructurales, el año pasado sólo tres provincias argentinas, Santa Fe, Córdoba y Entre Ríos, generaron “excedentes”, tanto de producción de animales como de carne de cerdo, es decir, disponían de una “escala” productiva (granjas y plantas de faena) suficiente como para más que garantizar a cada uno de sus habitantes los 14,6 kilos per cápita que se consumen en promedio a nivel nacional. Otras tres provincias (San Luis, La Pampa y La Rioja) disponían de los animales suficientes, pero no de la capacidad de faena necesaria para llegar al consumo promedio país; Buenos Aires contaba con las plantas industriales, pero no con los animales suficientes; finalmente, 17 jurisdicciones (incluyendo CABA) no disponían ni de los animales ni de la estructura de faena

Según las estadísticas de la Dirección Nacional de Control Comercial Agropecuario, en el primer trimestre del año la faena porcina se mantuvo estable respecto a la observada en el mismo período de un año atrás (faena en establecimientos fiscalizados por el organismo nacional). Este año se faenaron 1,593 millones de cabezas que comparan contra 1,592 millones del 2019 (+0,1%).

En el mes a mes se observa que la faena subía al 3% interanual en enero, se estabilizó en febrero, mientras que en marzo cayó un 3% interanual. Lo sucedido en marzo sólo puede explicarse por los efectos del COVID-19 y de las duras medidas adoptadas por el gobierno para contener la evolución del virus. Nótese que la producción de animales difícilmente pueda haber caído en esa magnitud (3%), por lo que la baja de la faena se explicaría por un (sorpresivo) menor nivel de actividad (recibo de animales) de algunas plantas frigoríficas; en esos últimos días de marzo muchos productores manifestaron problemas para comercializar animales terminados, ya listos para ser enviados a las plantas faena, con todo lo que ello implica (animales que se “pasan” de peso, infraestructuras que se colapsan, ingresos que se postergan, incertidumbre respecto de si continuar o frenar los procesos reproductivos y de engorde, etc.).

La menor demanda de animales para faena por parte de la industria que se observó en marzo se manifestó con mayor intensidad en algunas provincias que en otras.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de MAGyP.

En Buenos Aires, jurisdicción que concentra más de la mitad de la faena nacional (51% en el primer trimestre del 2020), la cantidad de animales faenados bajó un 5% interanual el mes pasado, una caída similar a la mostrada por Córdoba (representa el 16% de la faena nacional); en Entre Ríos, la cuarta provincia en importancia para la industria, el ajuste fue del 9% i.a. Para una producción de animales de “ciclo continuo”, con un nivel de actividad similar al del año pasado, estos porcentajes de caída de faena en 3 de las 4 provincias líderes significaron seguramente un gran problema para las granjas.

Por el contrario, Santa Fe, segunda en el ranking de faena (19% del total) se mantuvo ajena a esta situación y su industria creció un 5%; en el resto del país (9% del total), tomado como bloque, también se observa un incremento de la faena (+2%).

Como fuese mencionado, lo sucedido en marzo con las plantas frigoríficas tiene que ver con la pandemia y las medidas que el gobierno instrumentó para reducir los contagios. El

virus y la política de contención están dejando su sello negativo sobre todas las actividades, incluso en aquellas consideradas esenciales o primarias, como las que producen materias primas agrícolas y alimentos.

La pandemia genera problemas que se manifiestan por el lado de la oferta, que se reflejan en aumentos de costos (de logística, personal), pero los que más preocupan y afectan en este caso son los que se observan por el lado de la demanda. Hay consumos que directamente han desaparecido, no tanto por ausencia de voluntad o falta de ingresos, sino por la imposibilidad de llevarlos adelante, en ámbitos donde la carne porcina estaba teniendo una gran inserción, por caso, todos aquellos que se realizan en eventos (reuniones empresariales, deportivas, sociales) y en establecimientos de comidas (restaurantes). Y hay otros consumos que, a diferencia de los anteriores, sí están retrocediendo por la caída de ingresos (presente o esperada) que sufren los actores más afectados por las medidas de contención del virus (empleados, empleadores, profesionales, cuentapropistas, etc.), vinculados a sectores que no han podido operar en los últimos 40 días (ramas industriales, comercios y servicios varios) y particularmente a aquellos que no podrán hacerlo incluso durante varias semanas más.

Este contexto llevó seguramente a la industria frigorífica a reducir su nivel de actividad a partir de mediados de marzo, en anticipo de una demanda interna con menor capacidad para absorber, a los precios vigentes, los volúmenes que se venían volcando al mercado y también de un mercado de exportación debilitado por similares problemas a los locales (la debilidad de la demanda genera mayores excedentes de exportación en todos los exportadores globales pero éstos chocan con las menores necesidades de producto en los importadores).

Autoabastecimiento de animales y de carne de cerdo, una aproximación a la situación de las distintas provincias

La distribución territorial de la cadena porcina tiene a las provincias de Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe como protagonistas. Las participaciones de cada una de estas jurisdicciones son diferentes según el eslabón del que se trate. La producción primaria (granjas) se concentra en Buenos Aires y Córdoba, las que producen el 29% y 26% de los animales vivos que se envían a faena en el país, respectivamente (año 2019). Santa Fe se encuentra en tercer lugar con el 19%, seguida de lejos por Entre Ríos (9%) y San Luis (6%). El eslabón industrial, como ya se mencionó, está fuertemente concentrado en la provincia de Buenos Aires, seguida por Santa Fe y luego Córdoba, acumulando entre las tres el 86% del total. Por otro lado, cada argentino consumió, en promedio, 14,6 kilos de carne porcina por año (2019).

En este apartado se aproxima la capacidad con la que cuenta cada provincia para autoabastecerse de animales y de carne de cerdo, suponiendo que en todos los casos se

aspira a un consumo local (kilos por habitante) similar al promedio país. A priori, aparecen cuatro situaciones posibles:

- Una primera situación sería la de aquellas provincias que pueden autoabastecerse, es decir que cuentan con las granjas (flujo de animales) y con las plantas industriales suficientes (cantidad, escala) como para abastecer el consumo promedio en su propio territorio;
- Una segunda situación sería la de aquellas jurisdicciones que producen suficientes animales, tienen las granjas (cantidad y/o escala), pero no cuentan (al menos no en la práctica) con las instalaciones de faena como para llegar a ese consumo medio;
- Una tercera situación posible sería la de aquellas provincias que tienen un eslabón industrial fuerte, pero necesitarían abastecerse de animales de otras provincias si desearan llegar al consumo medio;
- Finalmente, la cuarta situación sería el caso de provincias que no cuentan ni con las granjas ni con las plantas industriales, es decir, que dependen completamente del ingreso de animales y/o el producto final proveniente de otras jurisdicciones para abastecer su mercado y poder lograr ese consumo promedio nacional.

En un gráfico que se presenta a continuación se distribuye a las provincias según las cuatro situaciones posibles antes mencionadas.

En el cuadrante de arriba a la derecha se encuentran las jurisdicciones que producen y faenan suficientes animales (para alcanzar el consumo promedio nacional), se trata de sólo tres provincias, Santa Fe, Córdoba y Entre Ríos, ellas tienen "excedentes", se encuentran en condiciones de colocar animales y carnes en otros mercados y a la vez garantizar los 14,6 kilos per cápita para cada uno de sus habitantes.

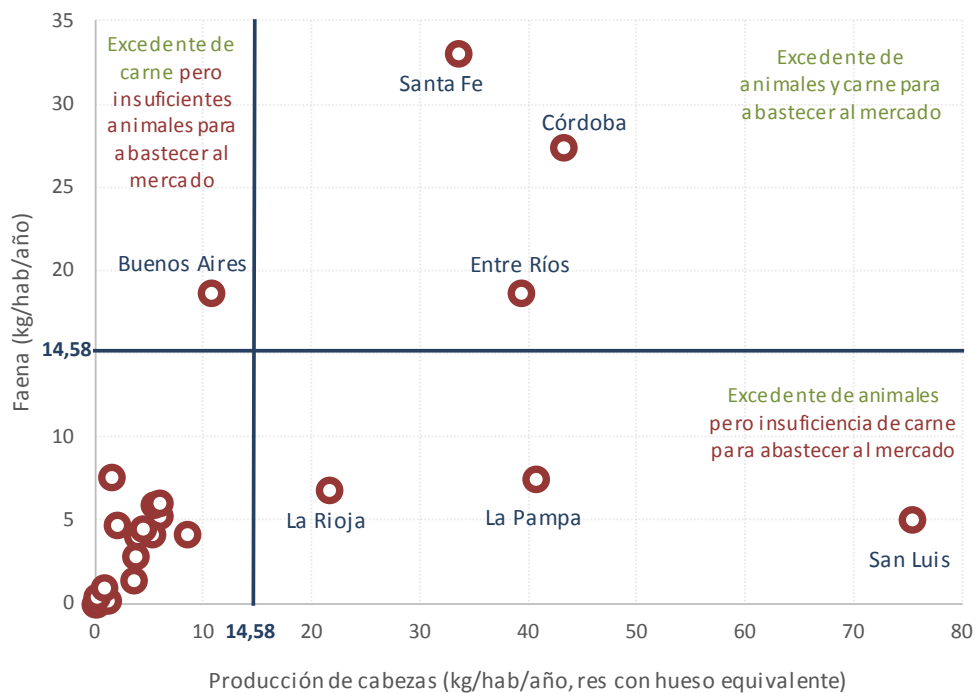
En el cuadrante de arriba a la izquierda se encuentran aquellas que tienen "déficit de animales en pie", en relación a un consumo medio nacional, pero logran excedentes en la cantidad de kilos faenados, es decir, aquellas que se abastecen de capones de otras provincias y luego, si lo desean, pueden proveer a otras de cortes de carne y a su propio mercado interno. En esta situación se encuentra sólo la provincia de Buenos Aires.

Las provincias del cuadrante de abajo a la derecha son aquellas que producen más capones de los que un consumo medio exigiría, pero que carecen del eslabón industrial que se requiere para transformar estos animales en los kilos de carne deseados. Aparecen aquí San Luis, La Pampa y La Rioja.

Por último, en el cuadrante de abajo a la izquierda se encuentran todas las restantes provincias (17 jurisdicciones, incluyendo CABA), que son aquellas que no cuentan ni con los animales ni con un nivel de faena suficiente para garantizar un consumo promedio como el nacional para cada uno de sus habitantes.

Producción de animales y de carne de cerdo, por provincia

En kilos promedio por habitante por año – Res con hueso equivalente - Año 2019



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de MAGyP.

Anexo

Argentina: canjeando bonos en un mundo convulsionado¹

Guillermo Mondino

- La transacción parece poco tentadora. Con algún esfuerzo se podría mejorar y acercar posiciones. Resultado más probable, aceptación parcial sin lograr resolver problema del endeudamiento externo
- Qué puede hacer el gobierno en caso que la propuesta actual tenga limitada aceptación?
 - declarar el default y comenzar un proceso muy litigioso
 - pagar vencimientos y mantener la deuda al día por unos meses, esperando una mejora en las condiciones de mercados
 - proponer un "Standstill" por un período de 9 meses a un año, utilizando algún mecanismo de ingeniería financiera

Argentina: ¿nuevo default o reestructuración en puerta?

Cuánto vale el paquete?

- Condicionantes del "exit yield"
- Qué tan "out of the money" está el paquete?

Qué chances hay de éxito?

- Single limb, dual limb o bono por bono?
- Incentivos a participar

Qué mejoras podrían introducirse, dada la estructura?

Cuánto vale el paquete?

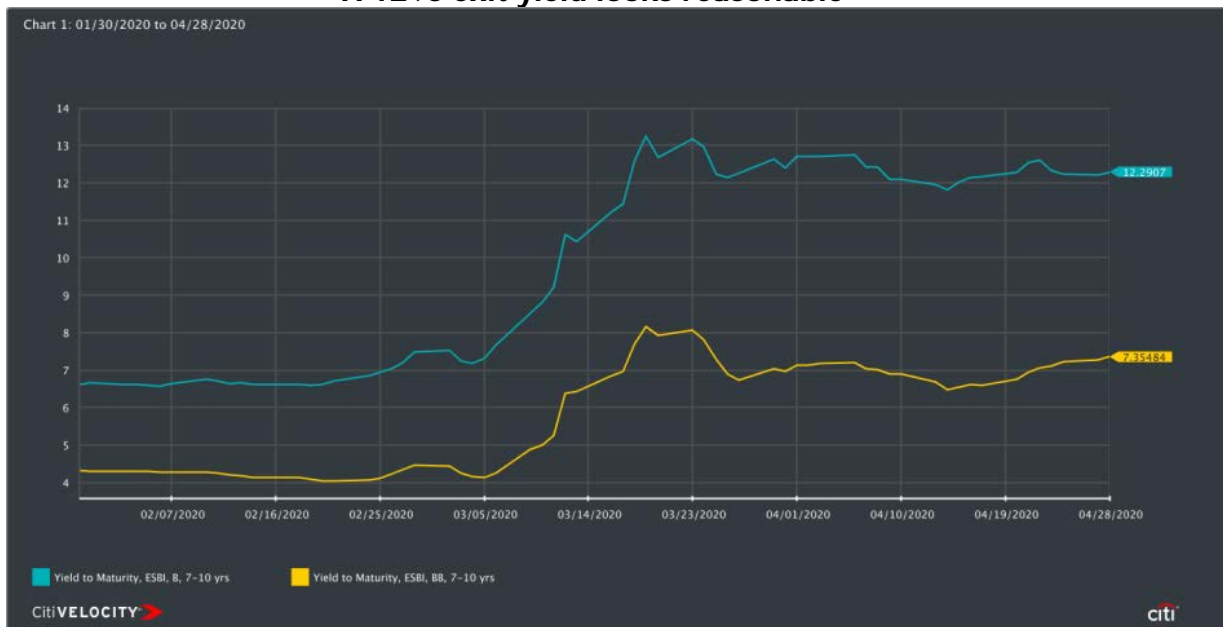
Condicionantes del exit yield.

- El exit yield se determina por el precio que están dispuestos a pagar los "nuevos" compradores de bonos el día después de terminada la transacción (t+1).

¹ *Ayuda memoria*, presentación del Dr. Guillermo Mondino en el foro organizado por la Fundación Mediterránea el 29 de abril de 2020

- Quienes pueden comprar bonos en t+1? Bonos poco atractivos para fixed income investors (fondos de pensión, cías. de seguros, jubilados, etc). Más parecidos a equities que a bonos. Probables compradores son Hedge Funds y otros "especuladores." Sólo compran si el retorno esperado es alto.
- Nuevos bonos aumentan considerablemente el duration.
- Será baja probabilidad de default gracias a la nueva estructura? Los bajos cash-flows sugieren que si. Pero, el hecho que probablemente sólo haya un éxito parcial seguramente redundará en numerosos juicios que, dado nuestro pasado de defaulteador serial, puede resultar en potenciales embargos, suspensiones de pagos, etc.
- La experiencia histórica post 2005 muestra que durante 11 años, mientras duró la saga de los holdouts, Argentina no pudo volver a emitir deuda en el exterior (excepto los Boden).
- Macro condicionantes: ausencia de modelo de crecimiento; epidemia; recesión global.
- Bonos poco elegantes: complicados de valuar y de hedgear (sinkers, con step-ups, que maduran todos en un mismo mes, etc).

**EM B rated credit spreads
A 12% exit yield looks reasonable**



La crisis del Covid aumentó notablemente el yield de créditos potencialmente comparables, reduciendo las chances de éxito de la transacción.

**Valor paquete con exit yields comparables
Exit yield 11%**

NPV at each option							
Bond	Coupon	Outstanding (USDmn equiv.)	New 2030	New 2036	New 2039	New 2043	New 2047
NY LAW							
Global21	6.875	4,484	39.0	34.6			34.7
Global22	5.625	3,250	39.0	34.6			34.7
Global23	4.625	1,750	39.0	34.6			34.7
Global26	7.500	6,455	39.0	34.6			34.7
Global27	6.875	3,750	39.0	34.6			34.7
Global28N	5.875	4,250	39.0	34.6			34.7
Global28	6.625	1,000	39.0	34.6			34.7
Global36	7.125	1,727	39.0	34.6			34.7
Global46	7.625	2,518		34.6			34.7
Global48	6.875	3,000		34.6			34.7
Global 2117	7.125	2,689		34.6			34.7
Discount33 2005	0.083	3,938			39.2	37.8	34.7
Discount33 2010	0.083	1,227			39.2	37.8	34.7
Par USD 2005	3.750	5,006				37.8	34.7
Par USD 2010	3.750	93				37.8	34.7

Exit yield 12%

NPV at each option							
Bond	Coupon	Outstanding (USDmn equiv.)	New 2030	New 2036	New 2039	New 2043	New 2047
NY LAW							
Global21	6.875	4,484	36.2	31.1			31.1
Global22	5.625	3,250	36.2	31.1			31.1
Global23	4.625	1,750	36.2	31.1			31.1
Global26	7.500	6,455	36.2	31.1			31.1
Global27	6.875	3,750	36.2	31.1			31.1
Global28N	5.875	4,250	36.2	31.1			31.1
Global28	6.625	1,000	36.2	31.1			31.1
Global36	7.125	1,727	36.2	31.1			31.1
Global46	7.625	2,518		31.1			31.1
Global48	6.875	3,000		31.1			31.1
Global 2117	7.125	2,689		31.1			31.1
Discount33 2005	0.083	3,938			35.3	33.8	31.1
Discount33 2010	0.083	1,227			35.3	33.8	31.1
Par USD 2005	3.750	5,006				33.8	31.1
Par USD 2010	3.750	93				33.8	31.1

Hay un potencial efecto multiplicador en la transacción. Mejoras moderadas en la oferta que aumenten la probabilidad de éxito pueden reducir el exit-yield en 100bp lo que redunda en un aumento del valor de la transacción de unos \$5: "It pays to be friendly (flexible)."

Y si todo sale bien, ¿es negocio canjear?

Supongamos que el exit yield es 12%.

Si Argentina logra consolidar una recuperación vigorosa, con acuerdo con el FMI y buenas perspectivas, en unos años podrá llegar a un rating de BB. Eso, a precios de hoy, implica un yield de 7.5%.

En el mejor de los escenarios, el upside que puede esperar alguien que canjee es que, con el tiempo, los bonos suban \$20-25 de precio.

Esto, para una inversión con riesgo de país emergente es muy mediocre.

Exit yield 7.5%

Bond	Coupon	Outstanding (USDmn equiv.)	NPV at each option				
			New 2030	New 2036	New 2039	New 2043	New 2047
NY LAW							
Global21	6.875	4,484	50.7	51.1			52.7
Global22	5.625	3,250	50.7	51.1			52.7
Global23	4.625	1,750	50.7	51.1			52.7
Global26	7.500	6,455	50.7	51.1			52.7
Global27	6.875	3,750	50.7	51.1			52.7
Global28N	5.875	4,250	50.7	51.1			52.7
Global28	6.625	1,000	50.7	51.1			52.7
Global36	7.125	1,727	50.7	51.1			52.7
Global46	7.625	2,518		51.1			52.7
Global48	6.875	3,000		51.1			52.7
Global 2117	7.125	2,689		51.1			52.7
Discount33 2005	0.083	3,938			57.3	56.9	52.7
Discount33 2010	0.083	1,227			57.3	56.9	52.7
Par USD 2005	3.750	5,006				56.9	52.7
Par USD 2010	3.750	93				56.9	52.7

Qué tan lejos estamos de lo que el mercado esperaba?

Qué tan out-of-the-money está el paquete?

- Aproximación binomial: reestructuración es exitosa o fracasa. Realidad es más compleja donde escenario más probable es aceptación parcial con numerosos holdouts. Pero el ejercicio ilustra el problema a resolver.

- El precio de los bonos el día previo al anuncio (Jueves 16?) debería reflejar el precio promedio ponderado del escenario donde la transacción es aceptable/exitosa y donde fracasa/default.
- Supongamos que el precio de los bonos antes de la oferta era 30 y, en default, podían caer a 20. Supongamos que la probabilidad de éxito es 50%, entonces la oferta debería haber sido, como mínimo y en este ejemplo, de 40.
- Este ejercicio identifica dos elementos claves: precio en evento de default y probabilidad de éxito:
 - En escenario de distress, bonos Argentinos cotizaron alrededor de \$25. Sin embargo, esos precios estaban sostenidos por la expectativa de una oferta que pudiera dar solución a la deuda. Por lo tanto, es probable que en un escenario de default, los mismos vayan a 20-25.
 - La probabilidad de éxito es subjetiva pero uno imagina que una oferta mínima es aquella que hace prob de éxito > 50%
 - Por supuesto. Una vez realizada la oferta, los bonos convergen al precio de la misma porque siempre está el escape de aceptarla. Claro que, si la transacción es muy mediocre, el exit-yield ya no será 12...
 - Los acreedores seguramente demandan mayor compensación que la mínima ya que quieren poder beneficiarse de algún upside en caso que se recupere la solvencia/crecimiento. Por otro lado, saben que siempre se quedan con el downside en caso que la situación continúe deteriorándose. Esa opcionalidad que demandan suele ser 5-10pts.
 - En resumen, la oferta luce unos 10 puntos más baja que lo necesario para tener chances de éxito.

Qué probabilidad de éxito hay?

Voto CACs.

- Single-limb (2016 indent. 75%).
- El gobierno optó por no utilizar este tipo de agregación (no se satisfacía "Uniform Applicability").
- Dual-limb (2016 indent. 66.6%+50% each; 2005 indent 85%+66.6%).
- El riesgo de dual-limb es que en algún bono haya blocking interests.
- Bono x bono (75% each bond). Muy demandante.
- Grupos de acreedores tienen % grandes que hacen imaginar que mantienen "blocking interests" (i.e. Fondos grandes tienen 25% Macri bonds y 15% exchange; HFs con Exchange bonds tienen más de 16%).
- Las tenencias de algunos bonos sugieren que están cerca de ser bloqueables: Arg '23, '27, '28? Swiss Franc?

- El gobierno ha introducido pocos incentivos a aceptar la oferta:
- límites a cantidad de bonos relativamente atractivos.
- Cláusula RUFO (derecho a potenciales mejoras en la oferta).
- Discrecionalidad del gobierno para definir canasta de bonos sujetos a agregación en voto de CACs (criterio muy debatible).
- Aquellos forzados a participar por votación de CACs recibirán nuevo '47 sin beneficio de cláusula RUFO.
- Hasta ahora, la indicación de los grupos de acreedores es rechazar: (i) por la estrategia unilateral utilizada; y (ii) por el bajo valor de la oferta.

Incentivo a no participar

- Un acreedor puede no votar y esperar el resultado de la votación.
- Si no vota, podría ocurrir que termine recibiendo el 2047 (Exchange bonds) o el 2039 (Macri bonds). Las pérdidas en valor por no optar son relativamente pequeñas (\$2 y \$1 respectivamente).
- En el caso que la votación no fuerce el canje, quien no vota puede litigar.
- Una vez obtenido un fallo favorable el bondholder recibe:
- 9% anual en statutory interest.
- Suspensión de CACs para futuras reestructuraciones?
- 25% de tenencias aceleran capital e interés corrido. Se necesitará luego 50% para desacelerar.
- En caso de default, un paso intermedio a un juicio puede ser la aceleración
- 25% de tenencias aceleran capital e interés corrido. Se necesitará luego 50% para desacelerar.
- Aceleración por cross-default puede desacelerarse automáticamente en caso que se cure el cross-default dentro de los 60 días.

Posibles mejoras

Reconocimiento de intereses devengados. Algunos bonos se beneficiarían otros no tanto.

- Capitalización de intereses devengados (equivaldría a \$1-1.5 de mejora), o
- Consolidar todo en un Floating Rate Bond (FRB) (podría resultar en \$2-2.5 de mejora), o
- Pago cash up-front (podría resultar en \$3-3.5 de mejora).

Reducción de haircut de capital.

- Podría considerarse una reducción de 12% a 5% (\$2.5-3.0) y de 5% a 0% (\$1.5-2.0).
- Eliminar cupón step-up pero capitalizar cupones preservando pagos en cash.
- En lugar de step-up capitalizar cupones (como en el discount actual)
 - Pagar cupones con un FRB.

Reducción de período de gracia pagando cupones con bonos durante el período de gracia actual.

- Pagar con un FRB.

Es factible aumentar \$5-8 sin modificar sustancialmente el espíritu y flujos de caja en los próximos años. La pregunta es, cuánta flexibilidad tiene el gobierno a la hora de negociar?

- Limitantes económicos reales serían respetados con estas alternativas.
- Limitantes políticos, tiene el gobierno genuina voluntad de resolver este problema?

Cambiará el gobierno la estrategia negociadora?

En resumen

La transacción parece poco tentadora. Con algún esfuerzo se podría mejorar y acercar posiciones. Resultado más probable, aceptación parcial sin lograr resolver problema del endeudamiento externo. Qué puede hacer el gobierno en caso que la propuesta actual tenga limitada aceptación?

- Declarar el default y comenzar un proceso muy litigioso.
- Pagar vencimientos y mantener la deuda al día por unos meses, esperando una mejora en las condiciones de mercados.
- Proponer un "Standstill" por un período de 9 meses a un año, utilizando algún mecanismo de ingeniería financiera.