



# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 29 - Edición N° 1280 – 18 de Junio de 2020

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Gustavo Reyes**

La necesidad de crecer

**En Foco 1 – Guillermo Mondino**

Negociación de la Deuda; ¿y ahora?

**En Foco 2 – Guadalupe Gonzalez**

En la primer quincena de junio el consumo de energía (no residencial) se recupera un 27,3% respecto de principios de abril, pero todavía se ubica 18,4% por debajo del arranque de marzo

**En Foco 3 – Vanessa Toselli y Sabrina Gonzalez del Campo**

El dato regional de la semana:

El empleo en la construcción cayó 19,2% durante el primer trimestre de 2020

**Edición y compaginación**

Karina Lignola y Fernando Bartolacci

**IERAL Córdoba**

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

**IERAL Buenos Aires**

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

**Fundación Mediterránea**

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)



**Editorial:****4*****La necesidad de crecer***

- La pobre evolución en materia de crecimiento económico de nuestro país no es una cuestión de años, sino de décadas. Argentina ha venido perdiendo terreno en forma sostenida, ya que pasó del puesto 16 al 30 en el ranking de economías más grandes del mundo, desde los años 80´s a la actualidad
- La tasa de ahorro de la Argentina es muy baja, en buena medida por la persistencia de elevados déficits fiscales. Aun así, ni siquiera ese limitado ahorro nacional se canaliza enteramente a la inversión. Tampoco se generan condiciones para la entrada de inversión extranjera al país
- Los países que logran crecer en forma sostenida dejan lecciones respecto a los factores necesarios para construir una historia de éxito. Nuestro país no sólo no ha logrado tomar esas enseñanzas, sino que en el último tiempo parece alejarse cada vez más de esta agenda, como lo muestran noticias recientes, vinculadas a los casos de Vicentin y Latam, la pérdida de automaticidad para la creación de empresas y para la operatoria del comercio exterior, así como los cambios que se estudian en el plano impositivo y las medidas que introducen mayor rigidez en el funcionamiento del mercado de trabajo
- En el plano macroeconómico, preocupa la ausencia de un plan de estabilización para la etapa de normalización que debería suceder a los momentos más serios de la pandemia, la falta de negociaciones con el FMI para lograr algún tipo de financiamiento de organismos multilaterales, así como las últimas novedades vinculadas con la reestructuración de la deuda pública en manos de acreedores privados

**En Foco 1:****10*****Negociación de la Deuda; ¿y ahora?***

- Las dos partes en la negociación parecen haber plantado bandera y trazado una línea en la arena. Es difícil que las negociaciones se reanuden este próximo fin de semana o en los días subsiguientes. Por el contrario, todo indica que se abre un periodo donde ambas partes estudiarán los movimientos del oponente y utilizarán, hasta donde sea posible, sus instrumentos de presión
- Llama la atención que la negociación se rompiera por una diferencia de pocos dólares en Valor Presente Neto. Una valuación aproximada de los paquetes sugiere que los distintos bonos sujetos a canje en la propuesta del gobierno recibirían de \$50-\$55, utilizando como parámetro de valuación una tasa de descuento del 10% (\$41-\$47 con una tasa de descuento más realista del 12%). Las propuestas de los bonistas, mientras tanto, demandarían unos \$57-\$64, contabilizados al 10% (\$47-\$55 al 12%). Las distancias no parecen infranqueables
- Es posible que las autoridades registren una nueva transacción ante la SEC, como la conocida el miércoles por la noche, y se jueguen a un canje parcial. Quizás, con estos nuevos términos más generosos logren mayor participación. De todas formas, el gobierno no debe desconocer que uno de los resultados de las fallidas negociaciones ha sido el coordinar al universo de bonistas que ahora mira las acciones de las tres agrupaciones de acreedores para tomar sus decisiones. Donde van estos grupos, probablemente vayan casi todos... Así, la opción de ir por un canje parcial corre serios riesgos

- Curiosamente, las negociaciones caen sólo 24 horas más tarde de la “salida” que el gobierno le diera a inversores externos que están invertidos en pesos. Es posible que, ante la inminencia del quiebre de negociaciones, las autoridades optaron por quitarle presión al mercado libre de cambios, canalizando una demanda que, en cualquier circunstancia, hubiera sido muy difícil de digerir por su dimensión. ¿Si el dólar libre puede estar más volátil en las próximas semanas, para qué agregarle nafta al fuego?

**En Foco 2:****15**

***En la primer quincena de junio el consumo de energía (no residencial) se recupera un 27,3% respecto de principios de abril, pero todavía se ubica 18,4% por debajo del arranque de marzo***

- En la industria, la demanda de energía mejoró un 51,8 % respecto del piso, pero todavía se ubica un 22,2% por debajo de la primer quincena de Marzo. En el sector de alimentos, comercio y servicios, la merma de Junio respecto del promedio de las dos primeras semanas de Marzo es de 14,5% y de 4,3% en el caso del sector de petróleo y minerales
- En el NOA el consumo en lo que va de Junio es un 30,7% menor al del promedio de las dos primeras semanas de en Marzo, mientras que en la Patagonia la merma es de 5,2%. En GBA y Litoral, la caída es de 23,9% y 19,2% respectivamente, mientras que en la provincia de Bs As y en el NEA es de 16,5% y 15,5%
- En Comahue, Cuyo y Centro la caída de la demanda de energía en los primeros días de Junio respecto de igual período de marzo es 12,3%; 11,2% y 9,2%, respectivamente

**En Foco 3:****19**

***El dato regional de la semana: El empleo en la construcción cayó 19,2% durante el primer trimestre de 2020***

- El empleo registrado en el sector de la construcción a nivel nacional desciende ininterrumpidamente desde marzo de 2019, con caídas que se profundizan a partir de noviembre
- Las bajas más pronunciadas del primer trimestre se observaron en la Región Pampeana y la región de Cuyo, con disminuciones interanuales de 20,9% y 25,9% respectivamente. Dentro de las provincias que las componen, la reducción fue liderada por Córdoba (-31,2%) y San Luis (-28,1%)
- A nivel nacional, se destaca la provincia de Santa Cruz, en donde el empleo promedio de la construcción creció el 9,2% en el trimestre. En el otro extremo, la provincia con reducciones más significativas fue La Rioja (-40,1%)

## Editorial

### La necesidad de crecer

Gustavo Reyes

- La pobre evolución en materia de crecimiento económico de nuestro país no es una cuestión de años, sino de décadas. Argentina ha venido perdiendo terreno en forma sostenida, ya que pasó del puesto 16 al 30 en el ranking de economías más grandes del mundo, desde los años 80´s a la actualidad
- La tasa de ahorro de la Argentina es muy baja, en buena medida por la persistencia de elevados déficits fiscales. Aun así, ni siquiera ese limitado ahorro nacional se canaliza enteramente a la inversión. Tampoco se generan condiciones para la entrada de inversión extranjera al país
- Los países que logran crecer en forma sostenida dejan lecciones respecto a los factores necesarios para construir una historia de éxito. Nuestro país no sólo no ha logrado tomar esas enseñanzas, sino que en el último tiempo parece alejarse cada vez más de esta agenda, como lo muestran noticias recientes, vinculadas a los casos de Vicentin y Latam, la pérdida de automaticidad para la creación de empresas y para la operatoria del comercio exterior, así como los cambios que se estudian en el plano impositivo y las medidas que introducen mayor rigidez en el funcionamiento del mercado de trabajo
- En el plano macroeconómico, preocupa la ausencia de un plan de estabilización para la etapa de normalización que debería suceder a los momentos más serios de la pandemia, la falta de negociaciones con el FMI para lograr algún tipo de financiamiento de organismos multilaterales, así como las últimas novedades vinculadas con la reestructuración de la deuda pública en manos de acreedores privados

Una parte importante de los problemas que tiene Argentina está relacionado con el tiempo que lleva su economía sin crecer. La pobre evolución en materia de crecimiento económico de nuestro país no es una cuestión de años, sino de décadas. Como puede observarse en el siguiente gráfico, Argentina ha venido perdiendo terreno en forma sostenida en relación al mundo: nuestro país pasó de estar en el lugar 16 en el ranking de economías más grandes del mundo a principios de los 80´s al puesto 30 en la actualidad. Cada gran explosión macroeconómica contribuyó a esta caída en el ranking: el fin de la Tablita de Martínez de Hoz y la guerra de Malvinas llevaron al país del puesto 16 al 18, la

hiperinflación a puestos debajo de 20, la ruptura de la Convertibilidad, a lugares inferiores al 25 y el fin del plan de Metas de Inflación 2018-2019, al puesto 30. Si bien la Argentina pareció sobreponerse a cada una de estas explosiones, en realidad, en los años siguientes no pudo recuperar su posición relativa en el mundo.



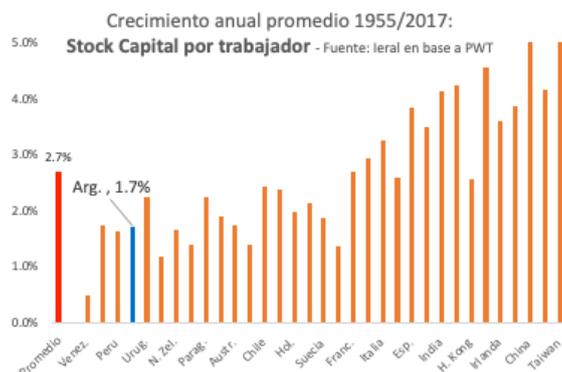
### ¿Qué se necesita para crecer?

De la misma forma que para cocinar un menú necesitamos utilizar distintos ingredientes, el crecimiento económico requiere la utilización de insumos productivos entre los cuales se destacan el capital físico, el humano y la productividad (la eficiencia con la que opera la economía).

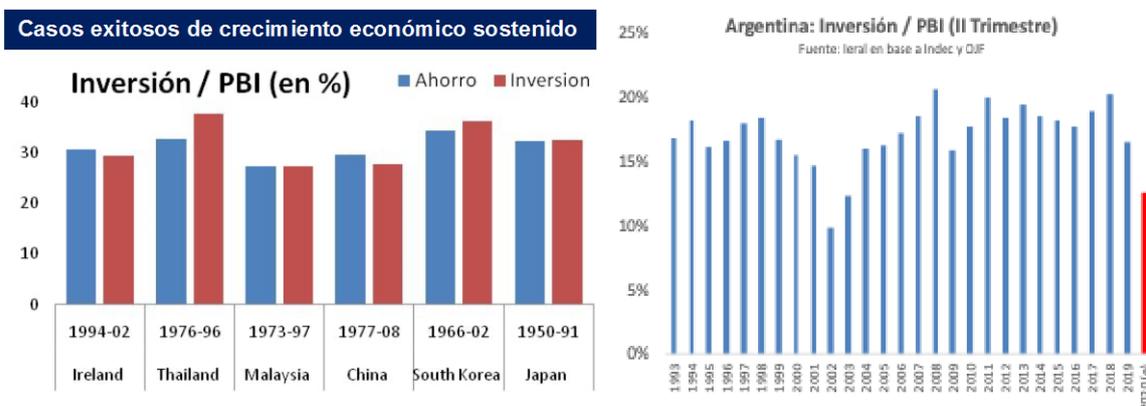
De acuerdo a un estudio realizado por el Ministerio de Economía<sup>1</sup>, el stock de capital físico explica cerca del 60% del crecimiento económico que tuvo nuestro país en los últimos 25 años. El mecanismo de acumulación de capital físico se produce a través del proceso de inversión. De acuerdo a las estimaciones del citado estudio, se puede calcular que en Argentina, por cada 1% de crecimiento en el cociente Inversión/PBI, la producción del país puede expandirse aproximadamente un 1.5% en el mediano plazo.

Gran parte del pobre desempeño económico que ha tenido nuestro país en las últimas décadas en materia de crecimiento económico se explica por los reducidos niveles de inversión que determinaron un nivel promedio muy bajo para el stock de capital (físico).

<sup>1</sup> Baumann y Cohan, (junio 2018), "Crecimiento económico, PFT y PIB potencial en Argentina", [https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/crecimiento-economico-ptf-y-pib-potencial-en-argentina\\_1.pdf](https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/crecimiento-economico-ptf-y-pib-potencial-en-argentina_1.pdf)



Si bien la dinámica de la inversión en Argentina ha sido mediocre durante mucho tiempo, en los últimos años, primero por la crisis 2018 – 2019 y recientemente por los efectos de la pandemia, ésta ha empeorado notablemente, como puede observarse en el siguiente gráfico:

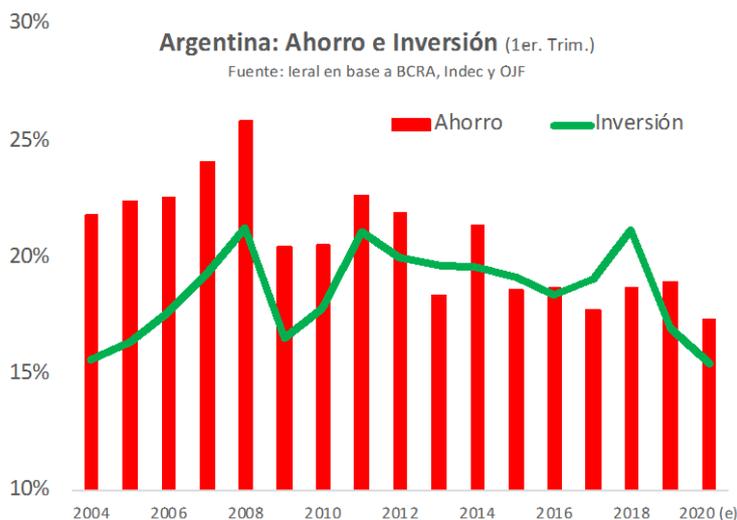


### ¿Cómo se financia la Inversión?

La inversión es un gasto y como tal, siempre debe ser financiado. En términos macroeconómicos, se financia mediante el ahorro que puede provenir de los propios argentinos o del resto de mundo.

Actualmente el nivel de ahorro en Argentina, a pesar de ser muy bajo, es superior al de inversión y por lo tanto, el país como un todo, está financiando los procesos de inversión del resto del mundo.

El financiamiento de las inversiones externas por parte de los argentinos no sucede porque seamos perversos, sino que las condiciones económicas del país hacen que resulte muy riesgoso enterrar recursos dentro del país y, por lo tanto, éstos se dirigen a otros horizontes.



Aún canalizando los ahorros internos hacia la inversión, su bajo nivel hace que no sean suficientes para financiar emprendimientos que permitan un crecimiento sostenido, y menos aún recuperar parte del terreno perdido en las últimas décadas. Alcanzar estos niveles de crecimiento sostenido requiere de mecanismos que atraigan tanto al ahorro interno como al externo y que los canalicen hacia la inversión.

### Factores impulsores del crecimiento económico

La literatura sobre crecimiento económico además de explicitar cuáles son los insumos claves que permiten la expansión de la economía en el mediano plazo, distingue también aquellos factores que facilitan su acumulación. Entre los principales se pueden destacar los siguientes<sup>2</sup>:

- Calidad de la Educación y la Salud (+)
- Capacidad de Innovación (+)
- Respeto de la Ley, Derechos de Propiedad y Sistema Capitalista (+).
- Facilidad para hacer negocios (+),
- Gasto público en Infraestructura (+),
- Apertura de la Economía (+),
- Inseguridad y Corrupción (-),
- Inflación (-),
- Distorsiones generadas por congelamiento de precios (-)

<sup>2</sup> Para más detalles ver: Barro y Sala i Martín (2004), "Economic Growth", MIT Press.

Nuestro país lleva décadas con enormes falencias en varios de estos factores, y es cierto que la pandemia lleva a posponer reformas. Sin embargo, debe subrayarse que hay medidas que se han adoptado que, en realidad, tienden a alejarnos de las soluciones requeridas:

- Proyecto de estatización de Vicentin: esta medida repercute negativamente sobre las inversiones y el crecimiento económico, al afectar los Derechos de Propiedad de una empresa.
- Default de la Deuda Pública: lamentablemente, en los últimos días del mes de mayo, nuestro país no pudo terminar de cerrar un acuerdo con parte de los tenedores de deuda y cayó en el noveno default en su historia. Resulta fundamental que las negociaciones que se están llevando actualmente lleguen a buen puerto y rápidamente el país pueda salir de esta situación. Un resultado exitoso en el canje de la deuda permitiría reducir el riesgo de nuestro país y ayudar a obtener un mayor financiamiento para las inversiones.
- A pesar de la situación de emergencia en la que se encuentra, actualmente el país no está bajo ningún programa con el FMI aún cuando dicho organismo es uno de sus principales acreedores. Dada la falta de confianza, un programa con el FMI ayudaría a morigerar este aspecto y también le permitiría al país tener acceso a un nuevo financiamiento que amortigüe parte de los efectos de la pandemia.
- Doble indemnización: más allá de la coyuntura de la pandemia, este tipo de medida no es la primera vez que se instrumenta. Al gravar sorpresivamente la movilidad de uno de los insumos productivos más importantes, desincentiva las contrataciones en sectores que puedan comenzar a activarse y por lo tanto, perjudica el crecimiento en el mediano plazo.
- Cambios en el sistema impositivo: la gran inestabilidad de las normas impositivas mediante nuevos impuestos o cambios en la normativa de los existentes, afecta negativamente el proceso de inversiones de mediano plazo. A principios de año el nuevo gobierno impulsó importantes cambios en la legislación impositiva a fin de mejorar la situación fiscal. Habiendo pasado solamente unos meses de esto, están en danza posibles nuevos cambios impositivos impulsados por sectores legislativos del oficialismo (impuesto a la riqueza).
- Suspensión del mecanismo para constituir digitalmente Sociedades por Acciones Simplificadas (SAS). Este mecanismo constituía un gran avance en la reducción de trámites relacionados con los negocios. La Resolución General 06/2020 suspendió por 6 meses este mecanismo generando más trabas para los negocios.
- La falta de un plan anti-inflacionario genera excesiva incertidumbre acerca de la evolución de los precios una vez terminado el confinamiento originado por la pandemia y por lo tanto, también afecta en forma negativa la expansión de la economía en el mediano término.

- Las mayores restricciones para acceder al mercado de cambios por parte de importadores reduce aún más el bajo nivel de apertura comercial que tiene nuestro país y por lo tanto, afecta también negativamente a la evolución de la economía a lo largo del tiempo.

Dada la necesidad que tiene la economía de nuestro país de volver a crecer sostenidamente, el actual gobierno debería rever rápidamente las decisiones comentadas anteriormente e impulsar una agenda que permita al país incorporarse nuevamente al sendero de crecimiento económico de mediano plazo. Es la agenda que se configura en el resto de los países, salvo contadas excepciones.

## En Foco 1

### Negociación de la Deuda; ¿y ahora?

Guillermo Mondino<sup>1</sup>

- Las dos partes en la negociación parecen haber plantado bandera y trazado una línea en la arena. Es difícil que las negociaciones se reanuden este próximo fin de semana o en los días subsiguientes. Por el contrario, todo indica que se abre un período donde ambas partes estudiaran los movimientos del oponente y utilizaran, hasta donde sea posible, sus instrumentos de presión
- Llama la atención que la negociación se rompiera por una diferencia de pocos dólares en Valor Presente Neto. Una valuación aproximada de los paquetes sugiere que los distintos bonos sujetos a canje en la propuesta del gobierno recibirían de \$50-\$55, utilizando como parámetro de valuación una tasa de descuento del 10% (\$41-\$47 con una tasa de descuento más realista del 12%). Las propuestas de los bonistas, mientras tanto, demandarían unos \$57-\$64, contabilizados al 10% (\$47-\$55 al 12%). Las distancias no parecen infranqueables
- Es posible que las autoridades registren una nueva transacción ante la SEC, como la conocida el miércoles por la noche, y se jueguen a un canje parcial. Quizás, con estos nuevos términos más generosos logren mayor participación. De todas formas, el gobierno no debe desconocer que uno de los resultados de las fallidas negociaciones ha sido el coordinar al universo de bonistas que ahora mira las acciones de las tres agrupaciones de acreedores para tomar sus decisiones. Donde van estos grupos, probablemente vayan casi todos... Así, la opción de ir por un canje parcial corre serios riesgos
- Curiosamente, las negociaciones caen sólo 24 horas más tarde de la "salida" que el gobierno le diera a inversores externos que están invertidos en pesos. Es posible que, ante la inminencia del quiebre de negociaciones, las autoridades optaron por quitarle presión al mercado libre de cambios, canalizando una demanda que, en cualquier circunstancia, hubiera sido muy difícil de digerir por su dimensión. ¿Si el dólar libre puede estar más volátil en las próximas semanas, para qué agregarle nafta al fuego?

El miércoles 17 de junio, las negociaciones entre las autoridades y los tres grupos de bonistas se rompieron. El desenlace es, para algunos, sorpresivo. Muchos venían pronosticando (desde hace semanas, en realidad) un inminente cierre de los acuerdos basados, fundamentalmente, en una lógica razonable: las distancias entre lo que se

---

<sup>1</sup> Consultor; ex director de Investigaciones de IERAL

conocía era la propuesta oficial y las demandas de los fondos no parecía insalvable y los costos de “chocar” lucían mucho mayores que los potenciales beneficios de arreglar. El gobierno y los bonistas, seguramente, percibirían lo mismo. Sin embargo, el desenlace fue otro. Ahora se abre una etapa de máxima incertidumbre. Al colosal impacto de la cuarentena, sumado a las pobres decisiones de política económica que se han acumulado, se le agrega ahora una enorme incertidumbre sobre el futuro derrotero económico/financiero que podrá tomar la República. Pensar que en su primer discurso Martín Guzmán había, correctamente, identificado como su objetivo la imperiosa necesidad de reducir la incertidumbre y calmar un poco las aguas. Qué lejos estamos de eso.

Una vez caída la negociación, no tardaron en aparecer los comunicados de las distintas partes. Mi lectura de los mismos es simple. En primer lugar, como era de esperar, ambas partes se culpan mutuamente por las negociaciones fallidas. Ambas partes utilizan un lenguaje que, si bien es diplomático, lee más duro que lo habitual. Uno de los grupos expresamente indica que los bonistas se sienten liberados para llevar adelante cualquier acción que crean necesaria, incluyendo la aceleración de los bonos y los consiguientes planteos ante la justicia. Por su parte, el ministro Guzmán se escuda en su (religiosa) interpretación de qué arreglo es sostenible, sugiriendo que las demandas no son compatibles con el marco macroeconómico que regirá en un eventual acuerdo con el FMI.

Es notable el rol que el ministro le asigna al FMI en esta discusión cuando el mismo no ha realizado aún una revisión anual (artículo 4) y cuando la misma institución ha expresado claramente que su publicitado análisis de sostenibilidad se realizó utilizando los supuestos macroeconómicos provistos por el Ministerio, no su propia evaluación de un acuerdo de política económica. Más aún, la probabilidad de un programa con el FMI parece diluirse ya que difícilmente apoye con un nuevo programa a un país cuya deuda sea insostenible y esté en litigio, y por lo tanto con significativos pagos contingentes que hacen imposible trazar un horizonte de obligaciones futuras. De allí que, lamentablemente, la primera sensación que dejan los comunicados es que la rotura de las negociaciones no preserva futuras negociaciones con el FMI, sino más bien, aleja un posible ordenamiento de la economía alrededor de metas y mecanismos explícitos de política económica. Menos reglas y mucha más discreción.

Las dos partes en la negociación parecen estar plantando bandera y trazando una línea en la arena. El tono y la naturaleza del rompimiento sugiere que no es probable que las negociaciones se reanuden este próximo fin de semana o en los días subsiguientes. Por el contrario, todo indica que se abre un período donde ambas partes estudiarán los movimientos del oponente y utilizarán, hasta donde sea posible, sus instrumentos de presión. Como mencionamos, los grupos de bonistas que tienen aproximadamente el 40% del stock de deuda, es probable que coordinen entre sí próximos pasos y no sería de extrañar que algunos bonos pudieran ser acelerados (es necesario un 25% de una determinada especie para poder acelerar). Una vez acelerados, es probable que, en un

período relativamente corto (posiblemente unas pocas semanas), haya planteos judiciales. De hecho, los bonistas probablemente necesiten mostrar un poco los dientes si es que aspiran que Guzmán vuelva a sentarse a negociar. Es claro que el gobierno “vende” que aún no hay default ya que no percibe una discontinuidad en los mercados, la economía o incluso las acciones de los acreedores. Si hasta el FMI se expresa con eufemismos! Pero, si se inicia un proceso más contencioso, ¿cuál será el impacto en variables críticas como el dólar o la inflación? Del lado del gobierno, uno imagina una ofensiva mediática tratando de apalancarse con presión de algunos académicos, de funcionarios del FMI, de alguna gestión de apoyo del Tesoro norteamericano o del G20. Habrá que ver cuanto impacto este tipo de demostraciones políticas puedan tener sobre los bonistas, sobre todo si no vienen acompañadas de acciones explícitas. Alcanzará esto para tranquilizar al dólar?

Es curioso, pero las negociaciones caen sólo 24 horas más tarde de que el gobierno le diera “salida” a inversores externos que están invertidos en pesos. Efectivamente, el martes 16 el Ministerio anunció que inversores externos que están atrapados en bonos en pesos de inminente vencimiento, podrían salir vía la suscripción con pesos de nuevos bonos en dólares. Esta acción fue extremadamente llamativa porque se le daría prioridad de salida a inversores internacionales, manteniendo acorralados a los inversores domésticos, y se haría al tipo de cambio oficial, sustancialmente más bajo que el que hubieran encontrado en el Contado con Liquidación. ¿Qué puede explicar semejante tratamiento favorable a los inversores extranjeros? ¿Era parte de la compensación para que participen en el canje internacional? ¿Habrá otras razones? La explicación provista por la Secretaría de Finanzas era muy débil. Ciertamente no era porque dichos inversores “infectaran” la curva de bonos en pesos, como se dijo. Quizás más razonable es que ante la inminencia del quiebre de negociaciones, las autoridades optaron por quitarle presión al mercado libre de cambios, canalizando una demanda que, en cualquier circunstancia, hubiera sido muy difícil de digerir por su dimensión. ¿Si el dólar libre puede estar más volátil en las próximas semanas, para qué agregarle nafta al fuego?

Llama la atención que la negociación se rompiera por una diferencia de unos pocos dólares en Valor Presente Neto. Una valuación aproximada de los paquetes de bonos sugiere que los distintos bonos sujetos a canje en la propuesta del gobierno hecha pública el miércoles recibirían de \$50-\$55, utilizando como parámetro de valuación una tasa de descuento del 10% (\$41-\$47 con una tasa de descuento más realista del 12%). Las propuestas de los bonistas, mientras tanto, demandarían unos \$57-\$64, contabilizados al 10% (\$47-\$55 al 12%). Las distancias no parecen infranqueables. Sobre todo, llama la atención que ante lo expresado en la prensa que el gobierno habría trazado un límite de \$49.99 para el paquete, en todos los casos este nivel se habría superado. Eso sugiere que el límite no estaba en la presentación política (y caprichosa) de un número en particular, sino que hay que buscarlo en otros elementos. Adicionalmente, no pareciera que las diferencias fueran tan importantes en los pagos de los primeros años, ya que el alivio financiero inicial es muy significativo en ambos casos. Hay, si, diferencias importantes en

años subsiguientes, aunque ambas propuestas tienen perfiles de vencimientos extraordinariamente cómodos. Entonces, ¿se cae la negociación por diferencias (moderadas) en los compromisos a pagar en 10 o 15 años? Parece poco probable. Está claro que, además había diferencias importantes sobre los términos legales de los nuevos bonos y sobre la mecánica del canje (estrategia popularizada en la prensa como Pac-Man que surgiría de una radicalizada cláusula de redesignación de bonos para contabilizar votos en la aplicación de cláusulas de acción colectiva). La propuesta argentina podía generar dificultades legales adicionales y, sin dudas, tendría un gran impacto en la arquitectura financiera internacional, algo que los bonistas buscan preservar. De allí que, probablemente, la negociación termina cayendo por una combinación de diferencias en la percepción del impacto político del arreglo, de diferencias financieras residuales y de una falta de aceptación a un intento de Guzmán de distorsionar los acuerdos del 2014 sobre la arquitectura jurídico-financiera.

La caída de la negociación lo deja al gobierno con la imperiosa necesidad de tomar otras decisiones adicionales en el frente deuda. En primer lugar, ¿qué hacer con la oferta que expira en unos días y que recibiera tan baja aceptación? Una posibilidad es aceptar el estimado 12,3% de participación en el canje pasado, explicitando el muy magro resultado de seis meses de negociaciones. Otra posibilidad sería declarar todo el canje desierto y volver a comenzar. Quizás más probable es que las autoridades registren una nueva transacción, como la conocida el miércoles por la noche, y se jueguen a un canje parcial. Quizás, con estos nuevos términos más generosos logren mayor participación. De todas formas, el gobierno no debe desconocer que uno de los resultados de las fallidas negociaciones ha sido el coordinar al universo de bonistas que ahora mira las acciones de estos tres agrupaciones de acreedores para tomar sus decisiones de participación. Donde van estos grupos, probablemente vayan casi todos... Así, la opción de ir por un canje parcial nuevo corre el riesgo de sumar otro resultado negativo. Seguramente, de avanzar en esta dirección y terminar con muy bajo apoyo (digamos, menos del 35%) la estabilidad del ministro Guzmán estaría más cuestionada.

Todo esto no hace más que agregar incertidumbre a la macro. El presidente del BCRA, Miguel Pesce había indicado que las restricciones cambiarias extremas recientemente introducidas estarían en pie hasta fin de mes, cuando presumiblemente habría una resolución satisfactoria de la negociación de la deuda. ¿Cómo operará el mercado cambiario en este nuevo contexto, con qué reglas de juego? Y lo mismo vale para la política monetaria y fiscal, sin el ancla de credibilidad que un arreglo hubiera traído. Y, en términos prácticos, muchas provincias están en proceso de negociación con sus acreedores. ¿Con qué parámetros pueden contar? ¿Cuál será el tipo de cambio real de equilibrio y el nivel de actividad futura fundamentales para establecer capacidad de pago? Sin ellos, ¿cómo se pueden parametrizar las negociaciones provinciales? ¿Y los vencimientos corporativos que vienen? Hay vencimientos por más de cinco mil millones de dólares privados que se avecinan en los próximos años. El gobierno dice nacionalizar

Vicentin por las obligaciones financieras que tiene y para que no haya riesgo de extranjerización. ¿Qué va a ocurrir con la debilitada situación financiera de algunas empresas argentinas en este contexto? A ver si terminamos con acreedores extranjeros tomando el control de empresas Argentinas culpa de una fallida negociación de deuda nacional. Y, en este contexto, ¿qué puede llegar a ocurrir con la inversión? A los shocks “reales” que ha sufrido nuestra economía le agregamos ahora una enorme incertidumbre financiera y de política económica. Esto no puede sino hacer más lenta cualquier recuperación post epidemia.

## En Foco 2

**En la primer quincena de junio el consumo de energía (no residencial) se recupera un 27,3 % respecto de principios de abril, pero todavía se ubica 18,4% por debajo del arranque de marzo**

**Guadalupe Gonzalez**

- En la industria, la demanda de energía mejoró un 51,8% respecto del piso, pero todavía se ubica un 22,2% por debajo de la primer quincena de Marzo. En el sector de alimentos, comercio y servicios, la merma de Junio respecto del promedio de las dos primeras semanas de Marzo es de 14,5% y de 4,3 % en el caso del sector de petróleo y minerales
- En el NOA el consumo en lo que va de Junio es un 30,7% menor al del promedio de las dos primeras semanas de en Marzo, mientras que en la Patagonia la merma es de 5,2%. En GBA y Litoral, la caída es de 23,9% y 19,2% respectivamente, mientras que en la provincia de Bs As y en el NEA es de 16,5% y 15,5%
- En Comahue, Cuyo y Centro la caída de la demanda de energía en los primeros días de Junio respecto de igual período de marzo es 12,3%; 11,2% y 9,2%, respectivamente

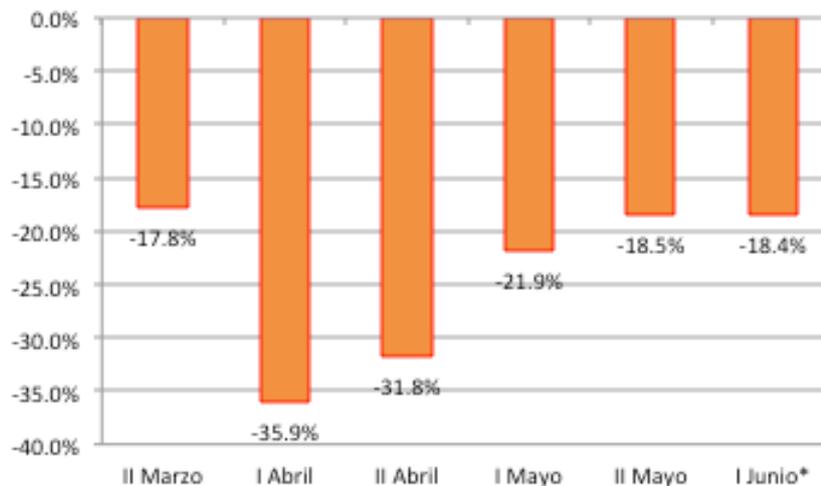
Tal como se ha señalado en informes anteriores, el seguimiento de la demanda de energía eléctrica en el MEM permite evaluar en "tiempo real" el impacto del virus y de la cuarentena en la actividad económica.

Si tomamos como base la primera quincena de Marzo, se tiene que en la primera quincena de Junio (con datos hasta el 10), el consumo de energía GUMA (sin ALUAR) se ubicó un 18,4% por debajo de la primera quincena de Marzo, siempre comparando el promedio de los días hábiles en esas semanas. Sin embargo, los últimos datos se ubican un 27,3% por encima del piso, observado en la primera quincena de Abril.

### Demanda de energía eléctrica en días hábiles

(Total sin ALUAR)

Variación porcentual respecto al promedio de la primera quincena de Marzo



\*datos hasta el 10 de Junio

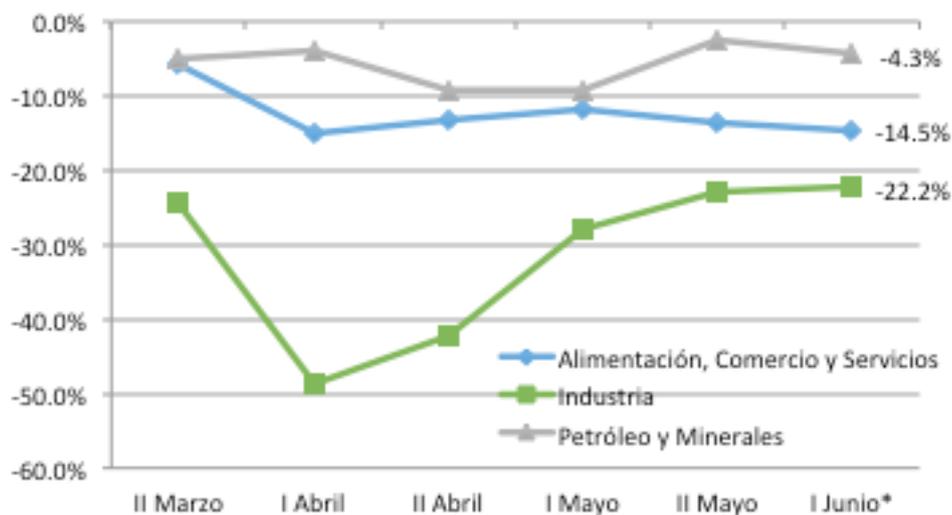
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Cammesa

Los datos de demanda de energía eléctrica confirman una recuperación en las últimas semanas. Veamos qué ocurre con la actividad a nivel sectorial.

En la industria, la demanda de energía en los primeros días de Junio se ubicó un 22,2% por debajo de la primera quincena de Marzo. Sin embargo, tal como se observa en el gráfico, se observa una recuperación, con un consumo que se encuentra 51,8% por encima del piso de Abril. En el sector de alimentos, comercio y servicios la merma de Junio respecto del promedio de las dos primeras semanas de Marzo es de 14,5%. Si bien en este caso las caídas no fueron tan pronunciadas como en la industria, aún no se observa una desaceleración de la merma. Por último, en el caso del sector de petróleo y minerales, la demanda de energía eléctrica cayó 4,3% en la primera quincena de Junio respecto de igual período de Marzo.

### Demanda de energía eléctrica en el MEM

Variación porcentual respecto al promedio de la primera quincena de Marzo



\*datos hasta el 10 de Junio

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Cammesa

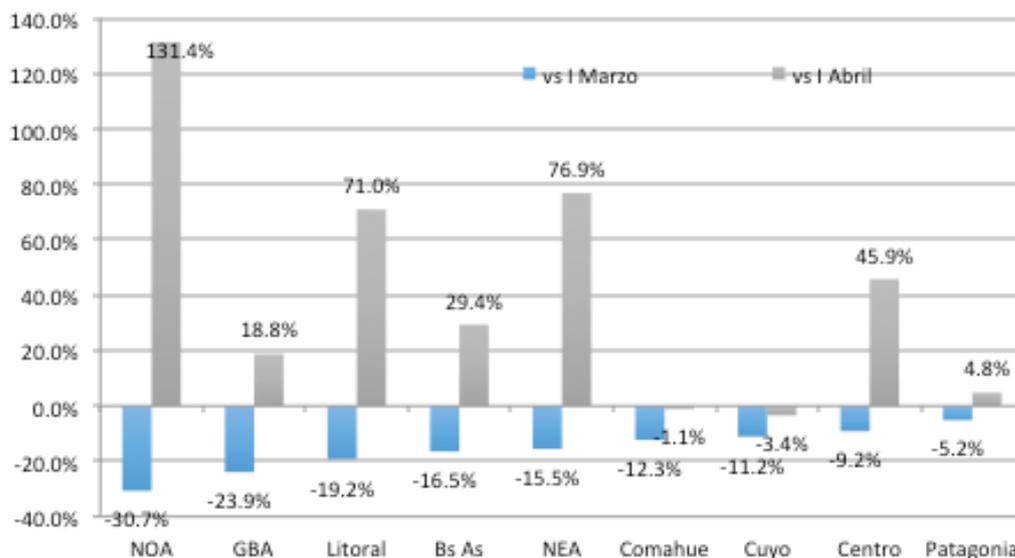
Por último, veamos qué ocurre a nivel regional. En los primeros días de Junio la demanda de energía eléctrica aún se ubica por debajo del promedio de la primera quincena de Marzo previo a la cuarentena, aunque algunas regiones registran mayores caídas que otras. Por ejemplo, en el NOA el consumo de Junio es un 30,7% menor al del promedio de las dos primeras semanas de en Marzo, mientras que en la Patagonia la merma es de 5,2%. En GBA y Litoral, la variación de Junio respecto a Marzo es de -23,9% y -19,2% respectivamente, mientras que en la provincia de Bs As y en el NEA es de -16,5% y -15,5%. Por último, en Comahue, Cuyo y Centro la demanda de energía en los primeros días de Junio se ubica respectivamente un 12,3%, un 11,2% y un 9,2% por debajo del promedio en la primera quincena de marzo.

Sin embargo, en la mayoría de los casos se observan mejoras respecto del piso evidenciado en la primera quincena de Abril. En el NOA, por ejemplo, la demanda de Junio se ubica un 131,4% por encima de ese piso, NEA +76,9%, Litoral (+71%), Centro (+45,9%), Bs As (+29,4%) y GBA (+18,8%). Comahue y Cuyo registran variaciones negativas pero se debe a que en aquellas regiones el piso se dio en distinto momento. En el caso de la región Comahue, el menor nivel de demanda de energía eléctrica se evidenció en la segunda quincena de Abril, y actualmente el consumo se encuentra un 22,8% por encima de aquel piso. En el caso de Cuyo, la demanda de energía había

registrado cierta mejora hacia fines de Mayo pero en los primeros días de Junio la misma volvió a caer. Habrá que ver qué pasa cuando se disponga de los datos completos de esta semana.

**Demanda de energía eléctrica en el MEM en la primera quincena de Junio\***

Variación porcentual respecto al promedio de la primera quincena de Marzo y respecto al piso en la primera quincena de Abril



\*datos hasta el 10 de Junio

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Cammesa

## En Foco 3

### **El dato regional de la semana: El empleo en la construcción cayó 19,2% durante el primer trimestre de 2020**

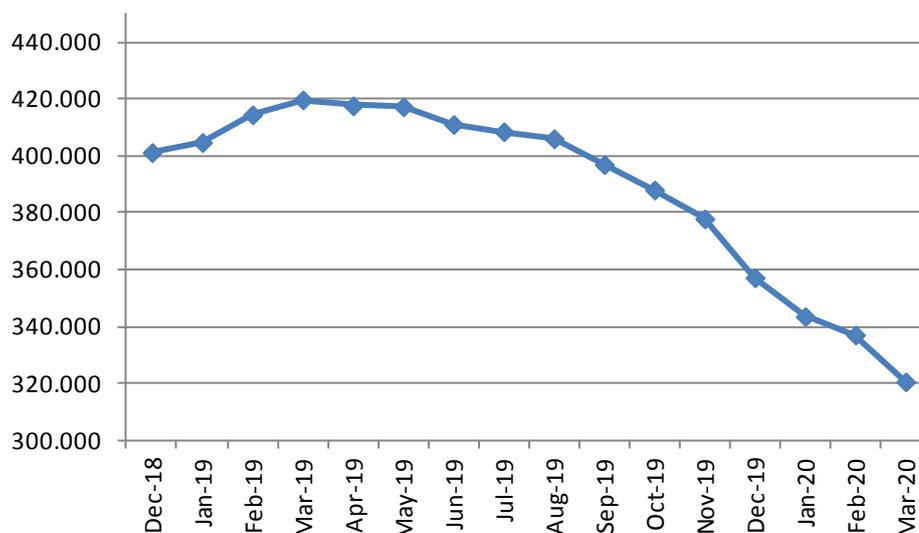
**Vanessa Toselli y Sabrina Gonzalez del Campo**

- El empleo registrado en el sector de la construcción a nivel nacional desciende ininterrumpidamente desde marzo de 2019, con caídas que se profundizan a partir de noviembre
- Las bajas más pronunciadas del primer trimestre se observaron en la Región Pampeana y la región de Cuyo, con disminuciones interanuales de 20,9% y 25,9% respectivamente. Dentro de las provincias que las componen, la reducción fue liderada por Córdoba (-31,2%) y San Luis (-28,1%)
- A nivel nacional, se destaca la provincia de Santa Cruz, en donde el empleo promedio de la construcción creció el 9,2% en el trimestre. En el otro extremo, la provincia con reducciones más significativas fue La Rioja (-40,1%)

El empleo registrado en el sector de la construcción a nivel nacional viene cayendo ininterrumpidamente desde marzo de 2019, con un descenso más pronunciado a partir de noviembre. Así, durante el primer trimestre de 2020 estos puestos de trabajo se redujeron un 19,2% con respecto a igual período de 2019. El promedio mensual de empleos registrados en este período fue de 333.872, según los datos publicados por el Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC). Esta situación se espera se profundice en el segundo trimestre del año, como consecuencia de las medidas aplicadas por el Aislamiento Social Preventivo y Obligatorio.

Todas las regiones registraron bajas en el empleo promedio, aunque el desempeño resultó dispar. La región Pampeana y Cuyo tuvieron las caídas más pronunciadas, mientras que la Patagonia, con gran variabilidad interna, fue la región con menor descenso en promedio. Santa Cruz fue la única provincia que presentó un incremento en el empleo de la construcción durante el primer trimestre (9,2%), mientras que, Tierra del Fuego, en la misma región, tuvo una disminución del 28,5%. La Rioja fue la jurisdicción con mayor caída (40,1%), seguida de Córdoba (31,2%).

### Construcción – Empleo mensual registrado



Fuente: IERAL en base a IERIC sobre datos del SIJP

### Empleo en la construcción – Promedio mensual

Promedio mensual y variación interanual. Enero-marzo 2020

Total	333.872	-19,2%	Cuyo	21.645	-25,9%
Noroeste	27.490	-12,5%	San Juan	7.765	-24,2%
La Rioja	915	-40,1%	Mendoza	11.015	-26,4%
Santiago del Estero	6.474	-8,8%	San Luis	2.865	-28,1%
Catamarca	1.903	-9,4%	Noreste	17.818	-17,8%
Tucumán	8.351	-13,8%	Chaco	3.450	-24,4%
Salta	6.887	-4,7%	Formosa	3.160	-14,4%
Jujuy	2.961	-21,6%	Misiones	6.458	-21,2%
Pampeana	227.270	-20,9%	Corrientes	4.750	-9,3%
Santa Fe	32.649	-19,4%	Patagónica	34.108	-7,5%
CABA	68.220	-21,8%	Santa Cruz	4.666	9,2%
Buenos Aires	97.100	-17,9%	Tierra del Fuego	1.776	-28,5%
Entre Ríos	5.679	-23,1%	Chubut	8.517	-0,7%
Córdoba	21.592	-31,2%	Río Negro	6.555	-10,1%
La Pampa	2.031	-20,8%	Neuquén	12.593	-11,6%

Fuente: IERAL en base a IERIC sobre datos del SIJP

La región de **Cuyo** (-25,9%) presentó la mayor disminución en el empleo de la construcción, con poca variabilidad entre las provincias que la componen: San Luis registró la mayor caída (-28,1%), seguida de Mendoza (-26,4%) y en tercer lugar se ubicó San Juan (-24,2%).

La región **Pampeana** (20,9%), con la mayor participación nacional en el empleo de la construcción (68%) se ubicó en segundo lugar a nivel regional. Las provincias que la conforman mostraron variaciones desde -17,9% (Buenos Aires, la única de la región con una caída inferior al promedio nacional) hasta -31,2% (Córdoba). CABA, Santa Fe, Entre Ríos y La Pampa registraron disminuciones en torno al 21,3%.

La región **Noreste** (-17,8%), con un promedio por encima de la media nacional, se ubicó en una posición intermedia entre las regiones. De sus provincias, Chaco fue la que mayor caída registró (-24,4%), seguida de Misiones (-21,2%). Corrientes presentó la menor variación de la región (-9,3%) mientras que Formosa tuvo una caída del 14,4%.

La región **Noreste** (-12,5%) presentó una importante variabilidad entre las provincias que la conforman. La disminución en el empleo de la construcción que registró La Rioja (-40,1%) fue la mayor del país. En el otro extremo de la región, Salta presentó una variación de solo -4,7%, la tercera más baja a nivel nacional. Jujuy registró una caída del 21,6%, seguida de Tucumán (-13,8%). Catamarca y Santiago del Estero cayeron 9% promedio.

La **Patagonia** (-7,5%), con una participación del 10% en el empleo de la construcción a nivel nacional, fue la región que menor baja registró. Sin embargo, mostró alta variabilidad entre sus provincias: Santa Cruz, la única del país en incrementar el empleo de la construcción, lo hizo a una tasa del 9,2% respecto a enero-marzo de 2019 y en segundo lugar se ubicó Chubut, con un leve descenso (-0,7%). En el otro extremo de la región, Tierra del Fuego tuvo un descenso del 28,5%, tercera a nivel nacional. Santa Cruz y Río Negro registraron variaciones en torno al -11%.