

DICIEMBRE 2018 > ISSN 1851 - 278X  
DÉCIMO AÑO DE PUBLICACIÓN

# Entrelíneas de la Política Económica

• N° 52 •



[www.ciepyc.unlp.edu.ar](http://www.ciepyc.unlp.edu.ar)



Centro de Investigación en Economía  
Política y Comunicación CIEPYC-Unlp



UNIVERSIDAD  
NACIONAL  
DE LA PLATA

FACULTAD DE PERIODISMO  
Y COMUNICACION SOCIAL

UNIVERSIDAD NACIONAL DE LA PLATA

**CIEPYC** 

CENTRO DE INVESTIGACIÓN EN

ECONOMÍA POLÍTICA Y COMUNICACIÓN





## Contenido

**Pág.3 No era un túnel, era un pozo y nos dejaron en el fondo**

- 3 ¡¿Gradualismo?!
- 5 Cepo al peso
- 5 El pastorcito mentiroso

**Pág. 8 El empleo en los últimos tres años: lo mejor ya pasó**

- 8 Introducción
- 10 Empleo formal (asalariado) privado: empate trabajoso y contrataque fulminante
- 14 El empleo consuelo
- 16 ¿Hacia dónde va el empleo?
- 18 El empleo sectorial: en busca de un récord
- 20 Resumen y perspectivas

**Pág. 22 Inflación Sub-Estimada**

- 22 Un Índice a medida
- 23 IPC. Índice Poco Creíble
- 30 Quita de subsidios, aumentos de tarifas e incidencia en el IPC
- 33 Conclusión

**Pág. 37 Argentina: 200 años de Historia, 300 de deuda**

- 37 Bono Centenario – AC2117
- 42 Cumplimiento formal en el procedimiento de endeudamiento
- 47 Otros casos de emisiones centenarias o superiores
- 50 ¿Es superador el financiamiento con el Bono Centenario 2117?
- 52 La historia siempre cuenta. Y más si tropezás al inicio de la organización nacional y casi 200 años después lo hacés nuevamente
- 55 Lecciones y recomendaciones

DIRECTOR

Lic. Gerardo De Santis

COORDINADOR

Lic. Germán Saller

CONSEJO EDITORIAL

Lic. Alfredo Iñiguez - Dr. Pablo Lavarello - Lic. Miguel Zanabria

EQUIPO DE INVESTIGACIÓN

Lic. Fernando Alvarez - Lic. Julián Barberis - Mg. Matías Mancini - Lic. Rafael A. Selva  
Lic. Roberto Collivignarelli - Cdor. Fabián Flores - Lic. Juan Menduiña- Cdor. Diego Turkenich

ÁREA DE COMUNICACIÓN

Rocío Alcántara - Lic. Micaela Fleita



## No era un túnel, era un pozo y nos dejaron en el fondo

### ¿Gradualismo?!

Se entiende por gradualismo a una política económica que va modificando “el estado de cosas” de forma paulatina, no bruscamente.

El actual gobierno inició su gestión el 10/12/2015. Se tardó solo ocho días en que se modificara el Decreto 616/2005 desregulando la entrada y salida de capitales especulativos. Se iniciaba así una nueva etapa en la historia económica del país, otra vez centrada en el capitalismo financiero. En esa línea, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) aplicó una política monetaria de tasas altas vía colocación de LEBAC. En marzo de 2016, a tres meses de asumir el nuevo gobierno, la Argentina ya era una de las “plazas” especulativas más redituables del mundo. Esto no fue gradual, fue un shock.

Artífice de los altos rendimientos financieros fue la política de endeudamiento del BCRA, la cual perduró durante dos años. En ese lapso se emitieron LEBAC por U\$S 35.000 millones deteriorando la situación patrimonial del BCRA al extremo. El ritmo de endeudamiento del BCRA también fue de shock.

Asimismo, el nuevo gobierno decidió devaluar la moneda y el paquete de medidas se completaba con la eliminación total o parcial de las retenciones y el aumento de las tarifas de los servicios públicos. Esto provocó un cambio de precios relativos de envergadura que determinó una transferencia de ingresos desde el 70% de la población de menores ingresos al 30% de la población con mayores ingresos, en un claro caso de “Hood Robin” confesado públicamente por el actual Ministro de Economía; esto tampoco fue gradual, fue un shock.

Se presupone que el gradualismo serviría para corregir supuestos desequilibrios de la economía, sin embargo, el déficit externo (resultado de la cuenta corriente del Balance de Pagos) pasó de 2,5% del PBI en 2015 a 5%



del PBI en 2017 y el déficit fiscal pasó de 3,7% del PBI en 2015 a 5,7% del PBI en 2017, ambos déficit fueron financiados con endeudamiento externo que alcanzó a más de 60.000 millones de dólares en dos años, récord para la historia argentina y para el mundo en ese período. Esto no fue gradual, fue shock.

A fines de 2017 se percibe que la situación es insostenible y el proceso de dolarización de facto se agudizó. El USD cotizaba en octubre de ese año a \$17, el 28/12 a \$19,46, un aumento del 15%. En conferencia de prensa, ese día, el gobierno reconoce el fracaso de su política antiinflacionaria y que morigerará las metas o, dicho de otra manera, bajaría la tasa de interés o, dicho de otra manera, devaluaría; y la corrida se empinó.

En enero los funcionarios del gobierno ya sabían que el grifo de endeudamiento se iba a cerrar durante 2018 para Argentina (y solo para Argentina); lo confirma el hecho de que el Secretario de Finanzas de la Nación decide adelantar endeudamiento para los primeros días hábiles del año y, casi en simultáneo, vende sus propios pesos (LEBAC) de su patrimonio.

El año 2018 inicia con la continuidad de la corrida contra el peso, un aumento de la fuga de capitales y una pérdida sustantiva de reservas del BCRA. Ante el cierre de los mercados internacionales el gobierno, en mayo, recurre al FMI. Allí obtiene un *Stand By* por U\$S 50.000 millones desembolsables en tres años y medio. Como dijimos en nuestra anterior editorial, Argentina quedó afuera de los mercados voluntarios y obtiene el crédito del FMI para países en situación crítica, lo que no puede leerse de otra manera que "nos salimos del mundo".

El crédito es "leído por el mercado" y por varios analistas como insuficiente, por lo tanto, la corrida continúa y en septiembre es ampliado a 57.100 millones de U\$S y se anticipan el grueso de los desembolsos para 2018 y 2019. Como esto tampoco "calma" al "mercado", el gobierno decide imponer un "cepo al peso".



## **Cepo al peso**

A posterioridad del segundo acuerdo con el FMI se establece una política monetaria de “meta de agregados monetarios” o cepo al peso. Las tasas de interés vuelan al 74% anual capitalizable a siete días, el sistema financiero le presta casi todos los pesos que recibe como depósitos al BCRA; solo le presta al sector privado, empresas y familias (descuento de cheques, créditos personales, refinanciación de tarjeta de crédito, etc.) a tasas del 100% anual o más. Se deteriora la solvencia del sector privado y se desnaturaliza la función del sistema financiero.

En menos de tres años de gestión se ha deteriorado la solvencia del Estado Nacional, de varias provincias, del BCRA, de los bancos (reconocido por el presidente del Banco Nación), de algunas empresas grandes, de varias empresas medianas, de casi todas las pequeñas y de un buen número de familias argentinas. Menos mal que fue gradualmente.

La conjunción de un modelo insustentable a largo plazo, más una redistribución regresiva del ingreso provocado por las políticas aplicadas y el cepo al peso establecido recientemente a través de tasas de interés estratosféricas, están dando como resultado una abrupta caída en la actividad económica y, por consiguiente, en el empleo.

## **El pastorcito mentiroso**

El gobierno sostiene que está enfrentando una tormenta externa y que allí está la causa principal de los problemas que verifica la economía argentina. Veamos los datos.

Por el lado de la actividad económica el mundo crecerá en 2018 aproximadamente un 3,6%, dentro de ello los países centrales crecerán en 2,4% y los países emergentes un 5%. Por el lado financiero podemos tomar como indicador la tasa de interés del bono del tesoro de Estados Unidos a diez años. Si bien esta tasa ha subido de 1% a 3% para “enmarcar” la tormenta debemos recordar que dicha tasa promedió en la década de 1970 un 7%, en la década del 80 el 12%, en la de la década de los 90 el 6%, en la primera década del XXI el 4% y desde ese momento se ha mantenido debajo del 3,6%.



Durante 2018 en Argentina fue donde más aumentó el dólar (algo por encima del 100%). Muy por encima de Turquía con un aumento del 50%, Paraguay 6%, Brasil 16%, Uruguay 12%, Chile 8% y Perú 4%.

La tasa de interés doméstica (la que se paga para que los agentes económicos se mantengan en la moneda del país) alcanzó 74%, y hoy está alrededor del 60%. En Turquía alcanza el 24% anual, en Egipto el 20%, en Nigeria 15%, en Irán 18% y en México 7,75%. En la región, en Brasil 6,5%, en Perú 2,75%, en Chile 2,75% y en Uruguay es del 7%.

En Argentina fue donde más subió el riesgo país (110%) durante 2018, dejando en el segundo lugar a Turquía (48%); recordemos que Turquía se encuentra en guerra comercial contra... Estados Unidos. Argentina tiene el riesgo país más alto de la región 750, Brasil 263, Uruguay 203, Chile 155 y Turquía tiene 427.

Las acciones de empresas argentinas que cotizan en Nueva York son, por lejos, las que más han caído en el año, promediando -50%, Loma Negra -51,8%, Cresud -48,4%, Banco Francés -50,8%, Grupo Galicia -59,9%, YPF -31,4%, etc. Y la bolsa local es la que más ha caído en el mundo.

En inflación también tenemos el extraño privilegio de estar entre los cinco peores a nivel mundial con una tasa de inflación del 48%. Argentina es uno de los 17 países, sobre 190, que culminará el año con inflación de dos dígitos. En los países desarrollados el promedio estará en 2% y en los emergentes el promedio será de 5%. En la región, Uruguay 8,3%, Brasil 4,5%, Chile 3,1%, Paraguay 4,1%, Perú 1,3%, Bolivia 0,9%. La inflación de 2018 será la más alta desde 1990.

En un mundo que crece al 3,6%, donde los Países Centrales lo hacen al 2,4% promedio y los países emergentes al 5% (principales clientes de nuestras exportaciones), Argentina en uno de los pocos que cae, al 2,6% estando en el quinto peor lugar del mundo dentro del reducido grupo de países que caen. Hasta Turquía, en guerra comercial contra EE.UU., crece al 3%. En la región Chile crece 3,9%, Uruguay 2,3%, Brasil 1,4%, Paraguay 4%, Perú 3,6% y Bolivia 4,3%.

Durante el mismo período, el balance cambiario del BCRA refleja una fuga de capitales del orden de los U\$S 26.000 millones, récord para la historia argentina y récord mundial para 2018. Las reservas netas del BCRA fueron



fortalecidas con tres endeudamientos, U\$S 9.000 millones en enero obtenidos del mercado voluntario, U\$S 15.000 millones del FMI en junio y otros U\$S 6.000 millones en octubre también del prestamista de última instancia. El BCRA los ha perdido todos y U\$S 4.500 millones más, en suma, perdió durante 2018 U\$S 34.500 millones.

**La tasa de devaluación, el riesgo país, la tasa de interés doméstica, el comportamiento de las acciones, la tasa de inflación, el nivel de actividad económica, la fuga de capitales y la pérdida de reservas del Banco Central, indican que el problema de la economía argentina está adentro y no afuera del país.**

Ya podemos anticipar que el año 2018 quedará en los libros de historia económica argentina.

En este número de *Entrelíneas de la Política Económica* Germán Saller analiza qué ocurrió con el empleo durante estos últimos tres años; Rafael Selva evalúa el nuevo Índice de Precios al Consumidor y una posible subestimación de la inflación y, por último, Fernando Álvarez aborda el tema de la deuda externa y pone la lupa sobre el llamativo bono a cien años.



## El empleo en los últimos tres años: lo mejor ya pasó

Lic. Germán Saller

Bajo la expectativa generada por la coalición gobernante que a partir de 2016 el país ingresaría en una etapa de crecimiento del empleo “de calidad”, a casi tres años de ese entonces, se puede afirmar que lo mejor en materia de empleo ya pasó y que el futuro se avizora pesimista para la evolución de una de las variables económicas más relevantes para evaluar la gestión político-económica de cualquier gobierno.

### Introducción

Cuando hicimos el primer número de la Revista Entrelíneas del año 2016, dijimos que nuestro monitor de la evaluación de la política económica de la actual gestión iba a ser la evolución del empleo formal privado. Primero, porque ese tipo de empleo representa el empleo que podría llamarse de calidad: vacaciones pagas, antigüedad, aportes previsionales, seguros de riesgo de trabajo, licencias por enfermedad, indemnización por despidos, convenios colectivos, entre otros. En segundo lugar, el sector privado contrata personal de acuerdo a las perspectivas y expectativas del funcionamiento presente y futuro de la economía. Como estas perspectivas y evaluaciones se encuentran fuertemente condicionadas por las políticas económicas implementadas, el análisis de la dinámica del empleo asalariado privado permite cotejar los efectos de la política económica de los diferentes modelos. Y en tercer lugar, porque la fuente de información de dicha estadística es inobjetable: se trata de la acumulación de la información que las propias empresas declaran ante la AFIP mensualmente a los efectos de pagar los aportes patronales.

Por otra parte, esta variable es una de las varas altas de la herencia recibida por la actual coalición de gobierno: entre 2003 y fines de 2015 los puestos de trabajo del sector formal privado pasaron desde los 3,5 millones

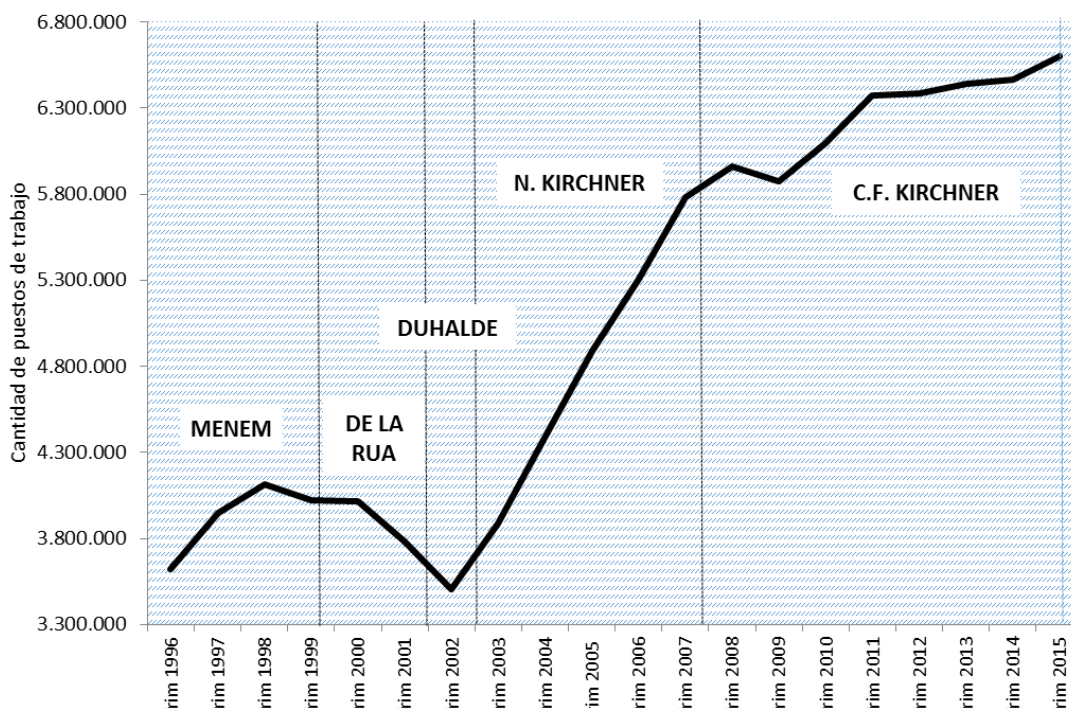




hasta los 6,6 millones, constituyendo uno de los principales pilares del modelo económico anterior, aunque en los últimos cuatro años de dicho período el crecimiento fue mucho más moderado que en los primeros (Ver Gráfico 1).

La coalición gobernante aseguraba en campaña electoral de 2015 que durante su gestión iba a crecer el “empleo de calidad” luego de cuatro años de parate (contrariamente a lo que sostenía la estadística, tal como se observa en el Gráfico 1). Para sorpresa de muchos, tomó como referencia para el “empleo de calidad” al empleo “registrado” que no solamente incluye al empleo asalariado del sector privado (empleo formal privado) y al empleo público, sino también a otras formas de empleo que, si bien se encuentran registrados en alguna ventanilla pública, representan empleos sin la cobertura de derechos del empleo formal. Tales son los casos de los monotributistas, autónomos, servicio doméstico y monotributistas sociales.

**Gráfico 1. Sector asalariado formal privado, en cantidad de puestos de trabajo. 1996-2015. Cuarto trimestre de cada año**



Fuente: SIPA-Ministerio de Producción y Trabajo de la Nación



Basado en esa estadística, el actual gobierno aseguró que en estos dos años y medio el empleo viene creciendo en forma incesante. Sin embargo, es importante analizar la composición de esa evolución para ver qué tipo de empleo es el que crece verdaderamente (si es que crece).

A continuación analizamos algunos resultados de la situación del empleo utilizando como fuente de información los datos del SIPA (Sistema Integrado Previsional Argentino) que publica regularmente el ex Ministerio de Trabajo y Seguridad de la Nación (hoy Secretaría de Estado) y complementariamente, los datos globales que surgen de la EPH (Encuesta Permanente de Hogares-INDEC). Los últimos datos disponibles respecto del SIPA son los del mes de septiembre de 2018 y corresponden a la cantidad de trabajadores sin incluir el multiempleo (en caso que un trabajador tenga dos trabajos registrados, cuenta como trabajador en el lugar de mayor ingreso de ambos). Los datos de la cantidad de puestos de trabajo (incluye el multiempleo) tienen un gran rezago en la información con lo cual no se analizan en esta nota. Además del motivo del rezago, igualmente entre ambos existe una correlación casi perfecta con los datos de cantidad de trabajadores del SIPA con lo cual los resultados no cambian. Por su parte, también nos resulta de utilidad trabajar con los datos de cantidad de trabajadores porque permite cruzar los datos con los de la EPH a nivel de los indicadores globales (tasa de empleo, actividad, desocupación), al no contabilizar más de una vez a quienes tienen multiempleo.

## **Empleo formal (asalariado) privado: empate trabajoso y contrataque fulminante**

En noviembre de 2015, último mes de gestión del gobierno anterior, existía en la Argentina un total de 6.266.000 trabajadores registrados en la esfera de las empresas privadas. Estamos hablando de aquellos que se encuentran en la nómina salarial del sector privado y que mensualmente las empresas envían mediante una Declaración Jurada a la AFIP para que ésta pueda efectuar los descuentos por las contribuciones patronales correspondientes. Por eso decimos que las cifras son inobjetables porque, en todo caso, las empresas tienen más incentivos a subdeclarar dicha nómina en lugar de sobredeclararla.



Esa cantidad de trabajadores era la máxima cantidad registrada al menos desde que se constituyó el SIPA allá por 1996. Es probable que también sea el más alto desde los años 80 e incluso de la segunda mitad de los años 70, luego que la política militar de la dictadura militar arrasara con el empleo formal de buena parte de la industria manufacturera.

Lo cierto es que más allá de la fecha con que lo comparemos, noviembre de 2015 es un pico histórico de empleo asalariado del sector privado de la Argentina, cuyo valle es el segundo trimestre de 2002 donde en medio de la profunda crisis que sobrevino a la década de los 90, la cifra de trabajadores superaba apenas los 3,2 millones (medido en puestos de trabajo 3,5 millones). Su evolución fue positiva desde ese entonces hasta 2008, preludio de la rebelión fiscal del sector agropecuario y de la peor crisis internacional desde los años 30 del siglo XX. En esa crisis unos 130 mil trabajadores quedaron sin empleo en la Argentina aunque cabe recordar que existieron mecanismos estatales que amortiguaron dicha caída (el Programa de Recuperación Productiva –REPRO–, por ejemplo). De allí en adelante, y hasta noviembre de 2015, la cantidad de trabajadores registrados en el sector privado aumentó en 735.000 trabajadores, a razón de una creación de 120.000 trabajadores promedio por año, un ritmo más moderado que el del período 2003-2009, producto de un crecimiento intenso entre 2009 y 2011 y más lento y cíclico entre 2011 y 2015.

Allí, en diciembre de 2015, es donde toma la posta la nueva

## Elasticidad ingreso del empleo

Los cambios del régimen en materia de empleo que adoptó la actual gestión, pueden visualizarse a través de la sensibilidad del empleo frente a cambios en el producto bruto interno (PIB) o ingreso. Es lo que se denomina la Elasticidad ingreso del empleo (variación porcentual del empleo dividido variación porcentual del PBI). En las tres recesiones que atravesó el gobierno de CFK (4to trim08-2do trim 09, 1er trim12-2do trim12 y 4to trim13-3er trim14) el impacto sobre el empleo fue extremadamente bajo o nulo, merced a los instrumentos de amortiguación y de contención desplegados y canalizados por la política del Ministerio de Trabajo. En la primera recesión del actual gobierno, la de 2016, los efectos negativos sobre el empleo fueron mayores: la elasticidad fue superior a la observada durante la crisis internacional de 2008/2009, al registrar que por cada punto que se redujo el PIB, el empleo lo hizo en 0,38. ¿Qué pasará en la presente recesión?

### ELASTICIDAD INGRESO DEL EMPLEO EN RECESIONES

	Tasa de variación del Empleo acumulada*	Tasa de variación PBI acumulada*	Elasticidad ingreso del empleo
4to trim08-2do trim 09	-0,9%	-3,5%	0,25
1er trim12-2do trim12	0,0%	-2,3%	-0,01
4to trim13-3er trim14	0,0%	-1,0%	0,03
4to trim15-3er trim16	-0,4%	-1,1%	0,38

\*Tasas de variación sobre valores desestacionalizados



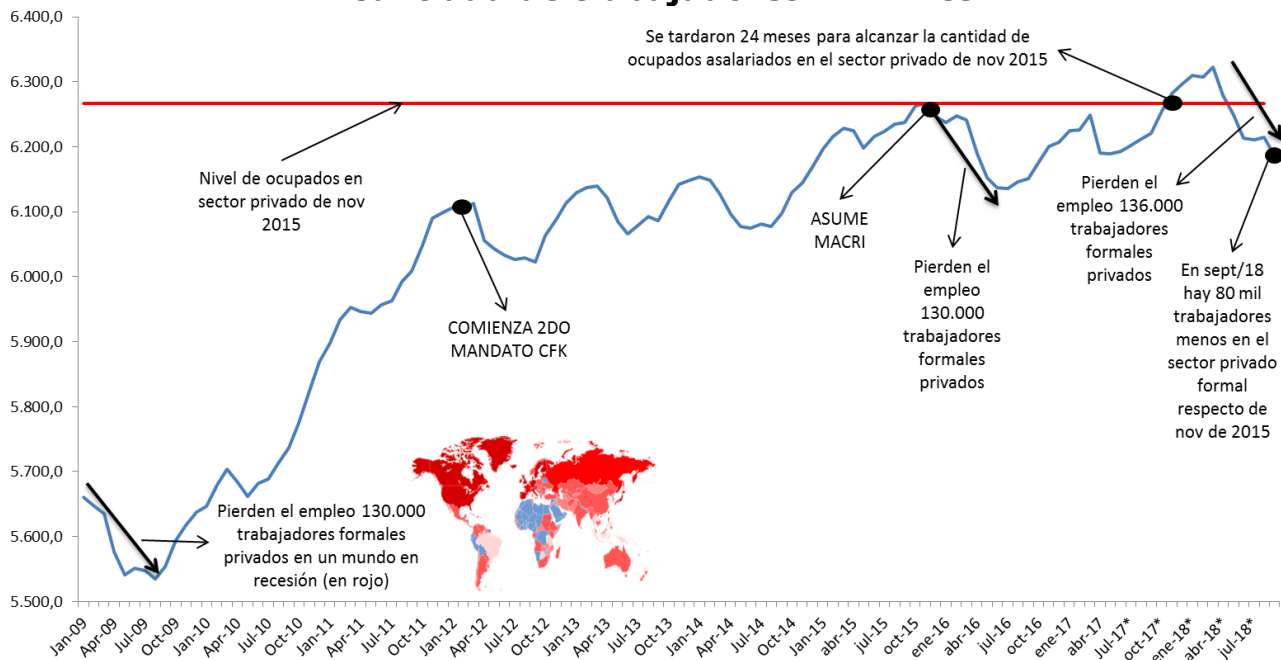
coalición de gobierno, en el pico de la serie. Sin que medie una crisis semejante a la internacional de 2009, el empleo privado formal se desploma en forma semejante a ese momento y pierde a 130.000 asalariados en siete meses. Como se verá más adelante, esta reducción se asocia tanto al parate de la construcción (más coyuntural) como a un lento y sistemático cambio estructural del empleo que repercute en el sector industrial.

Luego de exactamente de 24 meses, en noviembre de 2017, el nivel de empleo asalariado del sector privado vuelve al mismo nivel de trabajadores que en el punto de partida, el pico alcanzado en la gestión anterior, pero dos años después. Esto no significa que se vuelva a la misma situación, porque en esos dos años la población creció y por tanto, dejando todo lo demás constante, quienes participan del mercado de trabajo también.

Si bien hasta marzo de 2018 se alcanzó unos 50 mil empleos más que en noviembre de 2017, a partir de allí se inició una acelerada reducción de la cantidad de asalariados: en tan solo seis meses, a septiembre de este año, la economía empleaba casi 136.000 personas menos en el sector privado, caída equiparable a la crisis económica de 2009 y a la de 2016. Nuevamente, la excusa de los factores externos no parece cubrir las expectativas de una explicación coherente y es mayormente atribuible a los factores internos de la política económica del actual gobierno, en especial de la inacción del Ministerio de Trabajo.



## Gráfico 2. Bitácora del empleo formal privado. 2009-2018 Cantidad de trabajadores. En miles



**Fuente:** Ministerio de Producción y Trabajo de la Nación

Como corolario de esta descripción, el empleo registrado privado, faltando la estadística de dos meses para completar tres años de gestión del actual gobierno, cuenta con 80 mil trabajadores menos que cuando comenzó su mandato. Aunque no se cuenta con esta información del comportamiento del trabajo formal asalariado del cierre del año, se puede presumir que en el segundo semestre de 2018 culminará con la tendencia de retracción y las perspectivas para 2019 no permiten esperar una recuperación, incluso asumiendo las expectativas de evolución del PIB de las propias autoridades. Por lo tanto, pareciera que ya no existe posibilidad alguna de que se pueda mostrar una situación mejor a fines de 2019 respecto de cuatro años atrás. Por el contrario, todo indicaría que la cantidad de asalariados formales del sector privado al final del mandato del actual gobierno será inferior a la existente al momento de su asunción.



## El empleo consuelo

Desde que asumió el 10 de diciembre de 2015, las autoridades tomaron la decisión de utilizar como monitor de la situación de empleo la estadística trabajo "registrado" del entonces Ministerio de Trabajo. Esa estadística lleva la evolución del empleo que de alguna forma se registra en alguna "ventanilla" del estado. Esas formas de empleo son:

1. Empleo formal asalariado en el sector privado (la que analizamos anteriormente)
2. Empleo público asalariado (no se incluye el contrato de servicios, que figura como autónomo o monotributista)
3. Servicio doméstico
4. Trabajador independiente (autónomo)
5. Monotributista
6. Monotributo social

Esta elección representa un mix de empleo precario o de diferentes formas de precariedad (servicio doméstico, monotributo, monotributo social) con otras de calidad o de plenos derechos laborales (empleo privado y público asalariado). Las formas de precarización son comúnmente llamadas "empleo refugio" o "actividades refugio" como el monotributo social o monotributo o empleo doméstico. La elección forzada de ser monotributistas o empleadas domésticas tiene el mismo sentido que la informalidad: en la mayoría de los casos se trata de relaciones laborales encubiertas aceptadas por las dificultades de encontrar un empleo con mejores condiciones de trabajo.

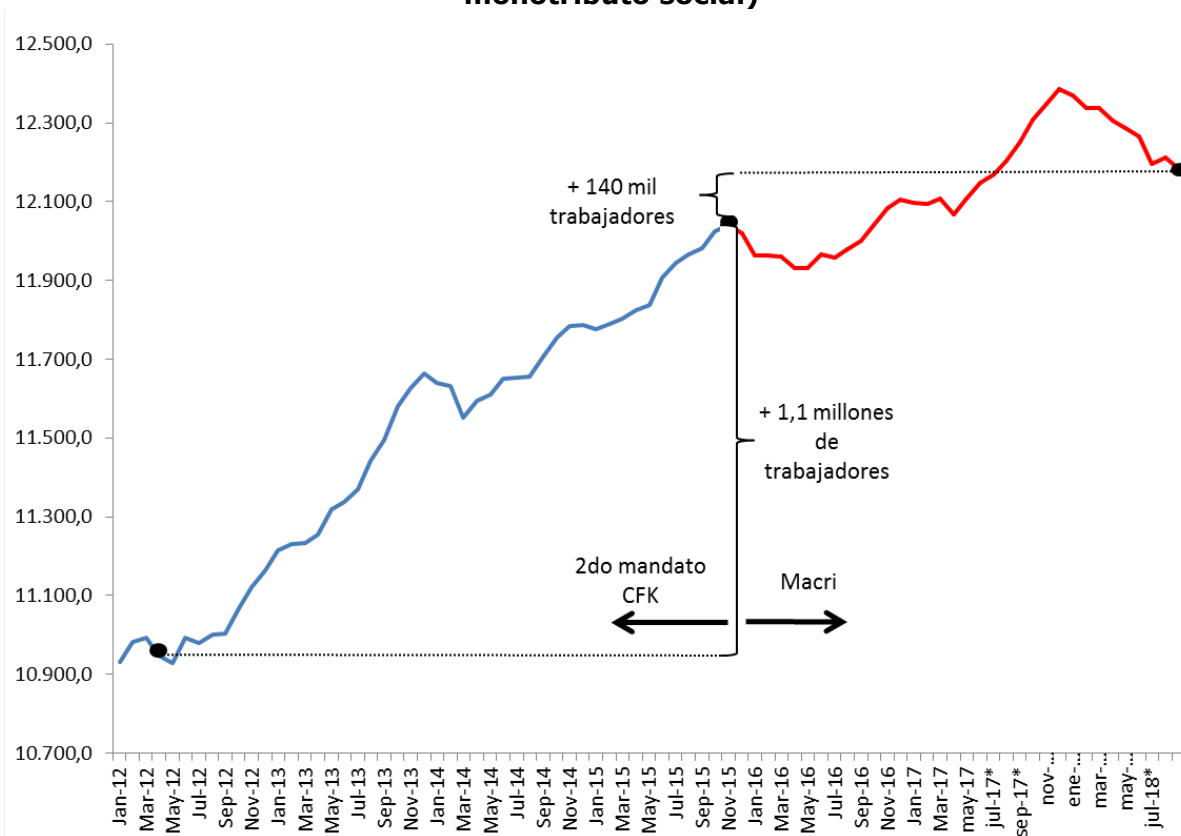
Como vimos anteriormente, la evolución del empleo asalariado del sector privado contradice la idea de la actual gestión que el empleo estaba estancado en los últimos cuatro años anteriores a la asunción del nuevo gobierno, si bien su evolución fue muy moderada y apuntalada en los últimos dos años de gestión. Pero la contradicción se agudiza si uno observa la evolución de la estadística que eligió el gobierno como monitor del empleo. En efecto, podemos observar que en los cuatro años previos al 2015 la cantidad de trabajadores creció en más de un millón de personas, mientras que en más de dos años y medio (hasta septiembre de 2018), la nueva gestión incorporó 140 mil trabajadores desde diciembre de 2015, luego de haber alcanzado un pico en diciembre de 2017.



Este último dato también aporta una cuestión clave. Si existiera cierta coherencia en el discurso oficial, podrían haber advertido que su estadística de empleo viene en caída pronunciada desde diciembre de 2017. Incluso la caída es más significativa que la de 2016. Esto debería tirar por tierra el argumento que empezaron "a pasar cosas" a partir de mayo con la corrida cambiaria y la "brisa" internacional que elevó la tasa de los bonos de USA y, en todo caso, las cosas que pasaron son producto del "tornado" diseñado por el propio gobierno desde diciembre de 2015.

### Gráfico 3. Empleo registrado en miles de trabajadores. 2012-2018 (último sept 2018)

(Empleo privado, público, serv. doméstico, autónomos, monotributo y monotributo social)



**Fuente:** Ministerio de Producción y Trabajo de la Nación

Otro dato interesante, que surge de las estadísticas del empleo registrado, es la composición de los cambios que se producen al interior de los mismos. Desde diciembre de 2015 y hasta septiembre de 2018, se produce la caída ya comentada de la cantidad de trabajadores formales del sector privado



de unos 80.000 empleos y entre los autónomos y los monotributistas sociales caen otros 20.000. Estas caídas fueron más que compensadas por el crecimiento de los trabajadores monotributistas (crecieron en más de 145.000), del trabajo doméstico (en 48.000) y del empleo público (en 48.000 también). Este último dato es al menos llamativo ya que en el imaginario colectivo la actual gestión redujo el empleo público "sobredimensionado" de la gestión anterior. Muy por el contrario, más allá de los públicos despidos del Estado en los últimos años, esta reducción fue más que compensada por las incorporaciones de personal afín a la nueva gestión.

### ¿Hacia dónde va el empleo?

Hasta ahora nos hemos limitado a describir, en primer lugar, la evolución del empleo asalariado de las empresas privadas. Luego, el empleo registrado, independientemente que allí se deriven formas precarias de condición laboral. Sin embargo, la esfera del empleo tiene otras alternativas que se escapan de las estadísticas que hemos presentado. Incluso alternativas de empleo formal. Por ejemplo, muchas provincias argentinas no tienen su empleo público provincial y municipal integrado al SIPA, con lo cual existe un faltante de información en dicho sistema que corre por cuerdas separadas. Al mismo tiempo, no está contemplado en las cifras que hemos analizado lo que sucede en la esfera del empleo no registrado, aquel que escapa de las estadísticas y sólo se puede captar a través de encuestas o trabajos de campo específicos.

Podemos realizar algún ejercicio que nos permita, a trazo grueso, realizar una aproximación de la actual etapa tratando de integrar las fuentes de información vigentes para ver hacia dónde está yendo el empleo.





## Cuadro 1. Estimación de los cambios en el mercado de trabajo 2015-2018

	Fuente	Cantidad de personas (diferencia entre noviembre de 2015 y septiembre de 2018)
Población Económicamente Activa	Estimación Tasa de Actividad (EPH-INDEC)	1.272.233
Desocupados	Estimación Tasa de Desocupación (EPH-INDEC)	879.962
Ocupados	Estimación Tasa de Empleo (EPH-INDEC)	392.271
Ocupados registrados	SIPA- Ministerio de Trabajo	140.332
Empleo formal privado	SIPA- Ministerio de Trabajo	-80.838
Empleo público	SIPA- Ministerio de Trabajo	47.893
Servicio Doméstico	SIPA- Ministerio de Trabajo	47.965
Autónomos	SIPA- Ministerio de Trabajo	-10.807
Monotributo/Monotributo Social	SIPA- Ministerio de Trabajo	136.119
Ocupados no registrados <sup>1</sup>	Diferencia Ocupados y Ocupados Registrados	251.939
Población total	Estimación Población INDEC	1.246.669

<sup>1</sup>Dado que este dato surge por diferencia de dos fuentes diferentes de información y que los registrados no incluyen a los trabajadores del sector público de las provincias que no están integradas al SIPA, puede haber personas de este sector incluidas en esta categoría

**Fuente:** elaboración propia sobre las bases de datos del SIPA-Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, EPH INDEC y estimaciones propias

Según la EPH, en el segundo trimestre de 2018 la Población Económicamente Activa (PEA) se estima en 46,4% y la tasa de empleo en 41,9%. Estas tasas son las que utilizaremos para proyectar los datos del tercer trimestre de 2018<sup>1</sup>. Comparados con la situación del último trimestre de 2015<sup>2</sup> y proyectando, ello implica que la cantidad de empleo generado en términos de trabajadores fue de 392.000 mientras que la PEA creció en 1,26 millones de personas. Esto implica que de los 1,26 millones de personas que se sumaron al mercado de trabajo, 879 mil pasaron a formar parte de los desocupados. Un dato notable de esta etapa es que según las proyecciones de población del INDEC entre diciembre de 2015 y agosto de 2018, la población creció aproximadamente en 1,24 millones mientras que la PEA creció en una cantidad apenas superior cuando lo lógico es que se respeten en mayor o menor medida

<sup>1</sup> Es probable que estemos sobredimensionando los datos globales de empleo del tercer trimestre de 2018 con lo que los resultados encontrados aquí sean aún más contundentes.

<sup>2</sup> Las tasas de actividad y de empleo no fueron publicadas en dicho trimestre para lo cual se procedió a estimarlas teniendo en cuenta las tasas correspondientes en los trimestres anteriores y posteriores



las proporciones poblacionales entre población activa y no activa. Esto se condice con el fenómeno conocido como *efecto trabajador adicional*, esto es, que frente a la reducción de los ingresos reales del ingreso familiar del jefe y/o jefa de hogar, otros integrantes del hogar se suman al mercado de trabajo a buscar un empleo.

Sumado a este fenómeno de mayor desocupación, los puestos de trabajo generados han sido 35% registrados y 65% no registrados donde además los puestos de trabajo del sector privado asalariado están cayendo, de modo tal que los únicos puestos formales de calidad corresponden con exclusividad a la esfera pública. El grueso de los registrados son formas precarias: monotributo, monotributo social y servicio doméstico.

### **El empleo sectorial: en busca de un récord**

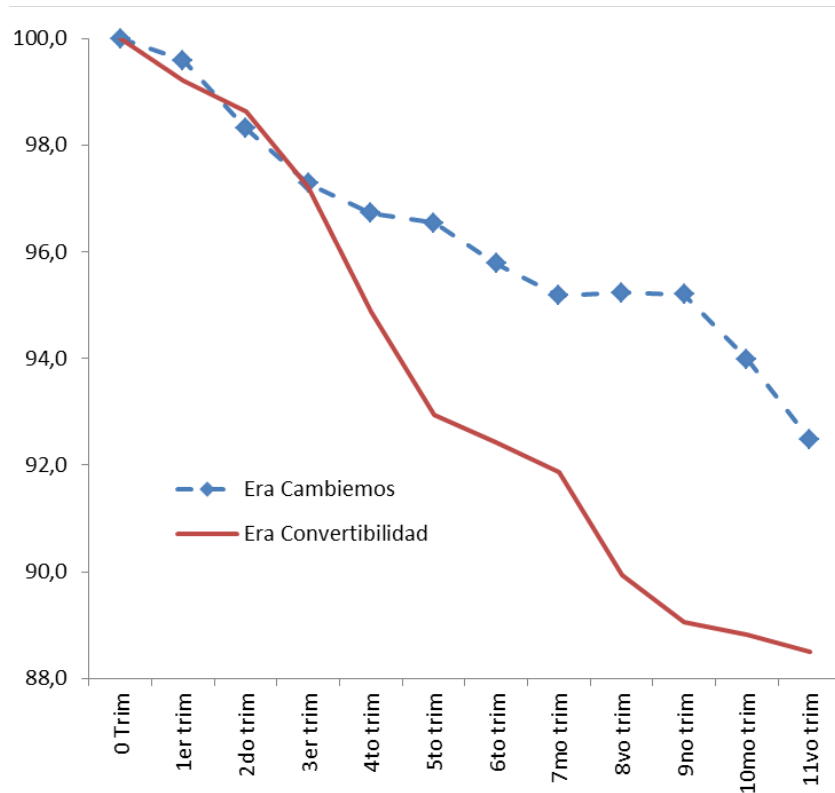
El impacto sectorial del comportamiento del empleo es bien diferenciado. Por sobre todas las cosas se destaca la destrucción de empleo en la industria y un débil crecimiento en los otros sectores. En efecto, si hay algo que muestra el cambio de régimen es la dinámica del empleo por sector económico. Desde diciembre de 2015 hasta septiembre de 2018, la industria manufacturera perdió 108.000 trabajadores formales y representa el sector más castigado en los últimos casi tres años. Van 11 trimestres consecutivos de caída del empleo industrial (hasta tercer trimestre de 2018). Caída de esta magnitud no se registraba desde la convertibilidad cuando desde el segundo semestre de 1998 el empleo industrial cayó durante 17 trimestres consecutivos y perdió en total el 24% de su fuerza laboral<sup>3</sup>. Si bien las dinámicas son diferentes y en los primeros trimestres la caída del empleo en la industria manufacturera fue más pronunciada durante esta etapa de la convertibilidad, en el segundo trimestre de 2018 la caída se aceleró y habrá que seguir la evolución en los próximos meses para ver qué tan diferentes serán las trayectorias que estamos mostrando aquí.

---

<sup>3</sup>Desde allí hasta 2015 el empleo en la industria manufacturera creció un 75%



**Gráfico 4. Evolución comparada los puestos de trabajo en la industria manufacturera  
Era Convertibilidad, Base II Trim 1998=100 VS Era Cambiemos, Base  
IV Trim de 2015=100**



**Fuente:** OED- Ministerio de Producción y Trabajo, sobre la base del SIPA

El resto de los sectores económicos presentan un mediocre desempeño. Los sectores de mayor crecimiento porcentual son el de servicios que ocupa a casi el 50% y el de comercio (18% del total) con un crecimiento del 0,7% en casi tres años.

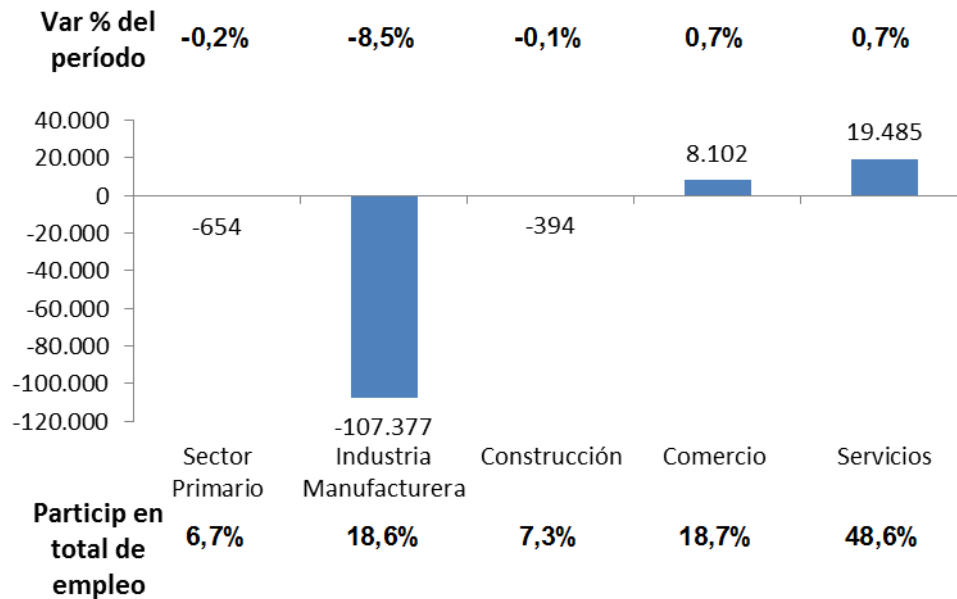
El sector de la construcción que supo ser el empleo vedette de 2017 y parte del 2018 hasta la crisis que desembocó en el pedido de auxilio al FMI, tiene respecto de noviembre de 2015, 400 trabajadores menos en todo el país lo que representa una situación de "empate" de empleo con el agravante que han pasado casi tres años.

Finalmente, el sector primario que se supone el sector más favorecido con la política económica junto con el sector financiero, mantuvo su dotación de personal (formal) desde noviembre de 2015, lo deja a las claras esta idea



que la absorción de la mano de obra de este sector no es compatible con un mercado de trabajo que crece como mínimo a la tasa vegetativa.

**Gráfico 5. Empleo formal privado. Comparación septiembre de 2018 vs Noviembre de 2015**  
**En cantidad de ocupados en el sector privado asalariado formal**



**Fuente:** Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, sobre la base del SIPA

## Resumen y perspectivas

Desde que comenzamos a describir el mercado de trabajo, nuestro monitor siempre ha sido el empleo formal privado como símbolo del trabajo socialmente más deseable. Si se hubiera querido mantener la proporción de trabajo formal en términos poblacionales, en septiembre de 2018 tendríamos que haber informado que la nueva administración habría creado 200 mil puestos de trabajo desde diciembre de 2015. Sin embargo, ese empleo cayó en casi 80 mil y el empleo que subió fue el precario. La forma que eligió la actual gestión para mostrar éxito en el empleo, es sumar todo el trabajo registrado (además del formal privado incluye monotributo, monotributo social, servicio doméstico, empleo público y autónomos) en lugar del trabajo formal privado. De esta forma en casi tres años esta estadística muestra un



crecimiento de 140 mil trabajadores. Este éxito se relativiza teniendo en cuenta que entre 2012 y 2015 el empleo registrado creció en 1,1 millones de personas.

El mejor momento de la actual administración en materia de empleo, fue haber “empatado” la cantidad de trabajadores asalariados privados de noviembre de 2015 e incluso superarla en el primer trimestre de 2018, luego de la caída abrupta de 2016. Sin embargo, el “rebote” no fue homogéneo a toda la economía: el empleo industrial siguió cayendo y no para de caer en los últimos 11 trimestres.

Aún no se tiene real dimensión del impacto final de la recesión que se inició en el segundo trimestre de 2018 sobre el mercado de trabajo. Recién estamos viendo el impacto al mes de septiembre de 2018 y restan al menos tres trimestres de pronósticos sombríos respecto de la actividad económica. Hasta ahora la recesión de 2016 fue más influyente sobre el mercado de trabajo respecto de las recesiones de 2012 y 2014 donde se disponían desde el Ministerio de Trabajo de aquel entonces, redes de contención que morigeraron los efectos contractivos del nivel de actividad sobre el empleo. Queda por ver el efecto final de la presente recesión con un dato que puede predecir lo que viene: ahora ni siquiera hay Ministerio de Trabajo.



## Inflación Sub-Estimada

CIEPYC

Desde 2016, los aumentos en las tarifas de los servicios públicos (gas, electricidad, agua y transporte) que pagan los consumidores, con mayor impacto en la zona del gran Buenos Aires, han sido extraordinarios. Y si bien el INDEC habría recuperado credibilidad y la tasa de inflación se ha acelerado, existe la sospecha de que la medición oficial de la inflación esta subestimada.

### Un Índice a medida

Con el Índice de Precios al Consumidor (IPC), indicador utilizado para hablar de la inflación, está pasando algo de lo que técnicos y analistas expertos deberían dar explicaciones. La duda es si el dato de la tasa de inflación, durante el gobierno de Macri, está siendo subestimada y si, en realidad, es aún más elevada que el registro oficial.

Los índices de precios constituyen, por sus particularidades, uno de los objetos de estudio más complejos de las estadísticas oficiales. No sólo existen diversos tipos de índices de precios -al consumidor, mayorista, de la producción- interrelacionados entre sí, sino que cada uno entraña un abordaje teórico-metodológico específico.

Si bien su propósito original fue el de medir las variaciones en el costo de vida<sup>4</sup> de una población determinada (principalmente las familias obreras), con el correr de los años, los usos de los índices de precios fueron transitando sucesivas modificaciones. Así, el proceso de ampliación de la cobertura geográfica y de la población de referencia del IPC derivó en un índice que permitiera medir la variación del nivel general de precios, entendida como indicador macroeconómico general.

Tratándose de uno de los indicadores de coyuntura de mayor difusión y uso en el ámbito de las estadísticas sociales y económicas resulta conveniente detenerse a realizar una breve reflexión acerca del significado y alcance del mismo.

---

<sup>4</sup> Un índice de costo de vida es un concepto teórico que busca reflejar los cambios en los montos de gastos que un consumidor promedio destina para mantener constante su nivel de satisfacción, utilidad o nivel de vida.



Desde que asumió la Alianza Cambiemos, desde el gobierno se puso especial atención en el, hasta entonces, ya muy desprestigiado índice<sup>5</sup>. Sin embargo, en tan solo los primeros dos años de la administración, tras un breve período de ausencia del indicador decretado por el mismo gobierno, hubo dos IPC diferentes y en el año próximo está previsto un nuevo cambio. Así, la política llevada a cabo por el INDEC ha impedido la construcción de una serie uniforme, que permita la comparabilidad de la información, mediante sucesivos cambios de metodología en el IPC<sup>6</sup>.

## IPC. Índice Poco Creíble

La confiabilidad estadística de un índice de precios depende de la veracidad de la información que se recoge sobre precios, de la representatividad de las ponderaciones asignadas a los bienes y servicios de la canasta y de las fórmulas de cálculo. Los dos primeros elementos surgen de encuestas por muestreo y están por ello afectados tanto por errores muestrales como no muestrales.

Un IPC es, en definitiva, una estimación de la variación en el tiempo de los precios de los bienes y servicios adquiridos por los consumidores. Se basa en ponderaciones, que surgen de una muestra de hogares, en una muestra de zonas geográficas, y una muestra de los períodos de observación de los precios, de una muestra de bienes y servicios, de una muestra de puntos de venta. Es esta multiplicidad de limitantes, así como la dinámica de los mismos, la que obliga a que en la práctica los índices de precios comporten un elevado nivel de abstracción.

Tanto el consumo como el consumidor son ideales, objetos teóricamente contruidos a partir de recortes conceptuales a fin de representar, indirectamente, el universo de bienes y servicios que componen el consumo final de los hogares, así como el universo de los consumidores reales.

Las canastas de consumo —qué cosas consumen los argentinos y en qué proporciones— se determinan a partir de encuestas de gastos. Internacionalmente se aconseja realizar actualizaciones periódicas de estas

---

<sup>5</sup> Desde el CIEPYC hemos sido críticos sobre los desaciertos que llevaron a la pérdida de credibilidad en el IPC en particular y en el INDEC en general, por tratarse de uno de los mayores activos del mismo y por su necesidad para tanto poder llevar adelante con éxito una política de control sobre la inflación como para ponderar los aciertos y fracasos de la administración de gobierno.

<sup>6</sup> En Junio de 2017 se establece un nuevo índice oficial de cobertura nacional. Aunque esta nueva medición amplía la cobertura, el INDEC continúa publicando el IPC-GBA, además de otros IPC regionales. Sin embargo, la estructura del IPC actual y del IPC anterior muestra que las canastas en la misma área geográfica tampoco son equivalentes, lo cual no solo se presta a confusión, sino que afecta la comparabilidad.



canastas para introducir las novedades que vayan surgiendo en los hábitos de consumo. El problema actual reside en que, dado el cambio profundo de política en materia de subsidios a las tarifas de los servicios públicos, se han producido cambios bruscos de precios relativos, que pueden tener efectos significativos sobre la estructura de consumo de los hogares. Esto mina la representatividad de cualquier encuesta, ya que en solo dos años, el peso de los servicios sobre el total de gastos aumentó sensiblemente.

El índice de Laspeyres<sup>7</sup> utilizado históricamente en este tipo de mediciones apenas permite realizar un análisis elemental y necesariamente sesgado<sup>8</sup>. Como en la fórmula del índice las cantidades consumidas son fijadas en un momento del tiempo, llamado base, el índice de Laspeyres nos dice cuánto deberían disponer los consumidores para adquirir la misma canasta base con los nuevos precios<sup>9</sup>. No se toma en cuenta que ante un cambio en los precios relativos los consumidores podrían modificar las cantidades compradas para así aumentar su nivel de satisfacción.

Cuando se pone la lupa sobre el diseño técnico del actual IPC, lo primero que se observa es que se partió de la base de validar la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENGHo) 2004-2005, realizando modificaciones y adaptaciones. Entre otras cuestiones, esta decisión es criticable justamente por la notable alteración de hábitos de consumo y precios relativos desde entonces hasta 2015 y desde 2016 hasta hoy.

Durante el período comprendido entre la realización de la ENGHo 2004/05 y el mes de diciembre de 2015 se produjo una gran dispersión en los cambios de precios en distintos rubros, mientras que la actualización de las tarifas de servicios públicos se mantuvo relativamente retrasada con respecto a esos otros rubros. Esta discrepancia en la evolución de los precios que conforman el índice generó cambios en los precios relativos que difícilmente podrían mantener invariables las estructuras de gastos durante más de 10 años.

---

<sup>7</sup> Nombrado en honor a Ernst Louis Étienne Laspeyres quien desarrolló en 1871 de la fórmula y el método para determinar el índice de precios que hoy se utiliza en la mayoría de los países.

<sup>8</sup> El sesgo es un efecto derivado del procedimiento de estimación o de selección que sistemáticamente conduce a subestimar o sobreestimar el valor que se desea medir. Por lo general, el estadígrafo no controla o desconoce la magnitud de la subestimación o sobreestimación, de otra forma, se podría eliminar en el cálculo esta distorsión.

<sup>9</sup> Aunque se toma a este índice como indicador de inflación, se debe tener en cuenta que este término hace referencia a un concepto más amplio que comprende, además de las variaciones en los precios de los bienes y servicios de consumo de los hogares, la evolución de los precios de los bienes y servicios exportados y de los destinados a la acumulación como inversión bruta fija o variación de existencias. Además, la evolución de los precios que pagan los consumidores no siempre tiene una correspondencia con la de los precios que reciben los productores, dado que las variaciones en los impuestos y subsidios sobre los productos modifican las proporciones en las que el Estado y los hogares se hacen cargo de los pagos por esos bienes y servicios.





Adicionalmente, producto de la disminución abrupta de los subsidios y los saltos tarifarios en los servicios públicos desde 2016, la canasta de las familias cambió su composición, y el diferencial de gastos entre estos ítems y el resto de los productos, también se tuvo que ver alterado.

Según puede leerse en la Metodología del IPC-GBA, que fue el primero en reemplazar al anterior índice en mayo de 2016 luego del apagón estadístico desde diciembre de 2015, se optó por desechar la más reciente<sup>10</sup> ENGHo de 2012-2013, que era utilizada en el último índice de la gestión anterior, a pesar de que la crítica a los IPC anteriores se centraba en los relevamientos de precios y no en las canastas de consumo<sup>11</sup> y contaba con el aval del FMI. Hecho esto, se presentaban dos opciones: actualizar las ponderaciones con cantidades fijas en el año base de la ENGHo y los precios del período base del IPC, o bien, no actualizar los ponderadores y tomar cantidades consumidas por los hogares y precios en el año base (en este caso la ENGHo 2004/05).

La Dirección de Índices de Precios de Consumo del INDEC decidió actualizar los ponderadores basados en la ENGHo 2004/05. Para llevar a cabo el ajuste de las ponderaciones que surgen de la encuesta de gastos, se tomaron en cuenta los precios promedios implícitos en el cálculo del IPC-GBA base 1999 correspondientes a los meses de relevamiento de la ENGHo 2004/05. Estos precios promedio fueron comparados con precios promedio relevados durante diciembre de 2015, jamás publicados por el "apagón estadístico". Para ello, se realizó un apareo de las variedades del IPC-GBA Base 1999 con respecto a las variedades del IPC-GBA actual.

Finalmente, una vez actualizado el conjunto de ponderaciones para la canasta del nuevo índice, se realizaron además algunos "ajustes ad-hoc" para reflejar de forma más adecuada los hábitos de consumo vigentes<sup>12</sup>.

A su vez, un grupo de precios que, por causas diversas, no se recopilan mediante el mecanismo de visitas a negocios, sino que se obtienen mediante

---

<sup>10</sup> Idealmente se desea contar con una estructura de gastos de los hogares que coincida con el período base del IPC. Sin embargo, en la práctica esto no es posible ya que la actualización o cambio de base de un índice suele ser posterior al relevamiento de una nueva encuesta de gastos. La tarea entonces es encontrar un conjunto de ponderadores que traten de reflejar la estructura de gastos de los hogares lo más cercana posible al período base del IPC.

<sup>11</sup> La canasta resultante de la ENGHo 2012/13 también hubiera subestimado el impacto de los aumentos de tarifas si no se la actualizaba para tener en cuenta el nuevo peso de los servicios públicos sobre el presupuesto del hogar promedio tras los aumentos de tarifas.

<sup>12</sup> Un ejemplo de este ajuste es el que corresponde al servicio telefónico. Según la ENGHo 2004/05, los hogares destinaban mayor proporción de gasto a la telefonía fija que a la telefonía móvil. Hoy en día la situación es exactamente la contraria.



“operativos especiales” (los precios se obtienen desde la oficina del INDEC) consultando cuadros tarifarios o información provista, por entes reguladores, empresas proveedoras y otras instituciones, también se alteraron<sup>13</sup>. Es el caso de la estimación de las tarifas de servicios públicos. Para peor, durante el período en que se realizó esta tarea, entre diciembre de 2015 y abril de 2016, se produjeron cambios significativos en los precios de este grupo de servicios, que en muchos casos fueron acompañados de modificaciones en las estructuras tarifarias<sup>14</sup>.

Es importante notar que existen diferencias entre un IPC que actualice y uno que no actualice los ponderadores. La actualización de las ponderaciones, o la utilización de los ponderadores originales, será la mejor opción para estimar la proporción del gasto promedio de los hogares, según como sea la respuesta de los mismos a los cambios de precios relativos. Se desconoce la realización de este tipo de análisis al momento de la toma de decisión por parte de las autoridades políticas del INDEC.

**Cuadro 1. Participación en el gasto de los hogares de los principales servicios públicos y ponderadores del IPC**

	<b>IPC- GBA 1988</b>	<b>IPC- GBA 1999</b>	<b>ENGHo 2004/05</b>	<b>IPC GBA 2016</b>
COMBUSTIBLES PARA LA VIVIENDA	1,55%	1,62%	1,33%	0,91%
ELECTRICIDAD	1,93%	1,97%	1,45%	0,35%
AGUA Y SERVICIOS SANITARIOS	0,74%	0,84%	0,57%	0,32%
<b>SERVICIOS BÁSICOS Y COMBUSTIBLES PARA LA</b>	<b>4,21%</b>	<b>4,43%</b>	<b>3,35%</b>	<b>1,58%</b>

<sup>13</sup> Para el caso de electricidad y gas se estimaron índices a partir del cálculo de una factura promedio para cada tramo de consumo y tipo de usuario (con tarifa social u otra). Para armar la estructura de ponderadores se utilizó información de las empresas correspondientes al año 2015 provista por los entes reguladores. En el caso de transporte público (excluyendo taxi) se utilizó la información de gasto provista por Nación Servicios (administradora de SUBE).

<sup>14</sup> En particular, con el anuncio de ajustes en las tarifas de servicios públicos (electricidad en febrero de 2016 y gas por red, agua y transporte público a partir de abril de 2016) se lanzaron tarifas con descuento denominadas “tarifas sociales”, que aplican a ciertos grupos de la población de referencia. Se planteó la disyuntiva de incluir o no las tarifas sociales en el IPC-GBA. En general, por razones prácticas los descuentos disponibles sólo para determinados grupos de hogares no se contemplan en los IPC. En los IPC elaborados con anterioridad en nuestro país no se incluyó este tipo de tarifas diferenciales. Sin embargo, en esta oportunidad, se decidió incluirlos en el IPC.



<b>VIVIENDA</b>				
TRANSPORTE PÚBLICO DE PASAJEROS	3,20%	6,38%		2,77%
<b>TRANSPORTE</b>		<b>12,93%</b>	<b>12,65%</b>	<b>10,97%</b>

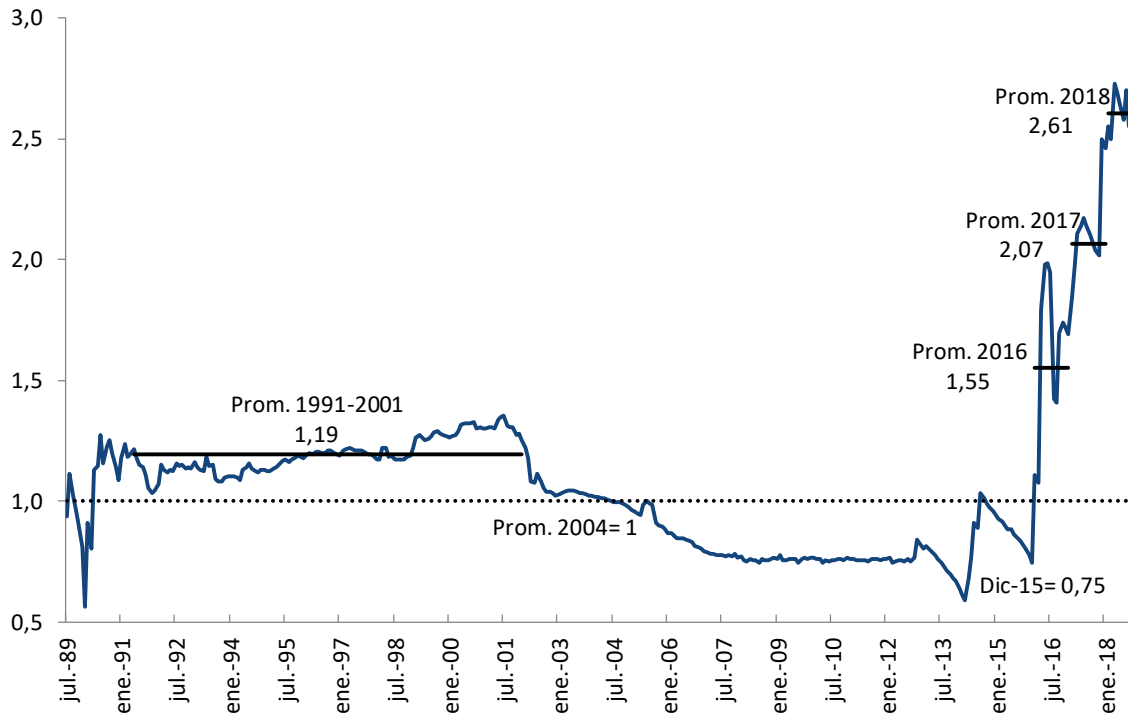
Fuente: INDEC

Los ponderadores resultantes de estas actualizaciones para el caso del IPC-GBA de los servicios públicos, con los cuales se calcula el impacto de los "tarifazos" en el índice general, son inferiores a los que contemplaba la propia ENGHo 2004/05. Incluso son muy inferiores a los conocidos para el IPC-GBA base 1999 (que utilizaban la anterior ENGHo 1996/97) y para el IPC-GBA base 1988 ya que el método de "actualización" utilizado tiende a subestimar el aumento en el consumo de dichos servicios producto del crecimiento de la economía y el "abaratamiento" relativo de los mismos, que hizo más intensivo su uso modificando los hábitos de consumo, ajustando la ponderación solo por el aumento de precios de la variedad.

Como ya dijimos, el aumento de tarifas en los servicios básicos (ver Gráfico 1) fue relativamente inferior al nivel general de precios durante el período 2005/2015, por cuanto la participación en el gasto de cantidades fijas en el tiempo de estos servicios, ven disminuida su participación en el gasto de consumo global. A sabiendas de lo que ya estaba ocurriendo con los precios de estas tarifas, y del resultado que sobre la estimación de la inflación iba a tener esta metodología de "actualización", la sospecha de que la misma fue escogida deliberadamente es más que atendible.



**Gráfico 1. Ratio servicios básicos y combustibles para la vivienda sobre IPC nivel general**



Nota: Entre 2007 y 2012 IPC Nivel general según [www.inflacionverdadera.com](http://www.inflacionverdadera.com). A partir de 2012 IPC-CABA

Fuente: Elaboración en base a INDEC, Dirección de Estadísticas CABA e [inflacionverdadera.com](http://inflacionverdadera.com)

Las ponderaciones del IPC oficial por lo tanto no parece que reflejen correctamente el consumo de los hogares. Otra forma de verlo es considerar que con esos ponderadores, por ejemplo, una familia con un solo ingreso promedio en dic-15 de \$15.000, pagaba \$250 por mes por electricidad, gas y agua. Teniendo en cuenta la evolución promedio de las remuneraciones, hoy ese trabajador podría estar percibiendo el doble, unos \$30.000, y para haberse mantenido la proporción de gasto en servicios públicos, debería estar pagando unos \$500 por mes sumando las facturas de gas, luz y agua. Alternativamente, podríamos pensar que quien pague una tarifa de gas, luz o agua (una sola de ellas) de \$500 por mes, debería tener ingresos mensuales de \$55.000, \$144.000 ó \$155.000, respectivamente. Por su parte, un trabajador que destine \$500 por mes en transportarse a su trabajo, debería tener un ingreso de alrededor de \$18.000, de acuerdo a la ponderación de 2,77% de transporte público en la confección del indicador de precios oficial.



Este sencillo ejercicio demuestra que los ponderadores (y no sólo la medición de los precios en sí) resultan claves para medir la inflación de los consumidores.

Los ponderadores "implícitos", es decir la incidencia sobre el nivel general del índice de un incremento en un 1% en el rubro considerado, actualizan sólo en parte esta distorsión. Como ya se dijo, el INDEC no ha dado a conocer la inflación en el período comprendido entre noviembre 2015 y abril de 2016, fecha en que se reanuda la publicación del índice. Los ponderadores a los que alude la metodología son a diciembre de 2015. A su vez, no se publican los índices desagregados en subgrupos sino sólo el agregado "Servicios básicos y combustibles para la vivienda" para el Gran Buenos Aires (GBA) hasta mayo de 2017 y el grupo "Electricidad, gas y otros combustibles", para el cual se desconoce el ponderador, para cada región geográfica incluyendo el GBA desde diciembre de 2016.

Asumiendo para el rubro Servicios básicos y combustibles para la vivienda el comportamiento de Electricidad, gas y otros combustibles a partir de mayo-17, y considerando que 1,58% es el ponderador del agrupamiento en abr-16, el ponderador "implícito" habría evolucionado hasta un 2,55% en sep-18. Es decir, que un aumento del 1% en cualquiera de los servicios que en abril de 2016 hubiera implicado un incremento de 0,0158 puntos porcentuales en el nivel general del IPC, hoy importaría un impacto de 0,0255 puntos. Ciertamente, es un avance en cuanto al incremento en la ponderación, pero parecería aún ser poco.

Otra forma de verlo es midiendo relativamente respecto de otros bienes el peso de una tarifa promedio de un servicio público, como por ejemplo, el gas. No sería otra cosa que el ya famoso índice al que hiciera mención el Ministro de Hacienda en diciembre de 2015, construido a partir de la estimación de cuántas pizzas representaba la magnitud de los aumentos previstos.

En aquel momento, decía el Ministro, una tarifa promedio equivalía a \$150 que de acuerdo al gusto y preferencia del ministro correspondería en ese entonces a 1,5 pizzas, es decir 12 porciones. Siguiendo la evolución de la variedad "Gas" del IPC de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (IPC-CABA) y el precio promedio del rubro "Pizza para llevar" también relevado por el IPC-CABA, podemos decir que esa misma tarifa promedio de gas equivale en septiembre a 4,2 pizzas y en octubre (estimando el aumento del gas para el hogar en un 27%) a 5,3 pizzas o 42 porciones, un 252% más que en diciembre de 2015 en términos de porciones de pizza.



## **Quita de subsidios, aumentos de tarifas e incidencia en el IPC**

El primer paso para estimar la incidencia de los aumentos en las tarifas de servicios es tener en cuenta que las variaciones no se vuelcan de manera directa al índice de precios. Esto vale para cualquier bien o servicio incorporado al cálculo de la inflación y no sólo para el caso puntual de los servicios públicos.

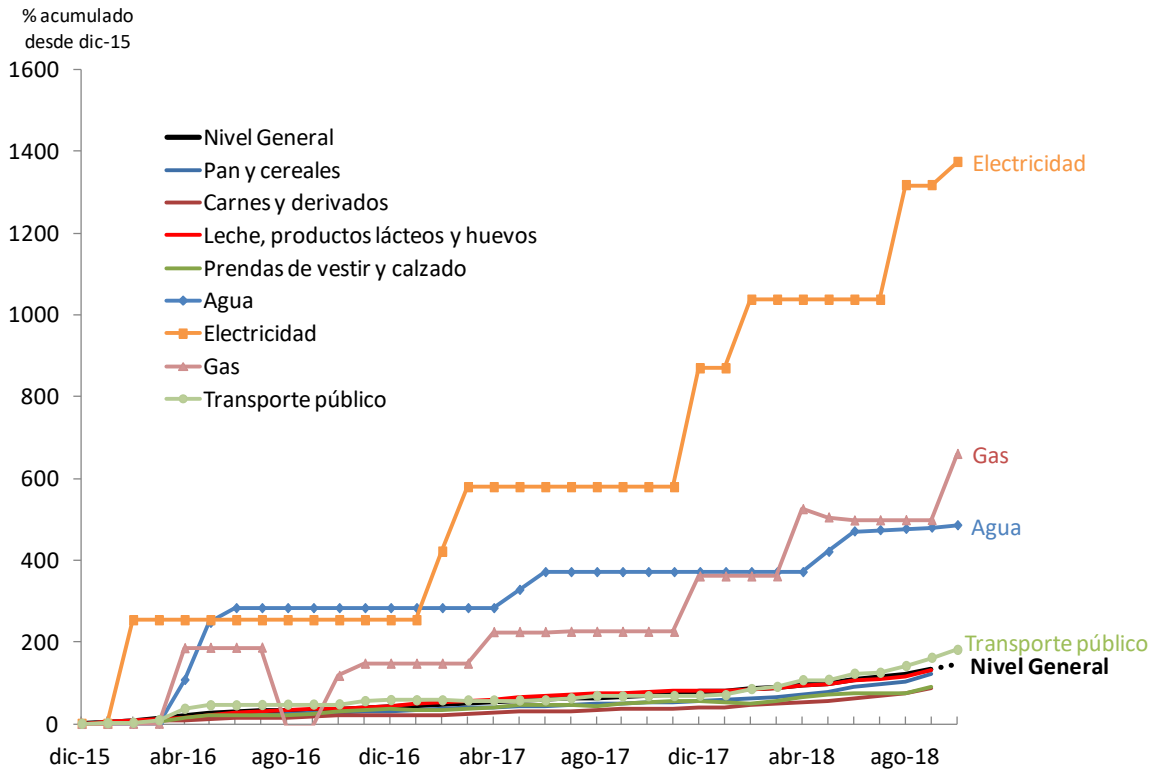
Si por ejemplo en un determinado mes la carne vacuna acusa un incremento del 10%, eso no significa que el índice minorista se elevará un 10%. La incidencia final dependerá de la participación de ese producto en el gasto promedio de los hogares porque de ella dependerá la ponderación del aumento en cuestión en la variación final del índice. Siguiendo con el ejemplo, si la carne vacuna tiene una participación promedio del 5,5% en el gasto de un hogar, por lo que habrá que ajustar el 10% de suba a la ponderación del 5,5% del producto. Vale decir que el aumento final que se computará a los fines de la inflación será menos de 1 punto porcentual (más específicamente, 0,55 que surge del producto entre 10 y 5,5%). A eso se llama incidencia en el aumento de la inflación.

En el Gráfico 2 se aprecia el fenómeno denominado popularmente como "tarifazo", esto es el desproporcionado aumento de las tarifas de servicios públicos captado por el IPC (en este caso por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, dada la falta de información desagregada suministrada por el INDEC) en relación al resto de los bienes.

¿Cómo se explica que el nivel general del índice, aquel con el que se mide la inflación, haya variado tanto menos? En efecto, el nivel general acumula una suba del 146% desde diciembre de 2015, en tanto la tarifa del servicio de agua se incrementó 485% en igual período, la factura de gas promedio que computa el IPC-CABA lo hizo en más de 650% y la de energía eléctrica se aproxima al 1400%. Parte de la explicación se refiere a la utilización de los ponderadores construidos de la manera descripta en la sección anterior.



**Gráfico 2. Evolución de los precios de servicios públicos y otros rubros del IPC seleccionados**



Fuente: Elaboración en base a Dirección de Estadísticas CABA

Cuál fue entonces la incidencia de esos fenomenales aumentos, en cuánto contribuyeron a aumentar la inflación general según el IPC. A partir de los ponderadores del Cuadro 1, podemos hacer el ejercicio que consiste en calcular cuál habría sido la incidencia de esos incrementos a la inflación general<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> En un mes determinado  $t$ , la incidencia (INC) de un agrupamiento (A) es igual al porcentaje en que habría aumentado el nivel general del índice si todos los otros precios hubiesen permanecido constantes. Se calcula como:

$INC_A(t; t-i) = (\text{Índice}_A^{(t)} - \text{Índice}_A^{(t-i)}) * 1 / I_{NG}^{(t-i)} * W_A$ ; donde  $W_A$  es el ponderador en el año base de A e  $I_{NG}$  es el índice Nivel General.

Luego, la suma algebraica de todas las incidencias equivale a la variación del nivel general del IPC entre  $t$  y  $t-i$ .



**Cuadro 2. Incidencia en el nivel general del IPC, según distintos ponderadores**

	<b>IPC-GBA 1999</b>	<b>IPC GBA 2016</b>	<b>Diferencia en puntos porcentuales</b>
COMBUSTIBLES PARA LA VIVIENDA	15,3	8,6	6,7
ELECTRICIDAD	15,0	2,6	12,4
AGUA Y SERVICIOS SANITARIOS	4,7	1,8	2,9
<b>SERVICIOS BÁSICOS Y COMBUSTIBLES PARA LA VIVIENDA</b>	<b>35,1</b>	<b>13,1</b>	<b>22,0</b>
TRANSPORTE PÚBLICO DE PASAJEROS	12,2	5,3	6,9
<b>TOTAL</b>	<b>47,3</b>	<b>18,4</b>	<b>28,9</b>

Fuente: Elaboración propia

Según los últimos ponderadores dados a conocer por el INDEC a diciembre de 2015 con los que se confeccionó el IPC-GBA dado a conocer en mayo de 2016, tomando la evolución medida por la Dirección de Estadísticas de la CABA para el período comprendido entre dic-15 y oct-18, el incremento de los servicios básicos para el hogar (electricidad, gas y agua) en conjunto habrían aportado con 13,1 puntos porcentuales a la inflación del período (34 meses acumulados). A su vez, los aumentos en las tarifas del transporte público adicionaron 5,3 puntos porcentuales al incremento del nivel general de precios, es decir un total acumulado de 18,4 puntos.

Ahora bien, en virtud de las críticas vertidas sobre la actualización y utilización de esos ponderadores, si utilizáramos para hacer el mismo cálculo, teniendo en cuenta las mismas variaciones de precios para los servicios implicados, los ponderadores que surgen del IPC que se usaron en la década de los noventa (y hasta 2007), el aporte de estos rubros a la inflación general se vería incrementado. La incidencia de los aumentos de los servicios públicos considerados desde el año 2016 hubiera sido más cercana a 50 puntos de inflación, el equivalente a 1,12% de inflación mensual durante 34 meses. Esto no significa que la inflación hubiera sido exactamente esa, pero seguramente si mucho mayor a la medida oficialmente, dado que algún otro rubro que sin dudas tuvo un aumento menor debe estar siendo sobrevalorado.

Este tipo de análisis, si bien no estrictamente verificable, por cuanto se trataría de una ucronía, permite llamar la atención sobre la magnitud de lo que podría ser la subestimación de la inflación en los tiempos actuales. En el





cuadro 2 se advierte que la diferencia en términos de inflación podría ser del orden de los 30 puntos desde que asumió el nuevo gobierno. Una magnitud que bien podría sumarse a la pérdida de poder adquisitivo del salario sufrida por la mayoría de los trabajadores, los jubilados, pensionados y perceptores de la AUH a quienes se ajusta su haber según el IPC (y los salarios en menor proporción).

## Conclusión

En los índices de precios al consumidor, las ponderaciones se calculan como proporciones del gasto de consumo dedicado a cada una de las clases de bienes y servicios, estimadas sobre la base de la información disponible. En la mayoría de los países, estas ponderaciones se calculan a partir de una encuesta a los hogares y se actualizan (mediante la realización de una nueva encuesta) cuando dejan de reflejar adecuadamente la estructura de consumo de la población de referencia. Hasta tanto ello ocurra, quienes lo utilizan deben ser conscientes de la subestimación de la que adolece.

La actual administración utiliza la encuesta de 2004-2005 al descartar la realizada en el 2012-2013, pese a que fue avalada por el FMI. Como la elegida estaba desactualizada, decidió actualizarla. Para ello, optó por el método que menos peso resultante le dio al consumo de servicios públicos, hasta 2015 fuertemente subsidiados en el gobierno anterior. Desde 2016, los llamados "tarifazos" implicaron aumentos de estas variedades de hasta el 1400%, como es el caso de la luz, en 34 meses. El resultado de las alteraciones incluidas en el IPC es la subestimación de dichos aumentos en la medición de la inflación general, que de todas formas y por otras razones adicionales se disparó hasta acumular el 150% en el mismo período.

En definitiva, mediante la emergencia estadística y el artilugio de actualizar una estructura de gastos antigua, el INDEC obvió medir los saltos de precios más grandes: la depreciación de diciembre de 2015, la quita de retenciones de principios de 2016 y, por otro lado, reducir el impacto de los "tarifazos" de gas, luz, agua y transporte.

En consecuencia, el IPC, que se está calculando con la estructura de gastos diseñada hace casi 15 años, alterada para minimizar los impactos de la quita de subsidios, y no existiendo dudas respecto que el peso de dichos consumos subsidiados es más importante, ofrece una tasa de inflación alejada de la realidad.

En este contexto, se está realizando una nueva encuesta que pretenderá actualizar la fuerte carga que los servicios públicos representan hoy en el presupuesto de los hogares. No sabemos en qué momento esa nueva encuesta impactará en un nuevo índice de precios al consumidor. Es regla en el INDEC



que los índices de precios no se re-estiman “hacia atrás”. Es decir que la subestimación que sufre hoy el índice nunca verá la luz y permanecerá por siempre oculta en el apagón que la gestión actual imprimió a sus estadísticas, con el aparente silencio de quienes antes tanto hicieron por devolver la credibilidad al INDEC.

### **RECUADRO: estimación de los servicios públicos en el IPC**

**Electricidad:** Para la estimación del índice de la variedad se construye una factura promedio para cada tipo de usuario y tramo, considerando un consumo promedio por tramo, por empresa y por área geográfica en base a información proporcionada por el Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE) para 2015. Cada factura promedio se compone de un cargo fijo, un cargo variable por kw/h consumido, impuestos y una suma fija. Los cargos fijos y variables que se consideran son los vigentes durante el correspondiente mes del índice, según lo establecido en las correspondientes resoluciones del ENRE.

Una vez obtenida cada factura promedio se calcula un índice. Luego se agregan de manera aritmética ponderada los índices estimados para cada tramo, tipo de usuario por empresa y región. Después, se promedian los índices de cada empresa por región, ponderando por la participación de mercado de la empresa en la región. Finalmente, se agregan los índices regionales según su participación relativa. Finalmente, el cálculo toma en cuenta la cantidad de días de vigencia de los valores de los cargos tarifarios dentro de cada mes considerado.

**Gas por red:** En 2015 la totalidad usuarios se podía clasificar en 3 categorías o tipos (Subsidiados, No subsidiados y Tarifa Social) y 8 tramos de consumo que abarcan a todos los usuarios. Para cada posible combinación existen valores diferenciales de cargo fijo, cargo variable y cargo fiduciario. En tanto, existe un único valor para financiar obras de las distribuidoras (FOCE GAS) para cada tramo de consumo, independientemente del tipo de usuario.

Para la estimación del índice de la variedad se construye una factura promedio para cada tipo de usuario y tramo, considerando un consumo promedio por tramo, por empresa y por área geográfica en base a información proporcionada por el ENARGAS para 2015. Cada factura promedio se compone de un cargo fijo, un cargo variable por m<sup>3</sup> consumido, los impuestos y sumas fijas. Una vez obtenida cada factura promedio se calcula un índice. Luego se agregan de manera aritmética ponderada los índices estimados para cada tramo, tipo de usuario por empresa y región. Se promedian los índices de cada empresa por región, ponderando por la participación de mercado de la empresa en la región. Finalmente, se agregan los índices regionales según su participación relativa.

Desde el mes de diciembre de 2017, la tarifa social de gas natural por red contempla un régimen de subsidios en el precio de gas que responde a un esquema estacional. Este esquema plantea una cantidad de metros cúbicos bonificados por mes, los cuales varían a lo largo del año. De este modo, en los meses en que se bonifica una mayor



cantidad de metros cúbicos de gas, la tarifa media que enfrenta un consumidor que mantiene constante su consumo refleja una baja de precios que se compensa con la suba que experimentará en los meses del año en los que la cantidad de metros cúbicos subsidiados sea menor. Los volúmenes de gas que reciben subsidio bajo este esquema son diferentes a lo largo de los meses y para las distintas sub-zonas o licenciatarias del servicio. Si bien estos cambios fueron incorporados oportunamente, es a partir del mes de marzo de 2018 que se observan variaciones significativas en los volúmenes subsidiados que generan impacto en los resultados de los respectivos índices. Para mayor información se puede consultar la Resolución MINEM N° 474-E/17, la Resolución ENARGAS 132/17 y el Anexo II de la Resolución MINEM N° 474/17.

**Agua potable y saneamiento:** A diferencia de los servicios de gas y electricidad, en nuestro país el consumo residencial de agua potable es mayoritariamente un servicio no medido, de forma tal que la estructura tarifaria no se encuentra discriminada por nivel de consumo tal como ocurre en otros casos. Por el contrario, el cálculo de la tarifa está basado en coeficientes zonales y características de los inmuebles, en función de los cuales se estima y factura un consumo aparente. En función de lo anterior, el índice correspondiente a este servicio está basado en una estimación de la factura promedio del servicio, comparando su evolución mes a mes.

**Transporte:** El precio medio del boleto de tren para recorridos de corta distancia se construye como el promedio geométrica por ramal del valor del viaje desde la cabecera a cada una de las estaciones. Este cálculo se realiza para el precio normal y el precio con descuento por atributo social, en ambos casos pagando con SUBE. Luego se agregan los índices estimados cada ramal y tipo de precio ("Normal" y "Tarifa social"), ponderando según su participación relativa. Finalmente se calcula el índice de la variedad como el promedio ponderado de los índices de los distintos ramales según su participación relativa en el sistema ferroviario de corta distancia.

En el caso del colectivo urbano, existen secciones dependiendo de la distancia recorrida con tarifas diferentes. Para cada una de ellas se calcula un índice y luego se hace un promedio ponderado por la participación de la sección en el total. Este cálculo se realiza para el precio normal y para la tarifa social. Luego se agregan estos últimos índices según su participación relativa. En los trayectos interurbanos, sólo se considera el valor del pasaje entre cabeceras. Cuando hay más de una línea para un destino se considera la media geométrica de los precios de las líneas.

En el mes de febrero de 2018, el Ministerio de Transporte implementó un nuevo esquema tarifario denominado boleto multimodal (o boleto integrado) para los servicios de transportes públicos de pasajeros en la región del Gran Buenos Aires. Estos servicios forman parte de la canasta del IPC y se encuentran agrupados en la división "Transporte". Bajo el nuevo esquema se consideran los distintos cambios o trasbordos de medios de transporte que el pasajero puede realizar durante un mismo viaje en el transcurso de dos horas. Estos trasbordos se denominan etapas y se aplican descuentos de diferente magnitud en las distintas etapas que integran el viaje.

Por tal motivo, se solicitó información al Ministerio de Transporte, quien brindó acceso –a través de SUBE– a los datos de la totalidad de los viajes realizados en trenes, colectivos y subterráneo durante un día hábil de servicio normal. Con la disponibilidad



de este registro se identificaron las etapas de integración de cada viaje y el medio de transporte utilizado por cada usuario en cada tramo de su traslado.

La información fue analizada y procesada para determinar la participación porcentual de las distintas etapas del viaje y de las respectivas tarifas que se abonan en cada etapa y el atributo social (tarifa plena y tarifa social) bajo el nuevo sistema de boleto integrado. Estas participaciones se determinaron para cada medio de transporte, permitiendo estimar el precio promedio de los viajes de tren, colectivo y subterráneo requeridos para dar continuidad al cálculo de los índices elementales de cada variedad de transporte público que integran la canasta actual del IPC.

**Impuestos:** Los resultados de la división "Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles" reflejan cambios tanto en los cuadros tarifarios vigentes como en la aplicación de impuestos sobre las tarifas de servicios públicos a nivel provincial y nacional. En el caso de las tarifas de electricidad del sector residencial, se han registrado aumentos en algunas provincias de las regiones NEA, NOA y Patagonia. A su vez, en las regiones Cuyo y Patagonia se han considerado las reducciones de impuestos por ingresos brutos establecidas en las correspondientes normas provinciales. Finalmente, en las regiones GBA y Pampeana solo se registraron cambios por disminución o eliminación de impuestos provinciales que se incluyen en las tarifas de este servicio.



## Argentina: 200 años de Historia, 300 de deuda

Lic. Fernando Alvarez

*El endeudamiento externo es uno de los principales condicionamientos al desarrollo autónomo y sustentable de Argentina; en ese sentido la emisión del Bono Centenario con vencimiento en el año 2117 es al menos un error que implicará para nuestro país nuevas trabas al desarrollo. Se repite así, la experiencia que condicionó gran parte del siglo XIX y del XX; por lo que Argentina, con poco más de 200 años de república independiente registra deuda por casi 300 años de duración entre 1824 y 2117, mayoritariamente en jurisdicción extranjera. En el presente artículo se muestra que más allá del cumplimiento del marco legal-formal en su emisión, este endeudamiento centenario no se justifica, repite errores del pasado, no es una estrategia utilizada generalmente por otros países y no produjo ninguna mejora en las condiciones de acceso al financiamiento necesario para solventar el desarrollo de la estructura productiva y social nacional, a fin de reducir la dependencia y modificar el rol periférico de inserción internacional de la economía argentina.*

### Bono Centenario – AC2117

En 2017, la República Argentina, sorprendía a propios y extraños al emitir por primera vez en su historia un título de deuda pública externa por 2.750 millones de dólares estadounidenses (USD), a un plazo de 100 años. Este bono tiene como característica que se cancelará íntegramente el 28 de junio de 2117 al vencimiento<sup>16</sup>; tiene un cupón a una tasa del 7,125% anual, pagadero en forma semestral, los 28 de junio y 28 de diciembre de cada año. Hasta ahora ya se han realizado 2 pagos, siendo el emblemático primer corte de cupón el 28/12/2017. Al título de deuda se lo denominó Bonos Internacionales de la República Argentina en dólares estadounidenses 7,125% 2117 (BIRAD USD 2117).

Dado que el bono fue colocado, por decisión del gobierno nacional, bajo la par, a un precio de emisión de USD 90 cada lámina de USD 100 nominales, **el ingreso de fondos de financiamiento nuevos al tesoro nacional fue de USD 2.471 millones**, con lo que el rendimiento (costo en tasa) asciende casi al 7,92%. Si se le suma las comisiones de los colocadores y gastos menores el costo real sube a 7,93%. Todo ello implica que cada 9 años Argentina pagará

<sup>16</sup> Técnicamente se denomina Amortización bullet.



un monto similar al emitido, y que por tanto en la vida útil cada dólar de financiamiento obtenido por este endeudamiento les costará más de 11 dólares.

**Cuadro 1: Monto, composición y servicios del Bono Centenario**

Bono 2117	Deuda USD millones	Tasa acum (%)	Intereses (USD millones)		Capital en 2217 (USD M)	Total Servicios deuda en 2117
			Por año	Por 100 años		
Títulos emitidos	2.750,00	7,125	195,94	19.593,75	2.750,00	22.343,75
Precio bajo la par (-)	<b>275,00</b>	0,792	-			
Gastos (-)	<b>4,04</b>	0,013	-			
Fondos Recibidos	<b>2.470,96</b>	7,930	195,94			

*En términos técnicos a la tasa del 7,93% la deuda se duplica cada 9 años*

Deuda nominal emitida USD 2.750 millones	Gastos emisión	USD millones	Capital financiero neto recibido USD 2.471 millones
	Precio bajo par	275,00	
	Bancos Gestores	3,30	
	Gastos Varios	0,74	
	<b>Total gastos</b>	<b>279,04</b>	

Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a información oficial del Ministerio de Finanzas RA.

## Características adicionales

**Rescate anticipado.** Argentina tendrá derecho, a su opción, y notificando con al menos 30 días de anticipación, a rescatar total o parcialmente los Bonos, en cualquier momento o en forma periódica antes de su vencimiento, a un precio de rescate igual al monto de capital de los mismos más el Monto Compensatorio, más los intereses devengados sobre el monto de capital de los Bonos hasta la fecha de rescate. Sin embargo por la cláusula especificada para el rescate, realizarlo sería una operación extremadamente cara.



**Cuadro 2: Precio de rescate anticipado del Bono Centenario**

Precio de Rescate anticipado de Bono 2117 (1+2+3)		
Capital (1)	Monto compensatorio (2)	Intereses devengados hasta el rescate (3)
	<p>(El valor presente de Capital e intereses a rescatar descontados a la tasa del tesoro más 50 pb) - (Monto de capital a rescatar)</p> <p>"Tasa del Tesoro" es la tasa anual igual al rendimiento al vencimiento del título o títulos del Tesoro de USA comparable, asumiendo un precio de ese título (como % de su monto de capital) igual al Precio promedio 3 días hábiles antes, de cualquiera de los 4 bancos elegibles, para esa fecha de rescate.</p>	

Fuente: Ciepypc, elaboración propia en base a información oficial de Proyectos de emisión del Ministerio de Finanzas RA.

Ello se debe a que el valor presente del capital e intereses se descuentan a la tasa de los bonos del tesoro de USA + 50 pb mientras que se ajustan hasta el cupón año 100 por la tasa del bono (7,125%), un diferencial cercano a los 500 puntos básicos entre la tasa de descuento y la tasa del bono. Donde:

**Monto Compensatorio** es el excedente de: (i) la suma de los valores presentes de cada pago programado remanente de capital e intereses respecto de los Bonos a ser rescatados (excluyendo los intereses devengados hasta la fecha de rescate), descontados hasta la fecha de rescate en forma semestral (asumiendo un año de 360 días consistente en doce meses de 30 días) a la Tasa del Tesoro (tal como se la define más abajo) más 50 puntos básicos sobre (ii) el monto de capital de los Bonos.

**Tasa del Tesoro** en cualquier fecha de rescate, es la tasa anual igual al rendimiento al vencimiento semestral equivalente o vencimiento interpolado de la Emisión del Tesoro Comparable, asumiendo un precio por la Emisión del Tesoro Comparable (expresado como un porcentaje de su monto de capital) igual al Precio del Tesoro Comparable para esa fecha de rescate.

**Emisión del Tesoro Comparable** es el título o títulos del Tesoro de los Estados Unidos seleccionado por un Banco de Inversión Independiente por tener el vencimiento real o interpolado más comparable con el plazo remanente de los Bonos a ser rescatados, que sería utilizado, al momento de la selección y de acuerdo con las prácticas financieras habituales, al fijar el precio de nuevas emisiones de títulos de deuda con grado de inversión de un vencimiento comparable al del plazo remanente de los Bonos.

**Banco de Inversión Independiente** es uno de los Intermediarios de Referencia del Tesoro designado por la República.

**Precio del Tesoro Comparable** en cualquier fecha de rescate es: (i) el promedio de las Cotizaciones del Intermediario de Referencia del Tesoro para esa fecha de rescate, luego de excluir la Cotización más alta y más baja de dicho Intermediario de Referencia del Tesoro (tal como se lo define más abajo) o (ii) si la República obtuviera menos de cuatro de dichas Cotizaciones de Intermediarios de Referencia del Tesoro, el promedio de todas dichas cotizaciones.

**Intermediario de Referencia del Tesoro:** será, Citigroup Global Markets Tnc., HSBC Securities (USA) Inc., Nomura Securities International, Inc., Deutsche Bank Securities Inc. o sus afiliadas que se dediquen principalmente a la intermediación de títulos públicos de los Estados Unidos, y sus respectivos sucesores; estipulándose que si cualquiera de los mencionados dejara de dedicarse principalmente a la intermediación de títulos públicos de los Estados Unidos en la Ciudad de Nueva York (un "Intermediario del Tesoro Principal"), la República lo sustituirá por otro Intermediario del Tesoro Principal.



**Cotización de un Intermediario de Referencia del Tesoro** significa, respecto de cada Intermediario de Referencia del Tesoro y cualquier fecha de rescate, el promedio, determinado por la República, de los precios de oferta y demanda de la Emisión del Tesoro Comparable (expresado en cada caso como un porcentaje del monto de capital) cotizado por escrito a la República por dicho Intermediario de Referencia del Tesoro a las 15:30 horas, hora de Nueva York del tercer día hábil anterior a dicha fecha de rescate.

**Operación.** La operatoria fue realizada muy confidencialmente con prospectos de oferta electrónicos de fecha 19/6/2017, a tal punto que el mercado y la prensa se anotició de los resultados de la operación antes de conocer los términos de la colocación. Sin embargo, la operación recibió órdenes de compra por USD 9.750 M de inversores institucionales de EE.UU., Europa, Asia y una porción muy pequeña entre locales, superando en 3,5 veces el monto aceptado a emitir. Seguramente, esto permitió reducir la tasa, que en principio se preveía por encima del 8%. Los bonos cotizan en el mercado de valores a partir del 28 de junio de 2017.

La operación estuvo a cargo de 4 entidades extranjeras que son "los compradores iniciales"; como Agentes de Estructuración y Colocación Conjuntos: Citigroup Global Markets inc. y HSBC Securities USA inc.; y como co-Agentes de Estructuración y Colocación Conjuntos: Nomura Securities International inc., y ,Santander Investment Securities inc.; de acuerdo a la distribución de participación expuesta en el Cuadro 3.

### Cuadro 3: Participación por Colocador del Bono Centenario

Compradores Iniciales	Monto de Capital de los Bonos USD	% emisión inicial
Citigroup Global Markets Inc.	1.237.500.000	45,0%
HSBC Securities (USA) Inc.	1.237.500.000	45,0%
Nomura Securities International Inc.	137.500.000	5,0%
Santander Investment Securities Inc.	137.500.000	5,0%
<b>Total</b>	<b>2.750.000.000</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a información oficial del Ministerio de Finanzas RA.

Argentina designó Fiduciario, Agente de Registro, Agente de Pago y Agente de Transferencia a The Bank of New York Mellon. Siendo los Bonos emitidos en una única serie conforme al Contrato de Fideicomiso entre el país y dicho banco. El fiduciario realizará los pagos a los tenedores registrados de los Bonos, en dólares estadounidenses.

El Jefe Global del Debt Syndicate del HSBC (Global Head of Debt Syndicate at HSBC), Adam Bothamley, informó públicamente que la operación fue ofrecida al gobierno argentino por los agentes colocadores. Si esto hubiera sido así, implicaría que la colocación no fue una demanda del tesoro nacional sino una oferta de las entidades colocadoras en base a los intereses de inversores preexistentes, aportados por esas mismas entidades. No debería extrañar,





entonces el resultado “exitoso” de la demanda por los Bonos; ya que los inversores eran preexistentes, aportados por las entidades colocadoras y la emisión respondió a las necesidades de los inversores.

### La importancia de la emisión

Argentina ha emitido deuda externa en jurisdicción foránea por USD 12.750 M en el primer semestre de 2017, con lo que este bono centenario representó el 21,6% de esa emisión nominal, a la vez que representa menos del 1% del stock de deuda total que alcanzaba al momento de emisión casi USD 300 mil Millones.

Y aunque en 2017 representaba sólo el 6,8% de las necesidades financieras previstas y el 12% del déficit fiscal primario; esta colocación es una proporción significativa de la emisión programada en el mercado internacional de ese año (27,5%). Como puede observarse en el esquema del total del programa financiero 2017 oficializado a principios de 2017 por el gobierno nacional.

**Cuadro 4: Participación por Colocador del Bono Centenario**

Programa Financiero 2017 (millones)							
Concepto	Pesos	Dólares	% PBI	Concepto	Pesos	Dólares	% PBI
Déficit Primario	412.100	23.000	4,2%	Organismos Internacionales y Bilaterales	68.992	3.850	0,7%
Vencimientos de Intereses	154.166	8.603	1,6%	Facilidad Pivada con Bancos	107.520	6.000	1,1%
Vencimientos de Capital	362.826	20.247	3,7%	Refinanciación de LETES	80.640	4.500	0,8%
Títulos	312.310	17.428	3,2%	Mercado Local	250.880	14.000	2,6%
Organismos Internacionales y Bilaterales	50.516	2.819	0,5%	Mercado Internacional	179.200	10.000	1,8%
Ley de Reparación Histórica	-55.502	-3.100	-0,6%	Entes Públicos	35.840	2.000	0,4%
Banco Central RA (utilidades y adelantos)	-150.000	-8.400	-1,5%	<b>Fuentes de Financiamiento</b>	<b>723.072</b>	<b>40.350</b>	
<b>Necesidades de Financiamiento</b>	<b>723.590</b>	<b>40.350</b>					

Fuente: Ministerio de Finanzas, presentación programa financiero 12/1/2017.



## Cumplimiento formal en el procedimiento de endeudamiento

En Argentina, las operaciones de crédito público que impliquen endeudamiento, necesariamente deben cumplimentar las normas básicas que rigen esta materia a nivel federal, que son:

2.a) La Ley N° 24.156 de Administración Financiera (LAF), en su Título III, artículos 56 a 71 y en su Decreto Reglamentario N° 1.344/07, Título III y mismos artículos, establece en particular:

**Artículo 59:** Ninguna entidad del sector público nacional podrá iniciar trámites para realizar operaciones de crédito público sin la autorización previa del órgano coordinador de los sistemas de administración financiera. Y aclara en su Reglamentación que "Se entiende por inicio de trámites a la solicitud de presentaciones de ofertas de financiación, como así también la consideración de ofertas de financiación presentadas por entidades financieras o proveedores".

**Artículo 60:** Las entidades de la administración nacional no podrán formalizar ninguna operación de crédito público que no esté contemplada en la ley de presupuesto general del año respectivo o en una ley específica que las autorice. La ley de presupuesto general debe indicar como mínimo las siguientes características de las operaciones de crédito público autorizadas:

- Tipo de deuda, especificando si se trata de interna o externa;
- Monto máximo autorizado para la operación;
- Plazo mínimo de amortización;
- Destino del financiamiento.

Se exceptúa del cumplimiento de las disposiciones establecidas precedentemente en este artículo, a las operaciones de crédito público que formalice el Poder Ejecutivo Nacional con los organismos financieros internacionales de los que la Nación forma parte.

**Artículo 61:** En los casos que las operaciones de crédito público originen la constitución de deuda pública externa, antes de formalizarse el acto respectivo y cualquiera sea el ente del sector público emisor o contratante, deberá emitir opinión el Banco Central de la República Argentina (BCRA) sobre el impacto de la operación en la balanza de pagos. Mientras que en la reglamentación específica que: "La opinión del BCRA deberá ser emitida una vez promulgada la Ley de Presupuesto del año respectivo y se referirá a la totalidad de las operaciones en las que se autoriza a la Administración Central de conformidad con el Artículo 60 de la ley, y que se encuentran contempladas en la Ley de Presupuesto del ejercicio fiscal de que se trate, en los términos, a los fines y por hasta las sumas estipuladas en esta última."

Para realizar dicha opinión podrá utilizar las proyecciones implícitas en la Ley de Presupuesto del año respectivo así como sobre la base del análisis del programa monetario que se realice en oportunidad de enviar al Congreso Nacional el Proyecto de Ley de Presupuesto de cada año. Cuando se trate de operaciones que se encuentran autorizadas por leyes específicas, la opinión del BCRA podrá ser emitida en la forma dispuesta en el párrafo precedente.

2.b) En ese orden la Ley N° 27.341 de Presupuesto General para la Administración Nacional para el Ejercicio 2017, en el capítulo VII de las operaciones de crédito público, y mediante el artículo 34 de esa Ley, autoriza al órgano responsable de la coordinación de los sistemas de administración financiera del sector público nacional a realizar las operaciones de crédito público de la Administración Central; y aprueba una planilla de endeudamiento contra la cual se hacen todas las emisiones, tanto domésticas como externas.



**Box N° 1. Ley N° 27.341 de Presupuesto General 2017 para la Administración Nacional**

**Artículo 34:** autorízase, de conformidad con lo dispuesto por el artículo 60 de la LAF N° 24.156 y sus modificaciones, a los entes que se mencionan en la planilla anexa al presente artículo a realizar operaciones de crédito público por los montos, especificaciones y destino del financiamiento indicados en la referida planilla.

Los importes indicados en la misma corresponden a valores efectivos de colocación. El uso de esta autorización deberá ser informado de manera fehaciente y detallada a ambas Cámaras del Honorable Congreso de la Nación, dentro del plazo de treinta (30) días de efectivizada la operación de crédito público.

El Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas deberá presentar al Congreso Nacional dentro de los treinta (30) días de promulgada la presente ley, los lineamientos del programa financiero estimado a cubrir bajo la presente autorización de endeudamiento, detallando todos los servicios por mes, tipo de deuda, moneda y tenencia de dichos instrumentos —sector privado, sector externo y tenencia intra sector público—. Dichos lineamientos constituirán pautas generales sobre los esquemas de financiamiento que podrían ser utilizados en base a la información disponible en la fecha de la presente ley. Asimismo, deberá publicar trimestralmente los avances, actualizaciones y modificaciones a dicho programa financiero.

El órgano responsable de la coordinación de los sistemas de administración financiera realizará las operaciones de crédito público correspondientes a la Administración Central.

El Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas podrá efectuar modificaciones a las características detalladas en la mencionada planilla a los efectos de adecuarlas a las posibilidades de obtención de financiamiento, lo que deberá informarse de la misma forma y modo establecidos en el segundo párrafo.

**Planilla Anexa al Artículo 34 – OPERACIONES DE CREDITO PUBLICO**

JURISDICCION ENTIDAD	TIPO DE DEUDA	MONTO AUTORIZADO (en pesos)	PLAZO MINIMO DE AMORTIZACION	DESTINO DEL FINANCIAMIENTO
Administración Central	Títulos o préstamos	170.000.000.000	90 días	Servicio de la deuda y gastos no operativos
		170.000.000.000	180 días	
		170.000.000.000	360 días	
		170.000.000.000	18 meses	
		170.000.000.000	2 años	
		170.000.000.000	3 años	
		170.000.000.000	4 años	
		90.000.000.000	2 años	

Adicionalmente la misma Ley de Presupuesto General 2017 contenía otras autorizaciones específicas en varios artículos<sup>17</sup>; y, en especial el artículo 42 de negociación y reestructuración de deuda pública (en los términos del art. 65 de la LAF o sea: "en la medida que ello implique un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales").

***Sin embargo, la emisión del Bono Centenario no se formalizó bajo el artículo 42, sino bajo el artículo 34 de la Ley N° 27.341 de Presupuesto 2017. Obsérvese que: a) en el artículo 34 se establecen plazos mínimos (y no máximos) para amortización de deuda a emitir; b) el financiamiento puede utilizarse en repago de deuda o en gasto de capital; y c) la emisión total no puede superar los \$ 1.280.000.000.000***

<sup>17</sup> Autorizaciones tales como: **artículo 36:** para uso transitorio en corto plazo de fondos de organismos públicos; **artículo 37:** para emisión de letras del tesoro; **artículo 38:** para capitalizar al PROCREAR; **artículos 40 y 46:** bonos de consolidación; **artículo 43:** deudas con provincias; y, **artículos 44 y 45** para avales y garantías que financien obras en general del Programa de Inversiones Prioritarias.



***o equivalente en otra moneda. Todos requisitos en principio cumplibles por la emisión centenaria.***

2.c) Prórroga de Jurisdicción. La autorización para someter endeudamiento a jurisdicción extranjera la establece la Ley N° 11.672 Complementaria Permanente de Presupuesto, en su Capítulo IV del Sistema de Crédito Público, en el artículo 53, que especifica:

**Artículo 53:** Cuando convenga facilitar la movilización de capitales en el mercado interior o exterior, con el fin de establecer o ampliar servicios públicos o actividades que directa o indirectamente estén vinculadas a los servicios de ese carácter, mediante obras o explotaciones legalmente autorizadas, o realizar inversiones fundamentales para el desarrollo económico del país, declaradas de interés nacional por ley o por el PODER EJECUTIVO NACIONAL (PEN), queda éste facultado para contratar préstamos con Organismos Internacionales económico-financieros a los que pertenezca como miembro la REPUBLICA ARGENTINA, siempre que se ajusten a los términos y a las condiciones usuales, y a las estipulaciones de los respectivos convenios básicos y reglamentaciones sobre préstamos.  
El PEN queda facultado para someter eventuales controversias con personas extranjeras a jueces de otras jurisdicciones, tribunales arbitrales con dirimente imparcialmente designado o a la CORTE INTERNACIONAL DE JUSTICIA DE LA HAYA.

Con ese fin el Poder Ejecutivo Nacional emitió el Decreto N° 29/2017 (17/1/2017) autorizando una emisión internacional por hasta USD 20.000 millones, y, a incluir cláusulas de prórroga de jurisdicción a favor de los tribunales de Nueva York-USA<sup>18</sup> y/o Londres-Reino Unido, disponiendo la renuncia a oponer la defensa de la inmunidad soberana (con las excepciones habituales) respecto a estas emisiones y tribunales; y sujeto a que se incluyan las denominadas cláusulas de acción colectiva y de pari passu. Autoriza también a registrar ante la Securities and Exchange Comisión de USA bonos por hasta USD 20.000 M; y delegando competencias a estos fines al Ministerio de Finanzas, el cual tras la ya retrotraída división de Economía y Finanzas había quedado con la potestad del endeudamiento; entre ellas:

Determinar las épocas, plazos, métodos y procedimientos de emisión de los nuevos títulos públicos; designar instituciones financieras colocadoras, suscribir acuerdos con ellas, previendo, para ello, el pago de comisiones en condiciones de mercado; preparar y registrar un programa de títulos públicos ante los organismos de control de los principales mercados de capitales internacionales; y suscribir acuerdos con agentes fiduciarios, agentes de pago, agentes de información, agentes de custodia, agentes de registración y agencias calificadoras de riesgo que sean necesarios tanto para las operaciones de cancelación de deuda como de emisión y colocación de los nuevos títulos públicos, previendo el pago de los correspondientes honorarios y gastos en condiciones de mercado; autorizar el pago de otros gastos necesarios en condiciones de mercado (registración, impresión, distribución de prospectos, traducción y otros gastos asociados) y autorizar a determinados funcionarios de las áreas competentes a suscribir la documentación respectiva y a implementar toda otra medida referida con las operaciones objeto del presente decreto.

2.d) El Ministerio de Finanzas dictó la resolución N° 97-E/2017, para la emisión del Bono 2117, en ejercicio de la autorización que otorgaba la Ley de Presupuesto 2017 en su artículo 34, el artículo 6° del Decreto reglamentario N°

<sup>18</sup> Es necesario recordar que varios autores, como Guzmán y Stiglitz advirtieron sobre los riesgos que implica la prórroga de Jurisdicción en beneficio de EEUU, dada la muy mala experiencia que perjudicara tanto a la República Argentina a partir de los fallos del Juez Griesa. En Maria Emilia Val (2017) "El accionar de los "fondos buitres": una caracterización a partir del conflicto con la República Argentina", Relaciones Internacionales n° 52/2017 – (pag.163-180) ISSN 1515-3371.



1344/2007 de la LAF, y el Decreto N° 29/2017.<sup>19</sup> Dicha Resolución dispone en su **artículo 1°** la emisión de "Bonos internacionales de la República Argentina en dólares estadounidenses 7,125% VTO. 2117" con las condiciones financieras detalladas en el Anexo I por hasta U\$S 2.750 M de valor nominal. ***El destino de los fondos será la atención del servicio de la deuda y gastos no operativos de la Administración Nacional.***

En el **artículo 2°** establece un derecho a opción parcial o total de rescate de los Bonos emitidos, en cualquier momento o en forma periódica antes de su vencimiento, como se describe en el memorándum de la oferta aprobado en el art.4° e incluido como Anexo II. El **artículo 4°** aprueba los modelos de documentación de la operatoria incluidos en Anexos II (memorándum de oferta), III (acuerdo de compra) y IV (acuerdo de registración). Designa, en el **artículo 3°**, como colocadores conjuntos de la emisión al Citigroup Global Markets inc., HSBC securities (USA) inc, Nomura securities interantional inc. y Santander Investment securities inc. a los que les reconoce, en el **artículo 5°**, una comisión de colocación del 0,12% del total nominal colocado.

Designa en el **artículo 6°** al The bank of New York Mellon como agente fiduciario y de pago y agente de listado en Luxemburgo, así como aprueba en anexo V su esquema de honorarios por operación (con fecha 12 de junio de 2017).

---

<sup>19</sup> Hasta la última división del Ministerio de Economía y Finanzas en Ministerios de Hacienda y de Finanzas, esa potestad la tenía el órgano coordinador del sistema de administración financiera que lo conformaban los Secretarios de Hacienda y de Finanzas conjuntamente (art. 6 del Decreto N° 1.344/07).



Box N° 2 – Anexo V – Honorarios por Operación en el Bono Centenario

Honorarios Generales	Honorarios de aceptación de la operación	USD 7.500
	Honorarios anuales	USD 15.000
Honorarios por única vez	de sustitución única vez	USD 7.500
	de derechos de registro	USD 2.500
	de Servicios de cotización	USD 7.500
Otros Honorarios (adicionales, de cotización anticipada y a pedido)	de abogados externos	Por cotizar
	gastos corrientes	
	Servicios varios	

En **artículo 8°** y anexo VI aprueba gastos de impresión, traducción y otros de la emisión por hasta U\$S 718.348,62 (a \$16,35 por dólar) y \$300.000, o sea un máximo de \$ 12.045.000, pagaderos contra entrega de factura.

Designa en **artículo 9°** al Banco de la Nación Argentina como agente de proceso en New York USA.

Por **artículos 10 a 12** otorga y delega autorizaciones operativas a la Secretaria de Finanzas y su titular.

2.e) Para las emisiones locales se registran también resoluciones que establecen la posibilidad de emitir deuda por colocación directa o subasta pública. Las que fueron cambiando, estando vigente en ese momento la Resolución N° 66-E/17 del Ministerio de Finanzas.

2.f) En cuanto a la contratación de los agentes (bancos, abogados, calificadoras, etc.) el régimen de contrataciones actualmente prevé excepciones para la deuda pública que le permiten a Finanzas hacer esas contrataciones de forma directa.

2.g) La operatoria se cumplimenta con que el Banco Central de la República Argentina emita su opinión, tal lo previsto en el artículo 61 de la LAF N° 24.156



## Otros casos de emisiones centenarias o superiores

El mercado para bonos de ultralargo plazo es muy segmentado y reducido. No obstante esto, al momento de la emisión existía un contexto muy propicio alimentando por la enorme liquidez financiera mundial y los bajísimos a negativos rendimientos que se practicaban en ese momento (alentados por el Banco Central Europeo, la Reserva Federal de USA, el Banco Central de Japón, etc). Se generó así una demanda de inversores de largo plazo que fue evidenciada por el hecho de que en cada emisión centenaria, las ofertas superan ampliamente las emisiones originalmente previstas. En ese contexto, la emisión Argentina fue la que llamó más la atención dado que fue la más alta en valores nominales y como proporción de su PBI.

A nivel país, el primer tomador centenario fue la República Popular China en 1996, mientras que a nivel empresa privada lo fueron la Cía de Ferrocarriles de Chicago en 1954 y la estatal Electricité de Francia en 2014. Repasemos algunos de los escasos ejemplos de países, empresas públicas y privadas con emisiones centenarias o superiores y sus características:

### **a) Emisiones Centenarias**

#### **Países:**

China fue el primer país a nivel mundial, pero México, el precursor latinoamericano (AL):

-La primera colocación en Latinoamérica, es la de México en octubre de 2010; la que tuvo una demanda de 2,5 veces el monto emitido con una participación de aproximadamente 113 inversionistas institucionales de Estados Unidos, Asia, Europa, Sudamérica y México.

- Luego México en Marzo 2014, realiza la primera emisión en libras esterlinas, en la que tuvo ofertas por 2,5 veces lo aceptado, con 163 inversionistas institucionales.

-En Abril 2015, nuevamente una primera emisión centenaria en Euros, el éxito de la operación lo muestra una demanda de 6.343 millones de euros, 4,2 veces el monto de bonos centenarios emitidos, con la participación de 238 inversionistas internacionales. La característica que homogeneiza las emisiones del país azteca es que las tasas promedian un 5,17% y rendimiento apenas por encima en 5,38%.

Posteriormente a la colocación "flash" argentina, Austria lanzó su propio bono centenario en setiembre de 2017 recaudando el record de 3.500 millones de euros a la tasa del 2,11%, recibiendo ofertas de compra por 11.400 millones de euros.



**Cuadro N° 5: Emisiones Centenarias de Estados soberanos**

País	Año	Monto (M)	Vto	Deuda/pbi	Tasa	Rendimiento	Bullet	Colocadores
China	1996	USD 100	2096	21,3	9			J.P.Morgan
México	10/2010	USD 1.000	2110	42	5,75	6,1	Si	Goldman Sachs y Deutsche Bank
	8/2011	USD 1.000		42,9	5,75	5,96		
	3/2014	LE 1.000 (USD1.660)	2114	49,9	5,62	5,75	Si	Barclays y Goldman Sachs
	4/2015	E 1.500 (USD1.620)	2115	52,8	4	4,2	Si	Goldman Sachs y HSBC
Bélgica	2015	E 50	2115	106	2,5		Si	
	5/2016	E 100	2116	106	2,3		Si	Goldman Sachs-Nomura
Irlanda	4/2016	E 100	2116	99	2,35	2,35	Si	Goldman Sachs-Nomura
Austria	9/2017	E 3.500	2117	78,4	2,11	2,1	Si	Bank of America, Merrill Lynch, Erste Group, Goldman Sachs, NatWest e Societe Generale

Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a información oficial web.

## **Empresas estatales**

El más reciente es el Caso de la empresa brasileña Petrobras las ofertas alcanzaron a U\$S 13.000 M, se evidenciaba en ese momento apetito de posicionamiento a largo plazo de inversores institucionales, el antecedente previo correspondió a la compañía francesa de electricidad.

**Cuadro N° 6: Emisiones Centenarias de Empresas Estatales**

Empresa	Año	Monto (M)	rendimiento	Bullet
EDF	1/2014	LE 1.350	6,125	Si
Petrobras	6/2015	USD 2.500	8,45	Si

Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a información web.





## Empresas privadas

La emisión primogenia es la de la Compañía Ferroviaria de Chigaco con el propósito de financiar la extensión de su red; luego Walt Disney se lanza, previendo emitir USD 150, los inversores (fondos de pensiones y compañías de seguro) demandaron el doble y por tanto se duplicó la emisión; y ante el éxito de esa compañía también Coca Cola decidió emitir bonos idénticos.

**Cuadro N° 7: Emisiones Centenarias de Empresas Privadas**

Empresa	Año	Monto (M)	Rescate	Tasa %	Calif.	Precio	rendimiento	Bullet	Colocadores
Cía ferroviaria Chicago & Eastern Illinois (hoy Union Pacific Railroad)	1954	USD	1-5-2054	5		Par	5	si	s/d
Walt Disney	1993	USD 300	30 años al 103%	7,55	Aa	Par	7,55	Si	Morgan Stanley, Merrill Lynch
Coca Cola	1993	USD 150	No	7,455	AA	Par	7,455	si	
Columbia/HCA Healthcare, USA	1995	USD 200		7,5	A3				s/d

Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a información web.

## b) Bonos Perpetuos

Los lanzamientos perpetuos representan una opción a los bonos a ultra largo plazo de las emisiones centenarias existen las emisiones perpetuas que no vencen, es decir no tiene fecha la devolución del principal, sino que solo paga intereses, identificamos 3 casos, todos de empresas privadas.

**Cuadro N° 8: Emisiones Perpetuas de Empresas Privadas**

Empres a	Año	Monto (M)	Tasa	Rescate	rendimiento	Bullet
KLM	1985	Francos suizos 200	6,125	Cada 10 años	Reajustable c/10 años	No vence
Pepsico	1986					No vence
Air Canada	1986	Francos suizos 300	6,25			No vence

Fuente: Ciepyc, elaboración propia en base a información web.

Otro caso más atípico, el Bono milenario de la operadora dinamarquesa TDC, la que colocó el 26 de febrero de 2015 una emisión de bonos híbridos por



750 millones de euros, con vencimiento el 26 de febrero del año 2015, o sea a 1.000 años. La empresa podrá recomprar parte o toda la emisión el 26 de febrero del año 2021. El cupón es del 3,5%, y con el producido de la emisión cancela un crédito puente de 1.600 millones de euros, por la compra de la compañía de cable noruega Get.

Adicionalmente en el caso de países solo pudo hallarse el caso de Gran Bretaña, que tiene esa tradición ante consecuencias de guerras. Registra el Bono Perpetuo de Gran Bretaña de 1932, que no vence, solo paga intereses del 3,8% y su antecedente Consols de 1752 (2,5%).

## **¿Es superador el financiamiento con el Bono Centenario 2117?**

Previo al título centenario, la última emisión de mediano a largo plazo de Argentina fueron los Bonos emitidos para cancelar la demanda denominada "causa de los Buitres" en Nueva York-USA, es decir el BONAR 2046, AA46, "Bonos internacionales de la República Argentina en dólares estadounidenses 7,625% VTO 2046", siendo emitidos el 22/04/2016 con vencimiento el 22/04/2046, es decir a 30 años.

Estos títulos de deuda son también bonos bullet (amortizan íntegramente al vencimiento) y en su estructura devengan un interés a una tasa del 7,625% anual, pagadero semestralmente, los días 22 de octubre y 22 de abril de cada año hasta el vencimiento (sobre la base de un año de 360, y si el vencimiento de un cupón no fuere un día hábil, la fecha de pago del cupón será el día hábil inmediato posterior a la fecha de vencimiento original, devengándose intereses hasta la fecha de vencimiento original).

Originalmente inicia su cotización en abril de 2016 en \$1.450 por lámina de U\$S100 y cierra el primer semestre 2017 a \$1.720.

Si se quiere hacer una comparación entre dos activos financieros es necesario comparar los rendimientos a un mismo momento de los rendimientos futuros. En ese sentido es necesario conocer la Tasa interna de retorno (TIR) del BONAR a fin de junio de 2017 (Fecha de lanzamiento del bono centenario). A esa fecha, la misma alcanzaba a 7,62% y la Duration modificada (DM) a 11,54 años. Tomando como referencia el valor del dólar estipulado en el memorándum del Bono Centenario (\$16,35 al 19/6/2017), la TIR del mismo sería de 7,3% y la DM a 11,8 años.<sup>20</sup>

<sup>20</sup> La duración de un bono de renta fija es la media en tiempo del vencimiento de todos los flujos del mismo, indicando cuántos años tardarán esos flujos de caja del bono en ser pagados; la medida usualmente usada es la duración de Macaulay, que es la media ponderada de los distintos vencimientos de los flujos de caja, ponderados por el valor actual de cada uno de esos flujos. La Duración modificada indica la sensibilidad del precio de un bono a cambios en la Tasa interna de retorno, mide más fielmente el riesgo. Asimismo recordemos que los activos financieros tienen una relación inversa entre su precio y la TIR: si se incrementa la TIR de un bono necesariamente debería caer su precio con los intereses corridos incluidos y viceversa.



Con esos parámetros era mejor oportunidad financiera ampliar el BONAR 2046 que emitir el Bono Centenario. Ya que en general para tasas de descuento de 9% en adelante, un bono a 100 años se vuelve prácticamente idéntico a un bono de 30 años.

Cuando la tasa de descuento baja al 8% el valor del bono a 100 años es 96,23 y de 30 años 96,6. Con tasas del 6%, para un bono de 100 años los cupones de los primeros 30 ya acumulan el 97% del valor. Y aún con tasas muy inferiores alrededor de 4%, para un bono de 100 años los cupones de los primeros 30 son cercanos al 90% del valor.

Aún actualmente los parámetros de ambos bonos son muy similares para un inversor, a pesar de las 6 décadas de pagos de flujos adicionales del Bono Centenario:

Bono Soberano	Vto	TIR	DM
Centenario	2017	10,16%	9,65
BONAR 2046	2046	10,56%	9,35

Fuente: Ciepyc, en base a Puente.

**Por tanto, esta alternativa de financiamiento cuasi eterna es una elección errónea, un "negocio" caro para las finanzas de la Argentina, a destiempo y que no mejoró las perspectivas de obtención de financiamiento voluntario conveniente en el mediano plazo, llegamos nuevamente a depender del financiamiento "condicionado" del prestamista de última instancia para un país: el FMI.**

### ¿Permitió la emisión del bono centenario bajar el riesgo?

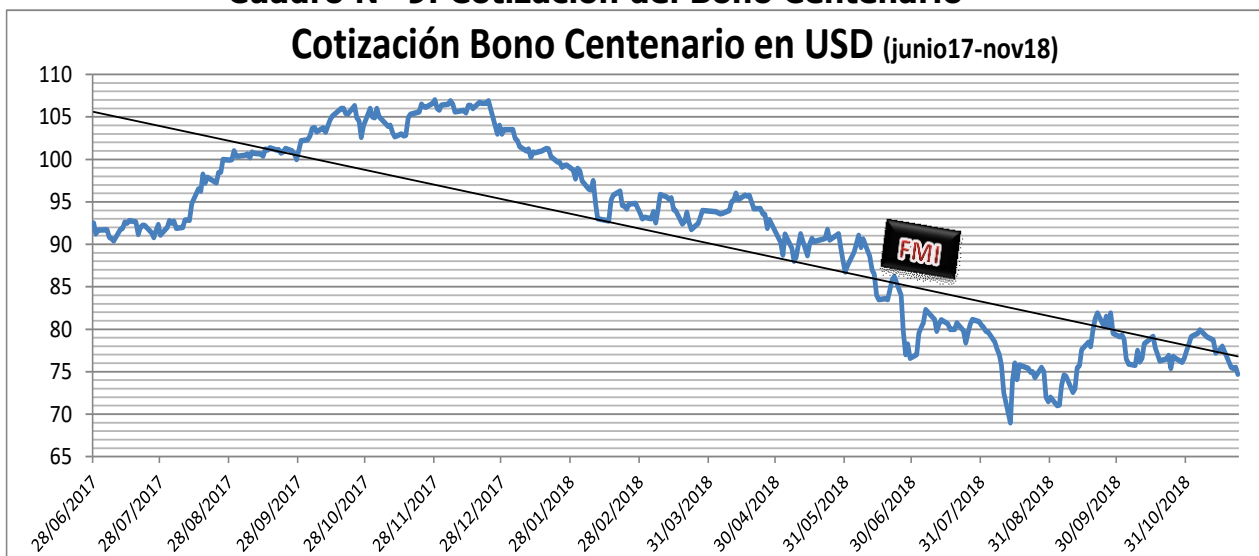
La evolución del precio del bono centenario presenta una tendencia descendente en el tiempo, perdiendo en promedio más de 20% de su valor nominal interanual. Evidenciando momentos muy diferentes: una primera etapa de auge entre su emisión y el 28 de diciembre de 2017, en el que alcanza su máxima cotización de USD 107 el 28/11/2017 y una etapa muy diferente de derrumbe durante 2018, que se agudiza desde junio 2018, a pesar del acuerdo con el FMI, etapa en la que alcanza su mínima cotización de USD 69 el 13/08/2018, promediando luego de ese valle los USD 76,6.

USD cada 100 nominales	Precio Promedio AC2017D (USD)		
	2017	2018	Desde FMI
	100,28	85,80	77,96



**En particular desde junio 2018 con la confianza generada por el mayor acuerdo nominal stand-by de Argentina con el FMI<sup>21</sup>, el título no sólo no ha mejorado el costo de acceso al financiamiento internacional del país, sino que no ha parado de perder valor, requiriendo en contrapartida mayor tasa de retorno. Una pesada herencia.**

**Cuadro N° 9: Cotización del Bono Centenario**



Fuente: Ciepypc, elaboración propia en base a Mercado de Valores.

## La historia siempre cuenta. Y más si tropezás al inicio de la organización nacional y casi 200 años después lo hacés nuevamente

### **-Empréstito Baring Brothers<sup>22</sup>**

El primer antecedente de empréstito externo de duración centenaria fue tomado por nuestro país en 1824. El gobierno de Buenos Aires encabezado por Bernardino Rivadavia impulsa normas desde 1822 tendiente a la toma de deuda, con el fin realizar varias obras públicas como el puerto porteño, servicios de salubridad (red de agua), crear pueblos en la frontera con el indio y fundar un Banco. A fines de 1823 constituye el consorcio "argentino" encargado de concretar el empréstito, integrado por comerciantes porteños ingleses o muy ligados-anglocriollos como John y William Parish Robertson,

<sup>21</sup> Argentina firmó un primer acuerdo stand-by en junio de 2018 con el FMI por 35.379 DEG (derechos especiales de giro, que es la unidad de cuenta del FMI), originalmente equivalentes a USD 50.120 millones; mientras que el 17 de octubre de 2018 fue reconfigurado en sus condiciones y ampliado en 15% hasta 40.714 DEG, unos USD 56.789 millones a ese momento.

<sup>22</sup>En base a: Norberto Galasso, De la Banca Baring al FMI: historia de la deuda externa argentina, ediciones Colihue.



Felix Castro, Braulio Costa, Miguel Riglos y Juan Pablo Sáenz Valiente-; y tras un primer viaje de Rivadavia a Londres (con aceitados contactos por su destino europeo de 1814 a 1820), las gestiones ante la Casa Baring Brothers de Alexander y Francis Baring de Londres quedan a cargo de John Parish Robertson (comerciante inglés) y Felix Castro (socio en tierras de William Parish Robertson), con poderes emanados del gobierno y mandato de que el precio de los títulos como piso será no menor al 70% y el interés máximo del 6%.

El empréstito sería por 1 millón de libras esterlinas (5 millones de pesos fuertes) con garantía hipotecaria de las tierras públicas de la Provincia de Buenos Aires. Las condiciones del mercado londinense permitían colocar los títulos al 85%, interés del 6% y amortización del 1% anual en 100 años. Sin embargo las condiciones acordadas por los emisarios argentinos fueron:

Deuda nominal emitida 1 millón de Libras Esterlinas (LE)	Precio bajo par (70%)	300.000	Capital financiero neto recibido 552.700 LE
	Gestores	10.000	
	Casa Baring	1.300	
	Viaje de Rivadavia	6.000	
	Intereses adelantados (12 años)	120.000	
	Amortización adelantada (1año)	10.000	
	<b>Total gastos (LE)</b>	<b>447.300</b>	

En misiva dirigida a Alexander Baring, fechada el 25 de junio de 1824, el gestor "argentino" John Parish Robertson le aclara:

"Uds. pondrán en circulación el empréstito al 85%, acreditando al gobierno de Buenos Aires el 70% y a uds. y a nuestra proporción el 15%, de manera que cuando se coloque y pague todas las acciones quedará:

Crédito	LE
Gobierno de Buenos Aires	700.000
De vuestra casa (Baring)	30.000
Mr. Castro y mío (J.Parish Robertson)	120.000
<b>Total obtenido por el empréstito</b>	<b>850.000</b>

Debiendo uds. abrir un crédito a favor de Mr. Castro y mío para ser usado en la forma en que lo precisemos por la suma de 120.000 libras".

**En criollo la diferencia de cotización entre 70% y 85% (LE 150.000) se la apropian los gestores argentinos (¿solos?) y la Baring.**

**Condiciones leoninas.** La deuda se asumía por el total: 1 millón de Libras. Pero, además del "peaje del 15%", la mayoría del préstamo "desembolsado", no ingresó en metálico (oro) sino en letras de cambio sobre casas comerciales británicas en Buenos Aires propiedad de los gestores del empréstito; eso a los comerciantes locales les servía para hacerse (fugando) de las utilidades que tenían bloqueadas por la escasez de metálico.



Además todas las tierras públicas de la provincia quedaron hipotecadas a favor de la Baring como garantía. Rivadavia decide aplicar el sistema de "enfiteusis" por el cual los productores rurales podrían ocupar y hacer producir las tierras públicas, como arrendatarios, con canones bajísimos que fijaban los mismos arrendatarios. Los grandes propietarios aprovecharon el sistema de enfiteusis para acaparar tierra pagando el mínimo que les permitía la ley.

Poco después de concedido el empréstito, el 31 de marzo de 1824, llegó a Buenos Aires el nuevo Cónsul británico (Woodbine Parish), para firmar un tratado de Libre Comercio y Amistad, igual al que William Huskisson -jefe del "Board of trade" londinense- impusiera a todas las ex colonias de Hispanoamérica, que ambicionaban ser reconocidas. Este tratado impuesto por Inglaterra como requisito previo para el reconocimiento de la independencia, firmado el 2 de febrero de 1825, mostró un destino de nación dependiente de una nueva metrópoli que le asignó un papel inamovible en la división del trabajo que imponía al mundo: simple productor de materias primas y comprador de manufacturas.

En 1826, Rivadavia ya presidente de las Provincias Unidas del Río de La Plata, impulsó la Ley de Buenos Aires como capital del Estado. Esto lo enfrentó a los porteños, quedando la ciudad de Buenos Aires bajo la autoridad nacional, hasta que ésta organizara una provincia. La provincia desaparece, contraviniéndose así lo expresado por la Ley fundamental de 1825.

En 1827 cae Rivadavia y la elite asociada a estos negocios. Dorrego cesa el pago a la Baring, actitud continuada por las sucesivas administraciones.

En mayo de 1844 la legislatura federal aprueba la propuesta de cancelar a Baring<sup>23</sup> \$5.000 mensuales (\$60 mil anuales equivalentes a 12.000 Libras Esterlinas); pago que se suspende temporalmente a partir de la intervención anglofrancesa en el río Paraná el 1° de octubre de 1845. Concluido el conflicto en 1848 se retoman los pagos mensuales.

El aspecto delictuoso de la operación y la adhesión del gobierno fue reconocido en 1852 por Ferdinand White, agente enviado por Baring Brothers, a gestionar el cobro de los servicios, en cese de pagos desde la asunción de Dorrego en 1827 (deuda=LE 980.000). En esa gestión de 1852 White, la deuda externa reclamada alcanzaba 2,3 millones de libras (con intereses impagos), que eran 11,5 millones de pesos fuertes.

---

<sup>23</sup> Tal como se abonaba a Francia por las indemnizaciones del conflicto de 1838-40 originado por el bloqueo francés del Río de La Plata.



En 1855 el gobernador Pastor Obligado recibe reclamos ingleses por LE 2.517.155 (capital LE 977.000 e intereses LE 1.540.155) y encarga a Norberto de la Riesta la negociación con Baring. Este acuerda con White un monto total de LE 2.618.000 (LE 977.000 capital y resto intereses) casi LE 100.000 más de intereses que los reclamados unos meses antes. El acuerdo es refrendado en la legislatura bonaerense. Se emiten bonos diferidos sustituyendo los anteriores con interés creciente: de 1861 a 1865 del 1%, de 1866-1870 2% y desde 1871 al 3%. Dichos pagos se cumplen regularmente hasta 1892. La deuda externa total ya alcanzaba LE 74,8 millones.

En julio de 1893 se renegocian y consolidan las acreencias inglesas con un convenio entre el gobierno nacional representado por Victorino de la Plaza (y luego J.J. Romero) y la Banca Rothschild (que otorga un empréstito de moratoria de LE 15 millones al 6% anual, pero debiendo entregar LE 10 millones a la Baring en cancelación parcial) y que reducía por 6 años un 60% los intereses; y desde 1899 se volverían abonar íntegramente, con el compromiso de pagar LE 1.564.000 por año; mientras que las amortizaciones se suspendían hasta el 12/01/1901. Aunque en 1897 por acuerdo de ministros se adelantan 1 año las cláusulas de integralidad de intereses.

Al cierre del siglo, en un informe de deuda externa en el Congreso Nacional al 31/12/1900, Argentina reconocía deber 838.152 pesos fuertes (LE 167.630) a la Baring por el préstamo de 1824. Un estudio de Pedro Agote calculó que en el año 1901,75 años después, el país había abonado ya 4.757.000 libras esterlinas, 4,8 veces "la deuda emitida, aunque de lo recibido sumaría 8,64 veces. La deuda externa total sumaba LE 77,7 millones.

Finalmente, la totalidad de la deuda derivada por el empréstito Baring (asi como toda la deuda externa argentina hasta ese momento, de LE 65,6 millones = U\$S 264 millones) es cancelada entre los 3 primeros años del gobierno del Partido Laborista encabezado por Juan D. Perón (1946 a 1948), o sea más de 120 años después.

## Lecciones y recomendaciones

El endeudamiento, y sobre todo el externo, es uno de los principales condicionantes del desarrollo a lo largo de la historia de nuestro país.

No obstante, es una verdad de perogrullo que Argentina, como cualquier emergente, necesita una estrategia de financiamiento propia que priorice los objetivos planificados hacia un sendero de desarrollo estructural del aparato productivo nacional.



El reingreso al club de los deudores a 100 años, con esta primera colocación de un bono de financiamiento centenario del siglo 21, no fue por una demanda imperiosa del tesoro nacional sino una emisión que respondió a las necesidades de los inversores. Fueron las mismas entidades colocadoras que hicieron público que ofrecieron la operación al gobierno argentino, con inversores preexistentes.

Un año después, Argentina, ya cercanamente afuera nuevamente del mercado voluntario de crédito internacional, es sano no engañarse: la emisión centenaria no fue posible por obra y gracia de que se logró recuperar la credibilidad y la confianza del mundo en Argentina y en el futuro de nuestra economía (tal el relato oficial). En realidad fue posible por un contexto coyuntural de tasas muy bajas a nivel mundial y hasta negativas. Esto generó un momento de liquidez en el mundo que es aprovechable, pero en el que había poquísimas oportunidades de inversión de altos rendimientos a largos plazos. Este negocio financiero respondió a una demanda de inversores muy específicos, a los que la Argentina se autoobligó a responder afirmativamente, ante las elevadas necesidades de colocación de deuda que tiene por delante. Para el inversor, **tener en el portafolio un título que rinde más de 7,9% anual en un mundo de tasas bajísimas resulta casi orgásmico.**

La tasa de interés del Bono centenario BP2117 es muy superior a la de otros países y la extensión del plazo no permitió bajar el costo del endeudamiento. En realidad, hay que considerar la emisión de este bono como parte de un proceso que llevó a la Argentina a ser el país emergente que más deuda había colocado a ese momento, en apenas 1 año y medio de gestión.<sup>24</sup>

En ese sentido quedará flotando la inquietud sobre si fue prudente este endeudamiento cuando se tenía el estatus de "*border* o fronterizo" del mercado bursátil local, asignado por MSCI (ex Morgan) en el año 2009 y un riesgo país aún superior a los 400 puntos básicos (424 p)<sup>25</sup>. Solo por países *investment grade* asumían un compromiso de deuda de plazo ultra larguísimo lo que deja flotando la pregunta si no hubiera sido mejor lograr una buena calificación para luego asumir semejante compromiso.

Desde esa perspectiva, hubiera sido conveniente continuar financiándose a plazos medianos y tasas inferiores hasta que se redujera el plus por riesgo que se enfrentaba en ese momento. En teoría, esto se lograría manteniendo una supuesta conducta de buen alumno de manual obediente hasta que una próxima Revisión Anual de la Clasificación del Mercado MSCI recalificara al mercado local como "emergente". Se incentivaría así mayores flujos de capitales hacia activos locales dado que la nueva calificación posibilitaría el ingreso de fondos internacionales que tienen prohibido ingresar en acciones argentinas cuando el país tiene una mala calificación. ¿No hubiera sido la

<sup>24</sup> Un año después la misma gestión continúa liderando el ranking de endeudadores.

<sup>25</sup> Riesgo país medido con el índice Embi+ de la JP Morgan.





mejor prueba de que las autoridades confiaban y apostamos a los buenos resultados de la política económica implementada?

El gobierno nacional ha colocado deuda voluntaria **por el equivalente a 103 mil millones de dólares**<sup>26</sup> en sus primeros 2 años y 9 meses (sin incluir el acuerdo *stand-by* con el FMI); de la que el 62% es deuda externa y otro 14% adicional es deuda emitida localmente en moneda extranjera; generando nuevamente otro gran ciclo de endeudamiento, el cuarto en la historia, pero con 2 agravantes: este ciclo galopa a un mayor ritmo que el previo, originado en la última dictadura militar. Además, este ciclo vino para quedarse con los mayores plazos de duración como el Bono Buitre y el Bono Centenario, y con las condicionalidades impuestas por el FMI.

**En particular con la emisión del nuevo Bono Centenario y la convalidación de un rendimiento cercano al 8% durante 1 siglo, Argentina le entrega al mundo su resignación a modificar su historia financiera, con la demostración más palpable de que "el riesgo soberano argentino a largo plazo es 8%", riesgo que para la mayoría de los países desarrollados o emergentes ronda de 1 a 2%, entonces por 100 años financiar a Argentina implica 6 puntos adicionales de riesgo.**

La historia nos enseña con tremendo dramatismo que todos los ciclos de endeudamiento externo de nuestro país (el culminado en finales del siglo 19, el de la última dictadura y el finalizado en la mayor crisis económico-social institucional argentina en 2001), finalizan con nefastas consecuencias sociales. Esto se evidencia en restricción de divisas que desembocan en crisis del sector externo, con peores índices macroeconómicos y fiscales. El país no ha logrado sortear la trampa del subdesarrollo, la estructura productiva no se diversificó, el tamaño del mercado nacional no se amplió, entre otras. Por el contrario, ratificamos el rol periférico, subordinado, y dependientes del capital extranjero, de las importaciones de insumos y bienes de capital de los países más industrializados y de las pesadas condicionalidades de los organismos internacionales, principalmente del FMI.

Lo anterior no debe leerse como oposición al endeudamiento, sino que el proceso de toma de deuda debe ser estratégico, debe planificarse y derivarse al propósito de repotenciar la capacidad reproductiva de la sociedad argentina: debe existir una estrategia de deuda como la que tiene muchos países. Esto permitiría explicitar a toda la sociedad los pros y las contras del endeudamiento y así enriquecer la Democracia. Entre otras cualidades, esta estrategia de la deuda debería:

a) respetar la dinámica de sustentabilidad financiera de manera que la tasa de interés de endeudamiento soberano se aproxime, pero no supere a la tasa de crecimiento esperada de la economía. Solamente se creció a más del

<sup>26</sup> ODE-UMET, decimotercer informe de deuda, Setiembre 2018.



8% en cuatro oportunidades en toda la historia argentina. En esas condiciones la emisión de un bono a 100 años es mala praxis; y

b) en la aplicación de los fondos obtenidos debería privilegiarse la potencialidad de mayor autonomía para sustentar el proceso de desarrollo. Aprovechar una ventana temporal favorable para financiar el sendero al desarrollo necesariamente debe conducir a pagar tasas con menores costos y en plazos más razonables.

**Por ello, dado que la potestad de endeudamiento es sabiamente establecida en la Constitución Nacional a favor del Poder Legislativo, como contrapeso a la discrecionalidad del Poder Ejecutivo, debe cumplimentarse este rol con sentido estricto ya sea en los niveles de autorizaciones de emisión, en los seguimientos y fundamentalmente en el control de su aplicación.** En ese sentido debe ser inaceptable para el Congreso Nacional modificaciones introducidas como la propuesta en su artículo 53 al presentar el Proyecto de Presupuesto Nacional 2019. Allí se preveía en el artículo 53, que se permitiera al Ejecutivo negociar y reestructurar la deuda pública sin beneficio de mejora, o sea sin respetar que esa renegociación implique un mejoramiento de los montos, plazos y/o intereses de las operaciones originales.

Esta experiencia con el Bono centenario debería servir de aprendizaje al Parlamento para que en las autorizaciones anuales de endeudamiento otorgadas al Ejecutivo no sólo se fije un plazo mínimo de amortización, sino que es imprescindible establecer plazo máximo a fin de generar coherencia intergeneracional.

Argentina no puede darse el lujo de rifar en sólo 3 años su estatus de país desendeudado y encontrarse nuevamente a las puertas de un riesgo de default.

Argentina desde diciembre de 2015 ha retomado los preceptos mercantilistas de libre movilidad de capitales (financieros), liberó el tipo de cambio y sus flujos de compraventa; en un contexto de bajísimo endeudamiento del Estado nacional y a un agravamiento autoinflingido del déficit fiscal heredado al bajar la presión impositiva a los sectores más favorecidos en la distribución de la riqueza. Se inició así esta nueva carrera de endeudamiento externo, previa reinserción internacional con el fallo *holdouts* y la emisión de los BONAR 2046 para cancelar el acuerdo.

La mala señal de una deuda centenaria "legada"; el blindaje dado por el mayor préstamo de la historia del FMI a nuestro país, de casi UDS 57.000 millones y el nuevo status de mercado emergente para las acciones incluidas en el MSCI ha llevado a que el riesgo país haya subido más de 50% (655 puntos) y el mercado voluntario de crédito se ha prácticamente cerrado,

El financiamiento local con cuantiosas y millonarias emisiones de LEBAC (Letras del Banco Central a Bancos e individuos a plazos desde 28 días en pesos) y LELIQ (Letras del BCRA a Bancos a 7 días), ambas a exorbitantes tasas; las LETES (Letras del Tesoro en U\$S) como máximo de 1 año; las



LECAPS (Letras del Tesoro capitalizables); los títulos públicos locales en pesos, con tasa dual, en dólares, euros, francos suizos y la frutilla del postre del bono 2117 en lo internacional constituyen un enorme festival de endeudamiento. Como todo festival cuando la música se corta, ya no hay fiesta y la realidad te muestra el desorden que te queda para arreglar, que en este caso implica varias generaciones.