



**INFORME
INTERNACIONAL
EMBAJADA
ABIERTA**

**Informe
Febrero de 2020**

Contenidos

I - El coronavirus y la economía global.

II - Deuda y renegociación a dos meses de asunción del nuevo gobierno.

I – EL CORONAVIRUS Y LA ECONOMÍA GLOBAL

Con más de 73.000 infectados y 1.800 muertes registradas el coronavirus amenaza con convertirse no sólo en un problema epidemiológico, sino también en un foco de incertidumbre para la economía global. Así lo destacaron recientemente la Reserva Federal de los Estados Unidos en su informe al Congreso, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón.

Por el momento, los efectos económicos parecen limitarse a la economía china, la segunda más importante del mundo, y las estimaciones prevén un impacto de corto plazo sobre las variables económicas al tomar como referencia de comparación lo ocurrido con el brote de gripe aviar de 2003.

En el marco de la cuarentena decretada por el gobierno chino, las autoridades podrían reducir su tasa de crecimiento esperada para el 2020 (6%). Al día de hoy, consultoras privadas estiman una desaceleración hasta registros de 5,4%, con mayores impactos en el primer trimestre del año (la consultora Chen Long of Plenum estimó una reducción de 4 p.p. en el crecimiento de I-2020), que se verían parcialmente compensados en períodos subsiguientes.

El gobierno chino puso en marcha un programa de estímulo para morigerar los efectos económicos de la enfermedad. El Banco Popular de China (BPC) redujo la tasa de interés de referencia en 10 puntos básicos para las operaciones de provisión de liquidez de corto plazo. Además, la autoridad monetaria se comprometió a inyectar nuevos fondos por el equivalente a US\$174 mil millones, a fin de contrarrestar las caídas observadas en los mercados financieros.

En paralelo, las autoridades económicas programan iniciativas de estímulo que abarcarán tanto el desarrollo de nuevos proyectos de infraestructura, como la atención de los sectores económicos más vulnerables a la enfermedad. En particular, se buscará atender a los rubros de comercio minorista, turismo, logística y transporte, entre otros. Además, el BPC anunció la asignación de un fondo especial de más de US\$ 40.000 millones para ofrecer financiamiento a fabricantes de material médico y otras empresas implicadas en el combate contra el virus.

El aumento de los esfuerzos fiscales tendrá seguramente impacto sobre el resultado del sector público, que se espera se incremente hasta niveles del 3% del PBI, respecto del 2,8% alcanzado en 2019.

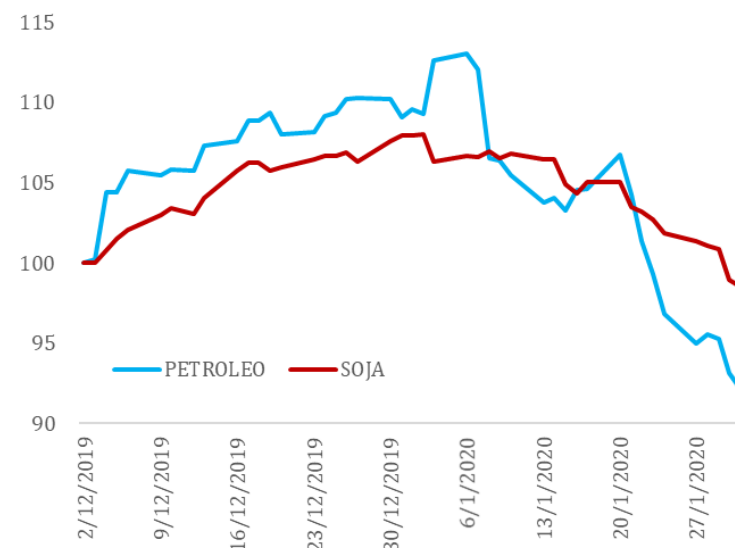
- Impacto sobre los precios de los commodities

La comparación con otros brotes epidémicos que tuvieron a China como principal protagonista, tal como el ocurrido en el año 2003 con la denominada gripe aviar (SARS), permite alcanzar algunas conclusiones. Por entonces, el principal mecanismo de propagación hacia la economía global se dio por medio de los precios de los commodities.

El rol central que posee la economía china en la demanda de productos básicos para su consumo interno o posterior transformación y exportación, hace que las expectativas de crecimiento de China tengan un elevado impacto sobre las cotizaciones de los productos básicos.

Según puede observarse, los efectos de la enfermedad comienzan a sentirse ya en los precios de los commodities. Las mayores bajas se concentran por ahora en los grupos de minerales industriales y energía (en la última semana de enero el crudo disminuyó alrededor de 5%), mayormente afectados por las peores previsiones para el ciclo económico. Bajas relativamente más modestas se registraron para el caso de los commodities alimenticios (la soja se contrajo poco más de 3% en la última semana de enero).

Índice de evolución de los precios de la soja y el petróleo



Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de Eikon Reuters

La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) informó que se encuentra en proceso de evaluación un recorte provisorio en la producción del orden de los 600 mil barriles diarios, a fin de compensar la baja esperada en la demanda de petróleo como consecuencia del brote.

Las estimaciones respecto del impacto de la enfermedad sobre el ciclo económico global tienden a ser relativamente optimistas, en vistas de su esperada corta duración. No obstante, dichos resultados se sostienen en dos supuestos que podrían conducir a cierta subestimación del impacto. En primer lugar, se utiliza como base de referencia lo ocurrido en 2003 con la gripe aviar, por lo que se descuenta que el brote no se descontrolará. En segundo lugar, se pierde de vista que la importancia económica de China para el crecimiento económico global ha tendido a incrementarse desde entonces.

II – DEUDA Y RENEGOCIACIÓN A DOS MESES DE ASUNCIÓN DEL NUEVO GOBIERNO

En sus primeros dos meses de gobierno, la nueva administración nacional puso en marcha un conjunto de medidas tendientes a atender uno de sus desafíos principales de corto plazo: la renegociación de la deuda pública.

Buena parte de las novedades se plasmaron en la Ley de Solidaridad y Reactivación Productiva (LSRP) aprobada por el Congreso de la Nación, aunque las medidas se vieron complementadas por otra serie de iniciativas que comienzan a configurar un panorama más completo.

Aunque resta aún conocer importantes definiciones, las novedades se proponen recuperar márgenes de autonomía y decisión sobre el programa fiscal en vistas de la negociación que se aproxima.

- Elementos para la renegociación de la deuda

Los términos de la renegociación de la deuda pública estarán fuertemente influidos por las pautas del programa fiscal y externo que construya la nueva administración. Las necesidades/capacidades de financiamiento proyectadas definen un sendero de pagos sostenible en el tiempo, y establecen las pautas para una potencial quita y/o extensión de plazos de la deuda.

En este sentido, las primeras medidas de gobierno tendieron a atender dos aspectos vinculados al programa fiscal de cara a la futura negociación: (i) sentar las bases de una mayor consistencia fiscal; (ii) incrementar los márgenes de discrecionalidad sobre el resultado de las cuentas públicas.

En relación a la consistencia fiscal, tras dos años de caída de la actividad y contracción del gasto público, los márgenes políticos para alcanzar el equilibrio fiscal mediante un mayor ajuste son nulos. Por este motivo, las iniciativas se articularon en torno a un incremento de la presión tributaria, especialmente en los estratos sociales de mayores ingresos. En la mayoría de los casos, las medidas ya se encontraban en la agenda de discusión pública, en algunos casos con el aval del Fondo Monetario Internacional (incremento de la alícuota efectiva de Derechos de Exportación, aumento de la alícuota de Bienes Personales, aumento de la tasa estadística de importación, interrupción de las rebajas planteadas por la Reforma Impositiva de 2017 y establecimiento de un

impuesto a la compra de moneda extranjera del 30%). Estimaciones privadas aseguran que las nuevas medidas incorporarán alrededor de 1,5 p.p. del PBI en ingresos para las arcas públicas durante 2020, y permitirán compensar los aportes que en 2019 se alcanzaron a partir de la liquidación de activos no corrientes.

En lo que refiere a los mayores márgenes de autonomía de decisión sobre el resultado fiscal, sobresalen las decisiones de interrumpir por un plazo de 180 días la vigencia de la fórmula de movilidad jubilatoria y la actualización de los cuadros tarifarios de los servicios públicos y el transporte. En ambos casos, se trata de aspectos claves del resultado fiscal y cuya dinámica había alcanzado una inercia difícil de controlar para las autoridades.

Tal como se demostró recientemente a partir de la nueva actualización de los haberes jubilatorios y de la Asignación Universal por Hijo, la decisión no implicó que dichos componentes del gasto se vean congelados durante el primer semestre de 2020, sino que su evolución dependa de la decisión de las nuevas autoridades. De esta manera, de requerirse una determinada trayectoria fiscal para alcanzar los objetivos de la política, el Poder Ejecutivo Nacional contará con las herramientas para poner en marcha dicha reforma.

En paralelo a las mencionadas iniciativas, cabe identificar un tercer aspecto de la estrategia pública sobre la renegociación de la deuda: la decisión de comenzar a segmentar el tratamiento de los distintos tipos de deuda. La cuestión de la renegociación de la deuda pública contiene múltiples aristas, según se trate de instrumentos (a) denominados en moneda local, (b) denominados en moneda extranjera y sujetos a legislación nacional (c) denominados en moneda extranjera y sujetos a legislación extranjera.

- Deuda en moneda local

En lo que refiere al mercado de deuda soberana en moneda local, la emisión de nuevas Letras del Tesoro orientadas a renovar vencimientos, expresa la intención de reconstruir el mercado de deuda en pesos. Dicha decisión se vio además reforzada por algunas iniciativas incluidas en la LSDP como es el caso de la eliminación del impuesto a la renta financiera para instrumentos en moneda local.

El Gobierno Nacional puso en marcha una estrategia de negociación título por título, intentando forzar la renovación de los préstamos al vencimiento. Los resultados fueron positivos durante el mes de enero. El reciente reperfilamiento tras declararse desierta la licitación previa al vencimiento del denominado Bono Dual (AF20), refleja que para

aquellos casos en los que el volumen de los vencimientos y la participación de acreedores externos en las tenencias sean elevados, las negociaciones podrían tornarse más complejas.

- Deuda en moneda extranjera y legislación extranjera

La LSDP incorporó la posibilidad de colocar al BCRA una Letra del Tesoro por U\$S 4.500 millones, orientada a atender compromisos de deuda en divisa. La decisión implica poner a disposición para el pago de deuda una porción muy relevante de las reservas del Banco Central.

La novedad fue inicialmente recibida con optimismo por las cotizaciones de los títulos públicos, que comenzaron a descontar un tratamiento más amigable que el hasta entonces esperado.

A partir de un conjunto de visitas internacionales, el Gobierno buscó además conseguir el apoyo del Fondo Monetario Internacional de cara a la negociación que mantendrá con inversores privados del exterior. Se trata del capítulo más complejo de la renegociación para el cual el Ministerio de Economía publicó un ambicioso cronograma que ubica en la tercera semana de marzo la fecha de culminación del proceso de negociaciones.

- Deuda en moneda extranjera y legislación nacional

Al poco tiempo de asumir, las nuevas autoridades decidieron postergar el pago de los vencimientos de la deuda de corto plazo en dólares bajo legislación local, posponiendo los pagos hasta el mes de agosto. Se trata del grupo de instrumentos que por su volumen y madurez desencadenó la decisión de “reperfilar” la deuda bajo la administración anterior, y para cuya solución definitiva se espera tener un panorama más claro respecto de los resultados del segmento bajo legislación extranjera.

Por su parte, la deuda en moneda extranjera de mayor plazo y legislación local continuará siendo atendida durante el proceso de negociación. El ministro Guzmán, afirmó recientemente en su exposición en el Congreso de la Nación, que este grupo de instrumentos recibirá el mismo trato que su equivalente en legislación extranjera. No obstante, los precios de mercado expresan una mayor percepción de riesgo en estos títulos. Tres aspectos podrían explicar esta situación: (i) se trata del grupo que presenta una mayor carga de vencimientos en el corto plazo; (ii) la diferencia jurisdiccional torna más sencilla su reestructuración; y (iii) a contramano de las declaraciones del ministro,

podría ser utilizada por el gobierno nacional como una válvula de escape en caso de no alcanzar los resultados deseados con la deuda bajo legislación extranjera.

- *La (re)negociación contra reloj y el rol del FMI*

Uno de los argumentos más difundidos entre los trabajos del nuevo ministro de economía argentino, refiere a que los procesos de reestructuración de deuda soberana llegan o bien muy tarde, o bien en dosis insuficientes. Para certificar sus dichos, asegura que más de la mitad de las reestructuraciones de deuda soberana han terminado en nuevas crisis de deuda que conducen al default o a una nueva renegociación en un período de tiempo por lo general inferior a los 5 años (Guzmán y Lombardi; 2017).

La afirmación explica el énfasis otorgado al establecimiento de un sendero de deuda sustentable, y tiene una interesante derivación al momento de analizar las perspectivas de la negociación en curso. El éxito o fracaso de una negociación de deuda difícilmente pueda ser juzgado sin suficiente perspectiva. Los programas y proyecciones que sustentan las propuestas tienen siempre un componente incierto, por lo que, al momento de juzgar sus bondades, deberán realizarse especulaciones sobre como valorará el mercado a la deuda tras la propuesta (*exit yield*) y cuál será el tiempo prudencial para retornar a los mercados de deuda voluntaria.

Asumiendo estas dificultades, cabe preguntarse, qué ocurrirá en caso de que la posición negociadora de los acreedores externos sea muy firme, y no permita al gobierno nacional alcanzar los resultados necesarios para alcanzar la sostenibilidad de la deuda.

A diferencia de lo ocurrido tras la cesación de pagos de 2001, las negociaciones se ven en la actualidad complejizadas por los plazos que impone la intención de evitar el default en un contexto de escasas reservas internacionales.

Bajo estas circunstancias, el Fondo Monetario Internacional podría transformarse en un socio estratégico en la negociación con los bonistas internacionales. Dado su carácter de acreedor privilegiado, el FMI podría apoyar una negociación más favorable para el país en vistas de garantizar un sendero sustentable para el repago de su crédito.