

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 181 Año 20 – 12 de marzo de 2020

Escriben en este número: Adolfo Bosch, Felipe Frydman, Leandro Marcarian, Héctor Rubini, Esteban O. Thomasz y Jorge Viñas

## EL DATO DEL MES

**Riesgo país.** Al cierre de este informe el indicador EMBI (JP Morgan Chase) de riesgo soberano para la deuda pública argentina alcanzó los **3.160 puntos básicos**. Es el nivel récord histórico desde junio de 2005.

## LO QUE HAY QUE SABER

**Reestructuración de la deuda.** El gobierno inicia la reestructuración de la deuda en un contexto más adverso que lo esperado. La pandemia del coronavirus y el desplome del precio de los commodities pueden restar incentivos a la aceptación de la oferta del Gobierno y complicar seriamente su gestión.

**PBI a la baja.** La desaceleración china y del resto del mundo por el coronavirus afectaría negativamente a los ingresos de divisas a la Argentina por la vía de sus exportaciones. Algunas consultoras privadas están ajustando sus pronósticos de caída del PBI argentino en torno de -1% a valores entre -1,5% y -2,0%.

**El coronavirus (COVID-19) no cede.** El coronavirus prácticamente frenó la economía china y se está expandiendo por el mundo. Las medidas sanitarias para prevenir mayores contagios están interrumpiendo las cadenas globales de suministro generando costos todavía difíciles de cuantificar. Existe consenso general respecto de que la probabilidad de una recesión mundial aumenta directamente con la propagación de este virus.

**Pánico en los mercados financieros:** El 9 de marzo fue un “lunes negro” para todos los mercados accionarios y de commodities con caídas generalizadas por el COVID-19. A esto se sumó el colapso del precio del petróleo por la guerra de precios desatada por Arabia Saudita ante la falta de acuerdo entre la OPEP y Rusia. Al cierre de este informe el S&P 500 se desplomaba 5,7% y Wall Street debió interrumpir sus operaciones por segunda vez en esta semana.

## LO QUE VIENE

**Definiciones sobre la deuda:** a fin de marzo debería conocerse el grado de aceptación o rechazo de la oferta que de las autoridades argentinas para reestructurar la deuda pública. La misma todavía no ha sido dada a conocer por el gobierno argentino.

**Coronavirus:** En el corto plazo se esperan medidas restrictivas a la movilidad de personas en cada vez más países del mundo. Su impacto en el crecimiento económico global comenzará a ser más visible hacia fines del mes próximo.

**“Vuelo” a la calidad:** La menor demanda de servicios de transporte y laborales por el COVID-19 se mantendría sin cambios, incentivando la sustitución de carteras de acciones y commodities básicas (petróleo, metales industriales y varias materias primas de origen agrícola), por oro y deuda pública de gobiernos “investment grade”. Se esperan tasas de interés en torno de cero en varios países, pero no tendrían efectos relevantes.

## PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE FEBRERO DE 2020

		2019		2020		Tendencia hasta febrero
		Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	
<b>IPC</b> Var. % mensual		4,3%	3,7%	2,3%	s.d.	
<b>IPC</b>		52,1%	53,8%	52,9%	s.d.	Estable
<b>Industria</b> % uso capacidad instalada		60,7%	56,9%	s.d.	s.d.	
		2019	2020			
		Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	Tendencia hasta febrero
<b>LELIQ</b> % nom. anual en \$ al último día del mes		63,0%	55,0%	50,0%	40,0%	
<b>EMBI Arg</b> Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		2.262	1.744	2.068	2.283	
<b>Dólar</b> \$/U\$S mayorista prom. bancos al último día del mes		59,9	59,9	60,3	62,2	
<b>IVA DGI</b> Recaud. Mensual Var % interanual		43,5%	26,2%	35,4%	30,3%	
<b>Depósitos en pesos</b> Sector privado Var % saldos promedios mensuales		1,0%	8,8%	7,9%	6,9%	
<b>Depósitos en dólares</b> Sector privado Var % saldos promedios mensuales		-9,5%	-1,6%	3,7%	-2,2%	Estable

## INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

### I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	5.374	5.893	
			Enero-Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	65.115	59.741	
				Var. % interanual	5,4%	5,8%	
	Importaciones		Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	3.133	3.409	
			Enero-Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	49.125	45.992	
				Var. % interanual	-25,0%	-25,3%	
Saldo balanza comercial	Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	2.241	2.484			
	Enero- Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	15.990	13.749			

### II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Diciembre 2019	Var. % interanual a p.corrientes	44,4%	58,8%	
	Ventas en Supermercados		Diciembre 2019	Var. % interanual a p.corrientes	46,1%	51,6%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Febrero 2020	Var.%interanual	-32,2%	-25,6%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Diciembre 2019	Var.% mensual (sin estacionalidad)	0,2%	-1,6%	
				Var.% interanual	-0,3%	-2,0%	
				Var. % ene- dic '19 vs ene- dic '18	-2,1%	-2,3%	
	PBI		3er Trimestre 2019	Var. % ene-set '19 vs ene-set '18	-2,5%	-2,8%	
Actividad Industrial	IPI Manufacturero	INDEC	Enero 2020	Var.% interanual	-0,1%	1,2%	
	Uso capacidad instalada		Diciembre 2019	% uso capacidad instalada	56,9%	60,7%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Enero 2020	Var.% interanual	-13,5%	-6,4%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Febrero 2020	Var % mensual	-13,0%	24,9%	
				Var. interanual	30,3%	35,4%	
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	-18,9%	37,4%	
				Var. interanual	42,8%	38,4%	
	Créditos y Débitos en Cta.Cte			Var % mensual	-1,5%	-0,3%	
				Var. interanual	41,9%	47,0%	

### III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Enero 2020	Nivel (U\$S M)	4.549	5.374	
				Var. % interanual	-0,8	0,7	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	3.534	3.133	
				Var. % interanual	-16,1	-20,0	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	1.015	2.241	

## PANORAMA DE ARGENTINA

### SE TERMINÓ EL “VERANITO”.

Héctor Rubini

**El gobierno inicia la reestructuración de la deuda en un contexto más adverso que lo esperado. La pandemia del coronavirus y el desplome del precio de los commodities pueden restar incentivos a la aceptación la oferta del Gobierno. Las autoridades todavía no han anunciado hasta ahora ningún programa preciso para estabilizar precios e ingresos, ni para que la economía vuelva a crecer.**

#### 1. *Marzo no viene fácil.*

La baja de la inflación en enero y el impacto positivo para la industria turística del impuesto a la compra de dólares logró sostener un verano tranquilo. Se espera para esta semana la publicación del IPC de febrero que podría arrojar una inflación mensual inferior al 2%. Una buena noticia para controlar las pujas distributivas, pero no mucho más que eso. La actividad económica estaría desacelerando la fuerte caída del año pasado, pero lejos se está de una sostenida reactivación.

Contra lo pregonado por las autoridades y sus comunicadores, el paquete fiscal anunciado en febrero tiene sesgo recesivo, y el mismo no será fácil de revertir. A esto se ha sumado el controvertido aumento de jubilaciones del 11,5% promedio para sólo quienes perciben haberes mínimos y por porcentajes inferiores al resto, lo que ha incentivado acciones judiciales contra el Estado como la impulsada por el Defensor de la Tercera Edad, rechazada en primera instancia, pero ya apelada podría (vía *Per Saltum*) conducir a un fallo adverso de la Corte Suprema contra el Gobierno.

En el frente laboral, las negociaciones parecen encauzarse, aunque es probable que el año cierre con una elevada dispersión de aumentos salariales según actividades. Por el lado de la política monetaria, el BCRA ha iniciado una agresiva corrección a la baja de las exageradas tasas de interés de la crisis de 2018-2019. Igualmente, el daño de la crisis sobre el capital de trabajo de las empresas locales y los ingresos y la riqueza de las familias no se va a revertir en el corto plazo. Se requeriría una política fiscal expansiva y con fuerte impulso a la obra pública. Sin financiamiento a la vista, no es claro cómo podría reactivarse la economía y revertir antes de 2023 la ya extensa estanflación iniciada en 2011.

En materia fiscal el presidente Alberto Fernández no dio pistas sobre el Presupuesto 2020 en su discurso inaugural de las sesiones del Congreso de la Nación el pasado 1° de marzo. Estará sin dudas condicionado al éxito o fracaso de la reestructuración de la deuda. La gira por el exterior del Presidente mostró un inequívoco apoyo del FMI y algunos gobiernos, pero los inversores privados entienden que serán los únicos que soportarán los costos del canje de deuda.

Sin financiamiento externo, el nuevo equipo económico apuesta sólo a crecer impulsando el mercado interno. Esto requiere no simplemente redistribuir ingresos sino generar mayor ahorro interno. Pero con una economía que todavía no crece, promover el consumo de sectores de menores ingresos y “moderar” el del resto, no cambia nada en el agregado. Sin ahorro externo, ni aumento de ahorro interno, la tasa de inversión bruta fija/PBI no va a acercarse ni por asomo a niveles superiores al 20% y sostenerse en el tiempo. Menos, si como sugirió el ministro de Economía Martín Guzmán en el Congreso de la Nación, no se convergerá al equilibrio fiscal al menos hasta el año 2023.

La reestructuración de la deuda es necesaria y urgente, pero no suficiente. Debería reducirse la presión tributaria, especialmente en la producción de bienes transables, y eliminarse regulaciones que nos han dejado fuera del mapa de los grandes flujos de inversiones del mundo. Optar por “vivir con lo nuestro” no es algo sostenible y **subir retenciones a las exportaciones de soja con precios en baja, y sin recuperación a la vista, suena a imprudencia (y no sólo económica)**. Mientras tanto, la misión del FMI que visitó Buenos Aires se mantuvo en silencio, no conociéndose hasta ahora las proyecciones macroeconómicas que permitan estimar la capacidad de pago del Gobierno. Resolver esa incertidumbre revelaría la presencia de un plan económico concreto de estabilización y crecimiento. Algo que a 90 días de iniciada la nueva gestión, sigue brillando por su inexistencia.

#### 2. *Reestructuración de la deuda: demasiadas dudas*

Varios representantes de fondos de inversión que poseen tenencias de deuda argentina se entrevistaron la semana pasada con funcionarios del Gobierno y han dejado trascender varias percepciones que preanuncian una etapa difícil:

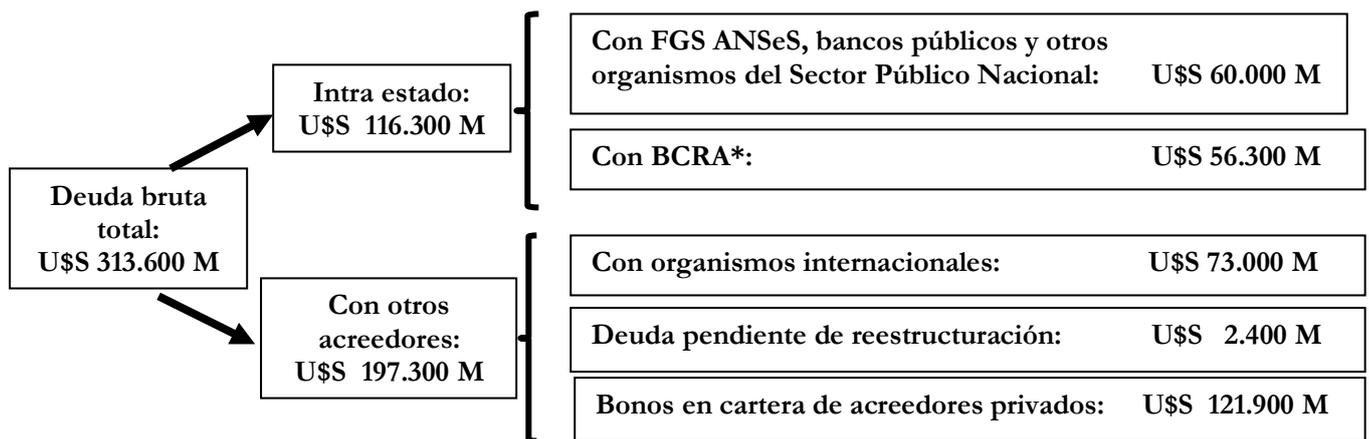
- Entienden que soportarán una quita en torno del 40%, si bien desde hace varias semanas buena parte de los títulos públicos cotiza a precios que descuentan una quita o “haircut” a valor presente entre 55% y 60%.
- Dan por sentado que sólo soportarán una quita los tenedores privados de deuda argentina.**
- Entienden que hay un preacuerdo con el FMI para que el organismo recupere sus fondos prestados sin quita.

La propuesta debe definir los términos de canje de los títulos a reestructurar (U\$S 68.842,5 M, según el Decreto 250/2020 del 9 de marzo de 2020), y las condiciones de emisión de la nueva deuda que sustituirá a la primera. Esto significa que la propuesta debe definir:

- Nuevo plazo hasta el vencimiento (más largos).
- Plazo de gracia hasta el inicio de pago de servicios de la nueva deuda (se habla de aproximadamente 3 años).
- Nuevos cupones (más bajos).
- Alguna diferencia en el diseño de cupones (fijos o crecientes)
- Eventual anclaje de algunos bonos con indicadores de crecimiento (caso del Cupón PBI de 15 años atrás).
- Si se propondrá continuar o no con someter los pagos y su cumplimiento a legislación extranjera.

El mapa de la deuda del sector público no financiero se resume en el siguiente gráfico

**GRÁFICO 1: COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (GOBIERNO NACIONAL) (ESTIMACIÓN A FIN DE DICIEMBRE DE 2019)**



*Nota: no se incluyen los U\$S 12.800 por diferencia entre el máximo a pagar de 48 unidades por cada 100 de valor nominal de cupones PBI y la suma de los montos pagados hasta la actualidad.*

Fuente: estimación propia en base a datos del Ministerio de Economía.

Sobre el total de la deuda, la reestructuración se aplica sobre bonos con los acreedores privados bajo ley extranjera. Ese subtotal de U\$S 121.900 M se integra así:

a) Letras del Tesoro (Ley Argentina):	U\$S 14.000 M	<b>A reestructurar según decreto 250/2020</b>
b) Bonos en pesos (Ley Argentina):	U\$S 22.500 M	
c) Bonos en dólares (Ley Argentina):	U\$S 18.200 M	
<b>d) Bonos en otras monedas (Ley extranjera):</b>	<b>U\$S 64.800 M</b>	
e) Otros préstamos:	U\$S 2.400 M	

El escenario para una rápida reestructuración luce complicado. El calendario parece algo extenso si no se logra la aceptación de la propuesta del gobierno a fin de marzo. Al cierre de este informe el Gobierno todavía no dio a conocer sus términos. **La aceptación no sólo dependerá del tamaño del “haircut” implícito, sino de que se logren mayorías mínimas de aceptación según las cláusulas de emisión de cada título.** Esto supone que los acreedores también cuenten con la información básica de los prospectos de cada nuevo bono. La misma inevitablemente debe contener proyecciones macroeconómicas creíbles que le permitan a los bonistas entender que Argentina tendrá una mínima capacidad de pago para el monto y el perfil intertemporal de vencimientos de los nuevos títulos de deuda.

A esto se suma la configuración del escenario para realizar esta reestructuración. El brote del coronavirus ha complicado no sólo el funcionamiento de la economía real a nivel mundial, sino que ha exacerbado el miedo al impago de deudores más riesgosos. **La menor aversión al riesgo y la preferencia por activos más “seguros” y líquidos restan demanda a títulos de deudores no solventes o percibidos como de mayor riesgo.** La volatilidad ante shocks adversos tiene fecha cierta de inicio, pero nunca se sabe con certeza cuándo termina. Es imposible hoy predecir nuevos derrumbes de mercados de acciones, bonos de alto riesgo y commodities como el del último lunes, pero pueden repetirse. Algo que también podría complicar la obtención de fondos para cancelar los vencimientos de la deuda (salvo que se logre una rápida reestructuración): **a menor precio de los bonos, mayor demanda de bonos por los fondos conocidos como “buitres”, más interesados en litigar que en aceptar un canje de deuda vieja por deuda nueva.**

**CUADRO 1: VENCIMIENTOS PRÓXIMOS DE DEUDA GOB. NACIONAL EN PESOS Y DEUDA PROVINCIAL EN DÓLARES.**

	1er semestre 2020	2º semestre 2020	Total 2020	Mes de mayor concentración de pagos en el primer semestre de 2020
<b>Deuda en moneda extranjera (en U\$S M)</b>				
Letras reperfiladas	213	5.185	5.398	<i>Febrero (U\$S 147 M)</i>
Bonos en U\$S ley local	1.720	3.088	4.808	<i>Mayo (U\$S 1.374 M)</i>
Bonos en U\$S ley extranjera	2.025	2.280	4.305	<i>Enero (U\$S 794 M)</i>
Organismos multilaterales	4.474	2.363	6.837	<i>Mayo (U\$S 2.783 M)<sup>(1)</sup></i>
<b>Total (a)</b>	<b>8.432</b>	<b>12.916</b>	<b>21.348</b>	
<b>Deuda en moneda local (en \$ M)</b>				
Bonos	319.538	297.380	616.918	<i>Mayo (\$ 147.542 M)</i>
Letras	377.360	246.700	624.060	<i>Marzo (\$ 107.609 M)</i>
<b>Total</b>	<b>696.898</b>	<b>544.080</b>	<b>1.240.978</b>	
<b>Vencimientos deuda en moneda local expresados en U\$S M. Tipo de cambio mayorista actual: \$ 63,4 (b)</b>	<b>10.992</b>	<b>8.282</b>	<b>19.274</b>	
<b>Total vencimientos expresados en millones de dólares (a) + (b)</b>	<b>19.424</b>	<b>21.198</b>	<b>40.622</b>	

<sup>(1)</sup> El núcleo del pago de mayo es al Club de París (U\$S 2.132 M).

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía.

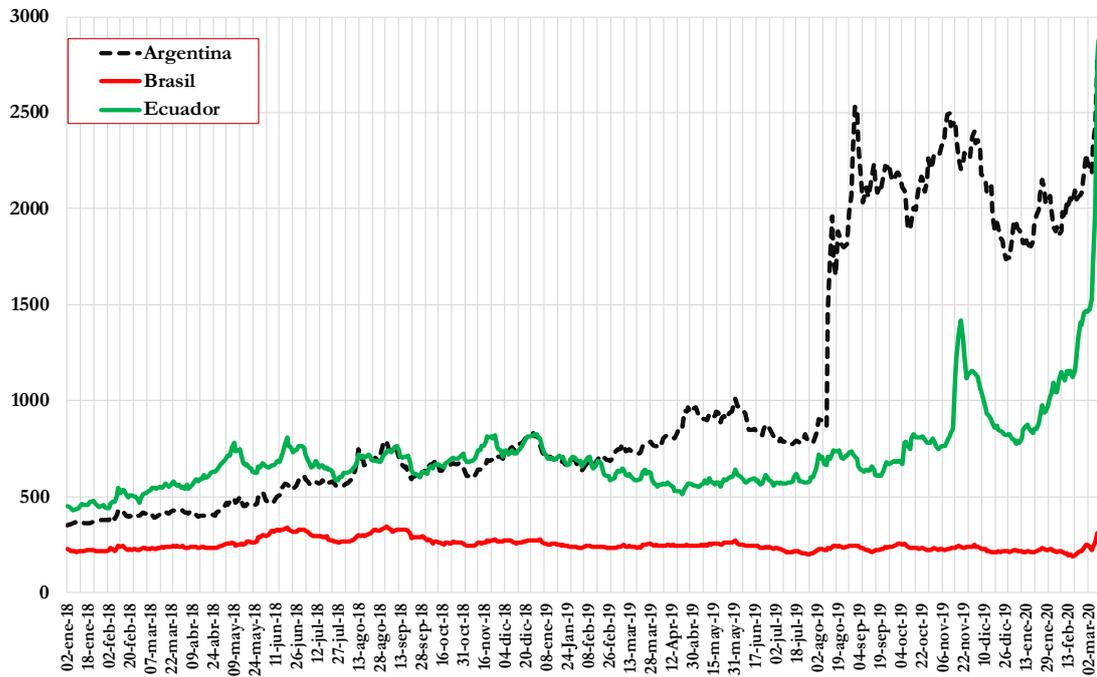
La situación no es inmanejable, pero luego del fracaso del intento de reprogramación del bono BP21 del gobierno bonaerense y las dificultades para lograr cancelar letras del Tesoro con nuevos títulos en febrero últimos quedan pocos caminos para el Gobierno: a) reestructurar hacia períodos o años futuros los pagos de la deuda en dólares, b) reestructurar o reperfilarse la deuda bajo ley local, o c) agotar el stock de reservas del BCRA para el pago de vencimientos de la deuda en moneda extranjera y cancelar la deuda en pesos con emisión monetaria.

La primera alternativa, focalizada en la deuda bajo ley extranjera está por verse. La segunda opción puede utilizarse, pero su aceptación voluntaria ha caído sustancialmente en las últimas semanas. La opción c) no es ni por asomo la más prudente. Tampoco resuelve el problema. Emitir dinero para cancelar todos los vencimientos de la deuda bajo ley local de 2020 (en pesos y en dólares, incluyendo las letras reperfiladas en dólares) **significa aumentar la base monetaria en por más de 110%, algo incoherente con el objetivo aparente de las autoridades sostener una inflación inferior a 2% mensual.** A su vez, los vencimientos en dólares de la deuda bajo ley extranjera más los pagos a organismos internacionales podrían abonarse con reservas internacionales líquidas y propias. Pero para un stock actual de poco más de U\$S 13.300 M, esos pagos suman U\$S 11.100 M, de modo que una crisis cambiaria sería inevitable en ese caso.

Ciertamente **el gobierno ha heredado un problema de concentración de vencimientos con muy escasos recursos líquidos.** Frente a la eventualidad de una quita agresiva, y sin perspectivas claras de mejoras permanentes en las cuentas fiscales y ex, la percepción de riesgo seguirá siendo alta, y moviéndose al compás de shocks no necesariamente

originados en nuestro país. Al cierre de este informe el riesgo país (EMBI de JP Morgan Chase) se ubicaba en 2.971 puntos básicos, luego de alcanzar los 2.978 puntos básicos, el nivel más alto desde el 10 de junio de 2005.

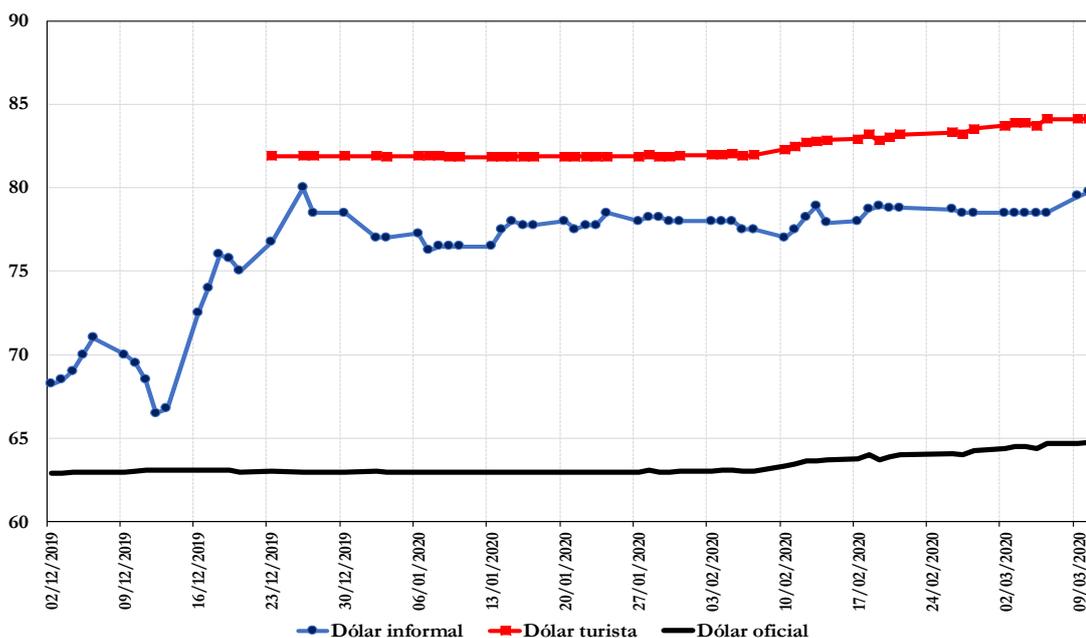
**GRÁFICO 2: RIESGO PAÍS (EMBI) EN PUNTOS BÁSICOS (2018-2020)**



Fuente: JP Morgan Chase.

La cotización del dólar, por el contrario, se mantiene estable, aunque pueden empezar a generarse tensiones en el mercado cambiario si Brasil y otros países siguen depreciando sus monedas respecto del dólar. De todas formas, al cierre de este informe el dólar implícito en la compraventa de bonos en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (“dólar MEP”) saltaba a \$85,76 (brecha respecto del dólar mayorista: 36,8%) y el “contado con liquidación” (“CCL”), cerró en \$ 87,1 (brecha respecto del dólar mayorista: 39%).

**GRÁFICO 3: TIPOS DE CAMBIO NOMINAL -PESOS POR DÓLAR- (DICIEMBRE DE 2019 A MARZO DE 2020)-**



Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y bancos privados.

Por otro lado, el avance del coronavirus en todo el mundo torna inviables los “road shows” previstos para explicar la oferta oficial en diversas plazas del exterior. Afortunadamente se cuenta con el recurso de las teleconferencias, pero las mismas a su vez pueden ser insuficientes si no se logra un mínimo de aceptación de la propuesta de reestructuración del gobierno.

Las autoridades se enfrentan así a un panorama complicado y frente al riesgo del eventual rechazo de los acreedores privados a la propuesta de reestructuración de la deuda. Pero también está latente el riesgo de una creciente impaciencia dentro del país, no sólo por las controversias en torno a ciertas decisiones sobre controles de precios y política impositiva, sino por la falta de incentivos a la inversión, a las exportaciones, y a la creación de vacantes laborales.

La placidez del verano parece agotarse y, a tres meses del inicio del nuevo gobierno el futuro sigue siendo extremadamente incierto.

## PANORAMA INTERNACIONAL

### DE LA COMPLACENCIA AL PÁNICO

Jorge Viñas

---

**La expansión del COVID-19 de China al resto del mundo, ha generado pánico en los mercados financieros. A su vez, la guerra de precios en el mercado petrolero, desatada por Arabia Saudita ante la falta de acuerdo entre la OPEP y Rusia, surge como un nuevo factor desestabilizador.**

---

#### 1. De un “cuento chino” a una pesadilla global

En el IEM del mes pasado ya se advertía que el COVID-19 parecía lejos de estar bajo control y que la amenaza para la economía mundial estaba subestimada, según surgía del comportamiento benigno que mostraban los mercados financieros internacionales hacia mediados de febrero.

La complacencia de los inversores se basaba en dos premisas básicas: 1) que la epidemia estaba cerca de controlarse en China, por lo que la expansión al resto del mundo se mantendría acotada, y 2) que las medidas de estímulo que estaba adoptando el gobierno chino serían suficientes para generar una rápida recuperación de su economía, una vez que el coronavirus fuera controlado y se normalizaran todas las actividades que se habían paralizado para evitar su propagación.

La dinámica de los mercados financieros se alteró dramáticamente desde la última semana de febrero, cuando el COVID-19 se estaba expandiendo a varios países, dejando al descubierto que la epidemia estaba muy lejos de ser controlada y que aumentaba el riesgo de transformarse en una pandemia. Además, **los datos provenientes de China reflejaban que el freno en su economía era mucho más severo que lo que anticipaban las proyecciones más pesimistas.**

El temor a que los nuevos países afectados se vean obligados a adoptar severas medidas restrictivas como en China para contener el avance de la enfermedad, conduciría a una recesión global. Esto generó abruptas caídas en los mercados accionarios de todo el mundo, así como un aumento de las primas de riesgo en los mercados de deuda corporativa y de países emergentes, y el derrumbe de precios de commodities industriales y energéticos.

La búsqueda de refugio por parte de los inversores en activos considerados seguros como el oro y los bonos del Tesoro de EE.UU., impulsó una nueva suba del precio del metal precioso, mientras que **el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años se desplomó hasta un mínimo histórico de 0,30% durante la mañana del lunes 9 de marzo, para luego rebotar al nivel de 0,70% al 11 de marzo** (véase el Gráfico 4). Al mismo tiempo, como consecuencia de la salida de capitales de los países emergentes, se verificó una fuerte depreciación de sus monedas.

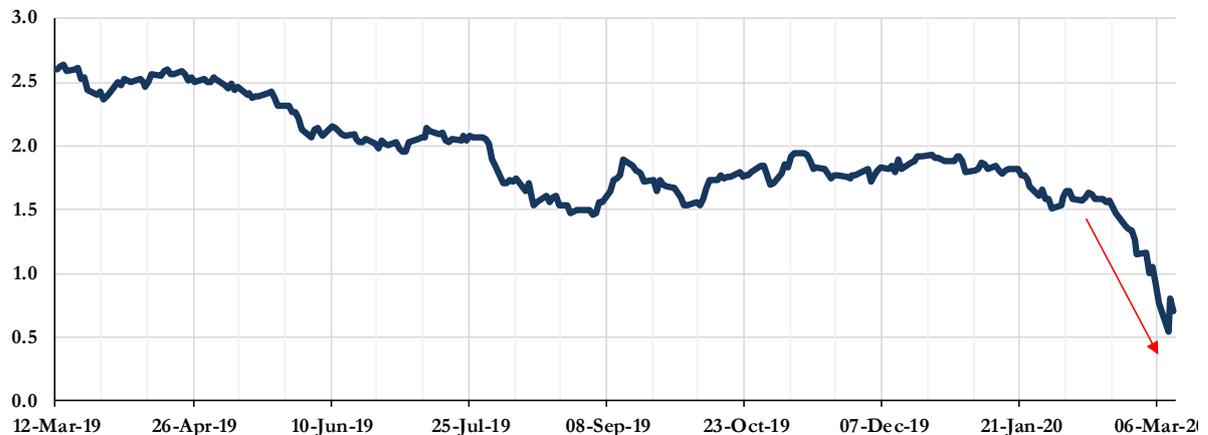
El carácter distintivo del coronavirus, es su altísimo grado de contagio. La relativamente baja tasa de mortalidad que mostraba la enfermedad en su etapa inicial en China<sup>1</sup>, concentrada principalmente en los grupos de riesgo como los

---

<sup>1</sup> La tasa de mortalidad en China ha oscilado entre el 3% y el 4%, pero con una mayor incidencia de la provincia de Hubei, foco inicial y principal de la enfermedad donde se concentran más del 80% de los casos de todo el país, donde la tasa de mortalidad se acerca al 5%, mientras que en el resto de

mayores de 70 años o personas con enfermedades previas, llevó a muchos a minimizar su daño potencial del COVID-19, e incluso a descalificar a quienes alertaban sobre la peligrosidad del nuevo virus.

**GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE RETORNO DEL BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS (%)**

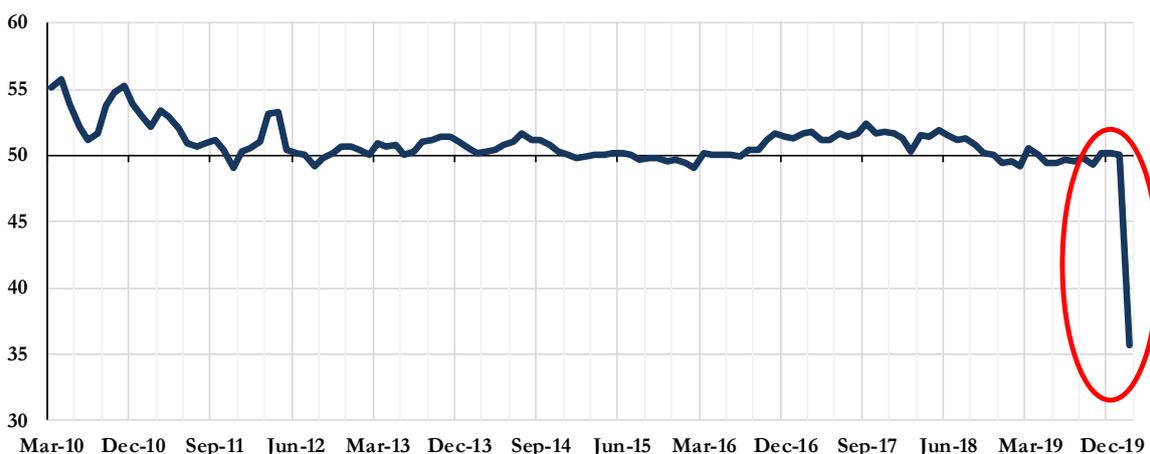


Fuente: Bloomberg

El problema central radica en la celeridad con que se propaga una vez que logra ingresar en una comunidad, provocando el desborde de los sistemas de salud que no están preparados para un aumento súbito y masivo en la demanda hospitalaria. Los gobiernos se ven obligados a extremar las medidas preventivas para frenar la propagación, aun al costo de paralizar la actividad económica. Además, el temor que invade a la población puede llevar a medidas restrictivas autoimpuestas por la gente aún más rigurosas que las impulsadas desde los gobiernos para prevenir la expansión del virus.

En este contexto, una de las pocas buenas noticias que se pueden dar es que las medidas extraordinarias de restricción adoptadas por China, que incluyeron el aislamiento de ciudades que albergan a cientos de millones de habitantes, están empezando a dar resultados en términos de frenar la expansión del coronavirus. Desde fines de febrero los nuevos casos detectados diariamente han bajado en forma sensible, hasta prácticamente detenerse. Esto está permitiendo una lenta vuelta a la normalidad de muchas actividades. Pero el costo económico ha sido altísimo. En el Gráfico 5 se puede apreciar con claridad la caída sin precedentes que refleja la encuesta de actividad industrial PMI Manufacturing correspondiente al mes de febrero, que superó todos los pronósticos por amplio margen.

**GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DE LA ENCUESTA DE ACTIVIDAD PMI MANUFACTURING (REP. POPULAR CHINA)**



Fuente: Bloomberg

China se ha mantenido en torno al 1%. En el resto del mundo, la tasa de mortalidad se ha mantenido en este rango, con la notable excepción de Italia, donde ha trepado al 6%.

Luego de estas cifras, y a la espera de la confirmación de los datos de actividad del bimestre enero-febrero que se publican a mediados de marzo, las estimaciones del PIB del primer trimestre han sido revisadas masivamente a la baja, proyectándose una caída del PIB respecto al trimestre anterior del orden del 4-5% anualizado, algo sin precedentes. Pero, además, la normalización de la actividad en el transcurso de marzo se está dando a un ritmo mucho más lento de lo que las previsiones optimistas estimaban un mes atrás, por lo que la recuperación económica también sería gradual y recién se evidenciaría, en el mejor de los casos, hacia la segunda mitad del año. La recuperación vendrá apuntalada por una batería de estímulos monetarios y fiscales que el gobierno de China viene adoptando en forma diaria, como se detalla más adelante.

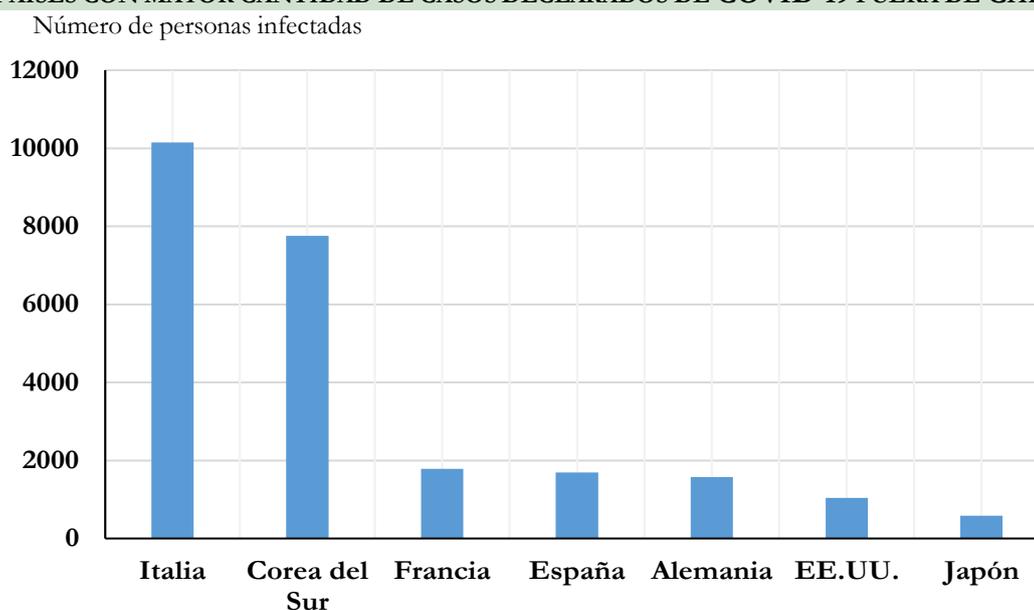
Pero mientras en China se observa un freno en la evolución de la enfermedad, en el resto del mundo el COVID-19 está en plena expansión, con algunos países de gran relevancia para la economía mundial, como Italia, Japón, Corea del Sur, España o Francia, afectados con gran virulencia. A ellos ahora se les ha sumado la primera economía del mundo, EE.UU., donde según las estadísticas de la Universidad Johns Hopkins, ya se han superado los 1.000 casos (véase el Gráfico 6).

En estos países se están adoptando en forma creciente medidas de restricción similar a las que se adoptaron en China, por lo que se puede anticipar un impacto sobre la actividad económica tan negativo como en el caso chino. Además, como todavía el coronavirus está en plena expansión, nadie puede asegurar cuándo se logrará controlar el brote, habiendo serias dudas respecto a la capacidad de los sistemas de salud de los países afectados para hacer frente a un masivo aumento en la cantidad de contagiados que requieren atención médica.

La parálisis en la actividad interna en los países que se van sumando a la lista de afectados, impacta en forma especial a los sectores de servicios debido a los cierres de locales comerciales y la suspensión de actividades que involucran concentración de gente como la escolar, universitaria y todo lo relacionado con los espectáculos deportivos y culturales. Pero los sectores industriales también sufren por las restricciones de personal y la escasez de insumos. Todo esto se suma al impacto negativo sobre la economía global del freno súbito de China desde fines de enero, debido al rol principal que China tiene en los mercados internacionales de materias primas y en la cadena de producción de amplios sectores industriales y de alta tecnología. Eso ya estaba impactando en forma significativa en los volúmenes de comercio internacional y en los planes de inversión de las grandes corporaciones.

De esta forma, a esta altura parece altamente improbable que se pueda evitar una contracción de la economía mundial en el primer trimestre de 2020, mientras que para desde el segundo trimestre en adelante prima una gran incertidumbre. Su evolución depende básicamente de dos factores: el tiempo que lleve controlar la enfermedad y las respuestas de política económica de gobiernos y bancos centrales.

#### GRÁFICO 6. PAÍSES CON MAYOR CANTIDAD DE CASOS DECLARADOS DE COVID-19 FUERA DE CHINA



Fuente: Universidad Johns Hopkins

## 2. *Las respuestas de política económica*

Como se mencionó anteriormente, **China** es el país donde se desató la epidemia y el más afectado hasta ahora, pero también el más avanzado tanto en su contención como en la adopción de medidas de estímulo económico para contrarrestar su impacto negativo. Las medidas adoptadas por China pueden dividirse en dos grupos:

- 1) **medidas de emergencia**, tendientes a evitar que el freno en la actividad económica derive en una gran crisis crediticia y bancaria. El Banco Popular de China (BPCH) liberó 800.000 millones de yuanes (alrededor de U\$S 115.000 millones) para que los bancos comerciales asistan a empresas en problemas, además de 350.000 millones de yuanes de nuevas líneas a los grandes bancos públicos. Además, relajó regulaciones para que las pequeñas y medianas empresas en las regiones más castigadas puedan postergar la devolución de préstamos. También se las eximió parcialmente del pago de impuestos y contribuciones sociales por 3 meses, con un costo fiscal estimado de 650.000 millones de yuanes;
- 2) **medidas para impulsar el crecimiento**, que comprenden fundamentalmente la realización de obras de infraestructura. Hasta ahora, los gobiernos locales han anunciado proyectos de infraestructura que alcanzan los 30 billones de yuanes, equivalente a 30% del PIB. Muchos de ellos ya estaban contemplados, y muchos de ellos abarcan períodos largos de realización, por lo que su impacto de corto plazo es difícil de estimar, pero seguramente será significativo. Se espera que el déficit fiscal de China se duplique del 4% del PIB en 2019 a alrededor del 8% en 2020. Siendo China un país con exceso de ahorro estructural, el financiamiento de dicho déficit no debería generar interrupciones financieras. La tasa de retorno de los bonos del gobierno a 10 años se ubica por debajo del 3% anual, lo que marca que no habría dificultades para financiar el déficit.

Fuera de China, las autoridades económicas del resto del mundo se han mostrado mucho más lentas en reaccionar ante la magnitud de la crisis. Esto quedó de manifiesto cuando la conferencia telefónica del **G7** concertada el 3 de marzo, que había despertado expectativas de alguna acción coordinada por parte de las principales economías del mundo, no derivó en ningún anuncio concreto. Una vez más, fue la **Fed**, quien tomó el liderazgo, anunciando ese mismo día una baja de emergencia de la tasa de Fed Funds de 50 puntos básicos (p.b.). La reacción ante la sorpresiva maniobra, dado que no se esperaba ningún movimiento hasta la próxima reunión de la Fed del 18 de marzo, fue positiva, generando inicialmente un fuerte rebote de los mercados financieros. Pero dicha reacción positiva se agotó rápidamente, retomando los activos de riesgo su tendencia negativa.

El impacto efímero de la medida de emergencia de la Fed, profundizó la percepción de que los bancos centrales pueden hacer poco para contrarrestar los efectos negativos del COVID-19. Por un lado, ya las tasas están demasiado bajas en todo el mundo desarrollado como para que una baja de tasas adicional, que en la mayor parte de Europa significaría tasas aún más negativas, haga una gran diferencia. Pero fundamentalmente, se cuestiona que, si gran parte de la población está restringida para realizar sus actividades normales, aunque el banco central baje las tasas de interés medio punto porcentual no va a modificar su situación.

La realidad es que la baja de tasas y otras medidas de estímulo monetario como la inyección de liquidez en el sistema financiero, apuntan a amortiguar los efectos del shock negativo y evitar una crisis financiera que derive en una recesión mucho más profunda, como la de 2008-2009. Por eso se espera que la Fed vuelva a bajar la tasa de Fondos Federales en otros 50 p.b. en la reunión del 18 de marzo. Si la crisis del COVID-19 se profundiza, podría llevar la tasa a 0%. Para el resto de los bancos centrales del mundo desarrollado, especialmente en Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BOJ) que ya no tienen margen para bajar tasas, se esperan una reactivación de los planes de expansión cuantitativa, a través de un aumento de los montos mensuales de compra de títulos y de nuevas licitaciones de fondos a largo plazo para el sistema bancario.

Pero es evidente que la política monetaria no tiene capacidad para contrarrestar la parálisis económica generada por la epidemia, es imprescindible que la política fiscal adopte un rol central, a través de medidas de alivio impositivo y de planes de estímulo. Lamentablemente, hasta ahora ha habido muy pocos anuncios al respecto, fuera de China y otros países asiáticos. En **EE.UU.**, hasta hace pocos días, la Administración del Presidente Trump mostraba una actitud displicente frente a la crisis, subestimando la magnitud del desafío. Cuando empezó a comprender su gravedad, empezaron a dejar trascender en forma desprolija supuestos planes de reducción de impuestos al trabajo, pero sin dar detalles concretos en cuanto a su alcance ni en sus fuentes de financiamiento. La reacción sigue siendo tardía y tentativa, pero al menos hay indicios de encaminarse en la dirección correcta.

En **Europa** la Presidente del BCE, Christine Lagarde acaba de advertir a los gobiernos de la Unión Europea que si no hay una acción coordinada y urgente, hay riesgo de terminar en una crisis similar a la de 2008. Si bien en Alemania hay algunas señales de relajamiento en el rigor fiscal a nivel interno, impulsando el gobierno un presupuesto que contempla un déficit, no está claro que haya predisposición a tolerar un mayor activismo fiscal a nivel de todos los países miembro de la Eurozona. La velocidad con que evoluciona la crisis seguramente impondrá definiciones en el corto plazo.

### 3. Arabia Saudita declara la guerra de precios del petróleo

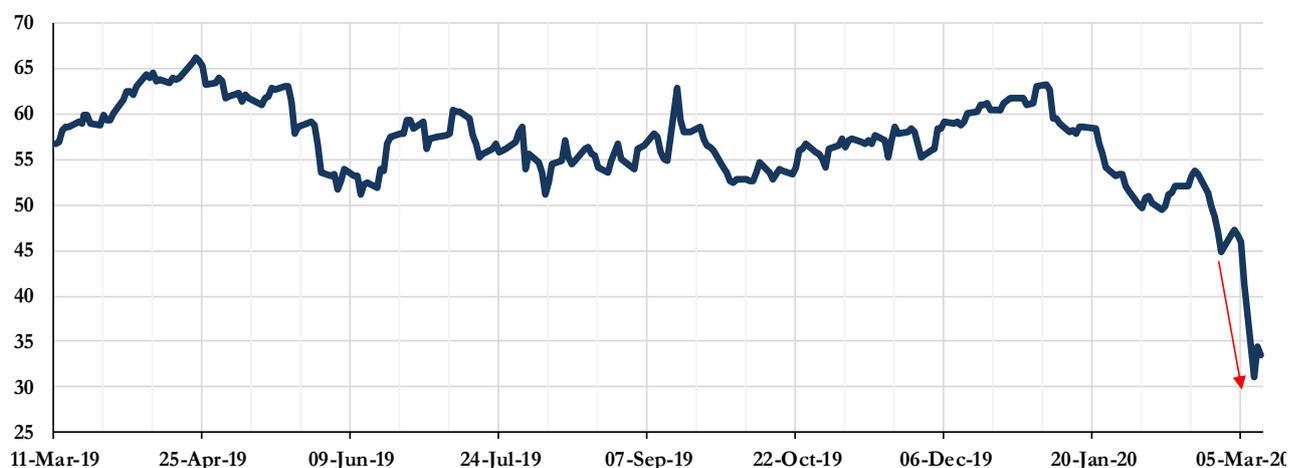
La postura inflexible de Rusia en sus negociaciones con la OPEP, negándose a seguir reduciendo su volumen mensual de producción en línea con los países miembros del cártel a los fines de sostener el precio internacional del crudo ante la caída de la demanda global, originó un cambio radical en la estrategia cooperativa que venía impulsando el líder de la OPEP, Arabia Saudita.

Hasta ahora Arabia Saudita venía aceptando soportar una gran parte de la reducción de producción global de crudo para sostener el precio, a cambio del acompañamiento de sus socios y de otros grandes productores, principalmente Rusia. La reducción de la producción era necesaria para acomodar la debilidad de la demanda, ante el bajo crecimiento global, y el aumento de la oferta no convencional de hidrocarburos proveniente fundamentalmente de EE.UU.

El cambio de postura de Rusia estaría justamente buscando frenar el avance de la producción no convencional norteamericana. Y efectivamente logró su cometido, ya que provocó la reacción de Arabia Saudita, que pasó a una estrategia agresiva, basada en el hecho de que **se trata del productor de menor costo en el mundo, lo que le permite sobrellevar una baja de precios en mejores condiciones y por más tiempo que sus competidores.**

Automáticamente impulsó un abrupto descuento en el precio de sus despachos, iniciando una auténtica guerra de precios. **Esto se tradujo en un derrumbe instantáneo de 30% en el precio internacional del crudo, que en su versión WTI llegó a tocar U\$S 30 por barril, el menor nivel desde principios de 2016 (véase el Gráfico 7).**

**GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL WTI – 1ER CONTRATO FUTURO – U\$S POR BARRIL**



Fuente: Bloomberg

El cambio de status quo tiene efectos disruptivos sobre la industria petrolera global, con efectos macroeconómicos y geopolíticos potencialmente desestabilizadores. La industria petrolera no convencional de EE.UU. es el principal perdedor, ya que debido a su estructura de costos no puede subsistir con precios por debajo de U\$S40 por barril. Dado el fuerte flujo de inversiones y financiamiento que había atraído dicho sector en los últimos años, su caída tiene doble implicancia en términos de caída de la inversión fija de EE.UU. hacia adelante, y el potencial default en cadena de muchos productores independientes altamente endeudados, lo que en el actual contexto de stress financiero derivado de la expansión del COVID-19, podría generar una reacción de desconfianza en cadena en el mercado de capitales estadounidense.

Pero en una guerra de precios terminan sufriendo todos los involucrados, y la posición de Arabia Saudita también tiene sus debilidades. La principal es que el presupuesto del Reino se equilibra con un precio de petróleo arriba de U\$S 70

por barril, por lo que la baja de precio puede duplicar su déficit fiscal, con el consiguiente aumento del endeudamiento externo. Por lo tanto, existen incentivos para un nuevo acuerdo, pero el problema está en que los tiempos pueden no estar acordes a las urgencias de la situación macro-financiera global.

#### 4. *Sorpresas en la campaña electoral de EE.UU.*

Cuando parecía que Bernie Sanders, el candidato ubicado ideológicamente más a la izquierda dentro del espectro del partido Demócrata, se encaminaba a consolidarse como líder en las elecciones primarias de su partido, conduciéndolo a ser el candidato opositor a Trump, el “Super Martes” trajo un nuevo vuelco en el escenario. Joe Biden, quien originalmente era el favorito pero que había quedado relegado en la primera etapa de la campaña, obtuvo un triunfo rotundo en las principales jurisdicciones que celebraron sus primarias el martes 3 de marzo, lo que lo restituyó como favorito. Al mismo tiempo, el fracaso de Mike Bloomberg, quien se había sumado a último momento a la interna demócrata, pero era el mejor considerado por el mundo empresarial y financiero, lo dejó fuera rápidamente de competencia.

Joe Biden es considerado más moderado que Sanders. Pero su moderación le puede dar alguna oportunidad frente a Trump. Especialmente, si el cambio abrupto de escenario macroeconómico producto del coronavirus, empieza a cambiar la percepción del electorado respecto a la capacidad de Trump para manejar la economía. Los primeros pasos de Trump frente a la actual crisis no parecen haber sido auspiciosos. El final parece más abierto que nunca.

## EL CORONAVIRUS PONE A LA ECONOMIA MUNDIAL EN JAQUE

*Leandro Marvarian*

**El coronavirus prácticamente frenó la economía china y se está expandiendo por el mundo. Las medidas sanitarias para prevenir mayores contagios rompen las cadenas de valor globales generando costos difíciles de cuantificar. De continuar la propagación es posible que el mundo ingrese en una recesión.**

### 1. *Introducción*

La propagación del coronavirus, fuera de China, ha generado una nueva incertidumbre para las perspectivas de crecimiento mundial y ha provocado mayor volatilidad de los mercados financieros. Los brotes en Corea del Sur, Irán e Italia han suscitado la preocupación de que la propagación fuera de China pueda estar acelerándose. **El coronavirus (o COVID-19) ya ha generado más de 120.000 contagios en el mundo. En su mayoría (más de 80.000) en China, donde se han registrado más de 4.200 muertes. Fuera de China, se han confirmado casos en otros 121 países.** La cifra de víctimas fatales en el resto del mundo crece todos los días sin pausa.

La rapidez con la que se extiende la enfermedad ha llevado a varios países a imponer barreras a la movilidad de tanto productos como personas desde y hacia China; se han cerrado puertos y cancelado vuelos. Estas medidas sin lugar a dudas suman tensión al crecimiento económico mundial a través de la interrupción del comercio y del normal desempeño de las cadenas globales de valor.

El alto nivel de integración de la economía China al mundo hace que el contagio sea veloz y de difícil contención. Los impactos negativos son variados. Por un lado, los efectos directos en la economía China, o sea, un menor crecimiento de China por cierre de fábricas, ciudades en cuarentena, etc. Pero también, se deben contabilizar los efectos de segundo orden, que surgen a raíz del primero. El freno de la economía China, por un lado, interrumpe las cadenas globales de valor cuando el gigante asiático deja de producir los bienes intermedios que provee al mundo, pero también disminuye su demanda global de productos del resto del mundo, generando caídas fuertes en las exportaciones de sus socios comerciales.

Los mercados de commodities y de petróleo ya se han empezado a resentir, con fuertes caídas desde el inicio del brote. **El Dow Jones Commodity Index perdió ya 100 puntos en lo que va del año (aproximadamente un 20%), mientras que tanto el Brent como el WTI sufrieron pérdidas históricas el pasado lunes 9, haciendo que la evolución de la última semana de prácticamente todas las bolsas del mundo sea negativa.**

La globalización genera que una crisis en una economía grande se propague al resto de las economías del mundo, haciendo de estos efectos subsiguientes, un evento no despreciable. Sin embargo, la cuantificación de los costos

económicos que esta pandemia pueda generar aún es incierta. A continuación, se hace un breve resumen de las visiones de algunos organismos e instituciones que han estudiado el tema.

## 2. *La visión de la Organización Internacional de Aviación Civil (OACI)*

Según la OACI, ya son 70 las aerolíneas que han cancelado todos sus vuelos internacionales desde/hacia China continental, con otras 50 que han disminuido su tráfico. Esto significó una caída del 80% de la capacidad de aerolíneas extranjeras para viajes con destino hacia/desde China, y de un 40% para las aerolíneas locales. Se estima, a su vez, una caída en la cantidad de pasajeros cercana a los 15 millones, en relaciones a las proyecciones realizadas por las aerolíneas antes del brote. En términos de dinero, eso significa aproximadamente una caída en ventas de entre 4 y 5 miles de millones para la industria en su conjunto. Hay que aclarar que estas estimaciones solo tienen en cuenta el transporte de pasajeros a China continental. No se están contabilizando el transporte de carga aérea, ni los destinos insulares como Hong Kong o Taiwán, de modo que los costos reales probablemente sean aun mayores.

Con respecto al turismo, la OACI estima que, en función de una caída en la cantidad de turistas chinos, países como Japón y Tailandia **podrían llegar a absorber pérdidas por 1.300 y 1.100 millones de dólares respectivamente durante el primer trimestre de 2020.**

## 3. *La visión del Fondo Monetario Internacional*

La directora general del Fondo Monetario Internacional (FMI), Kristalina Georgieva, se pronunció al respecto, aceptando que el brote afectará tanto a factores de la oferta como de la demanda. Según la visión del FMI, la oferta se verá afectada debido a la morbilidad y la mortalidad, pero también a los esfuerzos de contención que restringen la movilidad (tanto de personas como de mercaderías) y los mayores costos de hacer negocios debido a las cadenas de suministro cortadas y al endurecimiento de las condiciones de crédito.

La demanda también disminuirá debido a una mayor incertidumbre, un mayor comportamiento de precaución, esfuerzos de contención y el aumento de los costos financieros que reducen la capacidad de gasto. Estos efectos se extenderán a través de las fronteras, como consecuencia de los sistemas económicos que se encuentran integrados a nivel mundial.

Por último, desde el Fondo se estima que aproximadamente un tercio de las pérdidas económicas causadas por shocks de este estilo serán costos directos: por pérdida de vidas, cierre de lugares de trabajo y cuarentenas. Los dos tercios restantes serán indirectos, asociados a reducción en la confianza del consumidor y mayor aversión al riesgo por parte de los empresarios, como así también gracias a condiciones de menor liquidez en los mercados financieros. Sin embargo, el Fondo aún no ha publicado estimaciones de esos costos.

## 4. *La visión de Deloitte*

Según esta consultora, los efectos del COVID-19 se pueden discriminar en tres grandes grupos. Por un lado, están los efectos directos en la producción. La producción china ya se ha visto sustancialmente afectada por el cierre en la provincia de Hubei y otras áreas. **El índice de producción manufacturera PMI cayó 15% en febrero con respecto a los meses anteriores, tras un año sin cambios significativos.** Algunos otros países también están comenzando a sentir un impacto directo a medida que sus autoridades implementan medidas similares. La desaceleración en China tiene efectos en sus proveedores. Las principales fuentes de importación de China son Corea, Japón y otros países asiáticos, según el Banco Mundial. Por lo tanto, incluso sin nuevos brotes de la enfermedad, estas áreas probablemente experimentarán un crecimiento lento en la primera mitad de 2020. No hay que olvidar que **China representa aproximadamente un 15% del PBI mundial, por lo que una desaceleración del gigante asiático tendrá un impacto no solo en la región, sino en la economía del planeta.**

Por otro lado, destacan los problemas asociados a las cadenas de suministro e interrupción de mercados. Muchas empresas manufactureras dependen de insumos intermedios importados de China y otros países afectados por la enfermedad. La desaceleración de la actividad económica —y las restricciones de transporte— en los países afectados probablemente tendrá un impacto en la producción y la rentabilidad de compañías globales específicas. Para las empresas que dependen de bienes intermedios de las regiones afectadas, y que no pueden cambiar fácilmente el origen de su abastecimiento, el tamaño del impacto puede depender de qué tan rápido se desvanezca el brote. Las pequeñas y medianas

empresas pueden tener mayores dificultades para sobrevivir a estas interrupciones. Las empresas vinculadas a viajes y el turismo se enfrentan a pérdidas que probablemente no sean recuperables.

Por último, Deloitte remarca los riesgos que pueden surgir a partir de los mercados financieros. **Las interrupciones temporales en el suministro de insumos y/o bienes finales pueden estresar a algunas empresas, particularmente a aquellas con problemas de liquidez.** El aumento resultante en el riesgo podría revelar que uno o más actores clave del mercado financiero han tomado posiciones de inversión que no son rentables en las condiciones actuales, debilitando aún más la confianza en los instrumentos y mercados financieros. Un posible evento (de baja probabilidad) sería una interrupción significativa del mercado de crédito internacional y los mercados locales, a medida que los participantes se preocupan por el riesgo de contraparte. Los cambios de cartera en los últimos días desde acciones y bonos corporativos hacia los bonos de gobierno (particularmente los bonos del Tesoro de EE. UU.) es una señal de que dicho escenario es efectivamente posible.

### 5. *La visión de la UNCTAD*

El departamento de Comercio y Desarrollo de Naciones Unidas (UNCTAD) realizó un estudio para estimar los costos del coronavirus en el comercio mundial. El objetivo es identificar los sectores económicos y países que están más expuestos a una interrupción de las exportaciones de insumos intermedios de China. El análisis es basado en datos comerciales de la División de Estadística de las Naciones Unidas que abarcan alrededor de 200 países y 13 sectores manufactureros. Los resultados deben interpretarse como efectos a corto plazo, ya que suponen la capacidad de instalada en el resto del mundo se mantendrá constante. Es decir, no hay efectos de segundo orden, solo se enfocan en una caída en los niveles de producción chinos y sus efectos directos sobre la economía de sus socios comerciales.

El informe concluye, al igual que en las visiones de Deloitte y del FMI, que la integración al comercio mundial por parte de China traerá aparejada fuertes pérdidas debido a la importancia de China en las cadenas globales de valor. Al ser un proveedor esencial para varias industrias del mundo, una caída en la producción de China se derramará sobre la economía de sus socios.

UNCTAD concluye que los principales afectados por una caída de un 2% de las exportaciones chinas de bienes intermedios serían la Unión Europea (en las industrias de maquinaria, automóviles y químicos, con pérdidas aproximadas de USD 15.000 millones), Estados Unidos (en las industrias de maquinaria, automóviles e instrumentos de precisión, con pérdidas aproximadas de USD 6.000 millones) y Japón (en las industrias de maquinaria y automóviles, con pérdidas aproximadas de USD 5.000 millones).

### 6. *Posibles escenarios hacia adelante*

El Harvard Business Review realizó una descripción de los que considera que pueden ser los posibles escenarios para lo que queda del año en función de la evolución del virus, la respuesta de las economías mundiales, y consecuentes senderos de recuperación. A continuación, se hace una breve reseña de los mismos.

**Escenario 1: Lo peor ya pasó.** La transmisión en China ya se ha ralentizado. Aunque algunos brotes aislados ocurren en otros lugares, estos no crean una propagación masiva de la enfermedad. A medida que el número global de casos se estabiliza, la economía de China vuelve a la normalidad y hay poco impacto fuera de algunas áreas como Irán, que no son importantes para la economía global. El PIB de China recibe un gran golpe en el primer trimestre de 2020, pero se recupera en el segundo y tercer trimestre, aunque parte de la producción perdida nunca se recupera. Empresas específicas fuera de China experimentan interrupciones en el suministro a corto plazo, pero el impacto en la economía global es limitado y temporal.

**Escenario 2: El virus se sigue propagando y los países caen como fichas de dominó.** Aunque la propagación de la enfermedad en China se desacelera, los brotes ocurren de forma continua en todo el mundo, tipo dominó. A medida que una zona se recupera, otra entra en cuarentena. Cada brote requiere ralentizar la producción en esa área, y en un mundo globalizado, eso significa interrupciones continuas en diferentes regiones e industrias a medida que ocurren y se controlan los brotes. El impacto general es interrumpir la actividad económica lo suficiente como para desacelerar el crecimiento global. Las empresas que sean lo suficientemente ágiles para gestionar el cambio de proveedores y que tengan suficiente liquidez para sobrevivir a períodos de bajas ventas e ingresos tendrán una ventaja competitiva.

**Escenario 3: Pandemia y pánico.** Los centros económicos de todo el mundo están sujetos a cierres al estilo Wuhan a medida que las personas entran en pánico por la propagación del virus. Las decisiones descoordinadas país por país interrumpen el movimiento de personas y bienes. La fabricación mundial disminuye, ya que las empresas con cadenas de suministro internacionales solo pueden operar de manera intermitente. El turismo y las industrias relacionadas caen drásticamente, y las empresas y regiones basadas en el turismo sufren pérdidas irrecuperables. El PIB mundial se estanca, el comercio internacional cae y una recesión global es una posibilidad clara.

**Escenario 4: Crisis financiera.** Los retrasos en los envíos y los cronogramas de producción crean problemas financieros para las empresas altamente endeudadas, especialmente en los Estados Unidos. La disminución en los mercados de renta variable globales y el *flight to quality* —inversores que venden activos como bonos de alto rendimiento y acciones volátiles— expone a los inversores con necesidad de liquidez. Los bancos centrales luchan para manejar el problema. Los mercados financieros y la economía global se recuperan después de una recesión en forma de V.

### 7. Senderos de recuperación posibles

Ya sea que las economías puedan evitar la recesión o no, el camino de regreso al crecimiento bajo Covid-19 dependerá de una variedad de factores, como el grado en que la demanda se retrasará o se frenará, si el shock es realmente temporario o permanente, o si hay daño estructural, entre otros factores. Es razonable esbozar tres escenarios generales, que se pueden describir como V, U, o L.

**En forma de V:** Este escenario describe el choque "clásico" a la economía real, una caída fuerte y temporal del producto, pero el crecimiento finalmente se recupera en el segundo trimestre o semestre del año. En este escenario, las tasas de crecimiento anual podrían absorber completamente el shock. Este tipo de recuperación es la que predominó en la historia económica mundial frente a shocks de este estilo y es compatible con el escenario 1.

**En forma de U:** Este tipo de recuperación es compatible con el escenario 2, donde el shock persiste y, aunque se reanuda la ruta de crecimiento inicial, hay una pérdida permanente de producción. La probabilidad de ocurrencia de este tipo de sendero dependerá de cómo evolucione la pandemia, en particular cuando se termine de expandir hacia el hemisferio sur a partir del segundo trimestre, con la llegada del otoño.

**En forma de L:** La economía mundial entra en un bache de crecimiento menor a su tendencia y se estanca ahí. Para que esto se materialice, tendría que crecer en la capacidad de Covid-19 de hacer un daño estructural significativo, es decir, romper algo en el lado de la oferta de la economía: mercado laboral, formación de capital o la función de productividad. Esto es difícil de imaginar incluso con supuestos pesimistas. Compatible con el escenario 3.

El Covid-19 definitivamente se ha convertido en un shock negativo para la economía mundial. Desde la interrupción en las cadenas de valor y suministros mundiales, cierre de puertos y fronteras; hasta la posible cancelación de los Juegos Olímpicos en Tokio a mitad de año. Los países del mundo se tratan de aislar, pero dado el nivel de integración de su economía, todos sufren las consecuencias. Las medidas precautorias hacen desplomar el turismo, el comercio, y los mercados financieros. Hasta dónde llegarán los efectos de esta nueva crisis, y cuáles serán sus costos, aun nadie lo sabe, pero el mundo debe prepararse para un 2020 con un crecimiento menor al estimado.

## NOTAS ESPECIALES

### EL SUEÑO CHINO

*Felipe Frydman*

El economista Osvaldo Rosales emprendió con su libro *El sueño de China* la compleja tarea de intentar explicar los motivos de su rápido crecimiento económico desde 1978, las consecuencias en el escenario mundial y el desafío a la hegemonía de los Estados Unidos. Un esfuerzo excelso que merita nuestro reconocimiento.

El título mismo implica una reflexión política. El siglo de humillaciones infligido por las potencias europeas, Japón y Rusia coadyuvó para impulsar según el autor a los líderes chinos a reconstruir el país y recuperar la posición que China tuvo en el concierto mundial antes de la revolución industrial. Las primeras sesenta páginas están dedicadas a un compendio histórico desde la creación de la República por Sun Yat-Sen en 1911 hasta el regreso al poder de Deng Xiaoping en 1977. Quizás no dicho de la misma forma Sun Yat-Sen intentó con su revolución democrática terminar con el régimen feudal de la dinastía Qing y los señores feudales que gobernaron China desde 1636. El fracaso de la revolución democrática inició una guerra civil conducida por Chiang Kai-Shek, heredero de Sun Yat-Sen, con el apoyo del Partido Comunista en una primera etapa contra los señores feudales para unificar el país y luego contra el ejército japonés. La guerra civil 1945/49 entre ambas facciones terminó con el triunfo del Ejército de Liberación Popular (ELP) y el desplazamiento del Ejército Republicano a Taiwán. La proclamación de la República Popular el 1 de octubre de 1949 consagró por primera vez la unificación del país bajo el liderazgo de Mao Tse Tung.

El capítulo de Antecedentes Históricos de las Reformas describe el período bajo la conducción de Mao Tse Tung. Mao propugnó desde los años veinte la revolución democrática burguesa en contraste con la revolución proletaria impulsada por el COMINTERN. Mao concedía al campesinado un papel determinante en el proceso revolucionario al igual que la incorporación de otros sectores de la pequeña burguesía que compartían en minoría el liderazgo del Partido Comunista. El capítulo contiene una descripción de las campañas políticas “Dejar que 100 flores florezcan”, “El gran salto adelante” y “La revolución cultural” que produjeron enormes pérdidas económicas y graves enfrentamientos que ocasionaron millones de muertos. Rosales reconoce en la página 46 los efectos devastadores de las políticas implementadas por Mao para conservar su poder frente a los cuestionamientos de otros líderes del partido. Los seguidores de Mao con su anuencia implantaron el culto a la personalidad y sus decisiones no podían cuestionarse a riesgo de terminar en el destierro o sepultado en una prisión.

El libro no menciona algunos de los importantes acontecimientos de comienzos de los 70 que habrían de cambiar el rumbo político de China. Los enfrentamientos con la Unión Soviética y las visitas de Henry Kissinger primero y después de Richard Nixon en 1972 fueron el inicio de una nueva política exterior en el contexto de una dura lucha interna con la denominada Banda de los Cuatro liderada por la esposa de Mao Jian Qing. El Golpe de Estado del 6 de octubre de 1976, solo un mes después de la muerte de Mao, permitió el arresto de la Banda, el ascenso de Hua Guofeng, el abandono de las políticas ultraizquierdistas y la consolidación del acercamiento con los Estados Unidos. No está de más recordar que China brindaba en esos años apoyo a los movimientos guerrilleros en América Latina, África y Asia, al régimen de Pol Pot en Camboya, tratando de reemplazar a la Unión Soviética como líder de la revolución mundial. El famoso Libro Rojo de Lin Piao con las citas de Mao recorría el mundo convocando a la juventud a la revolución contra el sistema capitalista.

En este capítulo Rosales ensalza a Deng cuando afirma “Intuía que el camino iba más por el lado de aprender de Japón y de los NICs cuyos rasgos similares eran mercado, apertura económica, atracción de la inversión extranjera, estímulo a la innovación y adquisición de ciencia y tecnología”.

No caben dudas, como afirma Rosales, que **Deng fue el gran arquitecto del progreso económico de China que posibilitó un crecimiento anual del 10% durante cuarenta años**. Deng terminó con las aventuras izquierdistas de colectivización de la agricultura, impuso los incentivos materiales, promovió la creación de las zonas económicas especiales y la apertura externa. Si bien reconoce el control férreo que ejerció Deng para avanzar con sus reformas pro-mercado, no provee elementos sobre las condiciones de operación en las ZEE. Las empresas multinacionales contaron con una mano de obra disciplinada de bajo costo que les permitió trabajar durante décadas en un entorno favorable y competitivo. **Esas condiciones eran inaceptables en los países occidentales donde los trabajadores estaban organizados para defender sus derechos gremiales aún hoy inexistentes en la China de Mao, Deng o Xi.**

La aceptación de las condiciones de funcionamiento de las ZEE de los NICs o de China constituye una incógnita; resulta difícil entender como los países importadores accedieron que funcionaran al margen de los mercados internos y en condiciones laborales e impositivas excepcionales que hacían imposible competir con su producción. El desplazamiento de las empresas de Japón, Europa y Estados Unidos hacia las ZEE para aprovechar las condiciones ventajosas fue admitido como parte del proceso de transformación de Asia; los menores precios aportaron estabilidad y beneficiaron a los consumidores.

El autor aporta su conocimiento de las discusiones internas sobre el rumbo económico y político para mostrar que no existe una posición monolítica. Algunas de las opiniones son más ortodoxas y otras más heterodoxas, aunque todas parecieran enfocadas a preservar el crecimiento, el régimen político y el liderazgo de turno. Al respecto, afirma: “Si algunos analistas occidentales hablan del deterioro del modelo chino porque ya no crece al 10% sino solo a un 6 o 7% es solo porque no entienden el proceso chino de reformas económicas”. Al decir estos se refiere al proceso de reformas estructurales para equilibrar las variables macroeconómicas: endeudamiento, reducir la tasa de inversión, mejorar la productividad, estabilidad financiera, disminuir las desigualdades y eliminar la corrupción.

La entronización de Xi Jinping y su caracterización de un socialismo con características china plantean algunas dudas sobre el carácter inofensivo de la política exterior de China. El posicionamiento de China como segunda potencia económica conlleva el cuestionamiento de la hegemonía de los Estados Unidos. La resolución de esta disyuntiva podría encuadrarse en un marco de cooperación si ambos países compartieran, lo que no sucede hoy en día, los mismos objetivos.

Rosales plantea que la disputa sobre el dominio tecnológico reflejado en la utilización de la red 5G constituye el eje de la disputa entre los Estados Unidos y China. Sin embargo, el conflicto comenzó con el proceso de desindustrialización y el acrecentamiento del déficit comercial después del ingreso de China a la OMC. Los gobiernos de Clinton y Bush favorecieron el ingreso de China instando al Congreso a concederle definitivamente el trato de Nación Más Favorecida en 2001. China había demostrado durante veinte años su buen comportamiento y fidelidad en la alianza con los Estados Unidos.

El acuerdo bilateral firmado entre ambos países para el ingreso de China a la OMC forma parte hoy de la disputa electoral en los Estados Unidos. **Trump sostiene que fue un error de la administración demócrata acceder a la solicitud china y Sanders, que se encuentra en las antípodas, sostiene el mismo argumento.** En el texto, el experto pareciera compartir el argumento de la desindustrialización, pero no reconoce la responsabilidad de China en este proceso. Las facilidades otorgadas por China a las empresas multinacionales aprovechándose de la política de apertura comercial en los países occidentales provocaron el traslado de la industria manufacturera y **al mismo tiempo contuvo el incremento de los salarios en Estados Unidos y Europa haciéndoles perder participación en el ingreso. Esta combinación de menor empleo en la industria y salarios congelados están en la raíz del surgimiento de los movimientos populistas en los países desarrollados que utilizan la decepción de los trabajadores para cuestionar la democracia.**

**América Latina, y en especial Argentina y Brasil, también sufrieron las consecuencias de la competencia desleal de la producción industrial china. El sector industrial en ambos países disminuyó su participación en el PBI frente al aumento de las importaciones industriales.** México pudo proteger su sector industrial en virtud del Acuerdo de Libre Comercio con los Estados Unidos. Los cambios en las reglas de origen impuestos por los Estados Unidos en el USMCA tienen justamente el propósito de evitar la incorporación de bienes extrazona.

Osvaldo Rosales señala con razón la necesidad de que América Latina defina sus propios intereses frente al conflicto comercial entre los Estados Unidos y China. Estados Unidos considera que los subsidios a las empresas públicas, las exigencias de transferencia de tecnología, las violaciones de las patentes y la falta de transparencia de los subsidios a la agricultura constituyen un incumplimiento de los compromisos asumidos al momento de ingresar a la OMC. **Si bien es cierto que las formas de negociar de Donald Trump no responden a los cánones de la diplomacia no es menos cierto que durante todos estos años China escuchó los reclamos sin ofrecer ninguna solución.** Solo basta leer el Acuerdo Fase I alcanzado entre las dos potencias para comprobar la arrogancia de los negociadores chinos con relación a los reclamos de sus pares en la OMC.

Las críticas a China no implican alinearse con los Estados Unidos. Donald Trump pretende colocar a los Estados Unidos al mismo nivel del resto de los países sin reconocer su responsabilidad como potencia hegemónica de cooperar con el mundo en desarrollo. Los Estados Unidos tienen un ingreso per cápita de 60.000 dólares y no pueden pretender tener los mismos compromisos de países con ingresos que no superan los 20.000 dólares.

Las últimas páginas del libro merecen una atención especial por sus críticas al sistema democrático y los halagos al sistema de partido único y “meritocrático” de China. Rosales se suma quizás desde la izquierda a la derecha para cuestionar la democracia por su falta de perspectiva, las influencias de los sectores concentrados en las elecciones y el aumento de las desigualdades. **No es la primera vez que la izquierda coincide con la derecha para denostar a los regímenes democráticos por la falta de respuestas a los reclamos de la ciudadanía.**

Quizás su escepticismo tenga su origen en la comparación de los resultados económicos entre China y América Latina en los últimos veinte años. Mientras China sacó de la pobreza a 800 millones de personas y se convirtió en la segunda potencia, América Latina no termina de definir su “sueño” y los índices positivos de la primera década comienzan a mostrar signos negativos ante la incapacidad de los gobiernos de generar políticas de largo plazo.

El autor de *El Sueño Chino* no debería olvidar que la simpatía que hoy despierta Xi Jinping con sus discursos dulcorados acompaña a Mao Tse Tung y la seguidilla de líderes chinos que terminaron masacrando a millones de personas y mandando a otros tantos a los campos de reeducación para mantenerse en el poder. **Hay que recordar siempre que los costos humanos nunca entran en la ecuación de los gobiernos autoritarios al momento de elaborar sus planes quinquenales.**

Estoy seguro que los halagos formulados por Osvaldo Rosales a los intelectuales del Partido Comunista y su posición acrítica sobre la falta de democracia y represión generará controversias. **La democracia en América latina es el fruto de largas luchas, y los intentos de desvalorizarla, aun en otros contextos, terminan favoreciendo las fantasías de la restauración autoritaria.**

## RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA, CLIMA Y AGUA

*Esteban Otto Thomasz*

El desplome del precio del petróleo, que alcanzó un mínimo en los últimos 29 años, aleja cada vez el “comodín” que podía tener la Argentina a mediano plazo para hacer despegar el flujo de exportaciones y los tan necesarios ingresos de divisas genuinas y no financieras. Nuevamente entonces, resta explorar qué hacer con el sector que parecería ser el único en condiciones de genera un saldo positivo y sustancioso en lo que hace a las exportaciones netas: el sector granario en general y el complejo sojero en particular. En cuanto a la soja, Argentina es el tercer productor a nivel mundial de poroto, pero el primer exportador de aceite y de harina. **Poroto y derivados representan el 23% de las exportaciones totales.** En tanto, el valor bruto de producción de poroto se ha ubicado en los últimos 10 años en un promedio de U\$S 20.000 millones.

No obstante, las fluctuaciones climáticas inciden en forma directa en la producción. A pesar de la relevancia del problema, no se cuenta aún con estudios estandarizados que estimen la magnitud de los ingresos y las pérdidas generadas por eventos de riesgo climático pasados, presentes y/o futuros, desde una perspectiva económica-financiera. Es por ello por lo que el objetivo de este estudio es proveer una estimación del ingreso potencial y del costo económico de la sequía en la producción de soja en Argentina a través de un modelo con una perspectiva financiera, que maximice el área analizada, y que sea replicable, trazable a través del tiempo, monetizable y multiescalar.

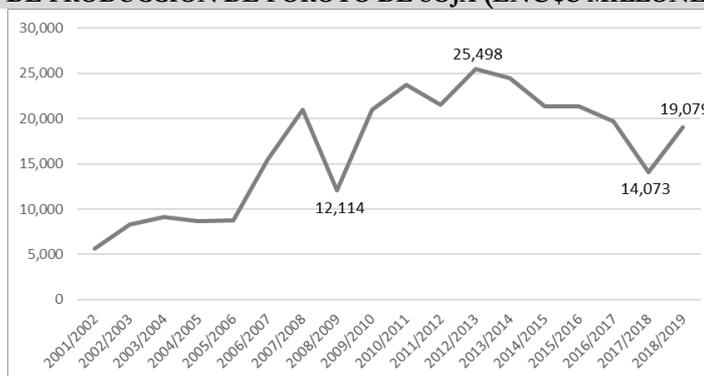
Cuantificar y monetizar el ingreso potencial y las pérdidas variabilidad climática y eventos de sequías puede proporcionar información importante para el correcto diseño de instrumentos de adaptación, desde la planificación fiscal, desarrollo de coberturas, o esquemas de financiamiento de infraestructura. A tales efectos, el programa en valuación de la Vulnerabilidad Socioeconómica ProVul de la FCE-UBA ha desarrollado un modelo de valuación de producción tendencial y pérdidas económicas en el sector sojero argentino por eventos de sequías e inundaciones: SISTEMA DE EVALUACION DE PERDIDAS POR SEQUÍAS E INUNDACIONES (SEPSI). En esta oportunidad se presenta un resumen de las proyecciones de la producción de poroto de soja de acuerdo con diversos ajustes tendenciales, las últimas estimaciones de área sembrada, condiciones climáticas y precios internacionales<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> La metodología de valuación puede consultarse en Thomasz, E., Vilker, A., Rondinone, G. (2019). “The economic cost of extreme and severe draughts in soybean production in Argentina”. *Revista Contaduría y Administración*. Año 64, No.64-1, pp 1-24. Enero-marzo de 2019. Universidad Nacional Autónoma de México.

*Evolución reciente*

En los últimos años el valor producido por la campaña sojera ha fluctuado fuertemente debido a dos factores exógenos: la volatilidad de precios internacionales y las condiciones climáticas. **A partir del 2007, donde el área sembrada supera en todas las campañas los 16 millones de hectáreas (con un promedio de 17,7 millones), el valor producido fluctúa entre un mínimo de U\$S 12,144 M (producto principalmente de una sequía severa) y un máximo de U\$S 25,498 M (producto del máximo registrado en el precio internacional).** En las últimas dos campañas, se registra un valor producido en U\$S 14.073 M en 2017/19 (caída generada por la sequía) y de U\$S 19.079 M en 2018/19.

**GRÁFICO 8: VALOR BRUTO DE PRODUCCIÓN DE POROTO DE SOJA (EN U\$S MILLONES)**



Fuente: SEPSI, ProVul, UBA

En base al comportamiento histórico de las variables relevantes, el SEPSI genera tres estimaciones:

- las pérdidas generadas en campañas pasadas
- proyecciones futuras:
  - la proyección de output de corto plazo estimada con información climática
  - la proyección de output de mediano plazo bajo un escenario análogo a la historia climática ocurrida.

*Pérdidas generadas en campañas pasadas*

De acuerdo con las estimaciones del SEPSI, las sequías entre 2003 y 2018 generaron pérdidas directas estimadas en U\$S 14.201 M en valores nominales (es decir, sumadas sin contemplar el valor tiempo del dinero). En particular, las campañas del 2008/2009, 2011/12 y 2018/19 fueron las más afectadas (Cuadro 2).

**CUADRO 2: VALOR DE LAS PÉRDIDAS TOTALES DE INGRESOS EN LOS EVENTOS DE SEQUÍAS (EN MILLONES DE U\$S CORRIENTES)**

Campaña	Valor
2003/04	590,6
2005/06	55,5
2007/08	101,8
2008/09	5.157,2
2010/11	333,6
2011/12	3.217,0
2012/13	482,1
2013/14	364,7
2017/18	3.902,5
TOTAL	14.205,0

Fuente: SEPSI, ProVul, UBA

En definitiva, como primera conclusión se puede afirmar que **los eventos de sequía tienen impacto macroeconómico en la economía argentina, tanto en por el frente productivo, como por el frente externo (generación de divisas).** En este sentido, la modelización de este sector resulta importante para la planificación macrofiscal sostenible.

*Proyecciones*

A los fines prospectivos, el modelo no solamente construye escenario contrafáctico para determinar pérdidas, sino que también permite proyectar ingresos futuros. A partir del estudio de los rindes históricos a nivel departamental, se construye un índice de rendimiento cuyo valor 100 representa el valor tendencial promedio, contemplando el efecto tecnológico. Valores superiores al 100% implican rindes mejores que el promedio, y viceversa. Rindes estimados al 100% representan el valor promedio tendencial histórico. Las desviaciones respecto a dicho valor están explicadas mayormente a cuestiones climáticas. El índice de rendimientos es un buen predictor de corto plazo solamente si se consideran condiciones climáticas “normales”. No obstante, dado que el mismo incorpora en forma endógena el efecto climático histórico, constituye un método robusto para proyectar ingreso generado a lo largo de periodos de 10 años como mínimo, bajo el supuesto de clima análogo.

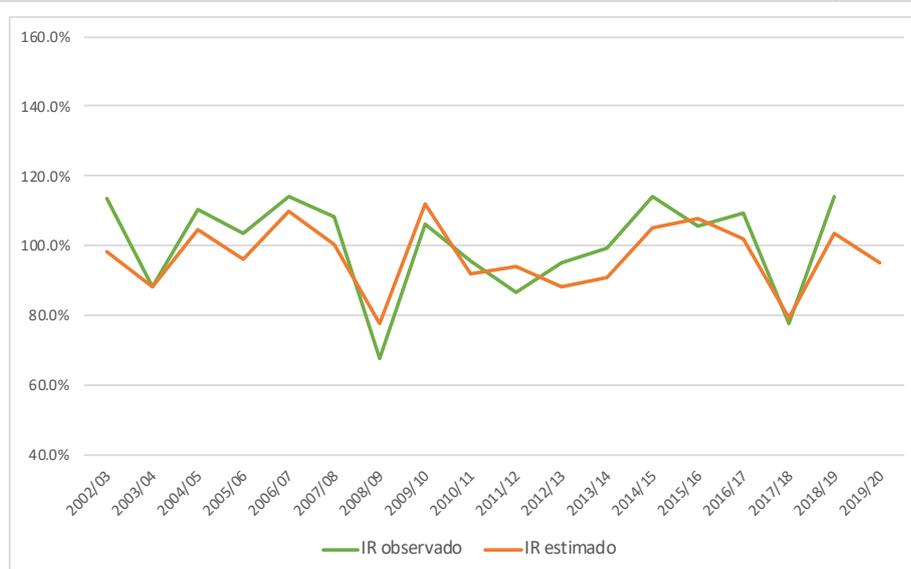
**GRÁFICO 9: ÍNDICE DE RENDIMIENTOS TOTAL PAÍS. OBSERVADO Y TENDENCIAL**



Fuente: SEPSI, ProVul, UBA

En tanto, al incorporar variables climáticas al modelo, resulta posible generar un ajuste mas acotado del índice de rendimientos (Gráfico 10). Dado que el pronóstico climático también agrega error de estimación al modelo, esta estimación resulta robusta para estimar el output de la campaña en curso, una vez conocida la información climática del período crítico del cultivo.

**GRÁFICO 10: ÍNDICE DE RENDIMIENTOS TOTAL PAÍS. OBSERVADO Y ESTIMADO CON AJUSTE CLIMÁTICO.**



Fuente: SEPSI, ProVul, UBA

Si bien la estimación puntual (IR estimado del gráfico a) tiene cierto margen de error respecto al valor observado, en líneas generales la proyección siempre se ubica dentro del intervalo de confianza estimado (Gráfico 11).

**GRÁFICO 11: ÍNDICE DE RENDIMIENTOS TOTAL PAÍS. INTERVALO DE PROYECCIÓN**



Fuente: SEPSI, ProVul, UBA

*Proyección de corto plazo con y sin incertidumbre climática: campaña 2019/20*

En líneas generales, la producción tendencial es un buen predictor de la real, excepto bajo condiciones climáticas muy desfavorables, como fueron los casos de las sequías del 2008/2009 y 2017/18.

El modelo de proyección evalúa los rendimientos históricos del poroto de soja a nivel departamental, y proyecta diversos escenarios, desde el extremo más desfavorable al más favorable. Al inicio de la campaña, se dispone de relativa certeza acerca del área sembrada y de los precios internacionales de liquidación de la cosecha a través del mercado internacional de cobertura, siendo las condiciones climáticas el factor de incertidumbre. En ese contexto, la producción tendencial ascendía a U\$S 17.284 millones, dentro de un intervalo de mínima de U\$S 12.315 millones (sequía extrema) y de máxima de U\$S 20.753 millones.

**GRÁFICO 12: RANGO DE PROYECCIÓN 2019/20 CON INCERTIDUMBRE CLIMÁTICA**

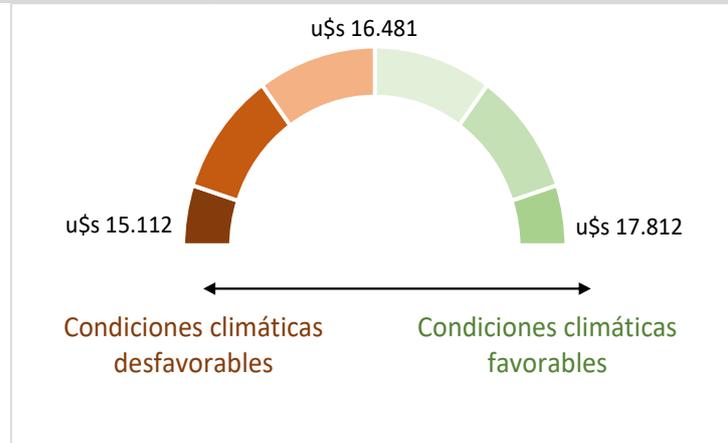


Fuente: SEPSI, ProVul, UBA

A partir de la información climática de los meses de diciembre, enero y febrero, permite ajustar el modelo de predicción, reduciendo significativa el intervalo de proyección. De esta forma, se estima un valor promedio del U\$S 16.481 millones, dentro de un intervalo de U\$S 15.112 y U\$S 17.812. Dadas las condiciones climáticas vigentes, se estima que el *output* se ubicará en del intervalo superior, es decir, entre U\$S 16.481 y U\$S 17.812 millones, mediando que no empeoren

las condiciones durante marzo para la soja de segunda. Superada la incertidumbre climática, el error de proyección dependerá de la reacción del cultivo a las condiciones del clima.

**GRÁFICO 13: RANGO DE PROYECCIÓN 2019/20 SIN INCERTIDUMBRE CLIMÁTICA**



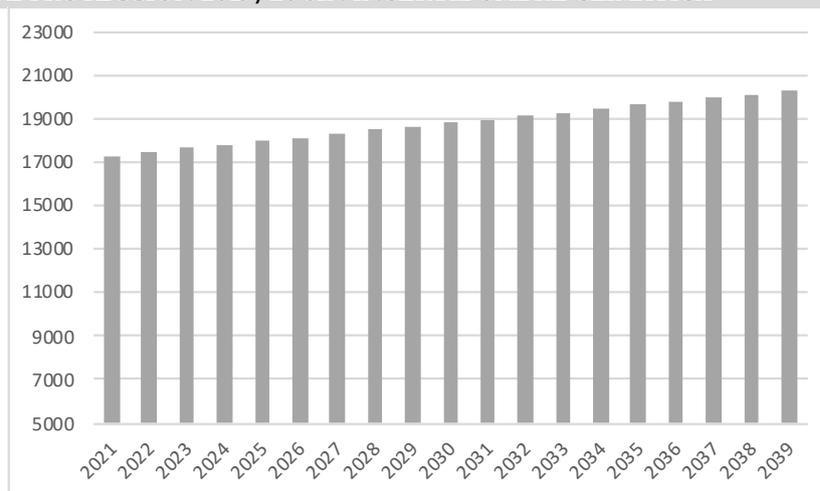
Fuente: SEPSI, ProVul, UBA

*Proyección de mediano/largo plazo con análogos climáticos*

Replicando el comportamiento de la dinámica climática pasada, puede proyectarse el valor tendencial promedio fijando los valores del área sembrada y el último precio internacional.

Si bien pueden hacerse diversas simulaciones de precios, cantidades y escenarios de incremento o disminución de la variabilidad climática, se presenta el escenario promedio-tendencial. Si bien no es el que se dará efectivamente en cada año en particular, es el mejor predictor del valor generado en promedio por año dentro de un horizonte de análisis de mediano-largo plazo.

**GRÁFICO 14: RANGO DE PROYECCIÓN 2019/20 SIN INCERTIDUMBRE CLIMÁTICA**



Fuente: SEPSI, ProVul, UBA

El valor bruto tendencia de la campaña sojera, parte de un valor tendencial de U\$S 17.300 millones en 2021/22, llegando a U\$S 20.261 millones en 2039/40, manteniendo constantes el área sembrada y el precio internacional.

*Planificación macro-fiscal: exportaciones, retenciones y deuda soberana.*

El objetivo del sistema de proyección y evaluación de pérdidas es sentar las bases económicos-financieras para la implementación de estrategias de adaptación al riesgo climático, pero también para mejorar la planificación macro-fiscal en un país dependiente de la exportación de oleaginosas.

La realización de pronósticos con mayor antelación, necesarios para optimizar el sistema de cobertura, constituye aún un desafío. Para lograr este objetivo es necesario explorar la capacidad de realizar pronósticos climáticos para los períodos críticos del cultivo antes del momento de la siembra, como asimismo explorar con mayor especificidad cómo tales condiciones pueden afectar su rendimiento. Esto último, dentro de un sistema que posibilite monetizar las estimaciones desde la perspectiva de la construcción de un flujo de fondos que proyecte ingresos privados, fiscales, mercado de divisas y evaluación de inversiones en adaptación.

Actualmente, el modelo de proyección permite realizar estimaciones de ingreso generado, dadas simulaciones de área sembrada, rindes bajo diferentes escenarios climáticos y valor generado con diferentes contextos de precios internacionales. En la coyuntura actual dicha información resulta sumamente relevante en el contexto de necesidad de generación de divisas y superávit fiscal necesarios para afrontar el proceso renegociación de la deuda pública nominada en moneda extranjera.

Tomando como referencia lo producido por retenciones a las exportaciones, y suponiendo que dicho monto fuese destinado en su totalidad a la constitución de un fondo de desendeudamiento, el valor actual del mismo considerando ingresos perpetuos por retenciones, asciende a un valor de entre U\$S 65.000 y U\$S 90.000 millones, difiriendo ambas estimaciones por el supuesto de incremento de productividad por efecto tecnológico (*ceteris paribus* precio internacional, área sembrada y análogos climáticos). Casualmente, el valor autorizado para renegociar deuda mediante el decreto publicado el lunes 10 de marzo asciende a U\$S 68.842 millones. **Renegociar ese monto sin quita y acceso a nuevo financiamiento implicaría comprometer la recaudación por retenciones a las exportaciones a perpetuidad,** considerando el efecto intertemporal del valor tiempo del dinero. Frente a esto pueden imaginarse algunas opciones:

- Rezarle al dios de la lluvia para que no haya sequías severas como en los últimos 10 años
- Esperar mayores precios internacionales
- Promover políticas para incrementar la productividad de los rindes o bien aumentar el área sembrada
- Negociar una quita sustanciosa

Claramente el camino conduciría a la última opción, dado que **la única variable controlable (promover políticas para incrementar la productividad de los rindes o bien aumentar el área sembrada) no parecería ser una opción en el corto plazo.**

Mas allá de los supuestos utilizados, queda claro que uno de los pocos sectores que tiene capacidad para la generación de exportaciones netas y en una cuantía considerable, tiene su sendero de generación de ingreso sujeto a demasiadas variables exógenas (clima y precios internacionales). Dentro de este contexto, resulta clave entender, planificar y valorizar el riesgo y la potencialidad del recurso hídrico, sobre todo en el contexto de cambio climático. Algo que ha sido poco desarrollado desde la perspectiva del análisis económico y menos aún en el plano macro-fiscal. **Dicho de otra forma, el repago de la deuda tiene riesgo hídrico.**

## PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2020		marzo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
16	17	18	19	20	21	22
	<u>INDEC</u> : Canasta Básica Alimentaria y Canasta Básica Total Febrero 2020. <u>Reserva Federal (EE.UU.)</u> : Reunión del Comité de Mercado Abierto	<u>Reserva Federal (EE.UU.)</u> : Reunión del Comité de Mercado Abierto <u>Banco de Japón</u> : Reunión de Política Monetaria.	<u>INDEC</u> : Índice del Costo de la Construcción Febrero 2020. Sistema de Índices de Precios Mayoristas Febrero 2020 . <u>Banco de Japón</u> : Reunión de Política Monetaria.			
23	24	25	26	27	28	29
<u>INDEC</u> : Informe de Avance Nivel de Actividad IV Trim. 2019. Intercambio Comercial Argentino (ICA) Febrero 2020 .		<u>IBGE (Brasil)</u> : Índice Nacional de Precios al Consumidor Amplio 15. Marzo 2020.	<u>INDEC</u> : Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. IV Trimestre 2019. Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos. IV Trimestre 2019. <u>Banco de Inglaterra</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria.	<u>INDEC</u> : Encuesta de centros de compras. Encuesta de supermercados y autoservicios mayoristas. Enero 2020 <u>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.)</u> : Empleo y desempleo por estados. Febrero de 2020.		
30	31					
<u>INDEC</u> : Estimador mensual de actividad económica (EMAE). Enero 2020	<u>INDEC</u> : Índice de salarios. Enero 2020. Incidencia de Pobreza y de la indigencia (EPH). 2° sem. de 2019					
2020		abril				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
30	31	01	02	03	04	05
		<u>IBGE (Brasil)</u> : Encuesta Industrial Mensual: Producción Física. Febrero 2020.		<u>BCRA</u> : Relevamiento de Expectativas de Mercado. <u>Bureau of Labor Services (EE.UU.)</u> : Situación del empleo. Marzo 2020.		
06	07	08	09	10	11	12
<u>INDEC</u> : Evolución de la distribución del ingreso (EPH). 4° trimestre de 2019	<u>INDEC</u> : índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Febrero 2020. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Febrero 2020.	<u>BCRA</u> : Informe Monetario Mensual.	<u>Bureau of Labor Services (EE.UU.)</u> : IPP. Marzo 2020. <u>IBGE (Brasil)</u> : Índice Nacional de Precios al Consumidor Amplio. Marzo 2020.	<u>Bureau of Labor Services (EE.UU.)</u> : IPC. Marzo 2020.		

INDICADORES

Indicador	Nov-18	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20
<b>Precios</b>														
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	3,2%	3,8%	4,7%	3,4%	3,1%	2,7%	2,2%	4,0%	5,9%	3,3%	4,3%	3,7%	2,3%	s/d
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	3,3%	3,9%	4,6%	3,8%	3,2%	2,7%	2,2%	4,6%	6,4%	3,8%	4,0%	3,7%	2,4%	s/d
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	3,4%	5,7%	6,0%	2,5%	2,4%	2,6%	2,5%	4,5%	5,7%	2,5%	5,3%	3,1%	4,7%	s/d
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	2,9%	3,8%	4,8%	3,2%	3,0%	2,6%	2,1%	3,9%	5,8%	3,2%	4,1%	3,8%	1,9%	s/d
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	3,2%	3,7%	4,3%	3,7%	3,3%	2,6%	2,1%	4,7%	6,3%	3,8%	3,7%	3,9%	2,1%	s/d
IPCBA (CABA) Var. % m/m	2,8%	3,4%	4,0%	3,7%	3,1%	2,8%	2,2%	3,4%	5,0%	2,8%	4,0%	3,5%	2,4%	s/d
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	48,5%	51,3%	54,7%	55,8%	57,3%	55,8%	54,4%	54,5%	53,5%	50,5%	52,1%	53,8%	52,9%	s/d
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	46,2%	52,5%	55,5%	58,0%	58,8%	56,7%	54,4%	57,1%	55,3%	54,2%	52,1%	56,7%	54,2%	s/d
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	49,6%	58,3%	64,0%	66,2%	64,9%	60,8%	58,1%	58,8%	56,9%	51,8%	54,6%	56,8%	58,8%	s/d
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	48,0%	50,7%	54,1%	55,1%	56,8%	54,8%	53,9%	53,6%	52,4%	49,7%	51,4%	52,9%	51,5%	s/d
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	45,6%	51,3%	53,9%	56,4%	57,4%	55,0%	53,9%	56,1%	53,9%	53,3%	51,4%	55,4%	54,2%	s/d
IPCBA (CABA) Var. % a/a	46,8%	49,7%	52,5%	53,4%	54,7%	53,3%	52,6%	52,2%	50,8%	47,2%	49,0%	50,6%	48,6%	s/d
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>														
Mediana	30,0	30,0	40,0	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Media	38,3	36,9	40,8	40,6	36,6	34,5	31,9	34,7	33,1	31,2	32,7	31,6	31,8	35,8
<b>Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)</b>														
Ingresos Totales	35,4%	48,3%	33,3%	43,8%	53,0%	69,4%	61,6%	55,4%	50,4%	44,3%	57,8%	60,06%	40,30%	s/d
Gastos Totales	40,2%	51,2%	33,1%	45,3%	51,6%	42,6%	53,8%	52,1%	45,0%	29,3%	44,3%	40,97%	42,25%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	30,9%	42,5%	38,7%	46,3%	53,8%	72,7%	59,9%	62,0%	51,9%	47,6%	58,0%	63,30%	36,33%	s/d
Gastos Primarios	32,2%	29,3%	30,2%	36,2%	35,5%	37,1%	50,5%	42,6%	37,9%	31,9%	40,3%	34,55%	50,57%	s/d
<b>Recursos tributarios (Var. % a/a)</b>														
Recaudación total	33,7%	40,4%	37,3%	51,2%	47,8%	52,1%	53,4%	56,3%	42,5%	42,8%	58,2%	53,9%	44,9%	42,6%
Dirección General Impositiva	41,2%	43,2%	42,2%	55,0%	49,0%	43,4%	52,0%	49,2%	40,2%	39,9%	43,5%	26,2%	35,4%	30,3%
Dirección General de Aduanas	6,4%	8,9%	9,9%	16,5%	46,9%	31,1%	28,1%	40,9%	100,5%	65,2%	67,4%	81,4%	87,1%	64,6%
Sistema de Seguridad Social	23,1%	30,4%	27,3%	33,7%	32,2%	32,0%	39,9%	39,5%	29,2%	27,3%	42,1%	46,7%	38,4%	42,8%

Indicador	Nov-18	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>														
Indice	32,1	36,0	34,8	34,4	36,5	40,6	44,2	41,9	42,1	43,8	41,4	42,4	43,0	42,7
Var. % m/m	-1,7%	8,9%	-3,5%	-1,1%	6,0%	11,2%	8,9%	-5,2%	0,6%	4,0%	-5,5%	2,4%	1,60%	-0,70%
Var. % a/a	-37,2%	-17,8%	-20,6%	-14,2%	1,1%	12,8%	21,9%	15,5%	24,9%	34,1%	28,8%	17,7%	30,0%	18,6%
<b>Indicadores de Actividad</b>														
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-7,4%	-4,7%	-7,0%	-1,7%	2,0%	-0,4%	0,4%	-3,6%	-2,0%	-0,8%	-2,0%	-0,3%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-2,0%	0,2%	-1,5%	0,4%	-0,1%	-0,2%	2,1%	-0,7%	-1,7%	1,7%	-1,6%	0,2%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-57,9%	-58,8%	-57,6%	-60,9%	-63,1%	-34,1%	-15,8%	-27,2%	-37,0%	-26,9%	-30,8%	-35,7%	-14,4%	-10,6%
Var m/m, con estacionalidad	-11,1%	1,2%	10,9%	-15,5%	-1,8%	30,6%	7,5%	-3,1%	-10,2%	1,2%	-15,8%	36,0%	-17,4%	5,7%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-8,0%	-6,2%	-12,3%	-8,7%	-5,3%	-6,1%	-1,9%	-0,9%	-2,2%	-1,8%	-1,7%	3,4%	4,8%	s/d
Var m/m, desest.	-1,4%	0,1%	-0,1%	0,3%	2,0%	-1,8%	1,2%	0,9%	-0,9%	-0,1%	0,1%	0,4%	1,2%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-13,8%	-8,4%	-14,1%	-8,9%	-6,9%	-7,2%	-1,9%	-6,4%	-5,1%	-2,3%	-4,5%	1,2%	-0,1%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-15,9%	-5,3%	-12,3%	-7,5%	-3,5%	-11,8%	-1,7%	-5,9%	-8,5%	-9,5%	-5,2%	-6,4%	-13,5%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-30,4%	-13,2%	-16,3%	-17,1%	-12,1%	-13,9%	-7,5%	-7,5%	-6,7%	8,8%	12,7%	9,3%	-3,9%	s/d
Var. % m/m, desest.	-7,3%	5,3%	9,7%	3,7%	-1,4%	-0,5%	2,8%	-4,0%	-1,5%	5,1%	-1,6%	-15,6%	-3,7%	s/d
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-17,9%	1,5%	-12,0%	-5,1%	4,7%	-11,3%	5,4%	-5,9%	-6,7%	-8,5%	-9,8%	-9,1%	-14,3%	-25,2%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>														
Exportaciones en USD	5.349	4.464	5.136	5.305	6.017	5.235	5.856	5.568	5.746	5.889	5.893	5.374	4.549	s/d
Var. % a/a	14,6%	3,7%	-5,0%	1,9%	16,5%	1,9%	8,3%	7,5%	14,1%	9,1%	10,1%	0,7%	-0,8%	s/d
Importaciones en USD	4.365	4.004	3.953	4.174	4.644	4.174	4.905	4.400	4.002	4.121	3.409	3.133	3.534	s/d
Var. % a/a	-29,2%	-22,9%	-33,7%	-31,6%	-28,0%	-23,5%	-20,6%	-30,3%	-14,9%	-18,8%	-21,9%	-20,0%	-16,1%	s/d
Saldo Comercial en USD	984	460	1.183	1.131	1.373	1.061	951	1.168	1.744	1.768	2.484	2.241	1.015	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	200,6	204,6	203,0	202,5	199,9	213,3	203,1	199,7	204,2	212,7	209,7	214,5	217,9	209,0
Var. % a/a	-0,2%	-3,9%	-6,5%	-9,4%	-12,2%	-1,1%	-2,0%	-3,7%	2,0%	4,4%	4,5%	6,0%	6,5%	2,2%

Indicador	Nov-18	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20
<b>Indicadores Monetarios</b>														
<b>Saldos promedio mensuales</b>														
<b>Base Monetaria (\$ M.M.)</b>	<b>1.256,3</b>	<b>1.343,2</b>	<b>1.314,4</b>	<b>1.324,8</b>	<b>1.342,6</b>	<b>1.341,9</b>	<b>1.382,2</b>	<b>1.323,9</b>	<b>1.349,0</b>	<b>1.385,5</b>	<b>1.580,7</b>	<b>1.715,6</b>	<b>1.689,9</b>	<b>1.870,6</b>
Circulante	737,0	805,7	807,1	816,9	823,5	850,4	904,3	907,3	920,0	933,83	938,2	1.053,0	1.135,6	1.142,3
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	1.224,0	1.356,4	1.449,8	1.672,0	1.528,1	1.540,1	1.700,8	1.793,0	1.723,7	1.714,7	1.537,6	1.709,4	2.067,5	2.154,8
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	769,2	884,8	951,9	992,9	1.020,6	1.101,3	1.207,3	1.246,1	1.099,2	1.023,8	803,2	736,9	1024,7	1398,8
(b) Pasivos netos por pases	6,2	3,2	3,4	1,2	5,2	4,4	3,3	43,5	124,2	190,0	232,3	436,0	459,3	14,58
(c) Depósitos del Gobierno	448,6	468,4	494,5	677,9	502,3	434,4	490,2	503,5	500,3	500,9	502,1	536,5	583,6	741,4
<b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</b>	<b>52,6</b>	<b>67,0</b>	<b>68,0</b>	<b>72,7</b>	<b>67,7</b>	<b>64,2</b>	<b>66,4</b>	<b>62,2</b>	<b>50,2</b>	<b>46,6</b>	<b>43,5</b>	<b>44,2</b>	<b>45,2</b>	<b>44,7</b>
<b>Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)</b>	<b>12,4</b>	<b>14,3</b>	<b>14,6</b>	<b>15,5</b>	<b>16,9</b>	<b>16,4</b>	<b>14,7</b>	<b>15,8</b>	<b>13,2</b>	<b>13,1</b>	<b>13,9</b>	<b>14,1</b>	<b>14,3</b>	<b>14,1</b>
<b>(Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA)</b>	<b>61,7</b>	<b>51,2</b>	<b>51,8</b>	<b>52,4</b>	<b>56,5</b>	<b>60,3</b>	<b>59,6</b>	<b>67,2</b>	<b>83,0</b>	<b>92,6</b>	<b>105,3</b>	<b>113,6</b>	<b>121,6</b>	<b>131,5</b>
<b>Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)</b>	<b>36,5</b>	<b>38,4</b>	<b>41,4</b>	<b>43,2</b>	<b>44,9</b>	<b>43,7</b>	<b>42,5</b>	<b>52,7</b>	<b>56,5</b>	<b>58,5</b>	<b>59,7</b>	<b>59,9</b>	<b>60,01</b>	<b>61,34</b>
<b>Depósitos bancarios</b>														
<b>Saldos promedio mensuales</b>														
<b>Total depósitos (\$ M.M.)</b>	<b>3.734,1</b>	<b>4.022,6</b>	<b>4.154,1</b>	<b>4.228,4</b>	<b>4.390,0</b>	<b>4.398,2</b>	<b>4.400,6</b>	<b>4.761,7</b>	<b>4.427,2</b>	<b>4.352,9</b>	<b>4.262,8</b>	<b>4.462,9</b>	<b>4.797,0</b>	<b>5.004,6</b>
Sector privado	2.805,9	3.211,4	3.353,6	3.444,5	3.573,6	3.630,8	3.697,3	3.976,9	3.675,5	3.601,1	3.533,0	3.732,1	3.984,1	4.181,0
Sector público	928,2	811,2	800,5	783,9	816,4	767,4	703,3	784,8	751,7	751,8	729,8	730,8	812,9	823,6
<b>En moneda local (\$ M.M.)</b>	<b>2.610,3</b>	<b>2.755,5</b>	<b>2.747,0</b>	<b>2.730,8</b>	<b>2.820,3</b>	<b>2.878,6</b>	<b>2.940,9</b>	<b>3.020,8</b>	<b>3.001,8</b>	<b>3.005,6</b>	<b>3.012,5</b>	<b>3.218,8</b>	<b>3.501,7</b>	<b>3.707,3</b>
Sector privado	1.805,2	2.074,1	2.124,0	2.153,6	2.203,0	2.286,6	2.353,9	2.377,0	2.394,9	2.395,2	2.418,5	2.632,6	2.841,8	3.038,8
Sector público	805,1	681,4	623,0	577,3	617,3	592,0	587,0	643,8	606,9	610,4	594,0	586,3	659,9	668,4
<b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>1.123,8</b>	<b>1.267,1</b>	<b>1.407,1</b>	<b>1.497,6</b>	<b>1.569,6</b>	<b>1.519,6</b>	<b>1.459,7</b>	<b>1.740,8</b>	<b>1.425,3</b>	<b>1.347,3</b>	<b>1.250,3</b>	<b>1.244,0</b>	<b>1.295,2</b>	<b>1.297,3</b>
Sector privado	1.000,6	1.137,3	1.229,2	1.291,0	1.369,8	1.344,2	1.343,5	1.599,3	1.280,5	1.205,9	1.114,5	1.099,5	1.142,3	1.142,2
Sector público	123,2	129,8	178,0	206,7	199,8	175,4	116,2	141,5	144,8	141,4	135,8	144,5	153,0	155,1
<b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</b>	<b>30,9</b>	<b>33,0</b>	<b>34,2</b>	<b>34,7</b>	<b>35,0</b>	<b>34,7</b>	<b>34,4</b>	<b>33,4</b>	<b>25,1</b>	<b>23,0</b>	<b>20,9</b>	<b>20,8</b>	<b>21,6</b>	<b>21,2</b>
Sector privado	27,5	29,7	29,9	29,9	30,5	30,7	31,6	30,6	22,6	20,6	18,66	18,36	19,04	18,62
Sector público	3,4	3,4	4,3	4,8	4,5	4,0	2,7	2,7	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,5
<b>Tasas de interés</b>														
<b>Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual</b>	<b>64,1</b>	<b>47,6</b>	<b>61,2</b>	<b>68,5</b>	<b>71,8</b>	<b>66,8</b>	<b>59,6</b>	<b>71,3</b>	<b>83,5</b>	<b>70,1</b>	<b>63,5</b>	<b>61,4</b>	<b>51,8</b>	<b>45,4</b>
<b>Tasas activas (% anual)</b>														
Call en pesos entre bancos privados	58,5	43,7	51,9	64,5	68,0	70,3	58,2	65,7	69,9	58,8	54,9	47,5	38,6	33,6
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	73,0	52,0	60,6	68,9	73,3	66,9	62,6	77,2	85,5	70,9	64,0	58,6	50,6	43,1
Préstamos personales	64,5	62,1	60,6	63,4	67,0	53,0	65,7	69,4	76,3	75,5	74,2	71,6	69,0	64,0
<b>Tasas pasivas (% anual)</b>														
BADLAR	50,3	38,0	40,4	48,5	52,5	51,7	49,0	54,9	59,1	54,8	45,7	41,8	35,3	32,7
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	43,0	35,3	36,3	42,4	48,6	46,8	45,0	50,2	55,0	52,4	43,9	39,9	34,3	31,3
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	50,8	38,0	40,5	48,2	52,1	51,1	48,4	54,7	59,3	55,0	45,8	42,0	35,5	32,8