


# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

47° | Abril 2020

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 www.facebook.com/itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

## CLAVES DE LECTURA

Con los primeros datos de marzo ya podemos empezar avizorar qué dinámica tendrá para los próximos meses la economía argentina. De acuerdo con nuestro Indicador de Actividad (IMA), ésta se redujo -5,7% respecto a febrero, lo que representa la mayor contracción mensual de la serie desde 1998.

**A partir de lo anterior, revisamos nuestras proyecciones y estimamos que para el año 2020 la caída del PBI se ubicará en torno al -6,8% y se reactivará en el 2021 un 3,7% y en el 2022 a 3,2%. Con lo cual, desde nuestra perspectiva difícilmente haya recuperación en "V" y recién habrá que esperar el 2022 para que sea completa.**

El impacto también se sintió en el frente fiscal, con una importante caída en la recaudación sumado a un aumento significativo del gasto público destinado a contener los efectos de la pandemia en los ingresos de la población. Así, el gasto primario terminó creciendo un 58% en el primer trimestre mientras los ingresos lo hicieron al 36%, con una brecha en los primeros tres meses de 2020 de 22 puntos porcentuales, que llegó a casi 40 p.p. si miramos solo marzo.

**Frente a un escenario de virtual equilibrio fiscal para 2020 como se esperaba a comienzos del año, estimamos que los efectos directos e indirectos del Covid-19 llevarán a un déficit primario de 3,6% del PIB.**

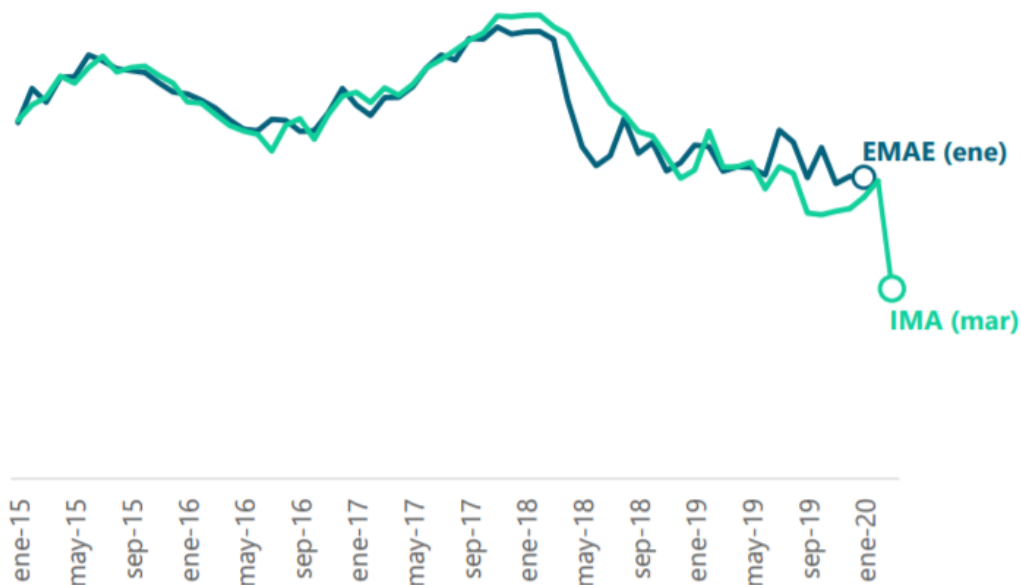
En un escenario de ausencia de crédito para el sector público como el actual, en el cuál el resultado de la negociación de la deuda es todavía incierto, el desafío del gobierno no es menor. **Por el momento, la política de asistencia al sector privado está descansando casi exclusivamente en la emisión de pesos por parte del BCRA, lo cual hace que la autoridad monetaria no pueda utilizar el financiamiento al fisco como variable de control.** De este modo, la gestión de la política monetaria queda circunscripta a la liquidez excedente dentro del propio sistema financiero: que el dólar paralelo se mueva empujado por liquidez que no esté correctamente asignada puede volverse tarde o temprano un problema para la economía real.

## Nos siguen pegando abajo

Con los primeros datos de marzo ya podemos empezar avizorar qué dinámica tendrá para los próximos meses la economía argentina. De acuerdo con nuestro Indicador de Actividad (IMA), ésta se contrajo -6,4% anual, marcando el inicio de un nuevo episodio recesivo. Con este registro, el primer trimestre de 2020 finalizó con una caída anual de -3,5%. **De este modo, se advierte un gran riesgo ya que la economía argentina venía de dos años consecutivos de muy flojo desempeño y a eso ahora se le suma el cimbronazo del COVID-19.**

Al analizar por rubros, se destaca la caída de los despachos de cemento (-46,5%), las ventas minoristas (-16,0%), las cantidades importadas (-14,4%) y la demanda de energía eléctrica no residencial (-8,9%).

Índice Mensual de Actividad (IMA) y EMAE



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía e INDEC.

**Al observar el indicador desestacionalizado, se advierte que la economía cayó -5,7% respecto a febrero, lo que representa la mayor contracción mensual de la serie desde 1998.** Luego de la tenue recuperación que la economía venía registrando en los últimos meses, la pandemia del COVID-19 marca un abrupto cambio en la tendencia.

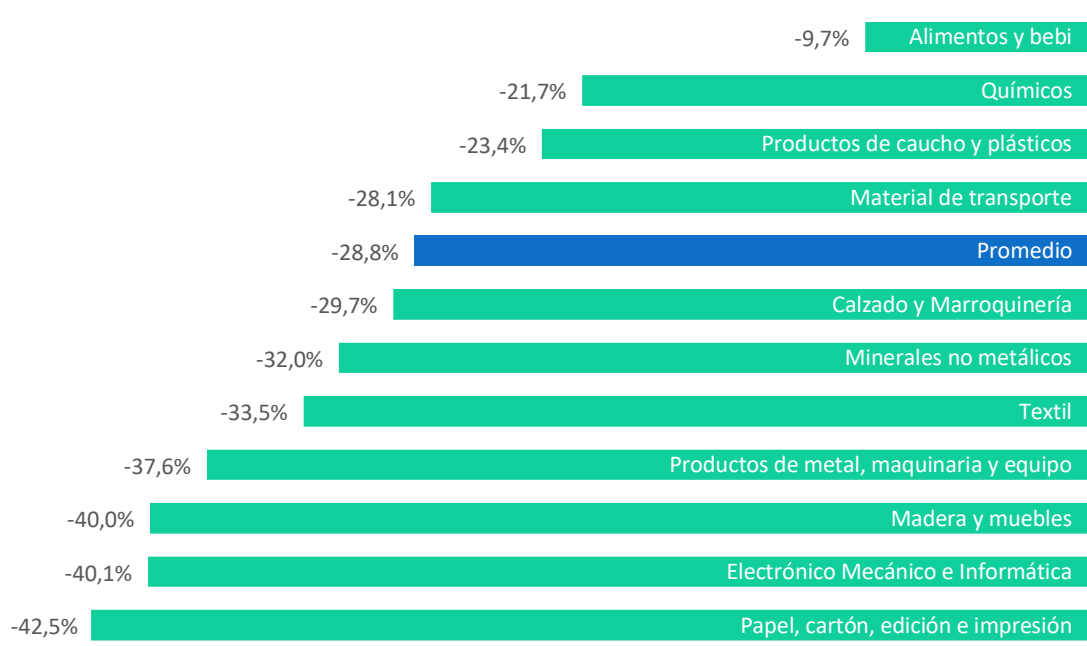
Por otra parte, el Índice Construya que releva la venta de materiales para la construcción exhibió en marzo una caída de -39,5% anual. Debemos tener

en cuenta que el sector de la construcción probablemente sea el más afectado por el aislamiento social y obligatorio que dictó el gobierno nacional, junto al comercio minorista (salvo la venta de alimentos y bebidas), las Pymes y la intermediación financiera.

Precisamente, la producción de las Pymes industriales cayó -28,8% anual en marzo según CAME. En términos desestacionalizados, la caída se ubicó en torno al -21,3% mensual. Todos los rubros relevados cayeron, aunque con menor intensidad en las empresas con más de 50 empleados, donde la baja anual fue de -24,7%. **En general las industrias ya venían trabajando con problemas durante los primeros 19 días del mes, y sobre los últimos 12 directamente muchas empresas quedaron cerradas, finalizando el mes con caídas muy abruptas.**

### Producción industrial pyme de marzo por rubros

Variación anual en %



Fuente: CAME.

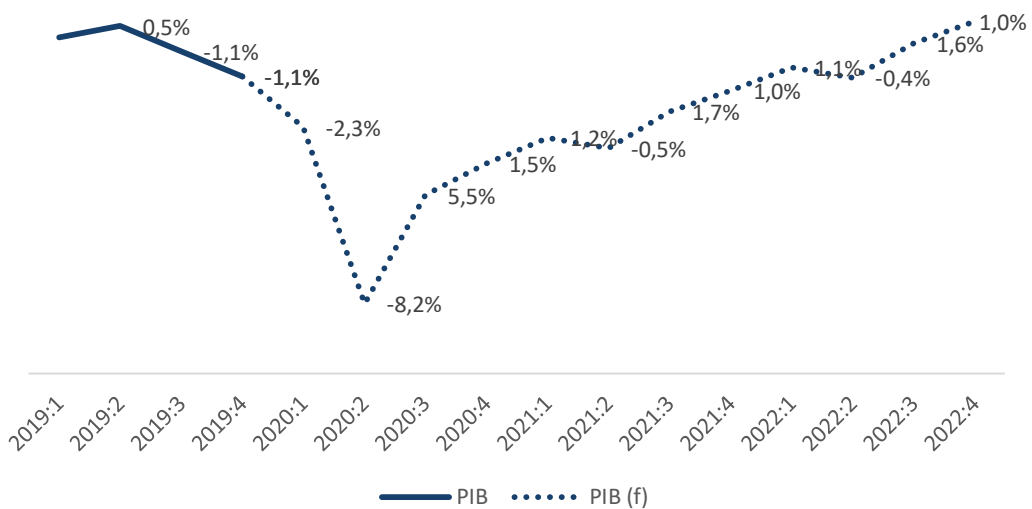
Por otro lado, el indicador industrial que publica FIEL para el mes de marzo presentó un descenso de -6,4% anual y -0,9% mensual desestacionalizado. Con lo cual, parece indicar que la gran empresa manufacturera no sufrió en la primera semana de aislamiento social obligatorio. Esto se debe a un impulso considerable de la producción de Alimentos y Bebidas (3,4%) que

se vio contrarrestado por una fuerte caída en Minerales No Metálicos (-37,4%), Siderurgia (-20,4%) y Metalmecánica (-7,6%). Desde ya, la Automotriz (-34,5%) continúa con los mismos niveles de caída desde 2019.

**A partir de lo anterior, revisamos nuestras proyecciones y estimamos que para el año 2020 la caída del PBI se ubicará en torno al -6,8% y se reactivará en el 2021 un 3,7% y en el 2022 a 3,2%. Con lo cual, a pesar de que ciertos pronosticadores estiman que la crisis tendrá forma de V, desde nuestra perspectiva la recuperación puede llegar a ser más tímida y recién habrá que esperar el 2022 para que sea completa.**

### Proyección del PIB en términos desestacionalizado

Base 100=Q1 2019



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

## La heterodoxia fiscal ante la emergencia

Durante las últimas semanas se fueron sucediendo un conjunto de medidas fiscales para combatir el "lado B" de la pandemia del Covid-19. Muy atrás quedaron las medidas que el gobierno anunció a comienzos de año sobre el esquema de actualización diferenciado de jubilaciones, en un momento en el que el paradigma era la búsqueda de un mejor multiplicador fiscal que estimule la economía, sujeto a un espacio fiscal sumamente reducido.

**Allá lejos y hace tiempo el gobierno había diagramado un paquete para que el frente fiscal comience a dinamizar la economía “desde abajo”**, buscando financiamiento entre incrementos de impuestos a altos ingresos (impuesto PAÍS) y reasignación de partidas (actualización de jubilaciones y vademécum de medicamentos).

Poco menos de cuatro meses pasaron y el escenario es radicalmente diferente. La pandemia del COVID-19 obligó al gobierno a un rápido cambio de prioridades que terminó por quemar los papeles sobre la estrategia fiscal de comienzos de año.

**La búsqueda de un virtual equilibrio de las cuentas públicas para este primer año de gestión cedió en pocas semanas** para dar paso, por un lado, a un paquete dinámico de medidas de estímulo fiscal desde el gasto y los recursos tributarios, pero también a la esperable caída de la recaudación producto de las medidas de aislamiento social.

En suma, tanto las medidas de estímulo como el efecto de la caída de actividad sobre la recaudación implican un incremento del déficit fiscal para 2020, algo que ya comenzó a observarse en los datos de marzo. **Así, el gasto primario terminó creciendo un 58% en el primer trimestre mientras los ingresos lo hicieron al 36%, con una brecha en los primeros tres meses de 2020 de 22 puntos porcentuales, que llegó a casi 40 p.p. si miramos solo marzo.**

#### Principales medidas con impacto fiscal a partir de abril

Medida	En miles de millones de \$
Obra Pública	100
Ingreso Familiar de Emergencia	74
Ampliación REPRO y financiamiento de 50% de salarios	120
Bono para empleados públicos actividades esenciales	13
PROCREAR, Ahora 12 y otros	40
Cobertura de contribuciones patronales	14,3
<b>Total</b>	<b>361,3</b>
<b>En % del PIB</b>	<b>1,2%</b>

*Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.*

Todo parece indicar que esta brecha se mantendrá elevada al menos por los próximos meses. **Si consideramos solo las medidas con mayor impacto fiscal que se han anunciado durante abril, se espera un incremento del déficit fiscal superior a \$361.000 millones (1,2% del PIB).** A este incremento hay que sumar la pérdida de recaudación que traerá la recesión que estimamos en torno al 2% del PIB. De esta manera, **frente a un escenario de virtual equilibrio fiscal para 2020 como se esperaba a comienzos del año, los efectos directos e indirectos del COVID-19 llevarán a un déficit primario de 3,6% del PIB.**

### Impacto Covid-19: Proyección de resultado fiscal 2020

Concepto	En miles de millones de \$		Variación real anual en %	
	2019	2020	2019	2020
Ingresos corrientes	3.792	5.132	-5%	-8%
Gastos corrientes	4.522	6.832	-6%	4%
Ingresos de capital	121	28	547%	-84%
Gastos de capital	255	423	-21%	23%
Resultado Primario	-148	-1.052		
Resultado Financiero	-864	-2.095		
Gasto Primario	4.061	6.212	-10%	6%
Gasto Total	4.777	7.255	-7%	5%
Ingresos Totales	3.913	5.160	-2%	-10%
<b>Resultado Primario (en % del PIB)</b>			<b>-0,7%</b>	<b>-3,6%</b>
<b>Resultado Financiero (en % del PIB)</b>			<b>-4,0%</b>	<b>-7,2%</b>

*Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.*

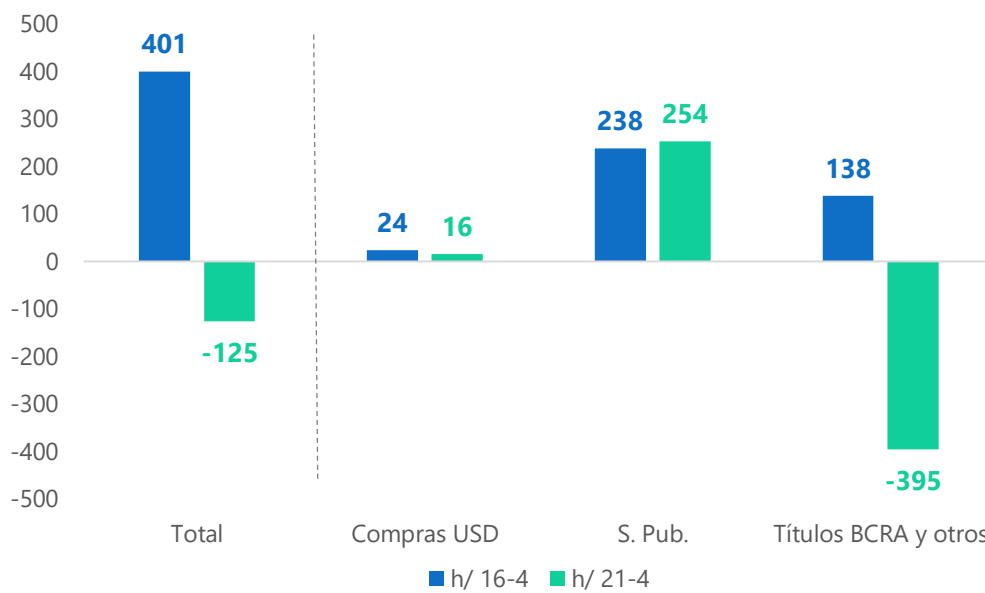
## La política monetaria en modo COVID-19

La expansión de la pandemia cambió drásticamente las prioridades de la política monetaria. En las últimas semanas, el BCRA se embarcó en una política que tiene como principal objetivo garantizar un piso de asistencia financiera tanto al Tesoro como al sector privado, en el contexto de un shock de oferta que puede forzar, al mismo tiempo, una crisis de demanda aún más dura.

Desde el 19 de marzo hasta el 16 de abril, la Base Monetaria (BM) aumentó un 19,8%, lo que se explica tanto por el financiamiento al fisco como por la expansión inducida por la Comunicación "A" 6937 del BCRA, que obligó a los bancos a liquidar LELIQ y que estos utilicen la liquidez para otorgar créditos a las PyMEs, las empresas más vulnerables en este contexto de crisis.

### Calibrando la política monetaria

*En miles de millones de pesos*



*Fuente: BCRA.*

La política del BCRA puede diferenciarse en lo que hace al crédito nuevo y al viejo, es decir, el stock existente hasta el momento. En el caso del crédito nuevo, la lógica del BCRA está basada mayormente en un esquema de incentivos, ya que complementa los nuevos límites para la tenencia de LELIQ con reducciones de encajes, condicionales al otorgamiento de nuevos créditos PyMEs a una tasa de interés del 24%.

Dado que en un escenario como el actual este nuevo crédito es más riesgoso de lo normal, el gobierno dispuso una capitalización de \$30.000 millones del fondo de garantía FOGAR, de modo tal que sea posible respaldar una parte de dicho financiamiento. Por el momento, lo que se observa es un crecimiento del crédito acumulado de 6,2% desde el 19 de abril, por encima de lo observado en años anteriores, impulsado principalmente por los adelantos a empresas.

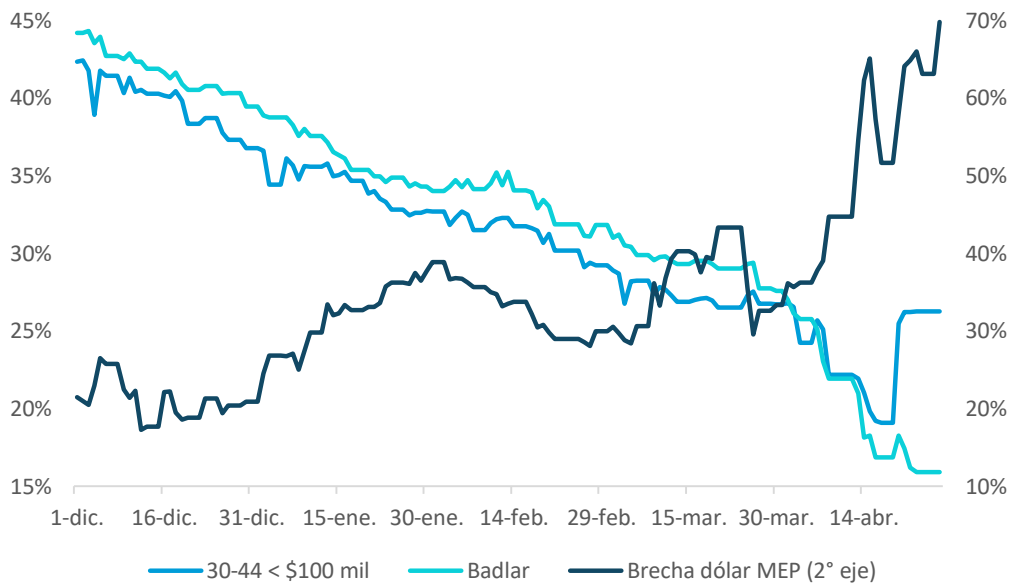


En el caso del crédito viejo, el gobierno está aplicando un esquema compulsivo, ya que a través de distintas comunicaciones –“A” 6949 para la refinanciación de las cuotas, con tratamientos específicos para tarjetas en la 6964 y para el crédito hipotecario en el Decreto 319/2020- la autoridad monetaria está intentando que la financiación al sector privado se sostenga como mínimo en los niveles previos a la crisis del COVID-19.

Sin embargo, a la luz de las necesidades de la economía real y los efectos que está teniendo la expansión de la BM en el dólar paralelo (esquema de tratamiento diferenciado que se muestra sumamente cuidadoso para con la gestión del racionamiento de crédito de las PyMEs), parece comenzar a mostrar ciertos matices.

### La reducción de tasas presionó sobre el dólar paralelo

En %



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y sociedades de bolsa.

Desde el comienzo de la cuarentena, el dólar MEP subió un 27,5%, ubicándose en \$/USD 112,9 al 27/4, lo que significa una brecha del 66,5% respecto del dólar oficial. Esto hizo que el BCRA tomara varias medidas orientadas a contener el traslado de la liquidez a este mercado, tales como la flexibilización de la Comunicación “A” 6937 para el caso de los pases -lo cual se puede observar en la fuerte contracción de la liquidez de los últimos

días-, la prohibición para los bancos de operar cauciones y la baja del encaje para los depósitos a la vista que formen parte de los FCI.

Además, la autoridad monetaria aumentó de manera selectiva algunas tasas de interés, como la de pasés -incremento de 380 p.b. al 24/4- o los plazo fijo minorista -no pueden ubicarse por debajo del 70% de la tasa de LELIQ-. Una pregunta relevante en este contexto es si estas medidas necesariamente son compatibles con un aumento voluntario de las financiaciones de privados a tasa de interés bajas.

La nueva línea de crédito a tasa de interés cero a través de tarjetas que los bancos deben extender a cuentapropistas de modo obligatorio -dada a conocer con el Decreto 332/2020, reglamentada a partir de la Comunicación "A" 6993 y que cuenta con el apoyo del FONDEP para el pago de los intereses- muestra los límites del esquema voluntario que domina actualmente las nuevas financiaciones otorgadas por el sistema financiero a tasa subsidiada.

En un contexto de controles de cambio como el actual es de esperar que la crisis genere un nuevo superávit en el mercado de cambios, por medio del efecto contractivo que tendrá sobre las importaciones. De este modo, el principal riesgo en lo que hace a la dinámica inflacionaria es la trayectoria del dólar paralelo, no por sus efectos directos sobre los precios sino por su rol de predictor del tipo de cambio oficial.

En un escenario de ausencia de crédito para el sector público como el actual, en el cuál el resultado de la negociación de la deuda es todavía incierto, el desafío del gobierno no es menor. Por el momento, **la política de asistencia al sector privado está descansando casi exclusivamente en la emisión de pesos por parte del BCRA, lo cual hace que la autoridad monetaria no pueda utilizar el financiamiento al fisco como variable de control.** De este modo, la gestión de la política monetaria queda circunscripta a la liquidez excedente dentro del propio sistema financiero: **que el dólar paralelo se mueva empujado por liquidez que no esté correctamente asignada puede volverse tarde o temprano un problema para la economía real.**