



¿ECONOMÍA DE GUERRA?: EL CORONAVIRUS, EN NÚMEROS ARGENTINOS

En pleno desarrollo, resulta aún imposible determinar cuál será el impacto final de la pandemia de Coronavirus a escala global. Los gobiernos centrales y emergentes adoptan significativos paquetes de estímulo monetario y fiscal y, aunque con menos instrumentos, la Argentina no es la excepción. En este informe te contamos los efectos económicos de las medidas dispuestas el miércoles por el presidente Fernández, cómo cambiaron nuestras proyecciones y qué herramientas todavía existen a mano para absorber el impacto de la pandemia sobre la economía argentina.

- Nuestro escenario base contenía proyecciones que indicaban una caída del PBI 2020 entre 1 y 1,5%, asumiendo una expansión fiscal del orden de un punto del producto. Esto es, antes del efecto Coronavirus, considerábamos que el Gobierno gastaba todos los ingresos adicionales derivados de la Ley de Solidaridad, manteniendo el déficit primario en los niveles de 2019 (en torno al 0,4% del PBI).

- Ahora bien, el escenario cambió por la pandemia. Con rapidez, el gobierno dispuso esta semana un paquete de medidas contracíclicas que, en principio, aún no resultará suficiente para mantener inalteradas las proyecciones de nuestro escenario base de moderada recesión.

- El punto de partida de la comparación es la revisión que ya comienza a hacerse en los Estados Unidos respecto de los efectos del shock sobre el PBI y la mitigación que supone la inyección fiscal.

- Allí las primeras estimaciones indican que el impacto supondrá una reducción de 0,8 p.p en el crecimiento esperado en 2020, pasando de 1,2% a 0,4%. La proyección asume los plenos efectos del paquete fiscal, que expandiría el producto en 1,5%. De no existir estos impactos, la economía estadounidense caería 1,1% (2,3 p.p. menos).

- Este análisis es relevante para la Argentina, ya que hay dudas acerca de la capacidad del Tesoro para financiar una política contracíclica. Suponiendo que la actividad económica local prácticamente se paraliza alrededor de un trimestre, el PBI caería 1,8 puntos.

- Ergo, si los efectos fiscales en la Argentina fueran similares a los de Estados Unidos, de no mediar un aumento del gasto público, el producto bruto caería entre 3.3 y 3.8% en 2020, dos puntos porcentuales más que en nuestro escenario base. Con todo, el impacto local podría ser inferior dada la menor proporción de los servicios sobre la producción agregada. El sector servicios es a priori el más afectado a nivel global por la virtual parálisis de la oferta.

- Brasil, en tanto, propone estímulos cercanos a los 2 puntos del producto, validando el impacto que consideramos sobre la economía argentina.

¿SON SUFICIENTES LAS MEDIDAS PARA EQUILIBRAR LOS EFECTOS SOBRE LA ACTIVIDAD?

La respuesta es no. Las medidas son correctas, llegan a tiempo y atacan los frentes más acuciantes. Tratan, en suma, de absorber parte de la pérdida que de otro modo recaería sobre las empresas y familias. Se está actuando con velocidad y en la dirección correcta, administrando recursos muy escasos en un contexto donde no es posible emitir deuda y el fisco no cuenta con holgura suficiente. Un escenario muy diferente a 2008-09, donde en la Gran Recesión el gobierno disponía de mayor espacio fiscal y contaba con los fondos de las AFJPs recientemente estatizados.

El paquete de medidas supone la inyección de recursos por casi \$500 MM (1,8% del PBI)¹ a aplicarse a distintos usos, con un impacto efectivo sobre el PBI de 0,8%. Veamos cómo se derrama sobre las diferentes actividades el estímulo del gobierno.

En algunos casos, el impacto es directo, porque se concentra sobre la demanda efectiva e inmediata de bienes y servicios, como el aumento de las jubilaciones mínimas, la AUH, la rebaja de aportes patronales y los fondos adicionales para obra pública. En este último sector, incluso, el *efecto multiplicador* sobre el PBI es superior, estimando que cada peso invertido en obras de infraestructura aporta \$1,6 al PBI.

Del otro lado, los créditos subsidiados, por \$ 350MM, no aumentan los recursos de la economía, sino que generan un *efecto riqueza* en las empresas que financiaban capital de trabajo a una tasa superior a la del subsidio, de 26%. Es sólo esa diferencia la que impacta sobre la actividad.

Respecto del Repro (Programa de recuperación productiva) no fue anunciado el monto a destinar para financiar el programa. El mismo cumple el objetivo de subsidiar de manera transitoria a las empresas que lo soliciten, de modo tal de reducir el costo para las firmas por empleado y evitar la pérdida de empleo.

¹ Si bien en algunos anuncios y en medios de prensa figuran \$700 M, el monto que se desprende del detalle es de \$500 MM. Posiblemente la divergencia se deba a que hay un cálculo oficial y no público del programa Repro.

IMPACTOS DEL PRIMER PAQUETE DE MEDIDAS ANTICORONAVIRUS

Tipo de Estímulo	Nivel		Impacto en % PIB
	en \$ M	en % PIB	
Contigente			
Repro	s.d.	s.d.	s.d.
Sobre la demanda efectiva			
Refuerzo AUH	12.400	0,04%	0,04%
Refuerzo Jubilaciones	13.200	0,05%	0,05%
Aportes Patronales	11.200	0,04%	0,04%
+Obra pública	100.000	0,36%	0,58%
Subsidio de tasa y crédito blando (por dos meses)			
Crédito a tecnología	2.800	0,01%	0,00%
Parques industriales	3.000	0,01%	0,00%
Banco Nación	25.000	0,09%	0,00%
Capital de trabajo	320.000	1,15%	0,05%
Total Estímulos	487.600	1,8%	0,8%

Fuente: **Analytica en base a anuncios**

¿CÓMO QUEDAN LAS PROYECCIONES DEL PBI?

A partir del nuevo impulso fiscal cambia nuestro escenario de PBI para 2020. Siguiendo con la comparación con los Estados Unidos, creemos que los efectos económicos del Coronavirus sobre la Argentina pueden llegar a tener un menor impacto (en términos porcentuales) por al menos dos motivos:

- Se están tomando medidas preventivas con antelación.
- El efecto Coronavirus tiene más relevancia sobre la oferta de servicios que sobre la oferta de bienes. En el último caso, las empresas pueden administrar stocks durante un tiempo y luego recuperar las ventas a la salida de la crisis. La mayoría de los servicios, en cambio, no pueden continuar su producción (turismo, recreación, gastronomía, etc.), y luego no recuperan las ventas no realizadas. En la Argentina, el peso de los servicios es inferior al de los Estados Unidos (60% vs 80% del PBI). Dada esta característica, y sin computar los impulsos fiscales, la caída proyectada del PBI sería de 1,8% en la Argentina y de 2,3% en Estados Unidos.

RECALCULANDO PBI EN 2020

	Proyección original	Con efecto Coronavirus	
		Sin política fiscal	Con política fiscal
EE. UU	1,2%	-1,1%	0,4%
Argentina	-1/-1,5%	-2,8/-3,3%	-2/-2,5%

Fuente: Goldman Sachs para el caso de EEUU y Analytica para la Argentina

Esto es, el paquete fiscal que empieza a implementar el gobierno ubicará la variación del PBI a mitad de camino entre el impacto pleno del efecto Coronavirus y recuperar las proyecciones de nuestro escenario base.

¿HAY MÁS FINANCIAMIENTO DISPONIBLE?

- Existe algún margen adicional para financiar nuevos estímulos. Los bancos están líquidos. Los depósitos son poco utilizados para fondar préstamos, y se mantienen inmovilizados en encajes y en colocaciones de Leliqs del BCRA. El excedente de liquidez del sistema, descontados préstamos y Leliqs, alcanza \$400 MM. Si el Tesoro, por caso, tomara \$100 MM a tasas de mercado obtendría 0,4% del PBI en fondeo fresco.
- Por su parte, si el gobierno decidiera utilizar la cuota del FMI en DEG (Derechos Especiales de Giro), como hizo en 2009, obtendría 0,6% del PBI adicionales.

Otra opción es el swap chino (por casi USD 20 MM), pero no resulta aconsejable en este contexto por su impacto sobre las reservas del BCRA en plena renegociación de la deuda.

El exceso de liquidez bancario y la cuota del FMI equivalen a un punto adicional del PBI y supondría, por caso, agregar 1,6% a la actividad económica si se utilizara para financiar obra pública. Y tan importante, **sin emitir pesos ni deuda por mercado.**

Estos instrumentos adicionales volverían a colocar las proyecciones del PBI en los niveles previos al shock del coronavirus, con caídas del orden de 1-1,5% para el año. **Hay opciones para suavizar los impactos, todavía.**

DIRECTORES

RICARDO DELGADO - RODRIGO ALVAREZ