

Analytico

Ricardo Delgado - Rodrigo Álvarez
Directores

LA SALIDA DE LA RECESIÓN: EL ABC DE LA POSPANDEMIA

En estas semanas arranca la fase de salida gradual del aislamiento, concentrada en la producción de bienes transables en todo el país excepto AMBA, y se acercan las definiciones en el canje de la deuda. Aún en el mejor de los escenarios, existen limitaciones para pensar en una veloz recuperación de la actividad económica; no hay espacio para una letra V en el horizonte. Pensamos más bien en un proceso muy suave, en etapas, a distintas velocidades. Encaramos una salida del tipo “ABC” en la pospandemia. En este informe semanal explicamos el por qué y qué perspectivas se abren para la segunda mitad del año y 2021.

- En nuestra visión, el ciclo económico de 2020 tiene por delante tres etapas bien diferenciadas. La primera, llamada “A”, es el valle de la recesión, transitado desde mediados de marzo y que continuará hasta mayo inclusive, en principio. Un desenlace desfavorable de las negociaciones de deuda puede profundizar y extender la crisis de la actividad.

- La segunda fase, que denominamos “B”, es la consecuencia directa del levantamiento completo de las restricciones a la movilidad, especialmente en la industria y el comercio. Debido a que muchos sectores prácticamente no están haciendo uso de su capacidad instalada, la forma que adquirirá la recuperación en, esta etapa será en “V”, reflejando un rebote importante de las actividades que vuelven a funcionar. Esta fase puede ubicarse entre fines de mayo y junio, dependiendo de las decisiones oficiales.

- La tercera etapa, nuestra “C”, es la más compleja e incierta de todas. Supone una transición lenta hasta alcanzar la actividad pre-Covid-19. Hay fuertes indicios que muestran un tránsito lento hacia allí, incluso una vez eliminada gran parte de las restricciones de movilidad.

- **Veamos por qué. En primer lugar, los indicadores adelantados de demanda (como la recaudación de IVA-DGI) caen más rápido que los indicadores de oferta (como la demanda de energía).** Esto supone que las empresas están acumulando stocks, proyectando así menos producción industrial en los próximos 12 meses. En otras palabras,

aun recuperando la demanda, antes que reactivar inmediatamente la producción se consumirán los stocks ya producidos.

- **Segundo, los indicadores de deuda de las familias son alarmantes.** De acuerdo a encuestas cruzadas con información del Banco Central, cerca del 80% de las familias tiene algún tipo de deuda (bancaria, con servicios públicos o con el Estado). Por lo tanto, es previsible esperar que el comportamiento de los consumidores pospandemia sea muy “frugal”, precavido, atento a los riesgos asociados al desempleo y a la pérdida de ingresos reales. Dicho de otro modo, el consumo no podrá recuperar dinamismo en lo que resta de 2020, dificultando el tránsito de B a C.

- **En tercer lugar, la “nueva normalidad” será lo que se denomina “la economía del bajo contacto”.** Las medidas de distanciamiento social obligatorio llegaron para quedarse e implican pérdidas de eficiencia en algunos sectores y exceso de capacidad instalada en otros. Llevará tiempo adecuando la estructura productiva a esta realidad, generando pérdidas de todo tipo.

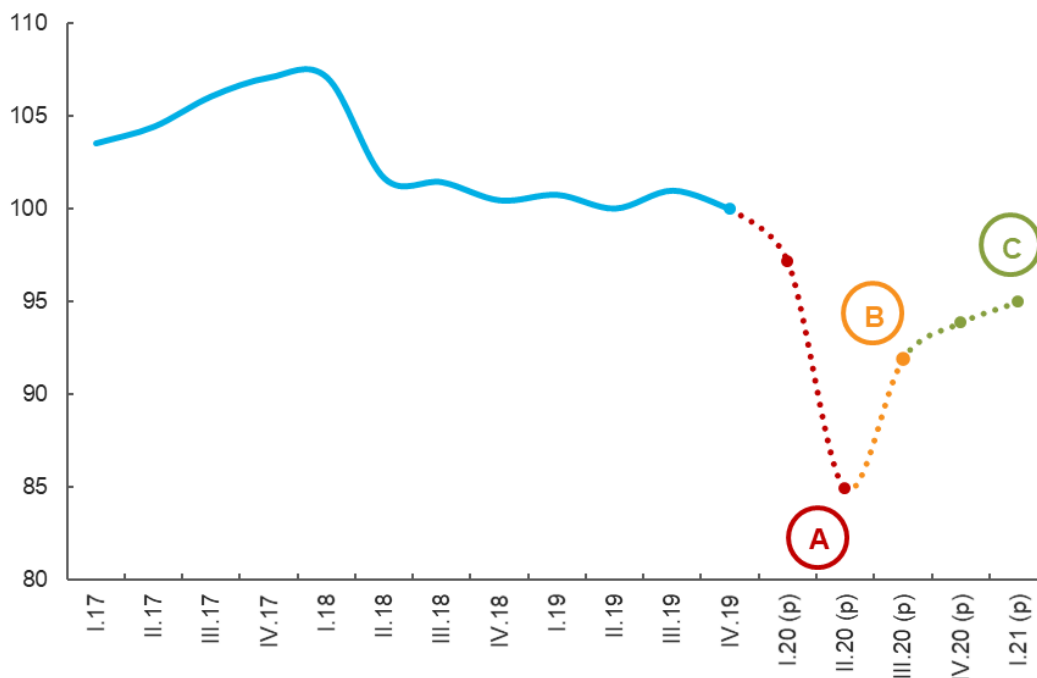
- **Por último, el poder de fuego del gobierno es muy limitado.** Incluso si el canje de deuda concluye favorablemente, lo que evitaría un descontrol nominal de las variables, queda pendiente un nuevo acuerdo con el FMI, que siempre involucra acumulación de reservas internacionales. Es obvio que acumular reservas supone, incluso sin condicionalidades fiscales, que el tipo de cambio real no se aprecie. Pero sin apreciación es difícil reactivar el consumo en el corto plazo. El ministro Guzmán siempre se mostró abierto a defender un tipo de cambio competitivo, por lo que creemos probable un nuevo deslizamiento cambiario para recuperar parte de la competitividad perdida; máxime teniendo en cuenta el escaso ritmo de liquidación de exportaciones observado en abril¹ y las devaluaciones competitivas de los principales socios comerciales argentinos, como Brasil.

- La velocidad de la pospandemia es un elemento clave para las elecciones legislativas de 2021. Un buen cuarto trimestre de 2020 dejaría la actividad lista para volver a crecer el año próximo. Sin embargo, este escenario es poco probable, incluso si la corrección fiscal post-Covid 19 fuese muy gradual. Hoy podría decirse que la economía no jugará en favor del oficialismo en 2021.

¹ Parte del efecto, con todo, obedece a la bajante del río Paraná por el menor caudal de lluvias en Brasil y Paraguay, que impide el normal funcionamiento portuario, incluso pese a los esfuerzos de dragado.

ABC, LAS LETRAS DE LA ACTIVIDAD 2020

PBI, IV-19 = 100



Fuente: Analytica en base a INDEC

LA DEMANDA SE DESPLOMA

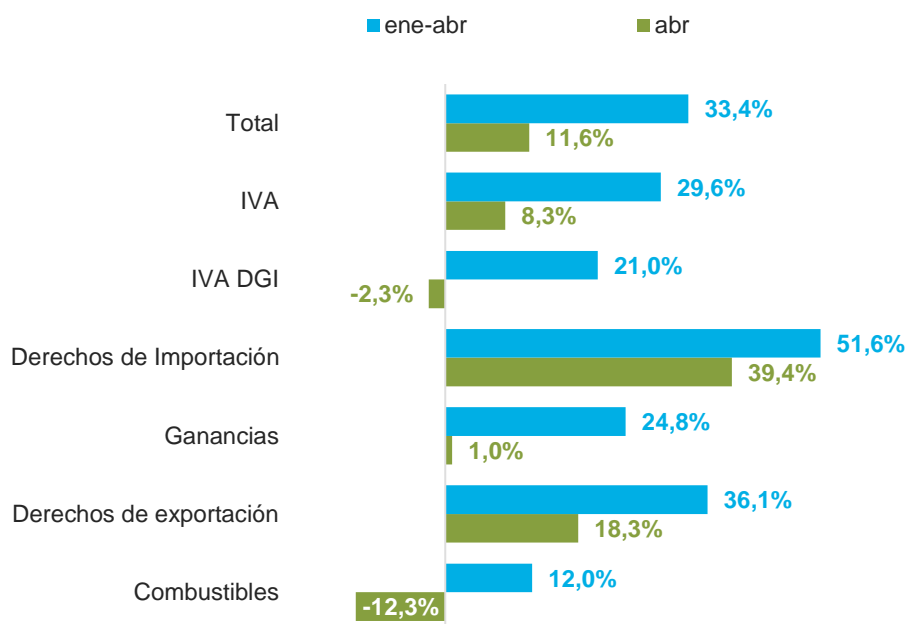
Los indicadores adelantados de demanda reflejan una caída abrupta en los primeros meses de aislamiento. Los indicadores de oferta, con todo, reaccionan algo mejor.

Veamos:

- El IVA impositivo de abril registra buena parte de las operaciones de consumo de marzo. A partir del 20 de ese mes comenzaron las restricciones obligatorias a la movilidad.
- Ajustada por días hábiles se observa que en los últimos diez días la recaudación cayó al 25% mensual, desde -12% en febrero. En abril, el período fiscal con mayor cantidad de días de cuarentena intensiva, la caída fue de 7% mensual y 2,3% interanual.
- Esta es una medida concreta de la contracción del consumo interno, que resulta más fiable que los datos disponibles de cámaras empresarias que surgen de encuestas *ad hoc*.
- Por el lado del impacto del Covid-19 sobre la producción, utilizamos como "proxy" el consumo de energía eléctrica reportado por CAMMESA en las industrias. Este indicador refleja una caída de 16% promedio entre los primeros días de marzo y abril.

EL IMPACTO DE LA CUARENTENA EN LA RECAUDACIÓN

En variación interanual



Fuente: Analytica en base a Ministerio de Hacienda

La naturaleza transitoria de las restricciones impuestas por el Covid-19 explica la menor caída de la oferta respecto de la demanda; los stocks suavizan las oscilaciones abruptas en los niveles de producción, tanto en las crisis como en la fase de salida.

Ante un fenómeno transitorio, puede resultar no rentable para las empresas formales despedir trabajadores con experiencia debido a las regulaciones laborales (doble indemnización). Si el aislamiento durara tres meses, por caso, sería preferible que cualquier empleado con 2 años de antigüedad permanezca en su cargo, incluso sin tener en cuenta el costo del despido en términos de adaptación. Con el objetivo de evitar el costo asociado a la desvinculación operan algunas soluciones intermedias acordadas con algunos gremios, como las reducciones salariales transitorias (comercio) o las suspensiones temporales (SMATA).

Dadas las elevadas restricciones a la movilidad, una reducción de apenas 16% en el consumo de energía industrial sugiere que algunos sectores están produciendo a pesar de las restricciones sanitarias, acumulando stocks. Esta acumulación de inventarios, sumada a la salida gradual del aislamiento evitarán un rebote veloz al nivel de producción previo a la cuarentena.

Por su parte, las familias han comenzado desde el mismo inicio de la pandemia a acumular deuda bancaria (especialmente en tarjetas de crédito) y no bancaria, con los servicios públicos y proveedores de telefonía celular, obras sociales y colegios privados e incluso el propio Estado a través de impuestos no pagados. En el segmento informal de la economía,

ocurre algo similar. Al igual que con los stocks, esto tiene un impacto concreto en el consumo futuro considerando los plazos de cancelación de las deudas y la tasa de interés. Sumados estos efectos, junto con la caída de los salarios reales y el desempleo (aunque marginal en comparación a otros países con mayor flexibilidad laboral), el consumo caerá en torno a 8,5% en 2020.

El impacto de la acumulación de stocks, tanto de inventarios en las empresas como de deuda en las familias, hace imaginar que la economía soportará una pesada carga en la recuperación. Habrá una transición lenta, el paso de B a C, y luego hacia los niveles de actividad pre-Covid-19. De una caída estimada en 13% en este trimestre (A), el PBI pasaría a +8% en el tercero (B) y a +2% en el cuarto, sin alcanzar todavía el punto C.

El canje de deuda y un nuevo acuerdo con el FMI serán claves también para la transición entre los puntos B y C. Del canje depende la capacidad del estado y de los privados para recuperar financiamiento en los mercados voluntarios de deuda. De un nuevo acuerdo con el FMI que extienda los vencimientos, el margen de maniobra para la política económica en los próximos años.