



Quinqueta

ASSET MANAGEMENT

## UNA ECONOMÍA EN CUARENTENA

20 DE MARZO DE 2020

***La pandemia de coronavirus sigue avanzando y está generando fuertes impactos en los mercados. El alcance final que pueda tener no lo podemos anticipar, pero sí podemos hacer un ejercicio cualitativo de análisis de escenarios, para tratar de ir entendiendo los impactos sobre la economía argentina. En especial en el marco de la cuarentena y aislamiento social impuesto, con las implicancias que puede generar sobre la producción y el consumo.***

Está claro que el primer efecto se ha visto sobre el precio de los activos financieros y las commodities tal como analizáramos la semana pasada. A esos impactos que se han acrecentado (con precios actualizados, la merma de exportaciones ya llega a USD 5.100 millones anuales por efecto precio), se le suma la reacción del Gobierno Nacional, que ha anunciado medidas para tratar de alentar al consumo y contener algunos de los costos asociados a la parálisis generalizada del nivel de actividad.

Por ahora las medidas tienen tres destinatarios diferentes. Los sectores de menores ingresos, las organizaciones sociales y el sector empresarial por la pérdida que se está produciendo en la facturación y las consiguientes dificultades que se pueden producir para asegurar el pago de sueldos.

La decisión política ha sido la de inyectar dinero en la economía a partir de la emisión monetaria del BCRA. La pregunta que surge es: ¿alcanza?

Entendemos que la situación actual de freno en la actividad económica no responde a falta de poder adquisitivo sino a la decisión de avanzar con el aislamiento social para detener la expansión del coronavirus. En ese

marco, inyectar dinero no parece ser suficiente. Si se plantea como objetivo atenuar todo lo posible el impacto de la crisis, podrían clasificarse los individuos en dos grupos, los que mantienen ingresos fijos y los que dependen de su trabajo diario para generar el ingreso. Este último grupo es el que debería generar mayor preocupación, porque es el que se queda sin ingresos mientras dure el aislamiento social / cuarentena. Ahí entran en juego las medidas tendientes a postergar el pago de impuestos o facilitar líneas de crédito flexibles para capital de trabajo.

Pero la problemática económica y social de una economía en cuarentena aparece en un contexto económico local particularmente complicado, donde ya coexistían problemáticas fiscales, de deuda y cambiarias.

El gobierno había decidido encarar la problemática fiscal aumentando impuestos y redireccionando gastos hacia aquellos sectores que consideraba que podían tener mayor impacto sobre el nivel de actividad. Pero esta crisis complica ese escenario, ya que seguramente se verá afectada de manera significativa la recaudación tributaria y acrecentado el déficit por el impacto del paquete de medidas tendiente a atenuar el impacto social de la crisis. En un contexto de déficit y falta de acceso a los mercados de capitales, decidió impulsar la economía mediante emisión del BCRA.

Adicionalmente, en las próximas semanas debía enfrentar una fuerte concentración de vencimientos de deuda en pesos. Hasta ahora los vencimientos de capital en moneda local se habían pagado, utilizándose principalmente la herramienta de renovación de vencimientos o colocación de otros títulos. Pero ante la cuantía de los vencimientos y el bajo ratio de renovación que se había logrado, optó por un canje más amplio. Buscó liberar vencimientos concentrados, lográndose una aceptación local alta, pero no así con los inversores internacionales. El interrogante que surge

es qué tratamiento se le dará a quienes no ingresaron al Canje. Se optará por seguir emitiendo pesos o se irá por un reperfilamiento más agresivo.

En un contexto en donde la emisión se necesita para hacer frente a las necesidades nuevas que surgieron de la crisis sanitaria, parece poco probable que se use esa misma herramienta para afrontar el pago de la deuda en pesos.

También se ha vuelto más complejo el proceso de renegociación de la deuda bajo legislación internacional. A la caída del valor de los activos se suma el deterioro del frente fiscal por el aumento del gasto y una caída esperada en la recaudación.

Estos factores terminan de conformar un frente complejo en donde se pueden identificar 4 riesgos de corto / mediano plazo, cuyo alcance dependerá de la extensión que tenga la crisis sanitaria. Estos riesgos son:

#### Riesgo Recesivo

- La actividad no estaba logrando repuntar a pesar de la inyección de pesos. Este asilamiento social concentrará el consumo solamente en alimentos e insumos de primera necesidad, postergando todo el resto de los consumos y afectando significativamente al nivel de actividad. Esto afectará a la cadena de pagos y a la recaudación tributaria. Si bien, una vez superada la crisis sanitaria, existiría un consumo postergado, que podría acelerar la demanda, no alcanzaría compensar el deterioro y el año cerraría con crecimiento negativo.

#### Riesgo Cambiario

- Se suma el efecto de la mencionada caída en el precio de los commodities a una esperada merma en las cantidades exportadas por menor demanda mundial. Esto puede afectar a la liquidación de divisas. El BCRA ha debido intervenir en el mercado con oferta de divisas para compensar el efecto de corto plazo de estos ajustes. Entendemos que en la medida que avance la cosecha esto se debería minimizar, pero vemos poco margen para que el BCRA acumule reservas en las próximas semanas. A este proceso propio se suma el riesgo de eventuales devaluación competitivas de varias economías de la región que afronten problemas similares (Brasil). En ese caso, ¿el BCRA acompañará esas devaluaciones?

#### Riesgo Inflación

- Política fiscal y monetaria expansiva en un contexto de freno en la producción puede derivar en una aceleración inflacionaria. El factor que debe mitigar este proceso es la caída del nivel de actividad. Por eso es que el gobierno ha definido una serie de precios máximos. Se busca atenuar este riesgo. Mantener estable el tipo de cambio oficial parece ser esencial ante este riesgo inflacionario. Entendemos como probable que el gobierno priorice la estabilidad de precios antes que el sostenimiento de la competitividad cambiaria.

**Brecha Cambiaria**

- Un contexto de aumento en el stock de pesos y bajo ritmo de devaluación oficial puede implicar un incremento de la brecha cambiaria. Ya sucedió y entendemos que se puede ir acrecentando. En el corto plazo no tiene tanto impacto, pero en el mediano plazo puede generarse una presión adicional sobre el tipo de cambio oficial.

**Riesgo de Default**

- Se ha incrementado tanto en el segmento en pesos como en dólares. En el segmento de pesos la prioridad puede estar puesta en recurrir a la emisión para cubrir el frente fiscal y alentar el nivel de actividad. En esa línea los vencimientos de capital quedarían en segundo plano y podrían reperfilarse. En el segmento en dólares la situación es parecida, si no se avanza con la reestructuración, luce poco probable que el gobierno sacrifique reservas en un contexto de crisis para pagar la deuda. Esto aumenta el riesgo de default.

En síntesis, este proceso de cuarentena se ha convertido en un desafío mayor para la economía argentina, ya que a los problemas propios de la economía argentina se suma la crisis sanitaria y el aislamiento social. Para monitorear en el corto plazo: el nivel de precios y los avances que se produzcan en la administración de la deuda pública.