

INFORME ECONÓMICO MENSUAL – Mayo 2020

Año 19 – Número 199

Inflación, salarios y actividad económica

Índice

EDITORIAL: Volatilidad entre el optimismo y el pesimismo sobre la economía global

1. Panorama interno: Las dificultades para tranquilizar la economía
2. Panorama regional: Fuerte contracción en América Latina por el COVID-19
3. Precios
4. Actividad económica
5. Sector fiscal
6. Sector externo
7. Sector monetario y financiero

Documento elaborado por el Departamento de Economía del IAE, Universidad Austral.

EDITORIAL

**Por Juan J. Llach*

Volatilidad entre el optimismo y el pesimismo sobre la economía global

Aunque siempre en un entorno volátil, los mercados financieros globales -también los locales- mostraron mayor optimismo, principalmente por mejores expectativas de la evolución de la pandemia del COVID-19. Del buen lado hay países que han logrado resultados positivos en la lucha sanitaria. Eslovenia declaró haber derrotado a la pandemia y en Corea, además de otros logros, reanudaron las clases con pulidas medidas precautorias. También hay remedios anti coronavirus en experimentación en muchos países, respecto de los cuales hay días optimistas y pesimistas. Hace pocos días parecía que un laboratorio estaba en buen camino, pero no, y ahora apareció otro en el que el gobierno de EEUU invertirá 1000 M US\$. Por otro lado, el imprevisible presidente Trump, acentuó su en estos días su enfrentamiento con China, y el optimismo se moderó. China, por su parte, confirmó su voluntad de avanzar en el acuerdo comercial pactado con EEUU y anunció que se concentrará más en el empleo que en el crecimiento, pero acentuó también sus presiones sobre Hong Kong.

En los indicadores de la economía real siguen predominando los números negativos, con algunas excepciones que hay que seguir de cerca, tales como la leve disminución de los pedidos de desempleo en los EEUU (de 2,69 a 2,44 millones, pero un total de 38,6 desde el inicio de la pandemia), la suba del petróleo y la sorprendente recuperación del índice ZEW de expectativas empresarias de Alemania, que superó los valores de los últimos cinco años. Respecto del desempleo, sin embargo, Goldman Sachs estimó que la tasa de desocupación en los EEUU llegaría a 25%, un gran salto respecto del record histórico de 14,7% en abril.

Hasta ahora, la mayoría de los indicadores publicados, y también la volatilidad, son compatibles con los pronósticos del FMI (Cuadro 1), tanto los de la fuerte caída del 2020, como los de la recuperación en V en 2021, una V asimétrica, ya que la velocidad de la recuperación no igualaría la de la caída. Pero todo dependerá de la evolución del COVID.

Cuadro 1. El FMI proyecta una recuperación en “V” (abril de 2020)

	2019 E y A 20	2020 Enero	2020 Abril	2021 Enero	2021 Abril
MUNDO	2,9 (-0,1)	3,3 (-0,1)	-3,0 (-6,3)	3,4	4,8 (+1,4)
Desarrollados	1,7 (-0,2)	1,6 (-0,1)	-6,1 (-7,7)	1,6	4,5 (+2,9)
- EEUU	2,3	2,0 (-0,1)	- 5,9 (-7,9)	1,7	4,7 (+3,0)
- Área euro	1,2	1,4 (-0,1)	-7,5 (-8,9)	1,4	4,7 (+3,3)
Emergentes	3,7 (-0,2)	4,4 (-0,2)	1,0 (-3,4)	4,6	6,6 (+2,0)
China	6,1	6,0 (+0,2)	1,2 (-4,8)	5,8	9,2 (+3,4)
LATAM	0,1 (-0,1)	1,6 (-0,2)	-5,2 (-6,8)	2,3	3,4 (+1,1)
- Argentina	-2,2 (-0,9)	-1,3 (-2,4)	-5,7 (-4,4)	2,6*	4,4 (+1,8)
- Brasil	1,1 (+0,2)	2,2 (+0,2)	-5,3 (-7,5)	2,3	2,9 (+0,6)
- México	-0,1 (-0,5)	1,0 (-0,3)	-6,6 (-7,6)	1,6	3,0 (+1,4)

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril 2020. En rojo, rebajas respecto de enero 2020; en azul, subas; en negro, sin cambios.

En el Cuadro 2 pueden verse un debilitamiento de la mayoría de monedas, los bonos del Tesoro de EEUU en niveles record, el riesgo emergente sin variaciones relevantes, los commodities firmes, encabezados por el petróleo pero con la excepción de la soja y la mayoría de las bolsas recuperándose.

Cuadro 2. Principales mercados desde la elección de Trump

	8/11/2016	29/4/2020	22/5/2020	My.20/Nv.16
Monedas				
Dólar (DXY Bloomberg)	97.86	99.56	99.22	1.4
USD / Euro	1.103	1.087	1.099	0.3
Yen / USD	105.2	106.7	107.7	-2.4
Yuan / USD	6.79	7.08	7.11	-4.5
Peso AR / USD	14.95	66.7	68.0	-78.0
Peso BR / USD	3.17	5.36	5.55	-42.9
Peso MX /USD	18.33	23.79	22.86	-19.8
Rendimiento Bonos				
Bono 10 años EEUU	1.86	0.60	0.65	-5puntos
Riesgo EMBI emergentes*	365	506	503	-3puntos
Commodities(Bloomberg)				
Oro (C'mex)	1274.5	1720.7	1736.5	36.2
Petróleo (WTI)	45.0	15.3	31.9	-29.1
Cobre (Comex)	238.0	237.3	242.4	1.8
Soja x bushel	1011.3	837.5	831.8	-17.8
Bolsas				
EEUU, S&P500	2139.6	2952.5	2948.5	37.8
Europa Bloomberg 500	224.8	229.5	225.1	0.1
China, Shangai Composite	3147.9	2822.4	2867.9	-8.9
Japón, Nikkei 500	1619.4	2015.6	2101.8	29.8
Argentina, Merval	17138.4	32866.5	41388.5	141.5
Brasil, Bovespa	64157.7	83412.8	83027.1	29.4
México INMEX	2819.2	2139.8	2066.7	-26.7
<p>Notas. Variaciones último mes: verde, sube; rojo, baja; negro, igual. La columna final de monedas expresa apreciación (+) o depreciación (-) respecto del USD.</p> <p>Argentina: dólar oficial. (*) Dato del EMBI: Invenomica</p>				

Todo lo dicho dependerá principalmente de la evolución de la pandemia. Si en el tercer trimestre hay señales claras de que está bajo control, puede darse la salida en V asimétrica, primero en los mercados de cotización diaria, y luego, más lentamente, en la economía real.

Pero no hay que olvidar que, bastante antes de la erupción de la pandemia, la economía global ya acarrea problemas importantes, tales como un excesivo endeudamiento, público y privado, por partes casi iguales, y cercano al 300% del PIB global. Por otro lado, hay claras tensiones comerciales, sobresaliendo las de China-EEUU, ahora en modo de espera, pero irresueltas. En ese marco se observa también una crisis del multilateralismo, desde la pasividad de la OMC hasta las polémicas en torno a la organización mundial de la salud, pasando por la patética inacción del G20 –en marcado contraste con el 2009- ante la peor crisis de la economía global desde la Gran Depresión. Frente a estas realidades, se han reducido las herramientas de política económica. Por ejemplo, la incrementada liquidez global mantendrá inicialmente bajas las tasas de interés, y aun puede llevar a más tasas negativas de los bancos centrales. Pero también es probable que, en una segunda etapa, la situación deflacionaria con trampa de liquidez dé paso a un aumento de la inflación en los países desarrollados. En tanto ella sea moderada, como es probable, sería positiva para los países emergentes, sobre todo los exportadores de commodities, porque llevaría a una depreciación del dólar y a cierta fortaleza de las materias primas. No hay que olvidar que todo vendría acompañado por una crisis de gobernanza interna en muchos países y por un mundo algo más cerrado, aunque no al “fin de la globalización”, como piensan algunos

¿Cómo impactaría en la Argentina un cuadro de este tipo? Si, como parece en estos días, el país llega a un acuerdo con sus acreedores, nuestro país se beneficiaría, por una cierta recuperación de la inversión y de las exportaciones. Esta es una condición necesaria, pero no suficiente para empezar a encarrilar a nuestro país. Para ello sería necesario poner en marcha un plan más integral, que incluyera una estabilización drástica y una profunda reestructuración de la política tributaria y de gasto público. Estas políticas se potenciarían significativamente si se orientaran con un enfoque de productividad inclusiva, o sea aumentando simultáneamente la inclusión y la productividad, idealmente acordados entre las principales fuerzas políticas y sociales.

Juan J. Llach.

PANORAMA INTERNO

**Por Eduardo L. Fracchia*

Las dificultades para tranquilizar la economía

Como ocurrirá en toda la región, nuestro país caerá mucho este año. En términos de actividad económica, el número más conservador proyecta una contracción del PIB del orden del 6% y, por otra parte, el escenario más crítico y peor que el año 2002 se sitúa en un descenso del 11%. Si bien se está flexibilizando la actividad productiva, la pandemia hace muy difícil pronosticar el segundo semestre. Se estima que el tejido productivo va a quedar muy castigado con un proyectado de 50.000 firmas en quiebra de un stock de 800.0000.

Respecto a la inflación, es una variable que genera mucha incertidumbre. En principio, no parece lógico un episodio inflacionario que supondría pasar del 3% mensual al 50% mensual. En tanto, algunos analistas plantean cuasimonedas, títulos o soluciones diversas para no malear al peso el cual quedaría muy comprometido con una emisión que ya comenzó a escalar y puede seguir con ritmo creciente.

El dólar paralelo empujará al oficial y éste a los precios, será una corrida que, de imponerse, puede generar un estallido de precios. Guzmán cuestiona los niveles de tasa de emisión y Pesce, desde el Banco Central, considera que la negociación de la deuda genera tensión cambiaria.

La reducción del gasto público, poco probable por la decisión política que supone, podrá moderar la tasa de emisión de pesos. En este sentido, el déficit fiscal es creciente y se alimenta del mayor gasto público y de la reducción de la recaudación impositiva. Las erogaciones públicas son necesarias para contener las adversidades de la pandemia en el sector productivo y en los ingresos de los trabajadores, especialmente en los informales.

El sector externo enfrenta un dólar oficial parcialmente retrasado y, dadas las retenciones, hay incentivos a no concretar operaciones de venta del campo. La enorme distancia entre los dólares alternativos y el oficial genera una distorsión que se torna grave al superar con creces el 30% que se considera crítico. No obstante, en estos momentos se sitúa en 80%. A su vez, la suba del dólar en Brasil complica el tema cambiario y explica también el potencial ascenso de los precios en el futuro cuando el dólar oficial seguramente crezca.

La caída de la demanda influye en los bajos saldos exportables que se ven también comprometidos por la caída de precios de materias primas. Es relevante no tensar la cuerda en las relaciones con Brasil que debe llevarnos a fortalecer el Mercosur para que sea una alianza con proyección externa. En este sentido, es relevante que se continúe acordando con la Unión Monetaria Europea. Además, son valiosas las iniciativas de tratados de libre comercio que se están impulsando.

La negociación de la deuda por U\$S 66.238 millones a la altura del 22 de mayo, fecha de este artículo, ha supuesto un diálogo entre acreedores y Poder Ejecutivo. El 22 de este mes es el

llamado "default suave" debido a que se decidió seguir en conversaciones sobre la reestructuración, aparentemente se van acercando las posiciones aunque el tema está aún abierto. La deuda es de un monto bajo pero para un país con muy baja credibilidad. Es una operación que podría haberse gestionado antes y también se podría haber puesto algún monto para este período que se considera de gracia. Han habido propuestas de subir intereses, acortar plazos, algunos grupos son más lejanos a la solución y otros más condescendientes.

El paquete de medidas no llega eficazmente a las firmas ni a las personas, es un gran desafío trabajar en este frente para moderar los costos de la crisis. El costo social será enorme, se espera una tasa de desempleo muy elevada superior a 15% a fines de año. En lo que se refiere a pobreza, ésta pasara a niveles de 50%.

En el plano político, la Vicepresidenta sigue firme y grupos afines a su pensamiento ocupan posiciones de poder. Tenemos una circunstancia en la cual el Presidente sigue firme, ha ganado mucha popularidad por el manejo de esta crisis sanitaria, pero con el avance de la recesión y la suba de la inflación es probable que se complique el natural deseo del Presidente de ganar las elecciones de medio término, la cual siempre es clave para los políticos y, en particular, para Alberto Fernández que tiene un poder delegado y, naturalmente, desea afirmarse. La oposición está dividida en cuanto a enfoque. Larreta ha crecido mucho y parece aliado incondicional del Presidente.

En definitiva, estamos en un contexto crítico con pocos sectores a pleno, la mayoría se encuentra a un tercio de capacidad plena. Tal coyuntura obliga a las empresas a trabajar con diversos escenarios. No es momento en este artículo reflexionar sobre la postpandemia, es un mundo que considero seguirá globalizado pero habrá países y sectores que migrarán a mayor proteccionismo y populismo. La sinergia entre medidas sanitarias y producción es un equilibrio difícil y de prueba y error: estamos aprendiendo con el fenómeno. El Ministro Guzmán tiene como objetivo la sustentabilidad de la deuda, tranquilizar la economía y desdolarizarla, son objetivos bien difíciles de conseguir.

Eduardo L. Fracchia.

PANORAMA REGIONAL

**Por Eduardo L. Fracchia*

Fuerte contracción en América Latina por el COVID-19

La región enfrenta la recesión mas profunda desde 1914 y 1930. Esto se observa en un lapso temporal muy breve, en un contexto mundial globalizado e interdependiente, lo cual hace a la región más vulnerable, y dado que su evolución es muy dependiente de la marcha de los países centrales.

El empleo se va a contraer como ocurre en el resto del mundo, un tercio de la población está en ese riesgo, Terminaron los años de vacas gordas y, desde 2013, estamos en una fase de vacas flacas. Se estima que el desempleo pase de 26 millones de personas a 38 millones, y que la pobreza llegue a 30 millones de ciudadanos, que incluye a 15 millones de indigentes. La distribución del ingreso deficiente, como es sabido un tema estructural de Latam, es una fuente natural de conflictos potenciales como el que vivimos en Chile en el año 2019.

A su vez, los paquetes fiscales son muy heterogéneos para aliviar los costos de la pandemia. Se nota menos margen para una expansión por el lado monetario debido a que los bancos centrales han establecido tasas de interés en niveles muy bajos.

La deuda pública no es tan relevante en términos del PIB, se encuentra en un nivel de 45%. Mientras que el pago de intereses de deuda pública de América Latina se lleva 2,6 puntos del PIB. El déficit de empresas públicas es importante y está en un punto del producto de la región. El déficit público de Latam es importante, la inflación está controlada a excepción de Venezuela en hiper y Argentina en niveles altos.

El comercio internacional está en una clara fase de contracción, se asume que las exportaciones caerán 15%. Por otra parte, el impacto del descenso total del turismo internacional es un factor a ponderar. A su vez, las remesas se ven también afectadas, como es sabido muy relevantes para América central.

El flujo de capitales de la Balanza de Pagos fue afectado y el vuelo a la calidad genera una contracción desde el costado financiero de las economías.

En cuanto a países, Perú y Chile están mejor posicionados, no venden petróleo que se encuentra en franco descenso y, por sus políticas públicas robustas, pueden implementar políticas contracíclicas, y lo están ejecutando. Panamá y Paraguay firmes con buenas condiciones de la macro. Brasil, con el ministro Guedes, está bien orientado pero hay errores en la ejecución de políticas públicas y advertimos una recesión importante por la pandemia.

En síntesis, hay que monitorear a la región que ha tenido, en cuanto a política sanitaria, conductas divergentes donde sobresale la de Bolsonaro y donde los focos de pobreza estructural configuran un riesgo enorme de contagio.

Eduardo L. Fracchia.

PRECIOS

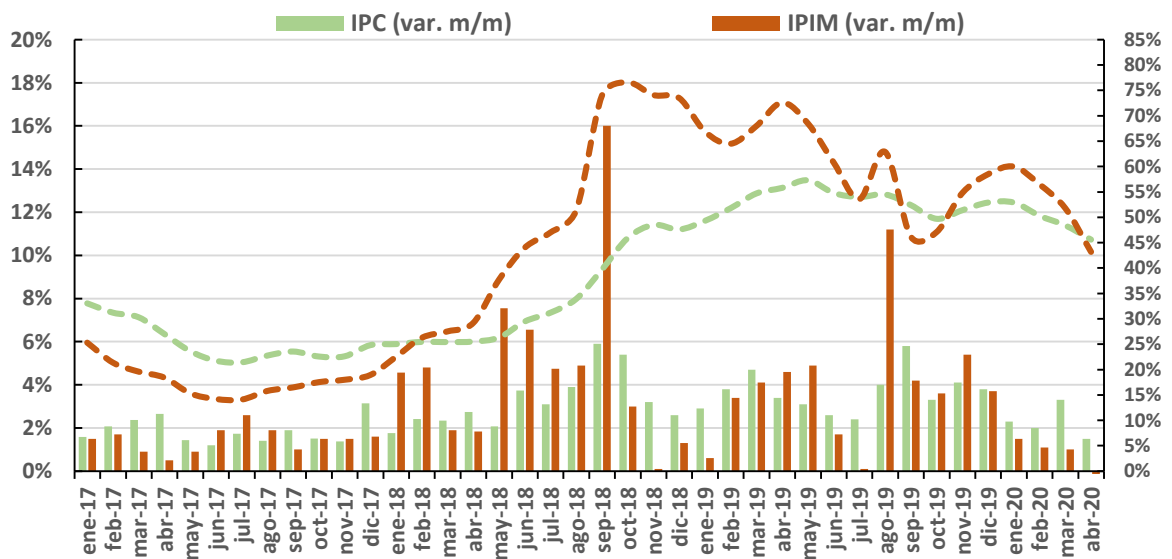
*Por Martín Calveira

Dinámica inflacionaria en un contexto de fuerte contracción económica

- **La inflación mensual minorista de abril fue 1,5%.** El registro fue el más bajo desde 2018 en un contexto de contracción sin precedentes de la actividad económica.
- **Las proyecciones y expectativas inflacionarias están delimitadas por el frenazo de la economía real y las potenciales tensiones monetarias.** El último relevamiento de expectativas de mercado (REM) del Banco Central proyecta un crecimiento anual del nivel de precios de 44%.

Inflación minorista y mayorista

(Variación porcentual mensual e interanual)



Fuente: INDEC

Resumen

- El cambio abrupto de la coyuntura socioeconómica generado por el shock Covid-19 continúa afectando la formación de precios a los largo de toda la cadena de precios de la economía. La gestión económica tiene un desafío serio en relación a la estabilización pospandemia.
- El panorama inflacionario es incierto debido a que la economía se encontraba en un proceso de ajuste e intento de estabilización de precios al momento de irrupción de la pandemia.

- La aceleración de la emisión monetaria como única fuente de financiamiento al fisco conforma un escenario de niveles altos para la dinámica de la inflación mensual.
- Las proyecciones de inflación minorista para este año se aceleran notoriamente. Mientras que las expectativas de mercado se establecen en 44,3%, las proyecciones se modificarán con la corrección del tipo de cambio y los efectos de la expansión monetaria.
- El nivel general del Índice de precios al consumidor (IPC) registró en abril una variación de 1,5%. Si bien una dinámica en un contexto de cuarentana, es el nivel más bajo desde enero 2018.
- El crecimiento mensual promedio de precios minoristas es sustancialmente menor respecto al Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el Banco Central que fue de 2,4%.
- El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registró una caída mensual de 1,3% en abril respecto de marzo, acumulando un crecimiento en el año un 2,3%.
- El índice del costo de la construcción en el Gran Buenos Aires (ICC-INDEC) correspondiente al mes de abril de 2020 registra, en relación con el registro de marzo, una suba de 0,8%.

-
- La estructura de precios de la economía doméstica está afectada notoriamente por la pandemia. La incipiente desaceleración temporal del índice general de precios minoristas de abril se muestra como una consecuencia temporal y directa de la cuarentena social y económica.
 - El shock sanitario inédito que afecta fuertemente a la oferta, generó una propagación de gran escala sobre la demanda lo cual configuró un marcado escenario recesivo. En ese marco, la necesidad de asistencia desde el sector público emerge un serio problema dado por la expansión monetaria como única fuente de financiamiento fiscal.
 - La contracción del desempeño de la actividad privada deriva cierta lógica para gestionar fuertes medidas de expansión fiscal y monetaria. Sin embargo, el orden temporal en el que se extiendan esas políticas deberá ser evaluado, dado que es una variable potencial de desalineamientos profundos que conduzcan a una crisis inflacionaria.
 - En el contexto de cuarenta hay ajustes de precios directos por cierto impulso temporal de demanda de bienes de primera necesidad dado el marco de contracción de la oferta y, a su vez, ajustes motivados por motivos especulativos sobre el futuro de la economía interna.
 - La aceleración de la emisión monetaria observada como única fuente de financiamiento al fisco, conforma un escenario base de niveles altos para la dinámica inflacionaria lo cual es un mecanismo potencial de fuertes interrupciones en los ingresos de los agentes.

- La inflación del mes de abril de 2020 registró un aumento mensual de 1,5%. El ritmo de crecimiento es temporalmente menor respecto a las proyecciones de mercado. Esto evidencia las dificultades de la evaluación de la política económica en relación a su manera de gestionar, principalmente en cuanto a profundidad y alcance.
- La inflación acumulado del año 2020 se sitúa en 9,4%, nivel menor al acumulado en el mismo período del año anterior, 15,6%. Mientras que en la comparación interanual, el crecimiento de precios minorista respecto de abril de 2019 se situó en 45,6%.
- El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), realizado por el Banco Central estima que la inflación minorista mensual de mayo se situará en 2,7% configurando un 44,3% anual.
- El contexto sostenido de incertidumbre y factores no esperados, tales como la necesidad creciente de subsidios y transferencias directas al sector privado, genera la necesidad de correcciones en las proyecciones y modificaciones en las expectativas del mercado.
- El sesgo inflacionario que se estableció a partir de marzo más las tensiones de depreciación del tipo de cambio informal, establecen presiones sobre la formación de precios y, en tanto, modificaciones en las expectativas.
- El nivel general del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registró una contracción de 1,3% en abril de 2020 respecto del mes anterior. Esta disminución se explica por una caída de 1,7% en los Productos nacionales lo cual también pondera la disminución sustancial de 9,5% en Productos Primarios, y un crecimiento de 3% en los Productos importados.
- El costo de la construcción estimado por el Índice del Costo de la Construcción (ICC) en el Gran Buenos Aires registró un aumento de 0,8% en abril de 2020 respecto del mes anterior. Este resultado surge como consecuencia del alza de 2,2% en Materiales, Mano de obra en 0,1% y 0,5% en otros Gastos Generales.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

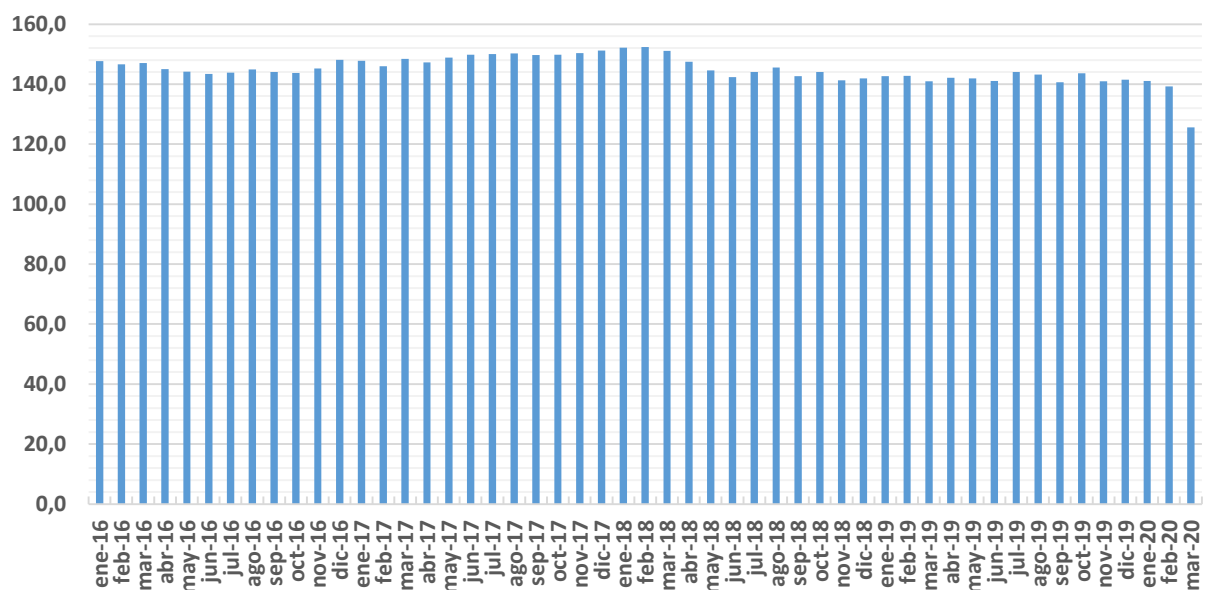
*Por Martín Calveira

Escenario de fuerte caída de la actividad económica tras el shock mundial COVID-19

- La actividad económica se enfrenta a una **disrupción profunda derivada de la disminución de la producción y el aislamiento social sin precedentes**. La continuación de la cuarentena sigue evidenciando fuertes impactos sobre la economía que deberán resolverse con celeridad.
- Las últimas proyecciones de crecimiento del **Producto Interno Bruto (PIB) para el primer trimestre del año se establecen negativas**. El desempeño interanual del PIB para el año 2020 registraría una marcada contracción de 7,4%.

Actividad general

(EMAE-INDEC, Índice 2004 = 100)



Fuente: INDEC.

Resumen

- En el marco de la pandemia las proyecciones de crecimiento de la economía mundial realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) se sostienen en una caída de 3% para el año 2020.
- Las proyecciones para América Latina se establecen en -5,5%, con caídas del orden de -5,7% y -5,3% para Argentina y Brasil, respectivamente.

- Las consecuencias sobre la actividad económica siguen siendo inciertas y dependerán del desempeño de la gestión de política económica lo que, a su vez, está íntimamente vinculado a las condiciones macroeconómicas iniciales con que cada país recibe a la crisis.
- El último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) realizado por el Banco Central estima una contracción de la actividad económica de -10,4% para el segundo trimestre de este año y -7,4% para el total del año.
- Las consecuencias sobre la economía argentina no solo se identifican en la fuerte contracción del mercado interno sino que se proyectan sobre los componentes de producción y demanda lo cual genera deterioros dinámicos para la estructura económica.

-
- Las perspectivas económicas de crecimiento están afectadas por el frenazo súbito de la actividad económica como consecuencia de la cuarentena social. Se observan revisiones en las perspectivas de la economía mundial y local que afectarán a distintas regiones y sectores económicos.
 - Las proyecciones de crecimiento de la economía mundial realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) se sitúan en una caída de -3% para el año 2020. Mientras que las proyecciones para América Latina se establecen en -5,5%, destacándose la caída de -5,3% de Brasil. Mientras que la proyección para Argentina resulta en una contracción de -5,7% y una tasa de desempleo del 11% para el año 2020.
 - Los países del Cono Sur se verán afectados por diversos canales tales como el comercial, financiero y monetario. No obstante, los precios de los productos básicos, la disrupción de los mercados financieros y la caída de los flujos de capitales pueden ser particularmente importantes para la dinámica del crecimiento económico.
 - El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el Banco Central informó una retracción de la actividad económica de -7,4% para el año 2020. Mientras que la estimación para el segundo trimestre de este año fue -10,4% y una recuperación de 4,8% para el tercer trimestre del año.
 - La actividad económica mensual registró durante marzo su peor caída en más de una década como resultado de la implementación de la cuarentena durante los últimos diez días del mes. De acuerdo al Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE-INDEC), la contracción interanual fue del 11,5%, la cifra más elevada desde el 13,7% registrado en mayo de 2009 en el escenario de conflicto con el campo.
 - Entre los sectores que explican relativamente la retracción de la actividad mensual, se destaca la caída de 15,5% de la industria manufacturera y del 46,5% de construcción. En el mismo sentido, también tuvieron importante incidencia la retracción del 11,2% en el Comercio y del 14,8% en Transporte y comunicaciones.

- Esto dimensiona un escenario estructuralmente negativo en el corto y mediano plazo. Pues, caídas fuertes en la actividad no solo generan pérdidas de ingreso y consumo, sino que deterioran toda la estructura productiva por la divergencia generada entre la necesidad de sostener ingresos básicos y la necesidad de producción e inversión a los efectos de que se interrumpa el proceso de disminución de la oferta de bienes y servicios de la economía doméstica.
- En ese escenario, también se registraron caídas en otros componentes de la oferta agregada. En marzo de 2020, el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI manufacturero) muestra una evidencia una baja de 16,8% respecto a igual mes de 2019. El acumulado del primer trimestre de 2020 presenta una disminución de 6,4% respecto a igual período de 2019. A su vez, en ese mismo la producción de hierro cayó 53,6% y la de acero 74,5%, ambas en términos interanuales.
- La estrategia sanitaria del gobierno para enfrentar la pandemia tiene resultados adecuados en comparación otros países de la región. Sin dudas es un acierto importante. No obstante, el desafío es reactivar la economía con mayor celeridad, más aún cuando observamos los datos presentados siendo un ejemplo de esta coyuntura la producción cero, sin precedentes, de la industria automotriz en el mes de abril.
- El sector de la construcción profundizó marcadamente su caída mensual sin precedentes no solo por las restricciones cambiarias, sino por la interrupción de la actividad derivada de la cuarentena social. El índice Construya, que mide el nivel de actividad de once empresas representativas del mercado de la construcción, registró un desplome interanual en abril de 74,3%. Mientras que en términos mensuales, se observa una caída muy fuerte de 59,2% respecto de marzo 2020.
- En la última estimación, correspondiente a marzo de 2020, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) muestra una caída sustancial de 46,8% interanual. El acumulado del primer trimestre de 2020 del índice presenta una disminución de 28,1% respecto a igual período de 2019.
- Uno de los datos recientes del sector agrícola se relaciona con la oferta. El informe de la industria maquinaria agrícola del INDEC muestra que durante el primer trimestre de 2020, las unidades vendidas de todos los segmentos de maquinarias registraron una disminución respecto a igual trimestre del año anterior. Las cosechadoras presentaron la mayor caída con 23%; los tractores disminuyeron 8,5%; los implementos, 6,8% y las sembradoras, 2,2%.

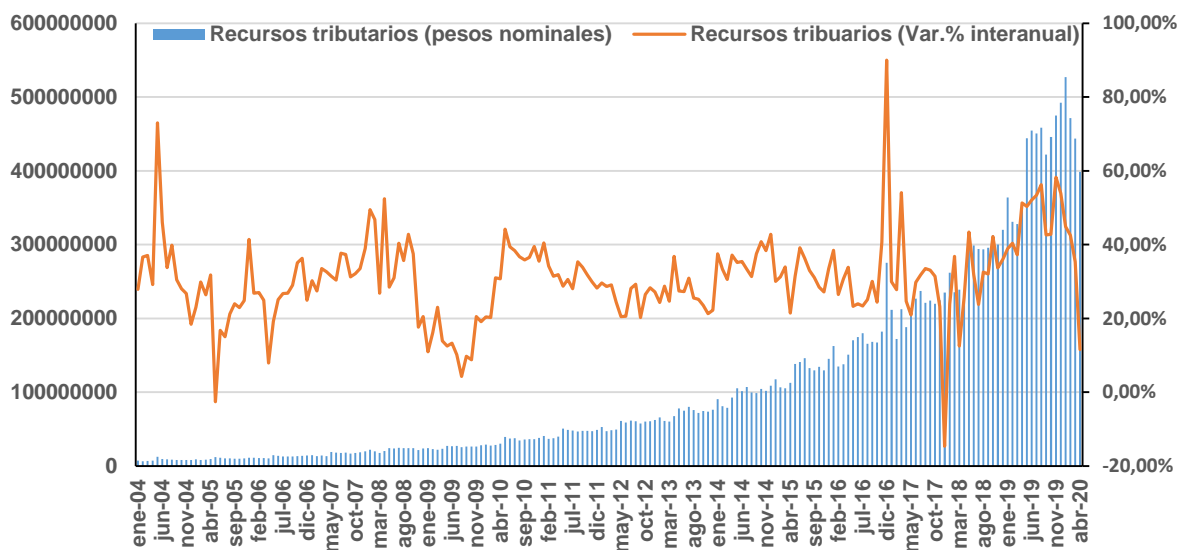
SECTOR FISCAL

*Por Martín Calveira

Necesidad de recursos y minimizar incertidumbre para evitar mayores riesgos

- **El gobierno extiende el otorgamiento de subsidios y facilidades fiscales para contrarrestar la fuerte caída en la actividad económica.** La necesidad de sostener la política anticíclica para matizar contracciones de los ingresos y el desfinanciamiento del sector privado es determinante.
- **La gestión fiscal debe minimizar los factores de incertidumbre derivados de su gestión a los efectos de evitar tensiones en los demás mercados.** Tras la caída de la actividad privada y la incertidumbre sobre la deuda, es determinante que los recursos que genera la economía no se trasladen al mercado de cambios.

Recaudación tributaria nacional (en pesos nominales)



Fuente: Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP)

Resumen

- La necesidad de una política fiscal de sesgo anticíclico mediante estímulos y contención sobre los ingresos del sector privado modificó la agenda fiscal del Poder Ejecutivo. El aumento del déficit se traducirá en mayor presión tributaria y necesidades financieras.
- La dominancia de la política fiscal puede ser positiva en este escenario pero no se encuentra libre de costos en la instancia pospandemia, principalmente para la dinámica inflacionaria dada la expansión sustancial de emisión monetaria.

- La necesidad de eficacia y eficiencia en la gestión fiscal en un contexto de grandes dificultades genera el apremio en relación a despejar el velo de incertidumbre respecto al frente financiero de corto plazo. Esto denota la urgencia en resolver la reestructuración de la deuda soberana.
- La recaudación impositiva totalizó \$398.658,7 millones y aumentó 11,6% interanual en abril. El aumento nominal fue sustancialmente menor al aumento de precios del mismo período.
- La caída de poder adquisitivo de la recaudación tributaria del orden del 32,7% interanual deteriora el accionar de expansión fiscal y deriva en que las necesidades de financiamiento se acentúen.

-
- Los efectos derivados de la fuerte caída de la actividad se traducirán una menor recaudación impositiva en un contexto que demanda una fuerte intervención de la política fiscal. La estabilización de las cuentas fiscales serán un objetivo para el próximo año.
 - El escenario de pandemia y el consecuente frenazo de la actividad económica privada genera la necesidad cardinal de sostener los ingresos del sector privado lo cual es financiado con asistencia del Banco Central vía expansión monetaria.
 - La necesidad de eficacia y eficiencia en la gestión fiscal en un contexto de grandes dificultades y tensiones monetarias genera la urgencia en relación a que se despeje el velo de incertidumbre respecto al frente financiero de corto plazo. Esto denota la urgencia en resolver la reestructuración de la deuda soberana.
 - La recaudación tributaria de abril registró un crecimiento de 11,6% interanual. En términos nominales, la recaudación fue \$ 398.658,7 millones lo que marca una fuerte caída de 10,14% respecto de marzo de 2020.
 - La caída nominal interanual de la recaudación es la menor desde el tercer trimestre de 2009 tras los efectos de la crisis financiera internacional lo cual dimensiona la dimensión de la contracción de la economía.
 - Adicionalmente, se observa una fuerte caída del poder adquisitivo de los ingresos del sector público en 32,7%. Esto se traduce en una mayor problemática dado el contexto de necesidades profundas gestionar política fiscal y de ingresos anticíclicas.
 - Estimamos que el resultado operativo correspondiente al mes de abril se establezca en un fuerte déficit. Las necesidades de financiamiento al sector privado mediante transferencias extraordinarias derivadas de la pandemia social generaría resultados mensuales negativos sin precedentes.
 - El paquete anticíclico que gestiona el gobierno para asistir a empresas y cuentapropistas se estima en \$850.000 millones lo cual se traducen en 3% del PIB.

- El poder ejecutivo anunció la continuidad para el mes de mayo del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE), incrementos en la Asignación Universal por Hijo (AUH) y del Programa de Asistencia a la Producción y el Trabajo (ATP).
- El poder ejecutivo y la autoridad monetaria deberán establecer una estrategia pospandemia para que el exceso de base monetaria no se traduzca totalmente en presiones cambiarias.
- La dominancia fiscal se debería observar como una necesidad temporal que responde al contexto de pandemia. Nuevamente debemos notar que en el camino a la pospandemia el impulso del gasto y los recortes impositivos deberán desactivarse para evitar eventos de iliquidez y dinámicas de precios que establezcan a la economía en una nueva crisis.

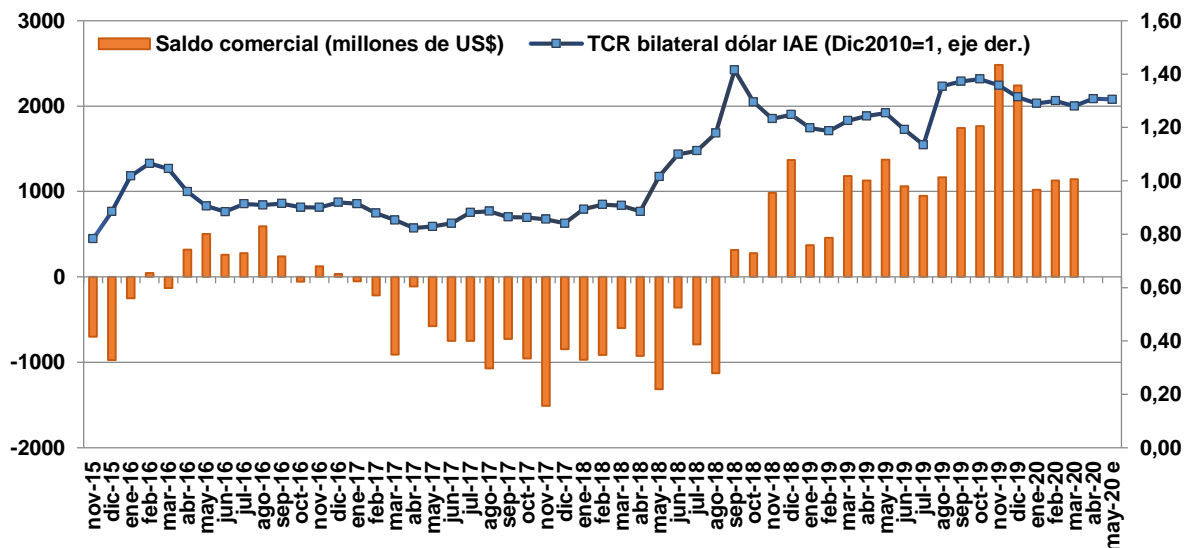
SECTOR EXTERNO

*Por Martín Calveira

Incertidumbre comercial respecto al shock coronavirus COVID-19

- **El comercio internacional sigue afectado por la dinámica derivada de la pandemia COVID-19.** Se plantean ciertos escenarios favorables si las economías de Europa y China inician la fase de recuperación.
- **El tipo de cambio real se depreció un 1,3% promedio mensual en abril 2020 (base 2010=1).** El nivel de TCR se modifica luego de la depreciación nominal. Ese nivel se sostiene por encima del promedio de toda la serie del año 2019.

Exportaciones, Importaciones y TCR (diciembre 2010=1)



Fuente: IAE-Austral e INDEC.

Resumen

- El ritmo de contagio del coronavirus COVID-19 continúa afectando sustantivamente a las economías y al comercio internacional dadas las medidas sanitarias y de aislamiento social lo cual restringe el dinamismo del comercio internacional.
- La mejor perspectiva económica en China emerge ciertos aspectos positivos para el comercio. Sería esperable una recuperación comercio tras la reactivación de la economía a partir del tercer trimestre del año.

- La expansión de los contagios en Estados Unidos motivó el cierre parcial de la actividad comercial en muchos estados de la unión generando una demanda de seguros de desempleo alrededor de 37 millones, casi sin precedentes.
 - El cono sur de América parece enfrentarse a una suavización de las interrupciones comerciales. Se vislumbran ciertos aspectos positivos con el eventual comienzo de recuperación de las economías China y de Europa.
 - El frente externo para Argentina luce con matices. El comercio de bienes y servicios evidenció menores efectos negativos respecto a la economía doméstica principalmente por la proyección de una muy buena campaña productiva del sector agropecuario.
 - El nivel del TCR oficial promedio de fines de mayo resultó en una leve depreciación respecto de abril de 2020 en 0,2% (diciembre 2010=1). Esto lo ubica un 9% por debajo del promedio histórico enero 1959-mayo 2020, es decir, en promedio histórico, el nivel actual registra una apreciación real.
-
- El contagio del coronavirus Covid19 evidencia cierta desaceleración a nivel mundial aunque aún el marco es de pandemia. El impacto sanitario y sobre la economía mundial se evidencia en el direccionamiento de recursos hacia transferencias sociales y gastos sanitarios lo cual sigue restando dinamismo al comercio internacional.
 - Se evidencian señales positivas respecto al comienzo de recuperación de la actividad económica en China. Es difícil establecer un pronóstico sobre la tasa de crecimiento, pero es probable que se produzca una gran reducción en el primer trimestre, seguida de una recuperación. Los principales bancos de inversión sugieren que el crecimiento en China puede ser de entre el 1% y el 3% para 2020.
 - Tras los efectos de contagio del COVID-19, Estados Unidos se enfrenta al impacto casi sin precedentes ya que el comercio interno permanece en gran medida cerrado y los estadounidenses permanecen en sus hogares sin demanda. El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, describió un escenario económico más problemático planteado por la posibilidad de quiebras masivas y desempleo.
 - La CEPAL sostiene que los efectos no revertirán la globalización, pero habrá una economía mundial dependiente en tres polos: Europa, América del Norte y Asia oriental. Esto va a estar determinado por el tipo de proceso de salida de la crisis y si se pueden absorber los costos socioeconómicos de manera eficiente.
 - Si bien el comercio internacional afectado por la crisis sanitaria restringe la generación de divisas de los países con dificultades estructurales de financiamiento como los casos de las economías emergentes de Latinoamérica, el canal comercial es el menos afectado en términos relativos. La incipiente recuperación que se vislumbra desde China es importante para el comercio de bienes primarios y commodities que produce la región.
 - El frente externo de nuestro país luce matices. Por un lado, las tensiones del canal financiero internacional y la carga de intereses de deuda establecen un factor de compresión para los recursos que se generan en la economía. Por otro, el canal comercial que se observa a través

de la balanza comercial evidencia aspectos positivos con la eventual recuperación de la economía china y europea, y la buena campaña agropecuario 2019/20 con una producción cerca de máximos históricos.

- El tipo de cambio nominal promedio mensual mayorista del Banco Central durante la tercera semana de mayo se depreció dadas las fuertes presiones en el mercado informal de cambios. Mientras que el promedio de cierre del mes de abril fue \$ 69,16, el promedio mensual correspondiente a mayo se situó en \$ 70, es decir, un nivel de depreciación de 1%. Sin embargo, la comparación interanual respecto de mayo de 2019 registra una depreciación nominal sustancial de 52%.
- El tipo de cambio nominal respecto al dólar minorista promedio registra fuertes tensiones derivadas del segmento informal y generando una brecha cambiaria del 25% respecto a la cotización formal efectiva (incluyendo el impuesto País del 30%). Mientras que en el mercado informal la cotización es del orden de 127 \$/US\$, el tipo de cambio oficial promedio minorista efectivo es de 91 \$/US\$.
- Las presiones al alza en la cotización informal y su desacople respecto al tipo de cambio oficial evidencia la necesidad de no atrasar el tipo de cambio real dado que éste último es una variable fundamental de la competitividad precio de la economía nacional.
- El nivel del TCR correspondiente hacia la tercera semana de mayo, estimación para el comercio y la competitividad, se encuentra 2,9% por encima (depreciación neta) del promedio del año 2019. Esto como consecuencia de cierta fijación cambiaria dada por las restricciones cambiarias y el espacio otorgado por las fuertes depreciaciones del año. No obstante, si se observa el promedio histórico de la cotización oficial del período enero 1959-mayo 2020 (base diciembre 2010), se ubica un 9% por debajo de ese promedio, es decir, un nivel de TCR apreciado en perspectiva histórica.
- Si en lugar de utilizar el valor promedio mensual del tipo de cambio consideramos el valor de cierre del 19 de mayo de 2020 de \$ 67,9 por dólar a los efectos de captar el efecto tensiones cambiarias dadas por el shock Coronavirus y la incertidumbre financiera sobre nuestro país, el TCR bilateral evidenciaría una mayor depreciación mensual del 0,5% y se seguiría ubicando por debajo del promedio de la serie histórica enero 1959-mayo 2020. Es decir, se registraría una apreciación real respecto a la serie histórica de 8%.
- Sin embargo, el dólar de “equilibrio” estimado por el IAE Austral (valor del dólar según el TCR promedio del período diciembre 2010-mayo 2020) en la cotización formal sería de 65,25 \$/US\$, es decir, un 4% por debajo del valor actual de cierre del mercado mayorista. No obstante, estos valores deberán ser ajustados dependiendo de lo que suceda con la dinámica mencionada de la brecha de los tipos de cambio.
- Si se consideraría ese valor de 65,25 \$/US\$ y en comparación con el promedio diciembre 2010-mayo 2020, se sostendría la depreciación real actual del peso en el mercado formal aludiendo a cierto nivel de competitividad de la economía. Esto genera un potencial espacio para sostener el resultado comercial externo y por lo tanto, un canal sustentable de generación de divisas, siempre que estemos en ausencia de una reversión hacia niveles altos de crecimiento de la inflación mensual.

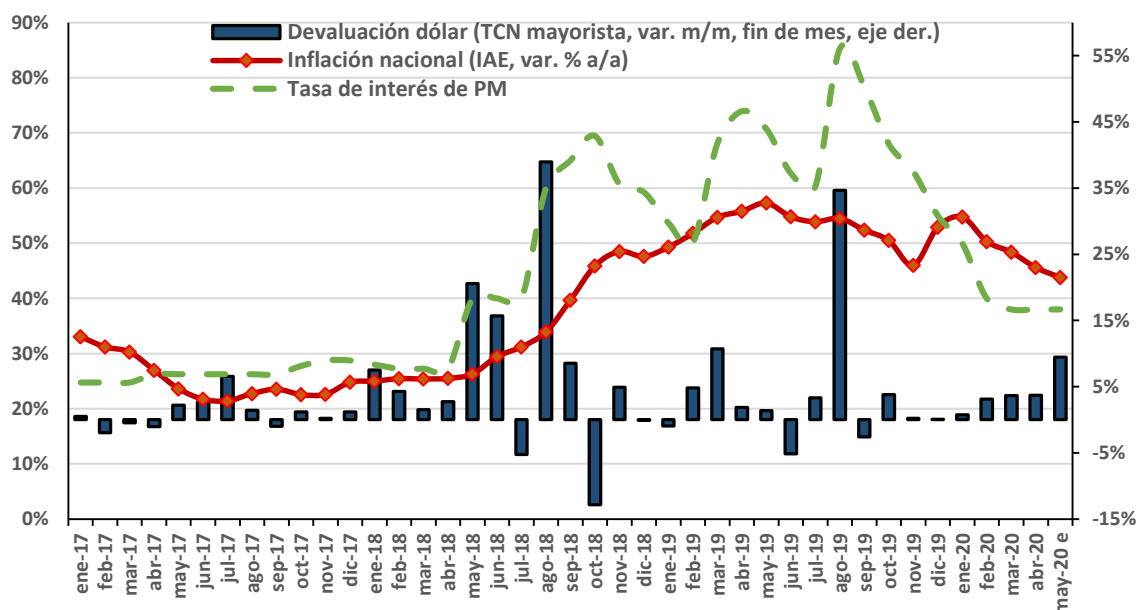
SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

*Por Martín Calveira

Tensiones cambiarias y expansión monetaria en un escenario de incertidumbre respecto a la deuda soberana.

- **El mercado cambiario está expuesto a fuertes tensiones materializadas en la cotización informal derivadas de la incertidumbre financiera.** La autoridad monetaria tiene el desafío de ajustar la cotización en el mercado formal y estabilizar el mercado cambiario.
- **El gobierno resolverá extender el plazo de negociación de la deuda externa.** Las negociaciones continúan durante mayo a los efectos de acercar posiciones lo cual es cardinal para estabilizar y generar cierta certidumbre sobre las finanzas públicas

Dólar, inflación y tasa de interés de política monetaria



Fuente: IAE-Austral, INDEC, BCRA

Resumen

- Los impactos del shock Coronavirus y el marco de expansión monetaria y fiscal tienen el correlato no deseado sobre el mercado cambiario principalmente en los países emergentes. Esto parece no evitar las contracciones generadas por la interrupción temporal de la producción.
- El desafío que se presenta en la segunda instancia de esta crisis, esencialmente para los países emergentes, es contener los efectos no deseados de las medidas tomadas para financiar parcialmente los ingresos de sector privado.

- La autoridad monetaria nacional sostiene la disminución de tasa de interés de referencia y la expansión de la base monetaria respondiendo a las necesidades financieras del sector público.
- EL Banco Central sostiene el nivel menor de la tasa de interés de política en 38%. Mientras que la tasa de referencia efectiva anual es de 45,44%. Siendo el nivel más bajo desde mayo de 2018.
- El poder ejecutivo presentó una propuesta de extensión de plazos para continuar la gestión con acreedores privados hasta el próximo 2 de junio. Esto implica un eventual default técnico dado el vencimiento del viernes 22 de mayo.
- Durante el mes de mayo el tipo de cambio minorista mostró leves variaciones en el segmento formal, registrando una depreciación del 1,7% en lo transcurrido de mayo.
- Mientras que las tensiones observadas en el mercado cambiario informal conformaron un nivel más alto de cotización durante mayo y se estableció en los \$ 125 hacia fines de mayo.
- El riesgo país medido por el EMBI+Arg se establece en los 2782 p.b. durante la tercera semana de mayo lo cual representa una disminución desde los 3472 del último día de abril.

-
- La gestión monetaria expansiva constituye un instrumento temporal con en el objetivo de proveer liquidez a las economías y evitar rupturas sistémicas en la cadena de pagos. No obstante, hay consecuencias dinámicas que generan tensiones de precios y pueden provocar exabruptos inflacionarios principalmente en economía con memoria de eventos inflacionarios sostenidos.
 - La política monetaria debe ser abordada desde una óptica de corto plazo en esta instancia extraordinaria. El circuito económico de pagos ante excesos de liquidez no logra absorber la cantidad de dinero de forma natural lo cual es potencialmente un derivado para aunar dinámicas inflacionarias.
 - En ese sentido y no solo en un escenario pospandemia, la política económica debe gestionar esos excesos, pues, la historia de digestión de excesos fiscales y monetarios nos alecciona que esos desajustes derivaron en crisis cambiarias y financieras.
 - El poder ejecutivo continúa en proceso de negociación con los acreedores privados con títulos bajo ley extranjera. Si bien el viernes 22 de mayo venció el plazo para el pago de U\$S 504 millones, el nuevo plazo presentado será el 2 de junio.
 - Si bien el riesgo de default técnico tiene riesgos respecto a tensar aún más la volatilidad cambiaria y deprimir el potencial de financiamiento externo, el equipo económico gestiona el acercamiento de posiciones con los principales acreedores para evitar cláusulas de aceleración de pago y evitar la irrupción de *houldouts*.

- La política monetaria contracíclica del Banco Central intenta amortiguar las consecuencias en el nivel de actividad a través de la utilización de instrumentos que faciliten el acceso al crédito. Al cierre de este informe, los montos aprobados y en proceso de aprobación a MiPyMes y a prestadoras de servicios de salud ascendían a \$223.280 millones. Los desembolsos por \$183.870 millones alcanzaban a 113.618 empresas. Mientras que la asistencia financiera para monotributistas y autónomos a tasa cero a 151.443 individuos por un monto total de \$19.890 millones.
- El régimen de flotación administrada y de control del tipo de cambio junto con la postergación en el ajuste de las tarifas de los servicios públicos, pudo contribuir a contener incipientemente el ajuste de precios. Sin embargo, el desafío sustancial será la contención de la masa monetaria que está liberando a los efectos de financiar las transferencias del sector público al privado.
- En ese escenario se plantea el desafío de absorber la expansión monetaria excepcional. De acuerdo a la autoridad monetaria, la gestión en la emergencia requiere importante expansión de la liquidez. Una vez superada la pandemia, el objetivo del Banco Central deberá implementar los ajustes en la liquidez que sean necesarios para sostener la recuperación y normalizar la liquidez. Se espera que el potencial crecimiento de la demanda de dinero derivado de la recuperación económica contribuirá a absorber una importante porción de los recursos volcados al mercado.
- El ritmo de depreciación diario del tipo de cambio oficial se mantuvo estable durante mayo. La depreciación nominal finalizada la tercera semana del mes fue de 1,7% con una cotización promedio de \$ 68,80 aunque luego del impuesto País la cotización efectiva resulta en \$ 91,4. Esto se circunscribe en un mercado de cambios con fuertes restricciones y sin el ritmo de operaciones habitual dada la cuarentena social.
- Sin embargo, en el mercado informal continua registrándose tensiones por una menor oferta de divisas, el menor rendimiento de la moneda nacional derivado de la disminución de tasas de referencia y la incertidumbre financiera de corto plazo. La cotización informal registra una depreciación mensual durante mayo del orden del 5,1% con un nivel de \$/US\$ 125.
- El saldo de reservas internacionales promediando el mes de mayo fue US\$ 43.137 millones, lo que implicó una reducción de US\$ 432 millones respecto al cierre de abril. Las restricciones cambiarias y las regulaciones de liquidez siguen constituyendo un factor favorable para que la entidad monetaria pueda sostener el nivel de reservas.
- El nivel de tasa de política monetaria de mayo se mantiene estable respecto del mes anterior. En el cierre de la tercera semana de mayo se situó en 38% anual desde el 63% que había dejado la gestión previa, es decir, una acumulación de 25 puntos de recorte en el rendimiento de las LELIQ, derivado de una política expansiva. A su vez, el nivel de tasa efectiva se estableció en 45,4% anual.
- La expansión monetaria registrada desde el comienzo de la cuarentena social aumentó significativamente debido a que el sector público debió gestionar fuertes medidas de liquidez para el sector privado. Esto generó el financiamiento desde el Banco Central a través de adelantos transitorios y transferencias de utilidades por un total de \$ 680.000 millones, lo cual representó un 123% del monto total de todo el año anterior.

- El riesgo soberano medido por el EMBI+Arg, hacia la tercera semana de mayo registra 2782 p.b. Esto nota un aumento de 21% respecto de fines de abril. Si bien es un indicador de gran volatilidad, expone los efectos adversos sobre el lado financiero de la económica doméstico y la incertidumbre respecto de la reestructuración de la deuda soberana.