

## ATAJANDO PENALES

### INTRODUCCIÓN

El impacto económico derivado de las medidas de aislamiento social empieza a hacerse visible en los primeros datos que se van conociendo para marzo, donde sólo un tercio del mes se vio afectado por la cuarentena. Esos indicadores mostrarán deterioros aún mayores en abril y todo indica que mayo no será el mes en el que se normalizará la situación.

La prórroga de la cuarentena y la incertidumbre respecto al momento en que esta podría ser relajada han puesto al sector privado en una situación de extrema fragilidad. Ante este escenario, el gobierno ha presentado una serie de programas tendientes a aliviar los efectos de la cuarentena y minimizar impactos que se tornen permanentes sobre el tejido productivo y social. Sin embargo, la precaria situación fiscal, la falta de ahorro previo y la imposibilidad de acceder al crédito han dejado casi como única fuente de financiamiento los aportes que pueda hacer el Banco Central.

El mayor financiamiento monetario del déficit se suma a otros motores de emisión como el pago de vencimientos de deuda en pesos y compras de divisas provenientes del superávit comercial, testeando los límites de la demanda de dinero. Si bien esta podría crecer forzosamente a partir de las restricciones cambiarias vigentes, las magnitudes requeridas para evitar desbordes nominales comienzan a lucir cada vez más demandantes.

A fin de evitar una escalada nominal una vez que se relajen los controles sobre el movimiento de las personas, se deberá diseñar un plan de salida para drenar el exceso de pesos. Mientras tanto, monitorear el comportamiento de la demanda de dinero será clave. En este sentido, un arreglo con los acreedores externos que evite el default no solo permitiría recomponerla, sino que

también abriría la posibilidad de acceder a fuentes adicionales de financiamiento de Organismos Internacionales.

### LA ACTIVIDAD, EN PAUSA

Inicialmente, las medidas de aislamiento social que se implementaron con la intención de frenar el avance del coronavirus tendrían una duración de catorce días. Este plazo luego se fue extendiendo a medida que se aproximaba el final de la cuarentena obligatoria, y actualmente ya llevamos 40 días y aún faltan al menos dos semanas más. De acuerdo con la última conferencia del Presidente Alberto Fernández, la cuarentena tal y como la conocemos se extenderá hasta el 10 de mayo, lo que daría un total de 52 días de una cuarentena bastante restrictiva. Luego de dicha fecha, las medidas de aislamiento podrían ir relajándose poco a poco y sector por sector si se ve que la tasa de contagios se moderara, pero todo parece indicar que en ninguna circunstancia se levantarán por completo en los próximos meses.

Esta situación ha llevado a que se recalcule el efecto que el aislamiento tendrá sobre la economía. En la versión anterior del Informe Mensual habíamos estimado que la economía se contraería alrededor de 4,3% en el 2020. Sin embargo, el prolongamiento en la paralización de la actividad tendrá un impacto mayor al estimado inicialmente. Para este año, proyectamos una contracción de la economía argentina de 8,1%.

Dado que la cuarentena comenzó a finales del tercer mes del año, el desplome se verá particularmente durante marzo y abril, aunque afectará de manera negativa a todo el segundo trimestre. En este sentido, los primeros indicadores privados de actividad económica ya



muestran fuertes caídas desestacionalizadas en marzo. Por caso, el Índice General de Actividad de OJF arrojó una baja de la actividad de 9,1% mensual (sin estacionalidad), además de exhibir una contracción de 9,5% interanual. A su vez, el Índice de Producción Industrial de OJF mostró una contracción de 13,5% mensual desestacionalizada y un desplome de 9,9% en términos interanuales.

Si combinamos el desempeño de marzo con el resultado oficial de enero y febrero, el primer trimestre habría mostrado una contracción desestacionalizada de 3,9%. Ya de por sí, esta caída dejará una inercia negativa para el segundo trimestre, a lo que deberá sumarse que abril será el primer mes en el que se haya implementado la cuarentena restrictiva de principio a fin (en marzo sólo se aplicó en los últimos diez días). Incluso si mayo lograra tocar el piso de la recesión y junio llegara a estabilizarse (asumiendo un escenario en el que las medidas de aislamiento se moderan), el segundo trimestre mostraría una caída inédita.

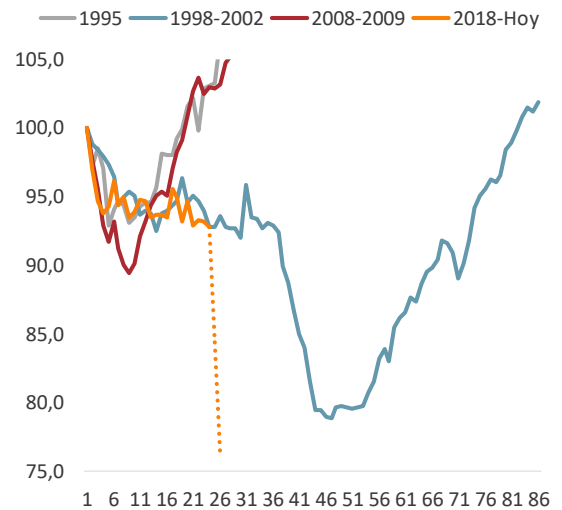
Estamos ante una situación sin precedentes que no se compara siquiera con lo que sucedió en Argentina en el año 2001. Si bien el impacto final de la recesión resultante del COVID-19 podría ser similar o no mucho más agudo que en la crisis 2001-2002 (en la que la economía cayó 14,9%), lo cierto es que la velocidad del derrape en esta ocasión será mayor. En tan sólo tres meses, la actividad mostraría la misma contracción que en un año y medio de la peor crisis que haya vivido Argentina, ya que proyectamos un desplome de 16% en términos desestacionalizados.

Sin embargo, hay un aspecto esperanzador en este caso, y es que en cuanto las restricciones a la producción, comercio y circulación se levanten, la economía debería repuntar rápidamente. Para el tercer trimestre del año, prevemos un rebote de gran magnitud (en el orden del 20% desestacionalizado). Esto es,

siempre y cuando la cuarentena no dañe permanentemente el entramado productivo. Aquí es donde entra en juego el paquete de medidas fiscales que está implementando el gobierno, cuyo propósito es atravesar la tormenta, minimizando impactos que pudiesen comprometer la recuperación.

### EMAE Desestacionalizado

Índice 100 = inicio recesión



### ESTÍMULO FISCAL: CADA CENTAVO CUENTA

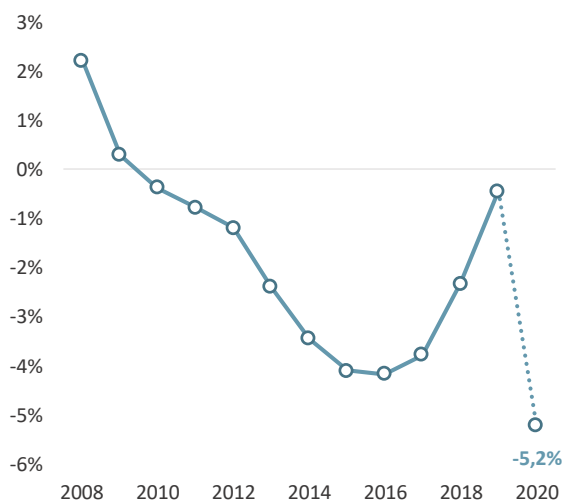
La reacción del gobierno argentino no ha diferido de aquella que han tenido otras naciones, que también han implementado paquetes fiscales que buscan brindar cierto alivio a las secuelas que la cuarentena tiene sobre la actividad económica. Claro está que la capacidad de respuesta que tiene nuestro país es considerablemente menor a cualquier estímulo que puedan implementar los gobiernos de países desarrollados como Estados Unidos, Japón o miembros de la Unión Europea. Pero incluso es inferior a los paquetes que pueden otorgar países de la región, cuyas cuentas fiscales están más equilibradas y que no tienen que lidiar con la elevada inflación que aqueja a Argentina.

Tal es el caso de Chile, por ejemplo, cuyo estímulo fiscal llega a 5% de su PBI, a la par que

su Banco Central comienza a implementar una política monetaria expansiva. En el marco de una inflación anual menor al 3%, un déficit fiscal primario de 1,8% del PBI y acceso al mercado de deuda tanto local como internacional a tasas razonables, estas medidas permiten paliar el impacto del coronavirus sobre su economía sin sembrar peligros que habrá que sortear en el futuro, cuando la crisis sanitaria termine.

En el caso de Argentina, la potencia de las medidas no sólo es menor, sino que además pueden jugar en contra una vez finalizada la crisis relacionada con el COVID-19. Desde que comenzara la pandemia, el gobierno ha implementado una batería de medidas que representarían un esfuerzo adicional sobre las cuentas fiscales equivalente a alrededor de 3% del PBI argentino. De este modo, entre recesión e incremento del gasto y con un punto de partida de un rojo de 1% del producto, el déficit fiscal primario de 2020 tendría un piso de 5,2%.

**Resultado Fiscal Primario**  
En % del PBI




Uno de los primeros anuncios fue el otorgamiento de bonos extraordinarios a jubilados y beneficiarios de asignaciones universales durante el mes de marzo (con un costo fiscal de alrededor de 0,1% del PBI). A esto se sumó luego el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) de ARS 10.000, que originalmente estaba

previsto para unos 3,6 millones de beneficiarios (entre los que estaban incluidos automáticamente quienes perciben Asignación Universal por Hijo y por Embarazo y al cual podrían acceder monotributistas categoría A y B, y desempleados), con un costo fiscal estimado en 1,2% del PBI. No obstante, la ANSES terminó anunciando que el IFE sería recibido por más de 7,8 millones de personas, y se estima además que éste se otorgaría también en mayo (si bien todavía no se ha oficializado tal decisión). En ese caso, el peso de esta medida ascendería a 0,52% del producto.

En las últimas semanas se han sumado medidas orientadas a mitigar el impacto del aislamiento obligatorio sobre el sector productivo. Dentro del marco del Programa de Asistencia de Emergencia para el Trabajo y la Producción (ATP), el gobierno anunció que otorgará una asignación compensatoria al salario, haciéndose cargo del pago del 50% de la remuneración de los trabajadores de todas aquellas empresas que hayan visto afectadas sus ventas y su nivel de facturación por las medidas de aislamiento obligatorio (sin límites a la cantidad de empleados, como inicialmente estaba estipulado). El monto mínimo que se pagará por empleado equivale a un Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVM), actualmente en ARS 16.875, mientras que el máximo será de dos SMVM; es decir, ARS 33.750.

También como parte del ATP se anunció la extensión del seguro de desempleo y se incrementó el monto de las prestaciones económicas por desempleo a un mínimo de ARS 6.000 y un máximo de ARS 10.000. Además, se declaró la ampliación en el plazo para el pago de las contribuciones patronales y la reducción de hasta el 95% el pago de las mismas. El costo final de este segmento del Programa ATP todavía se desconoce, dado que la inscripción por parte de empresas cerró el 23 de abril, pero se estima que sería de 0,4% del PBI.



En las últimas semanas se anunció también el otorgamiento de créditos a tasa cero de hasta ARS 150.000 para monotributistas de las categorías A a K y para autónomos, siempre y cuando no sean beneficiarios del IFE ni reciban ingresos por un trabajo en relación de dependencia. Esta medida busca alcanzar a aquellas personas que habían quedado fuera del universo de beneficiarios del IFE. Los préstamos serán a devolver en doce cuotas y contarán con seis meses de gracia. Estos créditos contarán con un subsidio del 100% del costo financiero total (estimado en ARS 11.000 M), mientras que el Fondo de Garantías Argentina (FOGAR) podrá avalar hasta el 100% de los créditos sin exigir contragarantías, para lo que el gobierno transferirá al FOGAR, como aporte directo, ARS 26.000 M. Entre el subsidio al costo financiero total y el aporte al fondo de garantía, el gobierno incurrirá en un gasto equivalente a 0,12% del PBI. Este último se suma al aporte de ARS 30.000 M (0,1% del PBI) que el gobierno había hecho al FOGAR a principios de abril, en concepto de garantías para préstamos a tasa del 24% para que las PyME puedan afrontar pagos de capital de trabajo.

El gobierno creó también el Programa de Emergencia Financiera Provincial que consiste en asistir financieramente a las provincias mediante la asignación de ARS 120.000 M provenientes de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) y otros recursos canalizados a través del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial. Esta asistencia por parte del Gobierno Nacional a las provincias equivale a 1,2% del PBI y busca “sostener el normal funcionamiento de las finanzas provinciales y cubrir las necesidades ocasionadas por la epidemia de coronavirus”. Además, el Estado Nacional transferirá al Fondo Fiduciario otros ARS 60.000 M para otorgar préstamos a las jurisdicciones provinciales que lo soliciten.

Con una caída de la actividad de semejante magnitud, el impacto sobre la recaudación será

también elevado. La elasticidad entre la recaudación tributaria y PBI es mayor a uno (de hecho, es de alrededor de 1,6), lo que significa que por cada punto de caída (o crecimiento) de la economía, los ingresos del sector público se contraen (o incrementan) más que proporcionalmente.

Dada la caída de la economía de 8,1% prevista para este año, la relación entre los ingresos y la actividad económica nos permite proyectar una intensificación en el déficit fiscal primario de 1,2 puntos porcentuales respecto de la proyección que teníamos a principios de año (estimada en 1,0% del PBI). Cabe recordar que en el Informe anterior la recesión prevista para 2020 era más suave y, por ende, el efecto sobre la recaudación tributaria y el resultado fiscal era menor (0,6 puntos del PBI).

El deterioro de las cuentas fiscales ya se evidenció en el resultado de marzo, que mostró una contracción real de los ingresos de 11,9% respecto de igual mes de 2019. Por su parte, el gasto se incrementó 14,6% en términos reales, lo que dio lugar a un déficit primario equivalente a 0,4% del PBI sólo en marzo.

## LA NOMINALIDAD IMPONE SU LÍMITE

Ante la fuerte caída de la recaudación y sin acceso al crédito ni ahorro previo por parte del gobierno, el paquete fiscal tendrá que ser financiado mayormente mediante la emisión monetaria. Al déficit fiscal de 5,2% del PBI (que equivale a ARS 1.570 MM) se suman también vencimientos de deuda en pesos por un total de ARS 260 MM y ARS 387 MM en concepto de los pesos emitidos como resultado de la compra de parte de las divisas provenientes del superávit comercial. En el primer caso, el supuesto es que el 85% de los vencimientos de capital e intereses logra ser refinanciado, lo que implicaría la necesidad de monetizar el 15% restante. En el segundo caso, el supuesto es que el BCRA



comparará unos USD 5 MM netos al sector privado, provenientes de la liquidación de los dólares provenientes de las ventas al exterior.

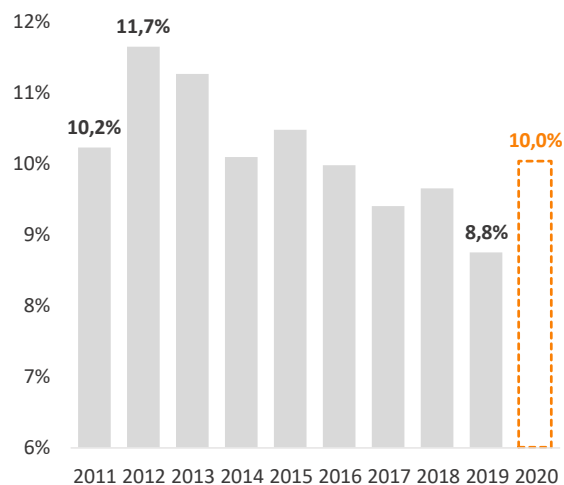
Esto implicaría una emisión total de ARS 2.217 MM y un crecimiento de la Base Monetaria de 120% en 2020, algo completamente inviable dadas las circunstancias actuales: la demanda de dinero se encuentra en ratios históricamente bajos (cerró 2019 en 8,8% del PBI), mientras que la inflación se ubica en el rango del 45%-55% desde hace ya dos años y muestra un promedio de más de 30% en la última década y media. A diferencia de cierto margen que pueden tener economías con demanda de dinero estable o niveles de inflación bajos para sortear esta situación mediante un estímulo monetario, semejante emisión de pesos implicaría una presión excesiva sobre la preexistente nominalidad de la economía argentina.

Es por ello que asumimos que este año habrá tres válvulas de escape que desagotarán algo de la presión proveniente de las necesidades de financiamiento del gobierno nacional. En primer lugar, la existencia de controles cambiarios garantiza cierta recomposición en la demanda de dinero, si bien no lo suficientemente grande como para absorber todo el potencial incremento en la oferta. Entre el 2011 y el 2012, cuando se impusieron controles cambiarios que impidieron volcar todo el excedente de pesos al dólar, la demanda de dinero se recuperó, con la Base Monetaria (BM) pasando de 10,2% a 11,7% del PBI. Para este año prevemos una recuperación de 1,2 p.p. de la BM, ubicándose en 10% del PBI. Este incremento permitirá monetizar parte de las necesidades de financiamiento con un riesgo inflacionario más acotado.

En segundo lugar, creemos que Argentina podría obtener algún tipo de financiamiento extraordinario por parte de Organismos Internacionales. Una posibilidad es que el Fondo Monetario Internacional realice una emisión

excepcional de Derechos Especiales de Giro (DEG), tal como lo hizo durante la crisis global de 2008-2009. Dada la cuota que el país tiene en el FMI, esto equivaldría a unos USD 3 MM que se utilizarían para financiar parte del paquete de estímulo fiscal. Esto restaría unos ARS 232 MM de las necesidades de financiamiento del Tesoro, aliviando la presión sobre la emisión de pesos.

**Base Monetaria**  
En % del PBI



En tercer lugar, está la posibilidad de que el Banco Central esterilice parte de la emisión mediante el uso de Pases y LELIQ, tal y como viene haciendo hasta ahora. Si a las necesidades de pesos restamos el efecto la recuperación marginal en la demanda de dinero y la llegada de los mencionados fondos provenientes de Organismos, el BCRA tendría que incrementar su stock de pasivos remunerados en alrededor de ARS 845 MM que, con una tasa de interés de referencia promediando 38% en 2020, llevaría a que para fin de año el stock de LELIQ y Pases crezca alrededor de 138% en relación al cierre de 2019. De acuerdo con nuestros cálculos, ello implicaría que los pasivos remunerados pasen a representar el 90% de la Base Monetaria en diciembre 2020, cuando a fines de año pasado este ratio había sido de 62%. Si bien se trata de una proporción elevada, la alternativa sería la

emisión de pesos y, dada la elevada nominalidad de Argentina la opción presenta riesgos.

La monetización de las necesidades de financiamiento del Tesoro ya puede verse. Desde que se iniciara la cuarentena obligatoria 19 de marzo y hasta el 22 de abril (último dato disponible), el Banco Central ya lleva emitidos ARS 340 MM para financiar al Gobierno: ARS 130 MM en concepto de Adelantos Transitorios y ARS 210 MM vía la remisión de Utilidades y Dividendos. Hacia adelante, llegando al límite de Adelantos Transitorios que el BCRA puede girar al Tesoro, el resto del financiamiento probablemente se canalice en la remisión de Utilidades y Dividendos. El Tesoro todavía puede recibir unos ARS 163 MM por parte del BCRA vía Utilidades aprobadas del ejercicio 2018. A ello se le sumarían las Utilidades de 2019. Si bien todavía no se ha publicado el Estado de Resultados correspondiente al año pasado, el cambio en la valuación de Letras Intransferible a fines de 2019 habría permitido que el BCRA cierre el ejercicio con un resultado lo suficientemente elevado como para cubrir las mencionadas necesidades de pesos del Tesoro.

Es importante destacar que el análisis de la evolución de las variables monetarias depende de un supuesto clave: una renegociación exitosa de la deuda con legislación internacional. Sin ella, la demanda de dinero no sólo no se recuperaría, como esperamos, sino que incluso podría caer. Asimismo, la posibilidad de acceder al financiamiento de Organismos Internacionales se vería dificultada en el caso de no llegar a un acuerdo con los tenedores de deuda argentina. En ese contexto, los peligros de una emisión excesiva se volverían mucho más notorios.

## OFERTA DE DEUDA

Finalmente, el viernes 17 de abril por la tarde mediante la publicación de un comunicado de prensa el Ministro de Economía formalizó una

oferta a los acreedores de deuda soberana con legislación extranjera. Mayores precisiones se dieron a conocer el miércoles 22 cuando el Prospecto de la oferta fue publicado por la SEC.

El gobierno ha enmarcado la negociación a un período de dos semanas fijando un cierre de la propuesta para el 8 de mayo a las 5:00 pm (hora de Nueva York). Asimismo, Argentina se reserva el derecho de terminar anticipadamente o extender el periodo de la oferta. La fecha de liquidación de los nuevos bonos sería el 13 de mayo, siempre y cuando el país no realice modificaciones sobre el calendario establecido. De este modo, el gobierno apunta a concluir las negociaciones antes de que finalice el periodo de gracia de 30 días producto del impago de los cupones de los bonos Globales AA21/AA26/AA46 que debía realizarse el 22 de abril, buscando así evitar el default. No obstante, el gobierno también puede en el transcurso del periodo de gracia hacer efectivo el pago de los intereses adeudados, logrando así extender las negociaciones por un periodo adicional de dos meses en donde el país no debe afrontar ningún vencimiento en moneda extranjera. Los comentarios recientes del Ministro de Economía parecieran indicar que el gobierno no estaría contemplando este curso de acción. No obstante, acorde transcurren los días esta sigue siendo una opción válida para el gobierno si lo deseara.

En términos generales, la oferta incluye un canje de los bonos existentes por 10 nuevos bonos (5 en denominados en dólares y 5 en euros) con vencimientos en 2030, 2036, 2039, 2043 y 2049. Todos los instrumentos cuentan con una escala creciente de cupones y un periodo de gracia por los primeros tres años. Las quitas de capital son relativamente pequeñas (entre 5% y 12%) en tanto que la oferta se centra en un agresivo recorte sobre los intereses y extensión de plazos. Medios y analistas han hecho foco en el último tiempo en la cuestión de la "Exit Yield", es decir el descuento con el cual eventualmente

cotizarían los nuevos instrumentos en el mercado. Si la propuesta se valuara a un descuento del 12%, el valor presente neto (VPN) de los nuevos instrumentos promediaria los USD 32,4. Si la *Exit Yield* fuera menor, en torno al 10%, el VPN promedio aumenta a niveles de USD 40,1.

Tras conocerse la oferta, los principales comités de acreedores que nuclean a los fondos del exterior plantearon su rechazo a la misma, mostrando, sin embargo, voluntad de negociar. En tanto, el gobierno plantea que la oferta no puede mejorarse sin comprometer la sostenibilidad de la deuda y que lo presentado es el máximo esfuerzo que el país puede realizar.

Creemos que existe espacio para que las partes acerquen posiciones para llegar a un entendimiento mutuo. Las modificaciones que pueden realizarse sobre la oferta original son variadas y pueden combinarse para determinar mejoras en los VPNs de los nuevos instrumentos. A modo de ejercicio, realizamos las siguientes modificaciones sobre la propuesta original: a) acortar el periodo de gracia haciendo efectivo el pago de los primeros intereses hacia fines de 2021 b) Incremento de 100 pbs de los cupones de intereses y 3) capitalización de intereses (tomando como cupón el máximo de cada instrumento). Existen otras opciones no contempladas sobre el ejercicio como menores quitas de capital o algún tratamiento sobre los intereses corridos que también podrían plantearse en la negociación.

Al realizar las modificaciones mencionadas anteriormente y aplicando un descuento del 10%, el VPN de los nuevos instrumentos promediaria USD 56,6 comparables contra los USD 40,1 de la propuesta original. Más aun, las mejoras propuestas son compatibles con los objetivos planteados por el gobierno en tanto que no alteran sustantivamente los senderos de sostenibilidad de la deuda y se enmarcan bajos los lineamientos presentados por el FMI.

### **Economista Jefe**

Hernán García

(5411) 6329-3968

Hernan.Garcia@bancogalicia.com.ar

---

### **Macroeconomía**

Martín Quinteiro

(5411) 6329-3667

martin.quinteiro@bancogalicia.com.ar

Florencia Bazet

(5411) 6329-3965

florencia.bazet@bancogalicia.com.ar

Josefina Dabusti

(5411) 6329-3175

josefina.dabusti@bancogalicia.com.ar

---

### **Estrategia**

Diego Chameides

(5411) 6329-3932

diego.chameides@bancogalicia.com.ar

Santos Benjamín Saguier

(5411) 6329-5877

benjamin.saguier santos@bancogalicia.com.ar

Javier Martínez Serra

(5411) 6329-4922

javier.martinezserra@bancogalicia.com.ar

Este material es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Las estimaciones contenidas en él están realizadas en base a información conocida a su fecha de emisión, y podrían variar si se modificaran las circunstancias que han sido tenidas en cuenta para su elaboración. Los contenidos de este documento se basan en información disponible al público y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por Banco de Galicia S.A. y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía ni expresa, ni implícita, respecto de su precisión o integridad. Este reporte no tiene el carácter de asesoramiento o recomendación para seguir alguna acción específica. Todos los términos aquí utilizados deben ser considerados de acuerdo a las leyes argentinas.