

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

54° | Diciembre 2020

 <https://itegaweb.org/>

 [Facebook.com/itegaok](https://www.facebook.com/itegaok)

 consultas@itegaweb.org

 [@itegaok](https://twitter.com/itegaok)



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

En octubre la economía se contrajo un -4,1% respecto del mismo mes de 2019, siendo el séptimo mes de impacto negativo por la pandemia COVID-19. En los primeros diez meses de 2020 se registra una caída anual de -9,4%. Mientras tanto, el indicador en términos mensuales sin estacionalidad presentó un crecimiento de 1,2% respecto a septiembre.

Como venimos marcando hace varios meses, la oferta viene creciendo de manera errática, pero con crecimiento al fin, sobre todo acompañada por inversiones en construcción y maquinaria y equipos. Pero, el consumo no logra repuntar y esto viene de la mano de una caída sostenida de los ingresos reales, agravado por la aceleración de la inflación que se vio en octubre.

No solo la recuperación de la economía después de la pandemia tiene forma de raíz cuadrada invertida, sino también que esta comienza a presentar forma de "serrucho" haciendo que la misma parezca un sube y baja y atente contra la estabilidad económica, condición necesaria pero no suficiente para una recuperación exitosa.

Por el lado fiscal, el resultado de octubre volvió a marcar una reducción en la brecha entre gastos y recursos, que aún se mantiene en niveles elevados. Mientras que a lo largo del 2020 el déficit fue cubierto de manera casi exclusiva por el financiamiento monetario, en el mes de octubre se había abierto un espacio para el financiamiento mediante las emisiones de títulos dólar linked. Sin embargo, en el mes de noviembre la estrategia financiera se volcó nuevamente hacia las emisiones en pesos, lo cual dejó un balance menos entusiasta sobre las posibilidades de acceso al financiamiento en esa moneda.

Esto pone un foco de alarma en el frente cambiario, que en los últimos meses se había estabilizado, luego del cambio fuerte de timón que mostraron las políticas del BCRA. Dicha estabilización se logró gracias a tres elementos vinculados con la absorción y el manejo de la liquidez. En primer lugar, justamente la mayor absorción por parte del Tesoro con la colocación de bonos dólar linked. En segundo lugar, la aplicación de una

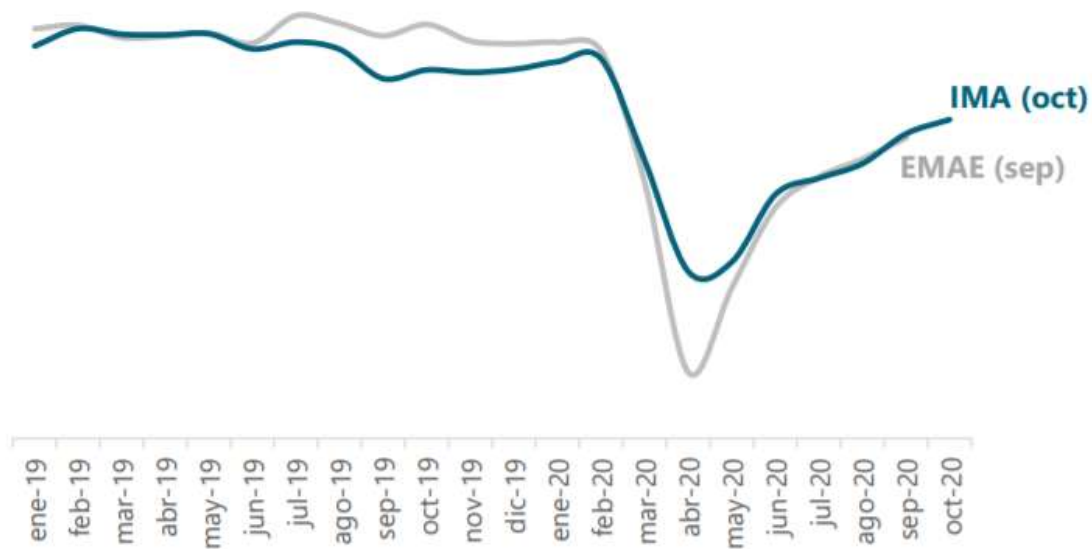
política monetaria decididamente contractiva; y, por último, las señales vinculadas con la reducción de la asistencia monetaria por parte del BCRA para el financiamiento del déficit fiscal.

En base a las señales que está enviando la política macroeconómica, no es impensable una estrategia que tenga como referencia apostar por una normalización de la monetización de la economía como ancla nominal de cara al año que viene, acuerdo con el FMI mediante.

¿Arranca? O sea, sí, pero no.

En octubre la economía se contrajo un **-4,1%** respecto del mismo mes de 2019, siendo el séptimo mes de impacto negativo por la pandemia COVID-19. En los primeros diez meses de 2020 se registra una caída anual de **-9,4%**. Mientras tanto el indicador en términos mensuales sin estacionalidad **presentó un crecimiento de 1,2% respecto a septiembre**. En términos anuales los únicos componentes del IMA que presentaron crecimiento en el mes de octubre fueron los despachos de cemento y los préstamos comerciales en términos reales.

La actividad se sigue recuperando
Índice Mensual de Actividad (IMA) y EMAE



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía e INDEC.

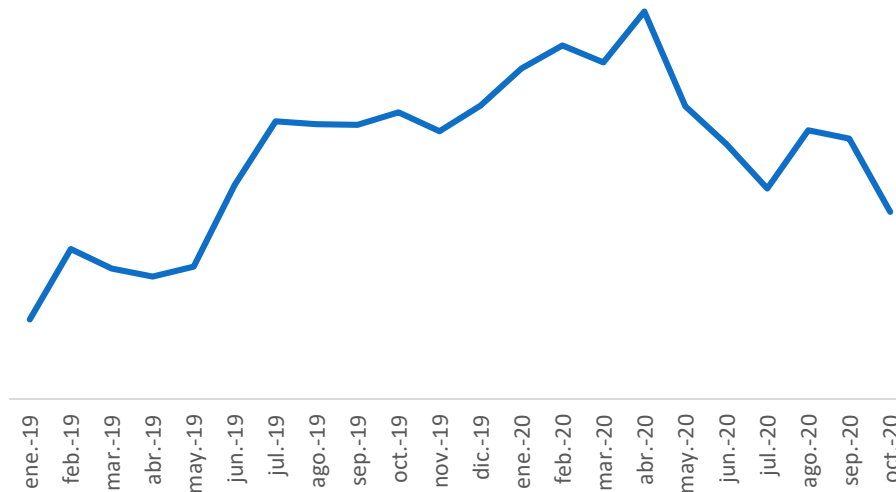
El consumo medido por el Índice Mensual de Consumo exhibió en el mes de octubre una contracción de -3,0%, desacelerando su caída. Aunque por otro lado mostró una merma de -2,1% en términos mensuales en comparación con el mes anterior, después de 5 meses de crecimiento ininterrumpido.

De acuerdo, a CAME las ventas minoristas pymes descendieron -14,9% anual, según las variaciones promedio en sus cantidades vendidas informadas por los comercios. Incluye tanto modalidad online como en locales físicos. Todos los rubros relevados cayeron, incluyendo Farmacias

(3,6%) y Alimentos y Bebidas (4,3%) por las menores ventas en casas de comida, panaderías, kioscos, bebidas en general, entre otros.

Las expectativas de consumo no son buenas

Índice De Confianza Del Consumidor

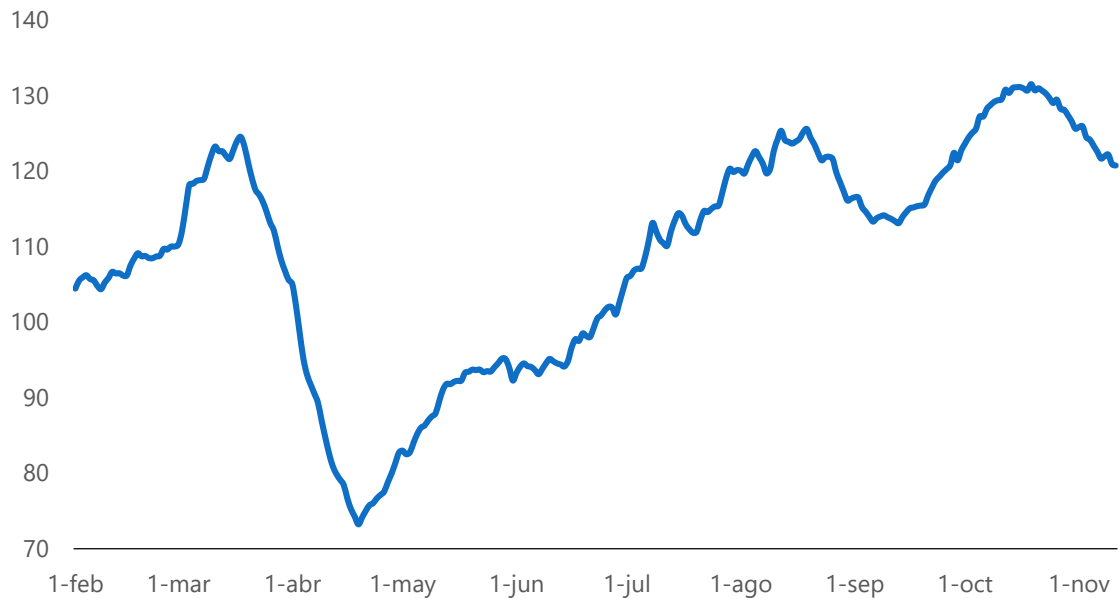


Fuente: UTDT.

Según la encuesta realizada por la UTDT, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) bajó -3,7% respecto al mes de septiembre. En la comparación anual, el índice muestra una caída de -11,3% respecto a octubre de 2019. Dentro de los componentes, el de Situación Personal baja -9,4%, el de Situación Macroeconómica baja -7,8%, y el de Bienes Durables e Inmuebles sube 15,0%, respecto al mes anterior. En la distribución por nivel de ingresos, la confianza del consumidor desciende -0,9% para los mayores ingresos y -7,2% para los menores ingresos.

La actividad industrial repunta, pero con altibajos.

Var. interanual; media móvil 31 días; enero a noviembre 2020



Fuente: CEP XXI.

De acuerdo con el Índice Adelantado de Actividad Industrial del CEP XXI, en octubre la industria cerró con una suba del 0,5% anual y 2,6% mensual desestacionalizado. Tomando como referencia los datos de consumo de energía de CAMMESA, el aumento estuvo dado por sectores como Siderurgia, Maquinaria y Equipo, Minerales No Metálicos, Caucho y Plástico y Minerales No Metálicos. Sin embargo, Automotriz (-9,8%) y Producción Bovina (-6,9%) atenuaron en octubre la mejora. Los despachos de cemento aumentaron 13% anual y la producción de Acero, tras la fuerte caída presentada desde el inicio de la pandemia, creció 0,1% anual. Desde el mes de agosto de este año, el índice adelantado de la actividad industrial del CEP XXI viene presentando altibajos, haciendo muy difícil la consolidación del crecimiento.

Como venimos marcando hace varios meses, la oferta viene creciendo de manera errática, pero con crecimiento al fin, sobre todo acompañada por inversiones en construcción y maquinaria y equipos. La vuelta al trabajo del sector industrial y comercial ya se ve consolidada sobre todo por el pasaje del ASPO al DISPO en la totalidad del territorio nacional. Pero, el consumo no logra repuntar y esto viene

de la mano de una caída de los ingresos reales, tanto por el descenso en el empleo asalariado privado registrado y el empleo no registrado (en mayor medida), siendo levemente compensado por un incremento en el sector monotributista.

A su vez, el mes de octubre tuvo una aceleración de la inflación, la cual venía estable en los meses anteriores debido a la restricción de movimiento y la baja actividad económica. Asimismo, se le suma la baja cantidad de cierres paritarios, y los que se llevaron a cabo en su mayoría se situaron por debajo de la inflación acumulada. Por último, en el mes de octubre la situación cambiaria fue altamente dificultosa y eso se tradujo en un incremento de las expectativas de devaluación, generando un aumento de ahorro precautorio y especulativo en desmedro del consumo presente.

No solo la recuperación de la economía después de la pandemia tiene forma de raíz cuadrada invertida sino también que esta comienza a presentar forma de "serrucho" haciendo que la misma parezca un sube y baja y atente contra la estabilidad económica, condición necesaria pero no suficiente para una recuperación exitosa.

Resultado fiscal: ¿equilibrio fiscal vs movilidad jubilatoria?

El resultado fiscal de octubre volvió a marcar una reducción en la brecha entre gastos y recursos. Como se observa casi de forma ininterrumpida desde junio, los ingresos comenzaron a recomponerse de la mano de los impuestos sobre los ingresos, restando aún que dinamice la recaudación vinculada al consumo (IVA), mientras el gasto primario mantiene un considerable crecimiento en términos reales.

Si bien los ingresos se mantienen muy por debajo de la evolución del gasto primario, la brecha en las variaciones anuales comenzó a acercarse luego de generar una diferencia de 94 puntos porcentuales en el mes de mayo con el gasto primario creciendo al 97% anual y los ingresos haciéndolo a solo el 2%. En octubre, en cambio, el gasto se incrementó un 55% mientras

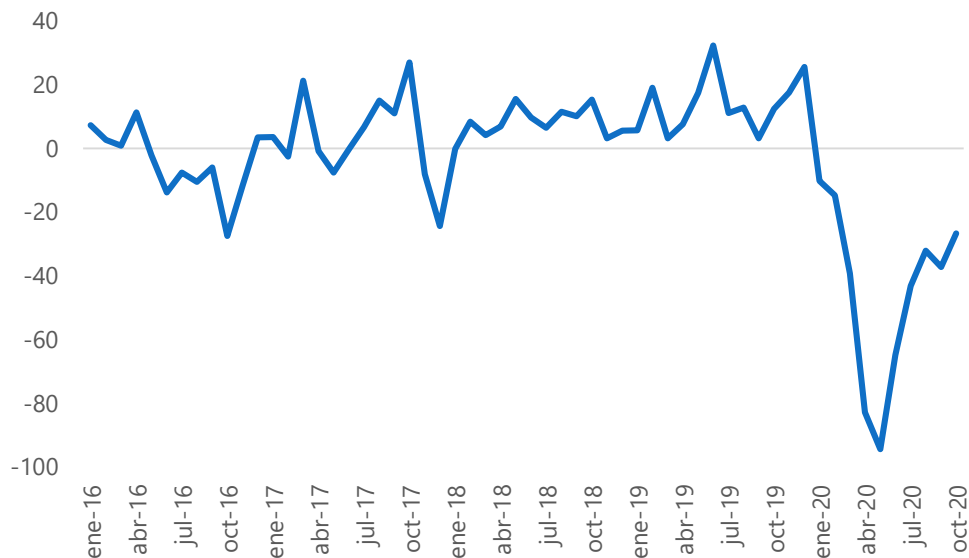
que los recursos lo hicieron en un 28%, marcando por ambas partidas una desaceleración respecto a las variaciones del mes pasado.

A pesar de esa mejora, **la brecha en el crecimiento a favor del gasto se mantiene en valores considerables respecto de la evolución de los últimos años, aunque se espera que en los dos meses que quedan retorne a los umbrales históricos a partir del gradual desarme de las políticas de emergencia.**

En este sentido, en las últimas semanas se anunció que el programa ATP de subsidio a empresas finaliza en diciembre, mientras que se descartó el pago de una cuarta cuota del IFE para dar paso a una restructuración de este programa en otros focalizados (Plan Potenciar Trabajo y Plan Potenciar Joven). Como ocurrió a la salida de la crisis de 2001 con el Plan Jefes y Jefas, que derivó en el Plan Familias por la Inclusión Social y el Programa Jóvenes con Más y Mejor Trabajo, lo que el gobierno busca es mantener un nivel de beneficio similar al del IFE (alrededor de \$10.000) pero reduciendo significativamente la población alcanzada.

Se sigue acortando la brecha entre gastos e ingresos

Dif. en las tasas de variación anual de ingresos y gasto primario (en p.p.)



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

La movilidad de la seguridad social en su laberinto

Luego del debate por el aporte extraordinario a las grandes fortunas, sin dudas el tema más relevante en el plano fiscal de las últimas semanas fue la movilidad que rige para los más de 16 millones de beneficiarios y beneficiarias del sistema jubilatorio y de asignaciones familiares contributivas y no contributivas.

Como el gobierno había planteado en los primeros días de su gestión, la ley de movilidad que había impuesto Cambiemos a fines de 2017 sería reformulada para proponer un nuevo esquema durante el segundo semestre del 2020.

A la suspensión de la ley vigente la complementaron: 1) el otorgamiento de dos sumas fijas \$5000 cada una en diciembre 2019 y otra en enero 2020, 2) el vademécum de 170 medicamentos gratuitos para adultos mayores y 3) una serie de incrementos por decreto¹ mientras se trabajó en un nuevo proyecto que terminó por ser casi una réplica del vigente durante 2008 y 2017.²

En consecuencia, el debate público se concentró en plantear si esto redundaba en un ajuste o no sobre los jubilados, comparando la fórmula de movilidad del kirchnerismo (combinaba ingresos de la ANSES corregidos por evolución de beneficios jubilatorios y evolución de salarios) contra la fórmula macrista (70% inflación y 30% salarios). En otras palabras, **lo que se intentó definir es si es posible que esta nueva-vieja fórmula mejore las condiciones de vida de los beneficiarios a la vez que sea más efectiva para contener el déficit fiscal.**

¹ En los últimos días, un fallo de la Cámara Federal de Paraná dictaminó que estos decretos de actualización de haberes son inconstitucionales y declaró vigente la ley de movilidad anterior aprobada a fines de 2017. Si bien el fallo se aplica a un caso individual y será apelado por el gobierno, sienta un precedente en la jurisprudencia.

² Con los cambios que parecen serán propuestos en el Senado luego de la media sanción, las principales diferencias con el régimen anterior son: 1) serán actualizaciones trimestrales en lugar de semestrales, replicando la lógica de la fórmula del macrismo y 2) se incorpora una de cláusula "legislación constante", la cual establece que los cambios en la política tributaria o en las condiciones de acceso a los beneficios no deben tener efecto en la movilidad. En particular, este último punto obligaría a realizar estimaciones contrafácticas recurrentes para estimar la pauta de actualización.

En un plano conceptual, **es indeterminado definir si una fórmula es mejor que otra en términos de mejorar la calidad de vida de jubilados y jubiladas dado que terminan siendo endógenas al modelo económico y al patrón de crecimiento.**

Lo que sí queda claro, y siempre en términos conceptuales, es que la fórmula del kirchnerismo terminaba por endogeneizar la sostenibilidad del sistema previsional ya que incorporaba la evolución de ingresos de ANSES. Pero también es cierto que la fórmula de Cambiemos, aun sin incorporar esta variable, parecía haber logrado contener mejor el déficit fiscal, claro que al precio de terminar otorgando actualizaciones menos favorables.

En un plano empírico, lo que ha abundado es la comparativa entre una fórmula y otra en el período 2008-2020. Al ser una ventana de tiempo que capta períodos expansivos, contractivos y de estancamiento, con varios shocks cambiarios y diferentes políticas económicas (heterodoxas y ortodoxas), parece ser un buen laboratorio para discutir cuál parece ser la fórmula más beneficiosa para los y las beneficiarios y beneficiarias del sistema de protección social.

Sin embargo, la fórmula de 2008-2017 que parece volver mediante esta nueva reforma, no puede reconstruirse a través de información pública cómo si ocurre con la vigente entre 2018 y 2019.

Un laberinto metodológico se abre en este punto. La fórmula del kirchnerismo menciona a los ingresos tributarios de ANSES, pero no queda claro si incluye las rentas de la propiedad, o si se deben considerar solo los aportes y contribuciones excluyendo las rentas generales (IVA, ganancias e impuesto al cheque con destino a ANSES, principalmente). Por otro lado, los define netos de aportes del Tesoro para cubrir eventuales déficit, pero no se publica el destino específico de los aportes del Tesoro que se giran a ANSES. Por último, estos recursos se deben dividir por la cantidad de beneficiarios, información que tampoco es pública y no está claro si incluye a beneficiarios por regímenes especiales (aunque por sucesivas reglamentaciones de la ley está claro que se debe excluir a beneficiarios de moratorias). Depende el supuesto que se haga para cada uno de estos

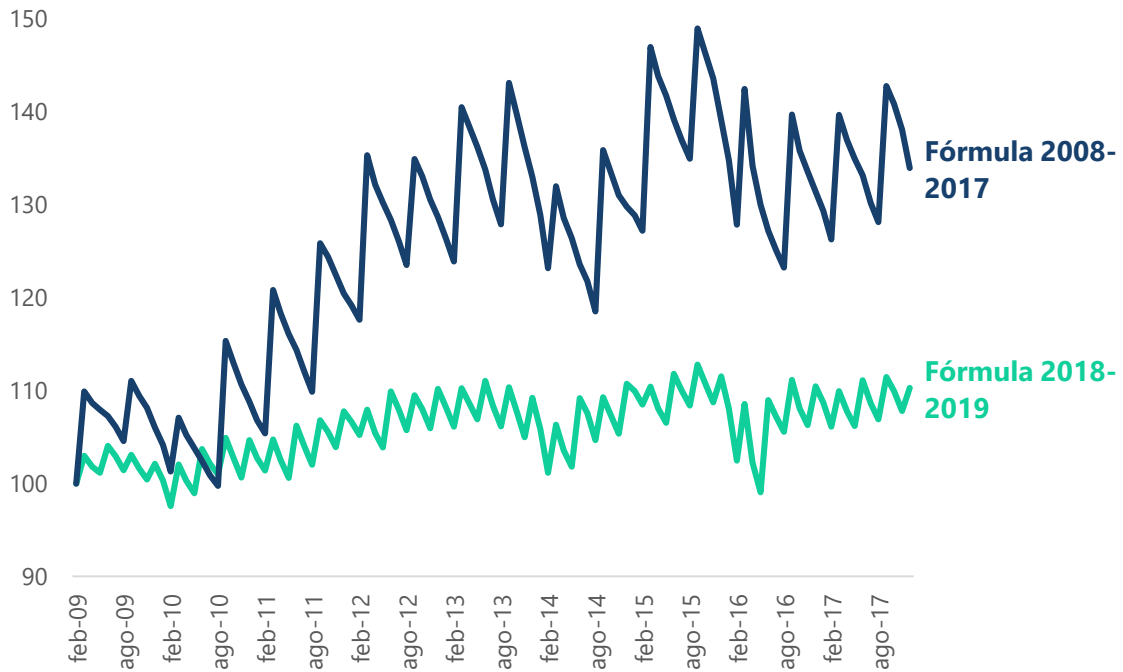
puntos, la pauta de movilidad puede arrojar valores muy disímiles, aunque en general por encima de la pauta aprobada por el macrismo.

Dado que el gobierno anterior nunca publicó los valores de actualización que se hubiesen logrado de mantenerse la fórmula del kirchnerismo (presumiblemente para evitar eventuales demandas judiciales por inconstitucionalidad de su reforma al ser menos favorable para los y las jubiladas y jubilados), no es posible contar con una estimación precisa de la fórmula del kirchnerismo para el período posterior al 2018.

Por esta razón, la única ventana posible de comparar es la de 2008-2017, donde parecen obtenerse dos conclusiones como caras de una misma moneda, que deben considerarse aplicables solo al modelo económico entonces vigente: **1) la fórmula del kirchnerismo resultó más favorable para mejorar las condiciones de vida de los beneficiarios, 2) la fórmula del macrismo (70% inflación, 30% salarios) resultó más favorable para la contención del déficit fiscal.**

Comparando las fórmulas en términos reales

Evolución de cada fórmula en términos reales, base enero 2009=100



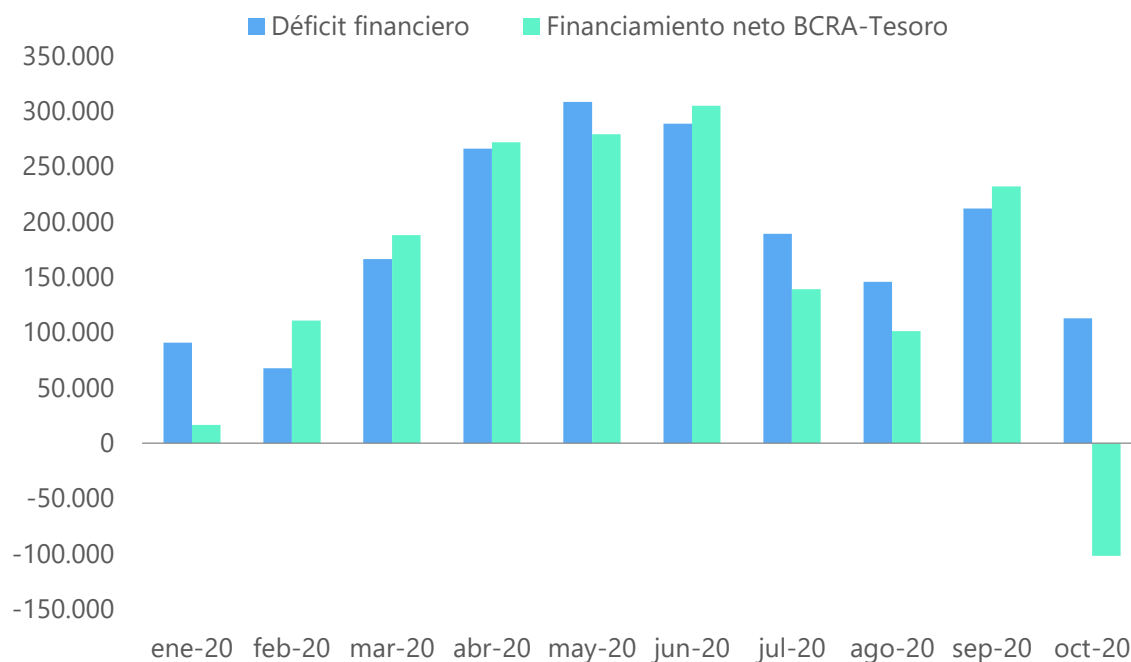
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

El acceso al crédito doméstico todavía es acotado

Mientras que a lo largo del 2020 el déficit ha sido cubierto de manera casi exclusiva por el financiamiento monetario, en el mes de octubre se había abierto un espacio para el financiamiento mediante las emisiones de títulos dólar linked. Con un total suscripto por \$266 mil millones (MM), estas operaciones permitieron alcanzar un financiamiento neto positivo en moneda local por \$224 MM durante octubre, que el Tesoro aplicó parcialmente a la cancelación de adelantos transitorios.

Déficit financiero y financiamiento monetario

En millones de pesos



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a MECON y BCRA.

Sin embargo, en el mes de noviembre la estrategia financiera se volcó nuevamente hacia las emisiones en pesos, lo cual dejó un balance menos entusiasta sobre las posibilidades de acceso al financiamiento en pesos.

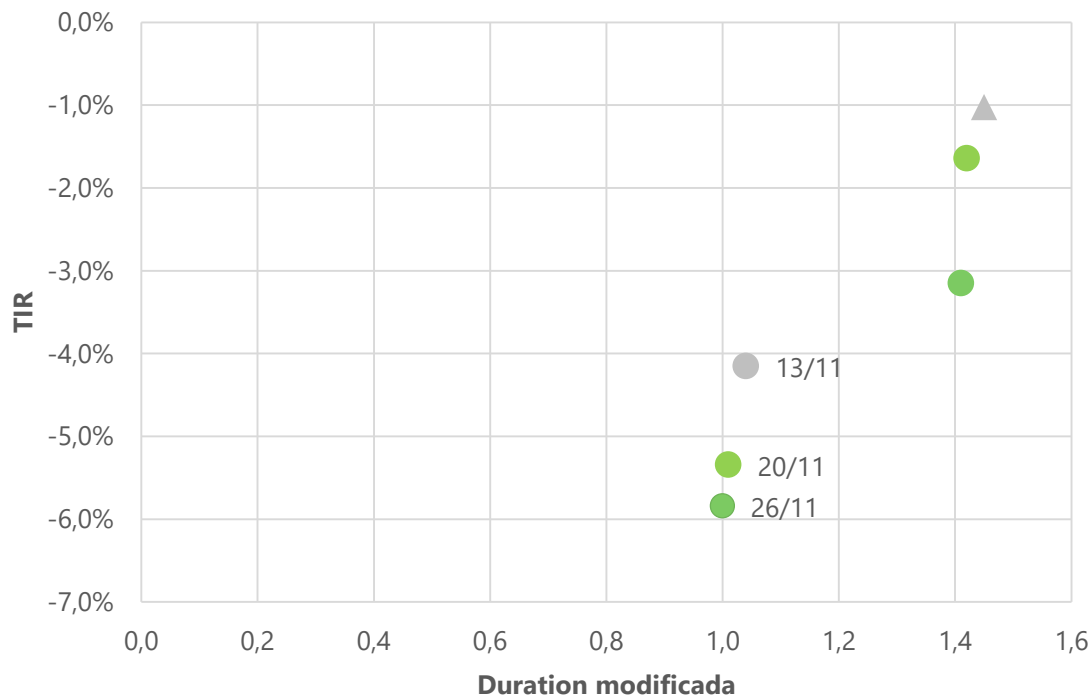
Frente a un escenario inicial que se presentaba con elevadas exigencias, con amortizaciones en pesos por \$447 MM en noviembre y \$480 MM en diciembre, el Tesoro despejó vencimientos de capital convirtiendo \$43 MM de Ledes -a diciembre, enero y febrero- a cambio de la emisión de USD 750 millones de bonos ley local a 2030 y 2035. Sobre el cierre del mes, instrumentos en pesos con vencimiento en diciembre por \$194 MM fueron canjeados por letras que ajustan a la tasa de pases y bonos CER. Aunque esto ha quitado presión sobre los vencimientos de diciembre, que serán de \$250 MM, el financiamiento neto obtenido en noviembre es de apenas \$19 MM.

Los datos reflejan que sin exponerse al riesgo de tipo de cambio el Tesoro aún tiene dificultades para financiarse en pesos, incluso cuando ofrece cobertura contra la inflación. Así lo muestra la demanda sobre la

curva dólar linked, que redujo su rendimiento hasta una TIR negativa de -5,4% en el título con vencimiento en mayo 2021.

Incremento de la demanda por cobertura en dólar

TIR y Duration modificada de TV21 y TV22



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a IAMC.

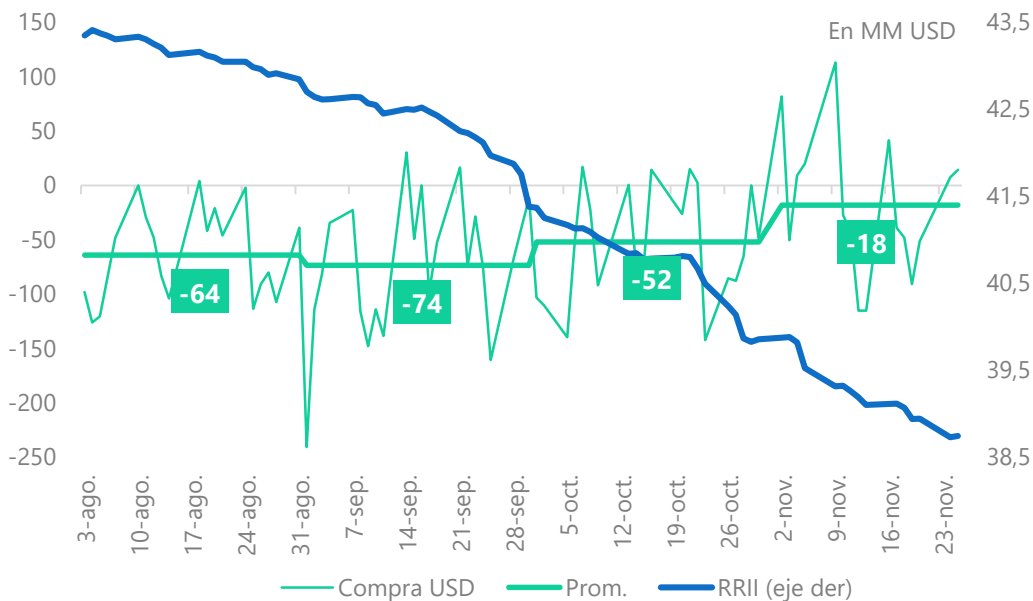
Camino hacia la normalización

Luego de los pormenores ocasionados por el “súper cepo” del 15S - reconocidos por el propio Gobierno-, las autoridades dieron un rápido golpe de timón que logró estabilizar la situación cambiaria, al menos en el corto plazo.

El principal síntoma de esta pax cambiaria es la significativa baja en la brecha cambiaria, y el resultado más visible es la estabilización del ritmo de caída de las reservas: luego de haber alcanzado un máximo de casi 132% en la cuarta semana de octubre, la brecha del Contado con liqui respecto del oficial se estabilizó en noviembre en alrededor del 85%, arrastrando al resto de las cotizaciones paralelas.

El mercado de cambios se estabiliza

En millones de USD



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a BCRA.

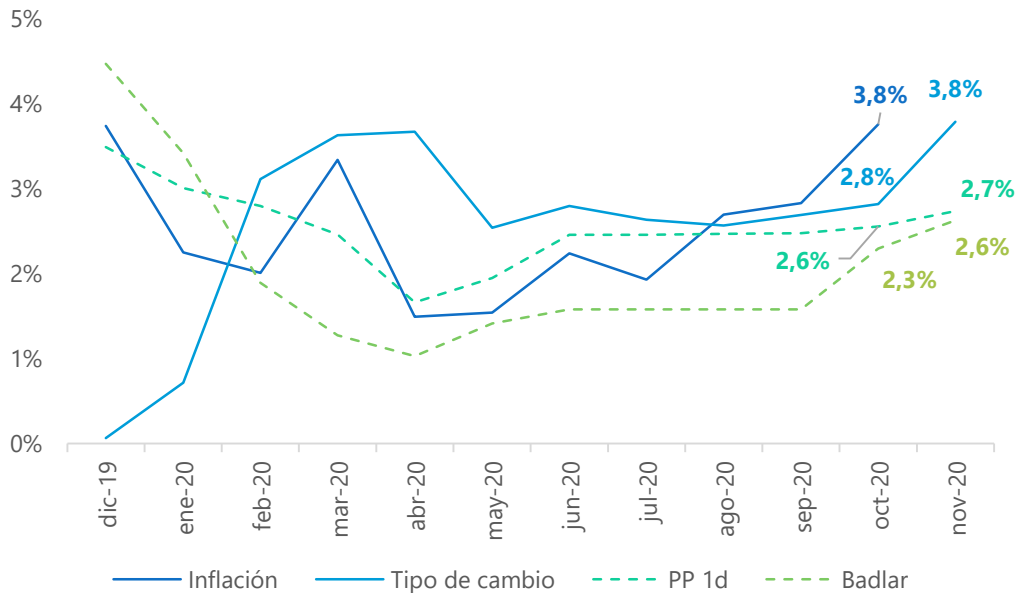
Asimismo, en el presente mes las ventas de divisas por parte del BCRA se redujeron por segundo mes consecutivo, alcanzando al 25 de noviembre un promedio diario de USD 18 millones (USD 52 M en octubre y USD 74 M en septiembre). Pero, además, el retroceso de los depósitos en dólares del sector privado tendió a estabilizarse, lo que permitió que el ritmo de caída de las reservas no se acelere, tal como venía ocurriendo en los últimos meses.

Estos resultados deberían reflejarse en las estadísticas del MULC del último bimestre del año, que en los últimos meses vienen golpeadas por la inestabilidad cambiaria: mientras que en el período agosto-octubre de 2019 el saldo de la cuenta mercancías superó los USD 5.200 millones, en el mismo período de 2020 -todavía bajo los efectos de la pandemia- el superávit fue apenas superior a los USD 400 millones.

La estabilización del mercado de cambios se logró gracias a tres elementos. Por un lado, se destaca una mejora en la oferta de activos dolarizados, gracias a la emisión de USD 3.400 millones de bonos dólar link, el canje de deuda en pesos por el equivalente a USD 750 millones -que se repetirá en diciembre- y el sostenimiento de una posición

compradora importante en futuros por parte del BCRA. Esta es una condición necesaria, pero no suficiente para explicar la normalización cambiaria.

Escenario de tasas de interés
En variación % y tasa nominal mensual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a BCRA.

En efecto, la mayor intervención fue acompañada de una política monetaria decididamente contractiva: el BCRA aumentó en 13 p.p. la tasa de pases pasivos a 1 día, para llevarla a 32%, al tiempo que impuso una tasa de pases a 7 días de 36,5%, apenas por debajo de la tasa de las LELIQ (38%). Al mismo tiempo, el BCRA balizó el sendero de tasas activas a empresas a partir de la Com. "A" 7140, que restableció la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LiCIP) con tasas de 35% para cheques y capital de trabajo y 30% para inversión. Un elemento a destacar es que la contracción monetaria es más fuerte que la que el BCRA comunicó, debido a la eliminación de los encajes contingentes que aplicaban para las líneas blandas que fueron impulsada en el momento más álgido de la pandemia. La estabilización de la brecha cambiaria permitió que la política monetaria pueda recuperar algo de su potencia: la volatilidad de los mercados paralelos en septiembre y octubre llevaron a su mínima expresión la efectividad de la política de tasas del BCRA. Por el momento, la ejecución

de la política monetaria sigue siendo ecléctica, ya que la motivación de la última modificación de tasas de mediados de noviembre fue la aceleración de la inflación publicada por el INDEC (3,8% mensual para el mes de octubre, y con la posibilidad de mantenerse en guarismos similares en noviembre).

Finalmente, el Gobierno empezó a dar señales claras de preocupación por el efecto monetario detrás del déficit fiscal, que comenzó a estabilizarse gracias a la reactivación de la actividad. En los últimos meses, con ayuda de las colocaciones dólar link y la convalidación de mayores tasas de interés, las autoridades hicieron un esfuerzo no menor para comenzar a reducir el financiamiento monetario, sobre todo por medio de Adelantos Transitorios. En el bimestre octubre-noviembre (hasta el 25/11), el efecto monetario de la asistencia al fisco fue contractivo en -\$58.700, después de haber registrado expansiones promedio mensuales de más de \$200.000 millones durante el período marzo – septiembre, para cubrir un déficit primario que en el acumulado a octubre alcanzó el -5,4% de PIB.

Lo anterior sugiere un programa monetario como posible marco de referencia para la política monetaria. En el contexto de la pandemia, la fuerte expansión del crédito público llevó a un rápido aumento de la monetización de la economía, con un ratio de M2 Privado/PIB de 15,9% en la actualidad, casi +4,6% respecto de fines del año pasado. **En base a las señales que está enviando la política macroeconómica, no es impensable una estrategia que tenga como referencia apostar por una normalización de la monetización de la economía como ancla nominal de cara al año que viene, acuerdo con el FMI mediante.**

En definitiva, los planteos macro post pandemia que comienza a deslizar Economía implican retomar la senda que forzosamente se había abandonado durante el ASPO. Luego de la restructuración de la deuda con privados, el Gobierno se encamina a firmar un acuerdo de largo plazo con el FMI, a partir de lo que promete ser una negociación compleja en lo que hace a los grados de libertad de la política económica doméstica. La anticipación de medidas como la nueva fórmula jubilatoria y la media sanción del proyecto para poner un límite a la discrecionalidad del PEN

para tomar deuda externa marcan el sendero por el cuál Guzmán quiere encarrilar la negociación con el FMI.