


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

50° | Agosto 2020

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 www.facebook.com/itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La parcial flexibilización del ASPO en el AMBA a partir de junio se tradujo en un aumento de la oferta, ya que los trabajadores tanto en el sector industrial como el comercial comenzaron a volver a sus puestos de trabajo. La demanda también se recuperó, pero de una manera más lenta, con lo cual, **se observan dos velocidades de recuperación no solo a nivel geográfico y/o sectorial sino también por oferta y demanda.**

Con un tipo de cambio que no se está utilizando como ancla, ya que su dinámica acompaña a los precios, la lenta recuperación de la demanda, sumado al congelamiento de las tarifas de servicios públicos y paritarias en suspenso, parece estar impactando en la desaceleración de los precios. Esto se comprueba al observar que dicha desaceleración vino acompañada de una reducción de los márgenes de rentabilidad de los comercializadores a manos de los productores.

Por el lado fiscal, la pandemia y la lenta recuperación de la demanda también impactan en la recaudación y en el incremento del gasto. Respecto de la primera, estimamos que el parate de la actividad significó una pérdida de poco menos de \$300 mil millones (1% del PIB). Mientras que el conjunto de medidas implementadas por el lado del gasto (IFE, ATP, contención de tarifas y refuerzo a gobiernos provinciales, principalmente) implicaron un desembolso en torno a \$400 mil millones (1,4% del PIB). En resumidas cuentas, **en solo un trimestre el Covid-19 provocó un incremento del déficit primario de aproximadamente 2,4% del PIB.**

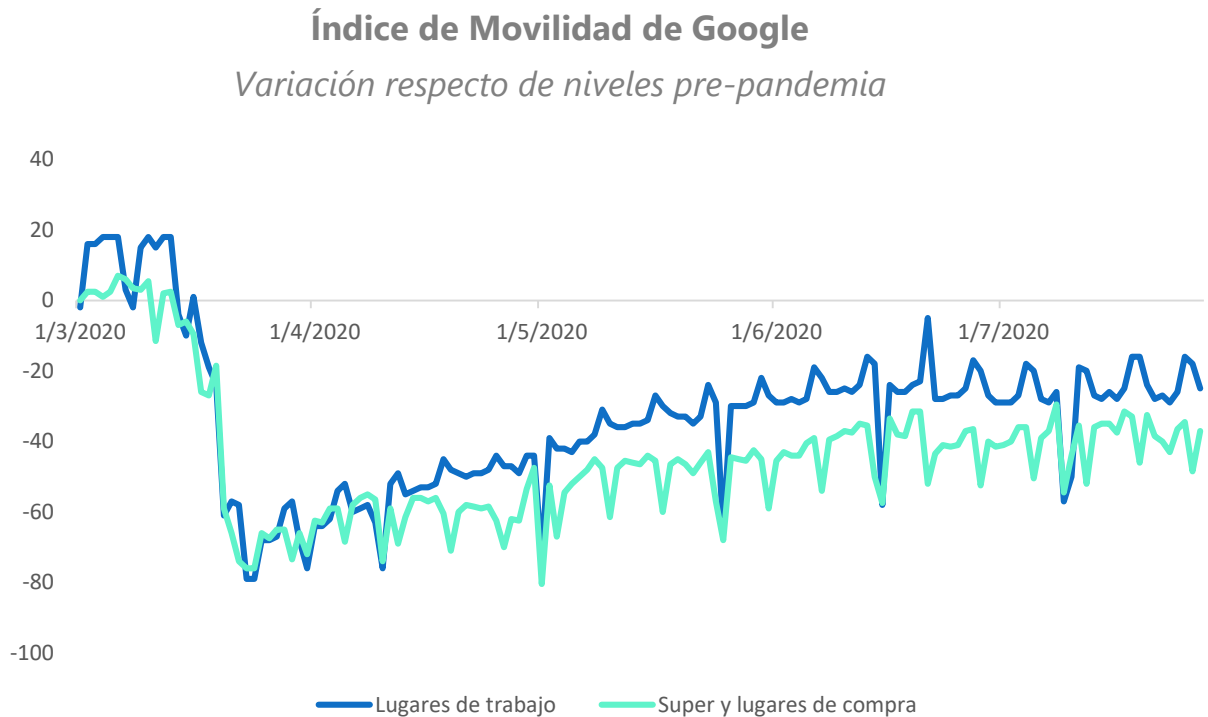
La gran incógnita pasa por desentrañar el impacto que tendrá el financiamiento de dicho déficit, realizado en buena parte a través de la asistencia monetaria por parte del BCRA. Por el momento, la expansión monetaria no significó más que un par de coletazos que pueden ser desafiantes pero administrables en una economía con controles de cambio.

Sin embargo, los desafíos a futuro no son menores, una vez que se disipen los efectos de la pandemia. Según nuestras proyecciones, a fines de 2020 el stock de pasivos remunerados del BCRA (pasivos pasivos + LELIQ) podría alcanzar un 11,5% del PIB. **Si bien este guarismo no alcanza los máximos de marzo de 2018 -12,3% del PIB- y el régimen cambiario actualmente vigente es mucho más rígido que el de ese momento, el tamaño de**

esta “cuenta de regulación monetaria” comienza a despertar dudas entre los analistas, máxime tomando en cuenta que el año que viene - incluso con una negociación exitosa de la deuda- Argentina puede no tener totalmente habilitados los mercados de deuda y deberá seguir financiando al fisco con emisión.

Oferta y demanda, a dos velocidades.

La parcial flexibilización del ASPO en el AMBA a partir de junio se tradujo en un aumento de la oferta, ya que los trabajadores tanto en el sector industrial como el comercial comenzaron a volver a sus puestos de trabajo. La demanda también se recuperó, pero de una manera más lenta, con lo cual, **se observan dos velocidades de recuperación no solo a nivel geográfico y/o sectorial sino también por oferta y demanda.**

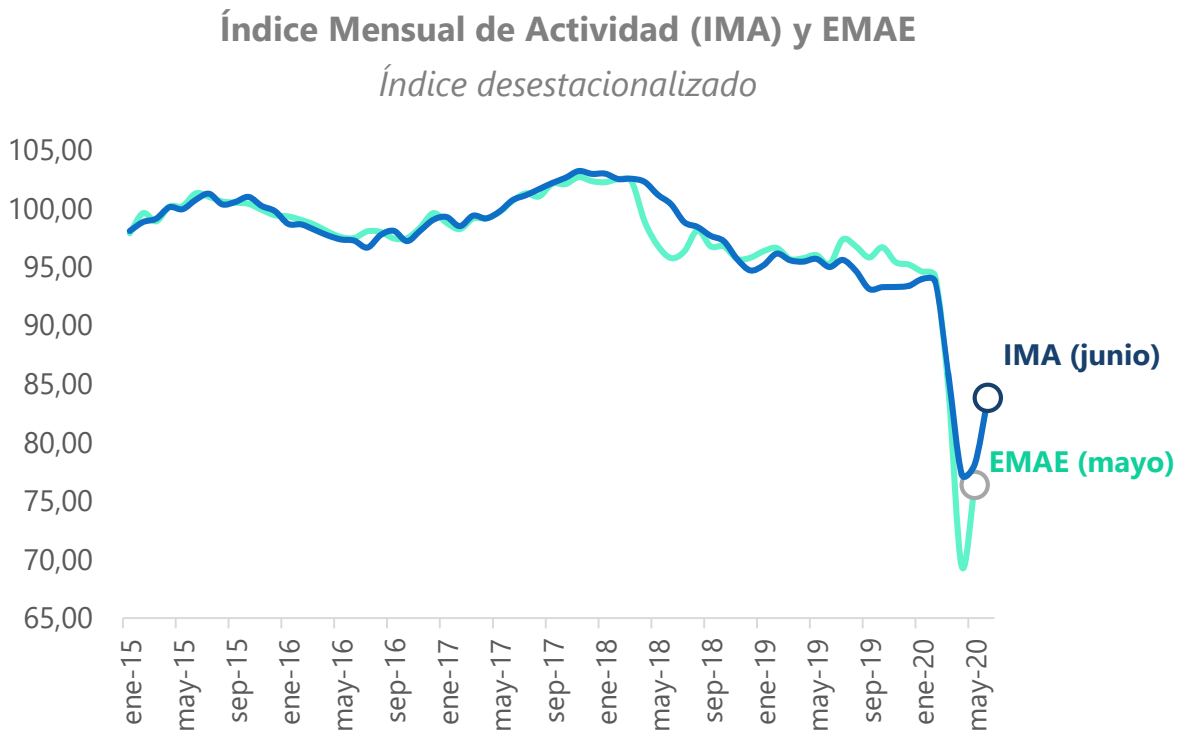


Fuente: Google.

Como se puede observar, desde mediados de mayo los lugares de trabajo empezaron a moverse mucho más rápido que el conjunto de tiendas, supermercados, farmacias y lugares de ocio. Ahí hay un primer indicio de que la gente se traslada a su trabajo, pero no así tanto para realizar consumos.

Esto se reflejó en los indicadores económicos. **Según nuestro Indicador de Actividad Económica (IMA), en junio la economía se contrajo -12% en términos anuales. Al observar el indicador en frecuencia mensual sin estacionalidad se advierte que la economía recuperó 7,3% respecto a mayo,** lo que marca el segundo mes de incremento desde el anuncio de

las medidas de aislamiento en marzo. En el acumulado del año, la actividad sufrió una caída de -10,9%.



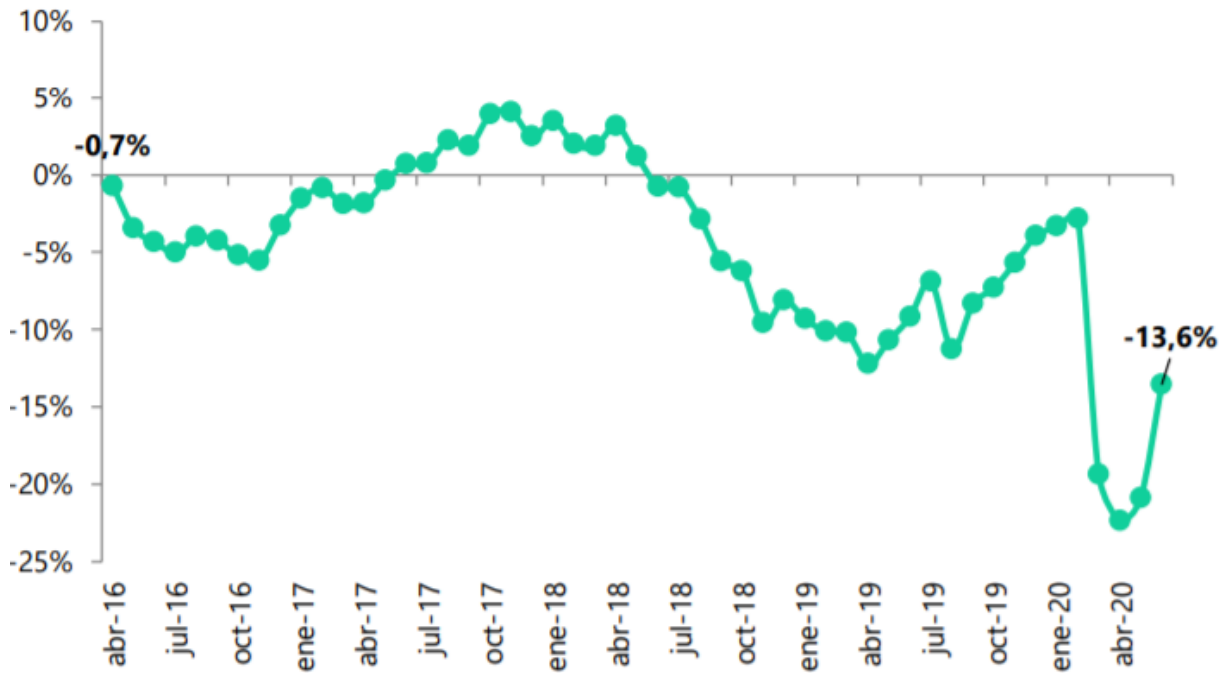
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía e INDEC.

Al analizar de manera desagregada, se observa una caída generalizada de casi todos los componentes del IMA en términos anuales, con la excepción de los préstamos comerciales. En particular, se destacan por su magnitud las caídas de las ventas minoristas (-35%), cantidades importadas (-23%). Pero cuando observamos la demanda de energía eléctrica no residencial el descenso es menor (-16%). Esto confirma lo dicho al principio: La oferta (cuyo proxy es el consumo de energía eléctrica) recuperó más que la demanda (aproximado por las ventas minoristas).

Asimismo, **el consumo medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo -13,6% anual en junio. La serie sin estacionalidad arrojó una suba de +9,4% mensual y recuperó cerca del 45% de la caída ocasionada por la pandemia.** En lo que va del año, el IMC acumula una baja de -12,2%.

Indicador Mensual de Consumo

Variación anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

Los resultados a nivel desagregado fueron mixtos. La venta de autos nacionales cayó -4,2% anual. Asimismo, de acuerdo con CAME las ventas minoristas se contrajeron -34,8% anual, con bajas en todos los rubros. Por otro lado, el IVA Neto bajó -25,6% anual, empeorando significativamente respecto a los meses previos. Las importaciones registraron una baja cercana al -28% respecto del mismo mes de 2019. Finalmente, el crédito real en pesos tuvo la primera suba desde agosto 2018: +3,4% anual.

Con un tipo de cambio que no se está utilizando como ancla, ya que su dinámica acompaña a los precios, la lenta recuperación de la demanda, sumado al congelamiento de las tarifas de servicios públicos y paritarias en suspenso, parece estar impactando en la desaceleración de los precios. **En junio nuestro Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 1,2% mensual (y del 39,9% anual), mostrando una fuerte desaceleración.**

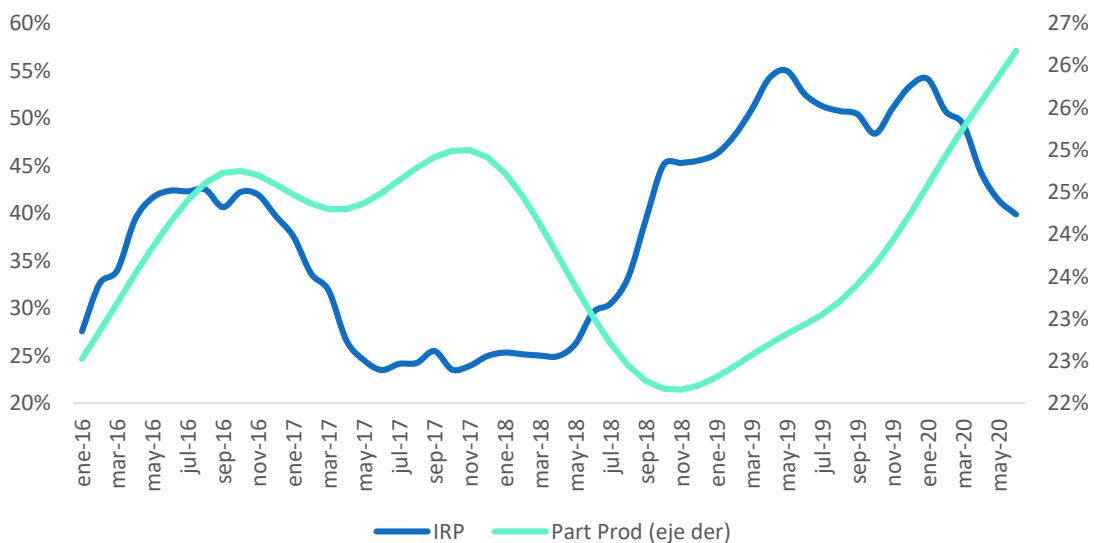
El nivel general se vio impulsado por la suba en Indumentaria (+3,3%), Esparcimiento (+2,6%) y en menor medida Equipamiento y Mantenimiento

del Hogar (+1,85%). Alimentos y Bebidas continúa registrando una dinámica similar a la del mes previo (+0,8% mensual).

En el grupo de Alimentos y Bebidas, podemos observar que de acuerdo con el Índice de Precios de Origen y Destino (IPOD) elaborado por CAME, la participación del productor en el precio final de la cadena pasó de 23,6% (promedio segundo semestre de 2019) a 25,5% en junio de 2020. Esto quiere decir que el precio del producto aumentó en mayor medida que el precio final del bien, haciendo que los márgenes de rentabilidad de las comercializadores de Alimentos y Bebidas se achique. Si bien es sostenible por un periodo de tiempo -como sucedió durante la segunda mitad del 2017 y principios del 2018- no suele ser sostenible en el largo plazo. Esto nos indica que lo único que está manteniendo la variación del nivel de precios del sector núcleo es una combinatoria entre regulados y menor demanda.

Inflación y participación del productor en el precio final

En %



Fuente: CAME e Instituto de Trabajo y Economía.

Si el gobierno espera tener una recuperación rápida de la economía, es decir que la velocidad de recuperación de la oferta sea compatible con la demanda, será necesario que se genere algún tipo de medida de recuperación de los ingresos de los deciles más bajos y/o un desahorro de los deciles más altos. **Si la demanda termina acompañando la oferta,**

probablemente las comercializadoras tratarán de recuperar los puntos perdidos en la cadena de Alimentos y Bebidas, incrementando los precios y traccionando el índice hacia arriba. Si la demanda no acompaña la oferta, la economía argentina se verá estancada, las existencias de las empresas se acumularán y el nivel de precios no sufrirá un incremento tan elevado. Todo dependerá de las próximas medidas del gobierno.

El primer semestre fiscal: deuda, Covid-19 y la tregua

Hace unos días se dio a conocer el resultado fiscal de junio, completando el primer semestre de gestión del Frente de Todos. Estos primeros seis meses tuvieron dos etapas claramente diferenciadas, donde las medidas de aislamiento consecuencia de la pandemia de Covid-19 fueron el momento bisagra.

En el primer trimestre de la gestión se desplegaron las primeras medidas de gobierno. Como señalamos entonces, el Frente de Todos había diagramado un paquete de medidas para que la política fiscal comience a dinamizar la economía "desde abajo", buscando financiamiento entre incrementos de impuestos a altos ingresos y reasignación de partidas. El denominado Impuesto PAIS con una alícuota del 30% a la compraventa de divisas para atesoramiento y turismo era prueba de lo primero, la estrategia de actualización diferencial y progresiva de haberes daba cuenta de lo segundo.

Con un espacio fiscal insignificante y en un contexto de emergencia social, las políticas públicas deben servirse de una buena dosis de creatividad mientras se administran los conflictos que van emergiendo al quitar de un lado para poner en otro. Ese espíritu tuvo tanto la ley de Solidaridad Social de diciembre, como el paquete de medidas de enero y febrero (bonos de suma fija, Vademécum de medicamentos y reintegro de IVA, entre otros).

Previo al Covid-19, las autoridades económicas se mostraban dispuestas a poner sobre la mesa una parte de su capital político en la búsqueda de un impulso fiscal. El objetivo mínimo era que la política

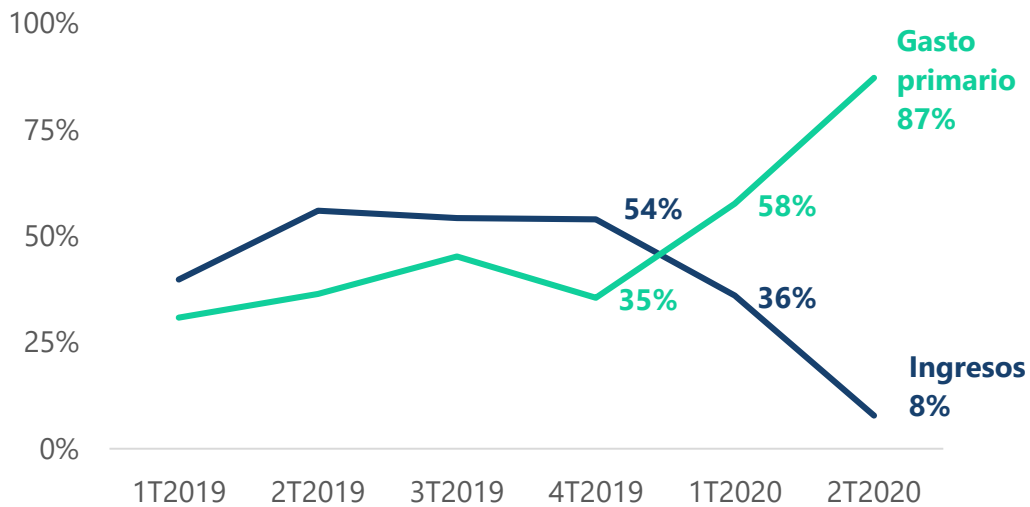
fiscal deje de tirar nafta al fuego de la recesión, el de máxima que empuje una recuperación mejorando la calidad de vida de los sectores más golpeados, pero sin que esto implique un alejamiento de la meta de equilibrio fiscal. Una apuesta fuerte para el registro de la discusión de ese entonces, pero que a las pocas semanas se mostraría insustancial frente a la nueva realidad.

A fines de marzo, con la irrupción de la pandemia todo cambió, y el gobierno aplicó, rápido de reflejos, una heterodoxia fiscal de emergencia. La búsqueda de un virtual equilibrio de las cuentas públicas cedió para dar paso, por un lado, a un paquete dinámico de medidas de estímulo fiscal desde el gasto y los recursos tributarios, pero también a la esperable caída de la recaudación producto de las medidas de aislamiento social. En suma, tanto las medidas de estímulo como el efecto de la caída de actividad sobre la recaudación iban a implicar un incremento del déficit fiscal para 2020.

Así es como llegamos al final del segundo trimestre y cierre de estos primeros seis meses de 2020: Luego de una pérdida de recaudación por el parate de la actividad que estimamos en poco menos de \$300 mil millones (1% del PIB) y de un conjunto de medidas expansivas por el lado del gasto (IFE, ATP, contención de tarifas y refuerzo a gobiernos provinciales, principalmente) que podemos estimar en cerca de \$400 mil millones (1,4% del PIB). En resumidas cuentas, **en solo un trimestre el impacto del Covid-19 significó un incremento del déficit primario de aproximadamente 2,4% del PIB.**

Estrategia fiscal en modo Covid-19

Variación anual en %



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

Es cierto que el instrumental de políticas públicas de emergencia que el gobierno desplegó, al ser en general sumas por “única vez”, le permitirían un rápido regreso a los niveles de gasto previos a la pandemia. Pero también debemos considerar que no ocurrirá lo mismo con la recaudación, dada su estrecha relación con el nivel de actividad y, en particular, el consumo privado, como analizamos en la sección anterior. **Todo parece indicar que no saldremos de la pandemia con el mismo “pacto socio-fiscal” que con el que entramos.**

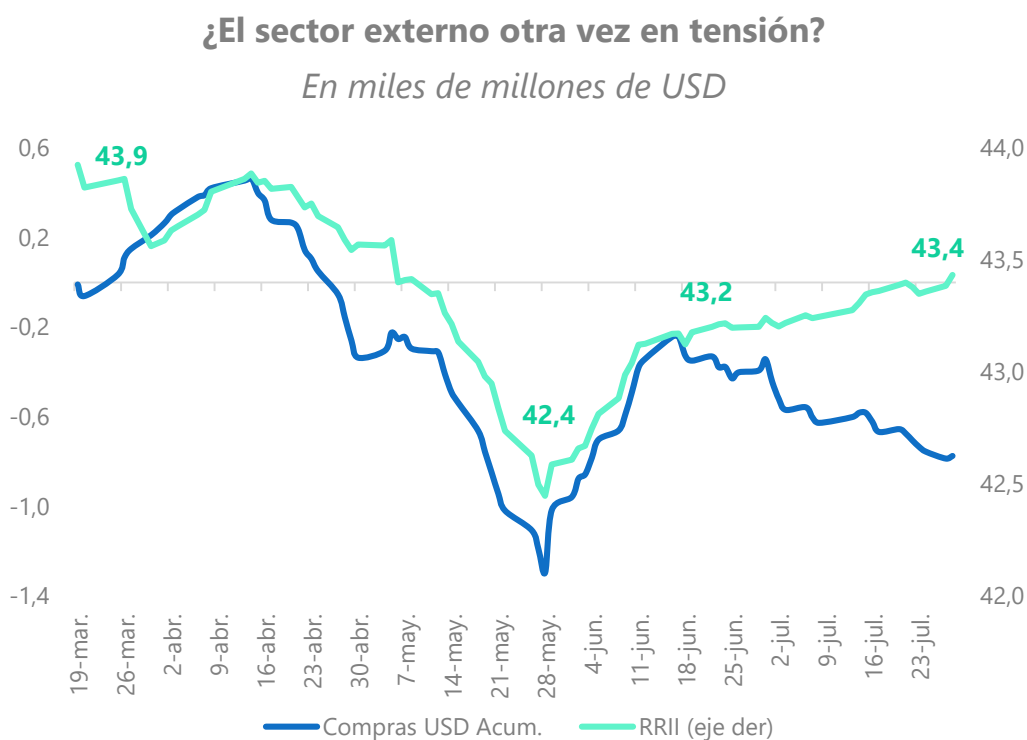
En los primeros tres meses de gestión ya se observaba un claro cambio de tendencia, con una aceleración del gasto primario por encima de la variación de ingresos con el objetivo de comenzar a recomponer el deterioro en el tejido social causado por la errática ortodoxia de Cambiemos. Esta estrategia estaba limitada por la renegociación de la deuda, para la cual era condición necesaria una disciplina fiscal *market friendly*.

El Covid-19 forzó una tregua con la disciplina fiscal que resta por ver cuándo se reiniciará. En principio, eso depende de dos cuestiones cuyo plazo permanece incierto: la renegociación de la deuda y el final de esta pandemia.

Contramarcha en la política monetaria

En nuestro informe mensual del mes pasado resaltamos que después de una etapa inicial de marcada expansión monetaria, había comenzado a observarse desde fines de abril y principios de mayo un incipiente giro contractivo en la política monetaria.

Al mismo tiempo, el refuerzo de los controles de cambio, amparados por la Com. 7030 y las sucesivas resoluciones de la CNV, habían contribuido a la recuperación de las reservas internacionales, luego del franco declive observado en simultáneo al avance de las medidas anti-pandemia.



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

En las últimas semanas, la efectividad del torniquete monetario y las nuevas regulaciones sobre el mercado cambiario parece estar volviéndose decreciente: las compras netas de divisas se redujeron continuamente y el dólar CCL mostró un rebote de alrededor de 20% en el mes de julio, llevando nuevamente la brecha cambiaria a la zona del 70%.

Como respuesta a estas mayores presiones, el BCRA instrumentó el 30 de julio una nueva suba de la tasa de interés pasiva, imponiendo para los

depósitos a plazo de menos de \$1 millón una remuneración mínima del 83% de la tasa de LELIQ, lo que equivale a 33,06%.

A la espera de una definición respecto de la zaga de la deuda, el mercado de cambios estará dominado en el corto plazo por la interacción entre los movimientos espasmódicos de un mercado agitado y a la expectativa y las respuestas acomodaticias de la autoridad monetaria.

¿Qué hacemos con los pesos?

Lo que finalmente termine ocurriendo con la negociación de la deuda pública delimitará el campo de batalla que el BCRA se encontrará una vez superada la etapa de aislamiento preventivo. El terreno puede ser llano y predecible, o irregular y pedregoso, pero el rival que van a encontrarse las autoridades económicas será el mismo.

Por el momento, la expansión monetaria sin precedentes que el gobierno ha impulsado para hacer frente a la pandemia no significó más que un par de coletazos que, como se mostró en la sección anterior, pueden ser desafiantes pero administrables en una economía con controles de cambio. El fuerte incremento del crédito doméstico -impulsado tanto por el gobierno como por el sistema financiero (ver mensual anterior)- no ha tenido consecuencias definitivas ni en el mercado de cambios ni en la inflación, anestesiada por una puja distributiva en suspenso.

Sin embargo, los desafíos a futuro no son menores, una vez que se disipen los efectos de la pandemia. Según nuestras proyecciones, a fines de 2020 el stock de pasivos remunerados del BCRA (pases pasivos + LELIQ) podría alcanzar un 11,5% del PIB (el REM lo ubica en 10,9%). **Si bien este guarismo no alcanza los máximos de marzo de 2018 -12,3% del PIB- y el régimen cambiario actualmente vigente es mucho más rígido que el de ese momento, el tamaño de esta "cuenta de regulación monetaria" comienza a despertar dudas entre los analistas, máxime tomando en cuenta que el año que viene -incluso con una negociación exitosa de la deuda- Argentina puede no tener totalmente habilitados los mercados de deuda y deberá seguir financiando al fisco con emisión.**

En tal sentido, elaboramos un ejercicio monetario sencillo para 2021 asumiendo que a) se cumplen los pronósticos del REM/ITE; b) los niveles de monetización -medidos por M/PIB y M/BM- retornan a los valores pre-pandemia; c) el efecto monetario de las compras netas de divisas es neutro.

Escenarios monetarios 2021

En % del PIB

Escenario Pasivos Remunerados	Financiamiento Mon. 2021	
	REM	ITE
dic-20 = 10,9% / 11,5%	-5,15%	-4,40%
dic-19 = 5,5%	-0,10%	1,20%
Inter. = 8,5%	-2,90%	-1,60%

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

Cómo se muestra en la tabla superior, si se busca limitar los pasivos remunerados del BCRA a los niveles proyectados para fines de 2020, el financiamiento monetario admisible en 2021 debe ser de 5,15% del PIB según las proyecciones del REM y de 4,4% según nuestras proyecciones¹. En el caso de que se intente retornar a los niveles de pasivos remunerados de dic-19 -5,5% del PIB- el REM requerirá no utilizar financiamiento del BCRA, mientras que nuestras proyecciones requerirán una devolución neta de adelantos. En un escenario intermedio -stock de 8,5% del PIB de pasivos remunerados para fines de 2021- los niveles de financiamiento admisibles se ubican entre 2,9% y 1,6% de PIB, respectivamente.

Las diferencias en las proyecciones se deben principalmente a las discrepancias en términos de nominalidad proyectada para 2021, que nosotros ubicamos un escalón por debajo del REM. **En concreto, la mayor inflación proyectada por los analistas del mercado tiene el efecto de licuar los pasivos monetarios, lo cual permite un mayor financiamiento monetario respecto de nuestro escenario.**

¹ Estos valores deben contemplar los máximos establecidos por la carta orgánica del BCRA para los Adelantos Transitorios y las utilidades correspondientes a 2020, que no necesariamente serán consistentes con los niveles de financiamiento monetario de este escenario.

En nuestro caso, estimamos que un rebrote inflacionario que licúe estos agregados solo ocurrirá con nuevas sorpresas respecto del comportamiento en el mercado de cambios que, en el corto plazo, estarán sujetas a las noticias que provengan del frente de la deuda, aunque el año que viene dependerán del programa macro de salida de la pandemia.