


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

48° | Mayo 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

A partir de marzo la economía entró en una nueva fase de su historia. El gobierno actual asumió la conducción económica con tres ejes claros a resolver: la deuda, la producción y la redistribución. Pero el Covid-19 puso en jaque a todos ellos. **En el mes de marzo, con tan solo 10 días de Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio (ASPO), la economía según el EMAE presentó una caída de -9,8% anual y en términos desestacionalizados de -11,5% respecto al mes de febrero.**

En abril, el consumo medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -22,4% anual y acumula veintidós meses en baja.

La serie sin estacionalidad arrojó una caída de -4,8% mensual y acumula así una baja de -21% en el primer cuatrimestre del año.

En el frente fiscal sucedió lo mismo. El estallido del COVID-19 implicó un abrupto cambio en la estrategia fiscal. De esta manera, **sea por las medidas de estímulo como por el efecto de la caída de actividad sobre la recaudación, el nuevo escenario para 2020 se resume en un aumento del déficit fiscal de casi 3 puntos porcentuales, respecto del escenario que se esperaba previo al Covid-19.** Mientras partíamos de un resultado primario de -0,7% del PIB a comienzos de año, las nuevas proyecciones llevan a un déficit de -3,6% del PIB para 2020.

La elevada incertidumbre que esto desencadenó, sumado a la fragilidad financiera ya existente, llevaron al salto de los distintos tipos de cambio paralelos. Desde el inicio de la cuarentena (19 de marzo), el CCL subió 23,7%, ubicándose en \$/USD 110,6 al 26 de mayo, lo que da una brecha de 62,1% con el tipo de cambio oficial.

El salto de la brecha se explica fundamentalmente por dos cuestiones. A nivel global, el estallido del COVID-19 generó un incremento del riesgo global, que se tradujo en la devaluación de las principales monedas de la región. A nivel local, la implementación de una política monetaria bastante laxa proveyó la liquidez necesaria para materializar el aumento de las cotizaciones.

No hay entretenimiento en la construcción y la industria

A partir de marzo la economía entró en una nueva fase de su historia. El gobierno actual asumió la conducción económica con tres ejes claros a resolver: la deuda, la producción y la redistribución. Pero el Covid-19 los puso jaque. **En el mes de marzo, con tan solo 10 días de Aislamiento Social, Preventivo y Obligatorio (ASPO), la economía según el EMAE presentó una caída de -9,8% anual y en términos desestacionalizados de -11,5% respecto al mes de febrero.**



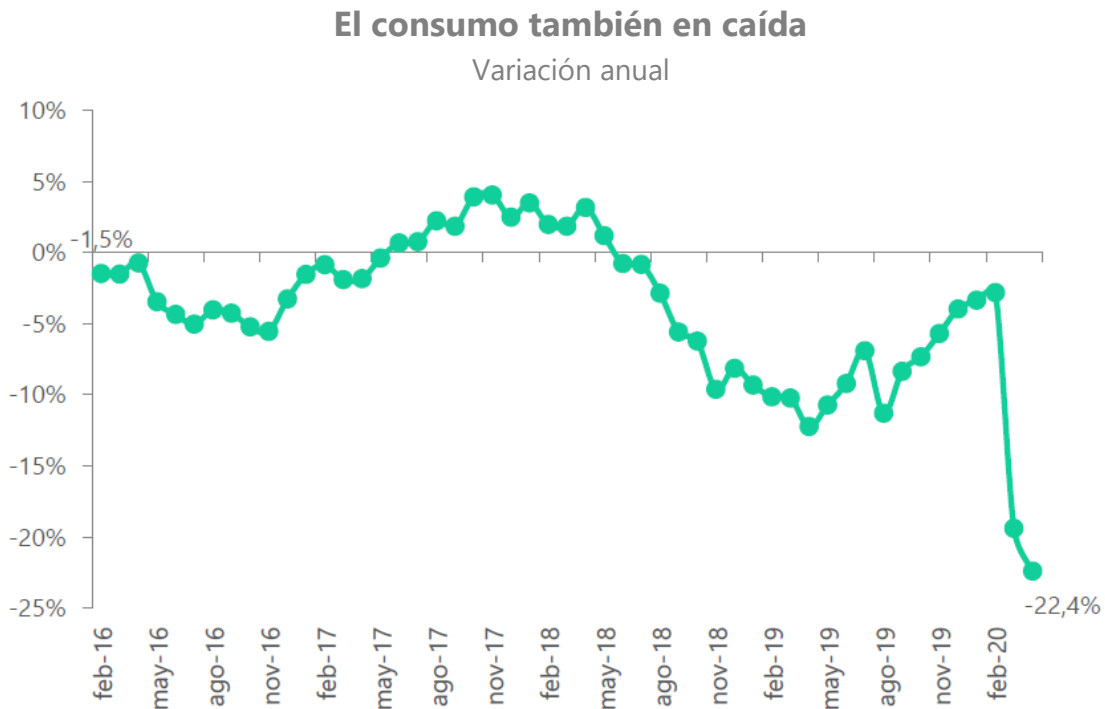
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Claramente, podemos ver que hay 3 actividades que fueron golpeadas de manera muy fuerte como son la Pesca, Construcción y Hoteles y Restaurantes. En un segundo grupo se sitúa la Industria Manufacturera, Transporte y Comunicaciones y Comercio. Por último, no tan golpeados está la Agricultura y Ganadería, Actividad Inmobiliaria, Intermediación Financiera, Enseñanza y Administración Pública. El único sector que presentó un crecimiento fue la Electricidad, Gas y Agua, algo que llama la atención ya que pareciera ser un valor atípico.

¿Consumimos lo que queremos o queremos lo que consumimos?

En abril, el consumo medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -22,4% anual y acumula veintidós meses en baja.

La serie sin estacionalidad arrojó una caída de -4,8% mensual y acumula así una baja de -21% en el primer cuatrimestre del año.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala.

Los resultados a nivel desagregado fueron negativos. La venta de autos nacionales cayó un -79,1% anual. Asimismo, de acuerdo con CAME las ventas minoristas se contrajeron un -57%, con bajas en todos los rubros. Por otro lado, el IVA Neto bajó -14,2%, en un contexto donde la recaudación tributaria creció significativamente por debajo de la inflación. Las importaciones habrían registrado una baja cercana al - 8,6% respecto del mismo mes de 2019. Finalmente, el crédito real en pesos continuó mejorando respecto de los meses previos, aunque cayó un -7%.

Una cosecha verde.

Siguiendo la línea del BCRA, en el mes de abril el rubro Oleaginosas y cereales (principal sector oferente de divisas) ingresó US\$ 1.221 millones, con una baja interanual de -42%. Debemos recordar, que la campaña anterior había sido afectada por una fuerte sequía con lo cual se esperaba

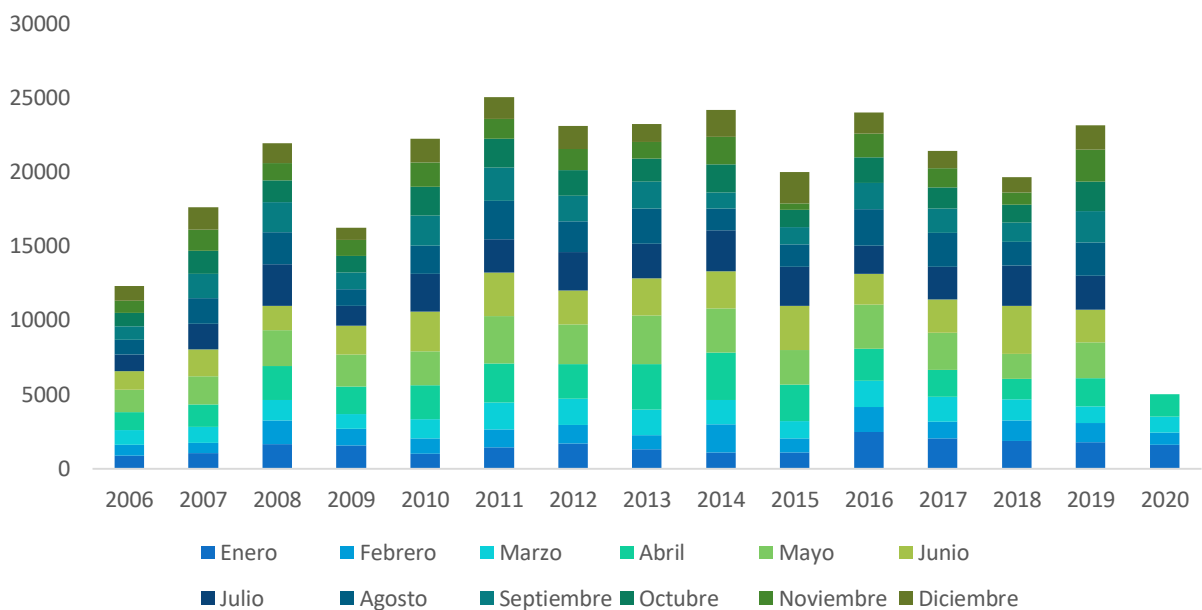
un incremento de liquidación de granos. ¿Entonces cuál es la estrategia que adoptó el sector agropecuario?

El sector vendió de forma neta US\$ 4.600 millones durante noviembre y diciembre de 2019, lo que representaba una suba interanual de 84% respecto a la campaña anterior, que como habíamos dicho fue un año de fuerte sequía. Muchos productores adelantaron ventas en la previa al aumento de retenciones que finalmente el Gobierno realizó en dos etapas. Primero aumentando el esquema de retenciones de \$3 y \$4 por dólar FOB en diciembre, y luego con un aumento de 3 puntos porcentuales para la soja en marzo.

El Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca publicó un informe donde indica que hasta la semana del 13 de mayo se vendió un 45% de la cosecha de soja 2019/20, contra un 38% a la misma altura del año pasado. Lo mismo pasa con el maíz, se vendió un 48,9% de la cosecha 2019/20 contra un 39% a la misma altura del año pasado.

Mayor cosecha, pero menos liquidaciones

Millones de USD



Fuente: Elaboración propia en base a CIARA-CEC.

De acuerdo con CIARA (Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina) y el CEC (Centro Exportador de Cereales) la liquidación de divisas por la exportación de granos y subproductos disminuyó pese a la mayor venta de productores. En 2020 el acumulado hasta abril es el

menor desde 2007, pero en diciembre del año pasado ingresaron al país por la exportación US\$ 1.613 millones.

Pese a esta mayor venta, el Banco Central instrumentó diversos mecanismos con el objetivo de forzar la venta y anticipar el ingreso al circuito comercial de la cosecha. Por ejemplo, todos los exportadores que no sean MiPyMEs y soliciten un crédito con tasa subsidiada solo podrán acceder al mercado de cambios o dólar MEP únicamente si retienen menos del 5% de su capacidad de producción de granos.

Primeras luces de alarma en el frente fiscal

En el informe anterior destacamos las medidas fiscales que se fueron implementando para combatir el lado B de la pandemia del Covid-19 y cómo la nueva coyuntura implicó un abrupto cambio en la estrategia fiscal.

Pero, a la par del cambio de prioridades, también advertimos sobre una esperable caída de la recaudación tributaria producto de las medidas de aislamiento social, preventivo y obligatorio.

De esta manera, sea por las medidas de estímulo como por el efecto de la caída de actividad sobre la recaudación, el nuevo escenario para 2020 se resume en un aumento del déficit fiscal de casi 3 puntos porcentuales, respecto del escenario que se esperaba previo al Covid-19. Mientras partíamos de un resultado primario de -0,7% del PIB a comienzos de año, las nuevas proyecciones llevan a un déficit de -3,6% del PIB para 2020.

En efecto, los datos de abril marcan con claridad el cambio en la tendencia, que ya había empezado a observarse durante marzo. **El gasto primario creció 35% anual en términos reales, mientras que los ingresos se desplomaron -22%, lo que se tradujo en un aumento sumamente significativo del déficit fiscal primario (\$ 228.800 millones).** Por el lado del gasto, el incremento se debe fundamentalmente a las partidas vinculadas a sostener los ingresos y a las empresas (el IFE, el ATP, el pago del bono para jubilados/as, el programa Alimentar, entre otros), mientras que la caída en la actividad económica tuvo su correlato en la recaudación.

Sin embargo, se debe destacar que, **incluso antes de que esta crisis se desatara, la dinámica de los recursos tributarios ya se mostraba preocupante al comienzo del año.** Si consideramos los principales

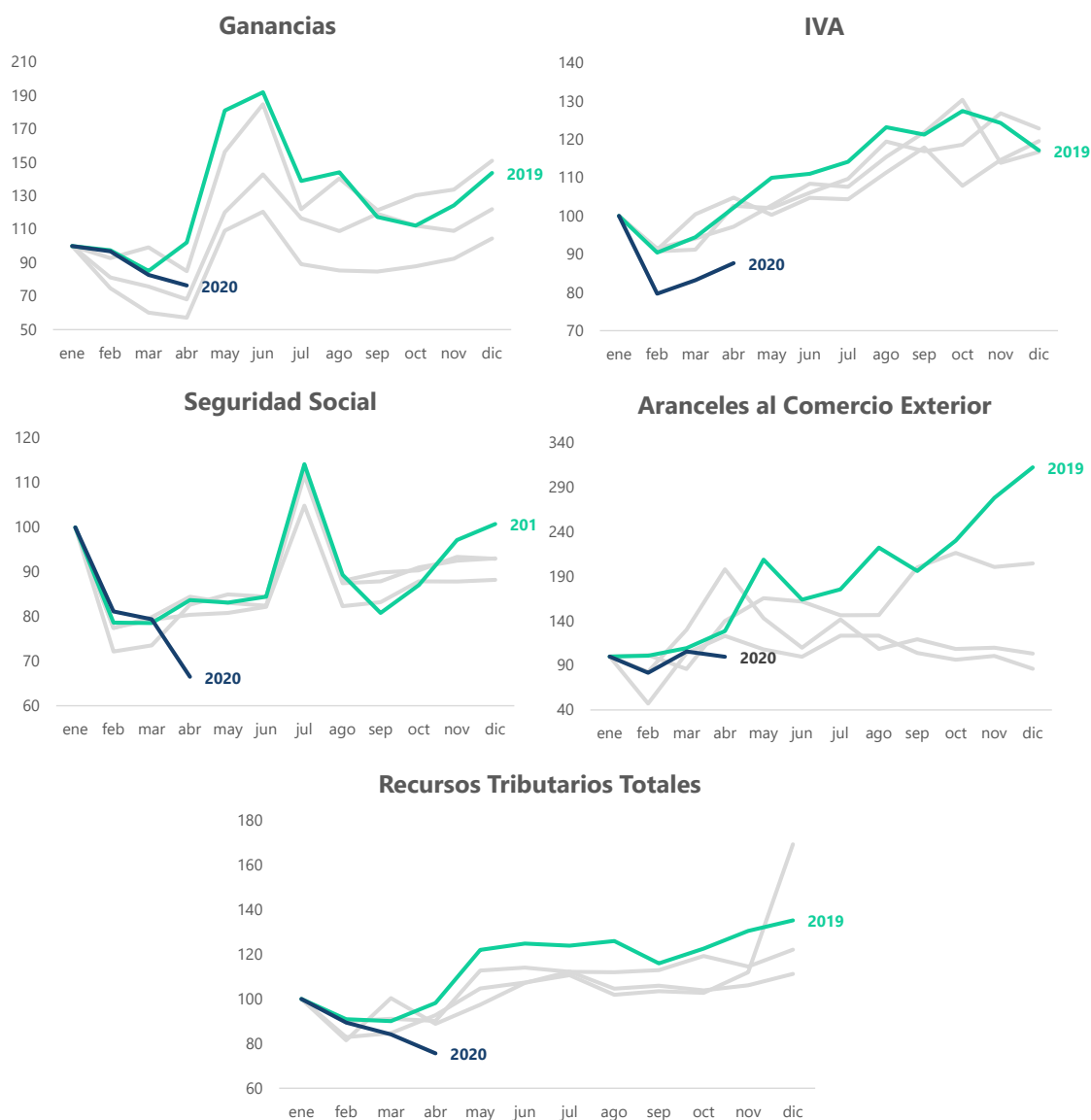
impuestos de la recaudación tributaria nacional, la dinámica de estos cuatro meses marca una clara tendencia negativa que prende luces de alarma sobre el deterioro del frente fiscal.

Con la excepción de los aranceles a las exportaciones e importaciones que, por el retraso en la registración no llegan a verse impactados por la reducción del comercio exterior, el resto de los principales componentes de la recaudación tributaria se colocan por debajo de los niveles registrado en 2019 y habituales para este momento del año. En particular, **el comportamiento de los aportes y contribuciones a la seguridad social se revela como el caso donde la caída de recaudación se revela con mayor profundidad.**

Habrá que mirar con particular atención el pago de impuesto a las ganancias que tiene su mayor incidencia en los meses de mayo y junio, pero es probable que, ante un flujo de caja muy golpeado por la crisis, las empresas decidan posponer estos pagos y “abrirse un descubierto” contra la AFIP.

La recaudación, golpeada por los efectos del Covid-19

Recaudación mensual 2016-2020. Base 100 en enero de cada año



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

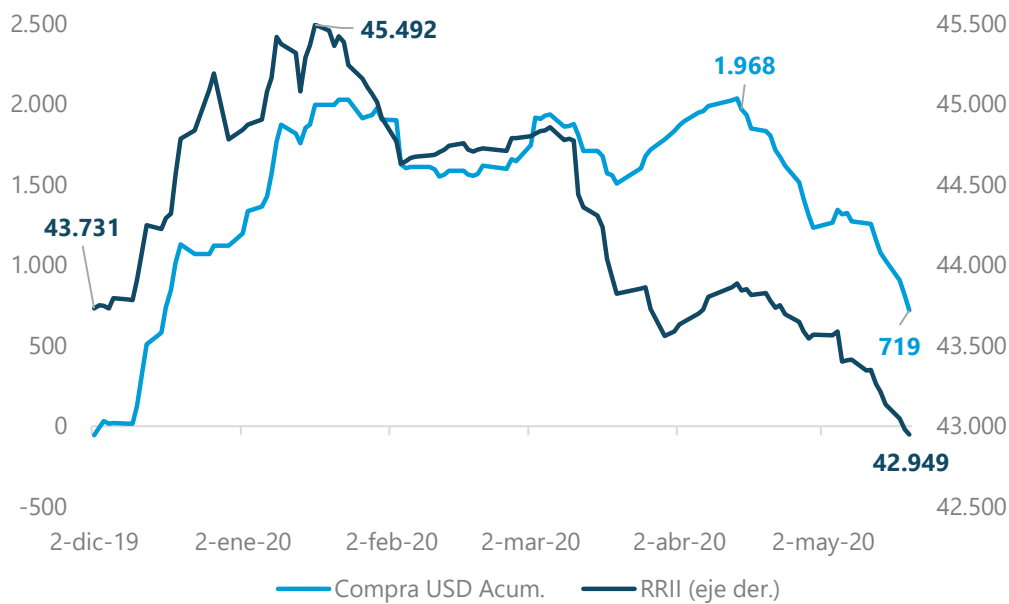
El comportamiento de estos componentes de la recaudación deberá ser seguido muy de cerca en los próximos meses. Aún sin nuevas medidas de estímulo fiscal, si los ingresos tributarios lejos de revertir su caída la mantienen o continúan profundizando, el déficit fiscal se agravará y será necesario recurrir a otras fuentes de financiamiento.

Dilemas de política monetaria

En las últimas semanas, el salto de los distintos tipos de cambio paralelos trajo nuevamente a la brecha cambiaria al centro de la escena. Desde el inicio de la cuarentena (19 de marzo), el CCL subió 23,7%, ubicándose en \$/USD 110,6 al 26 de mayo, lo que da una brecha de 62,1% con el tipo de cambio oficial.

Este fenómeno se dio en simultáneo con una reversión de las compras de divisas del BCRA en el mercado de cambios, imprimiendo una trayectoria descendente al nivel de reservas internacionales. Desde el 19 de marzo, las ventas netas de divisas de la autoridad monetaria acumulan USD 840 millones, mientras que las reservas internacionales retrocedieron en USD 976 millones durante el mismo período (cierre estadístico 20 de mayo).

Las reservas internacionales vuelven a estar en la mira
En millones de dólares



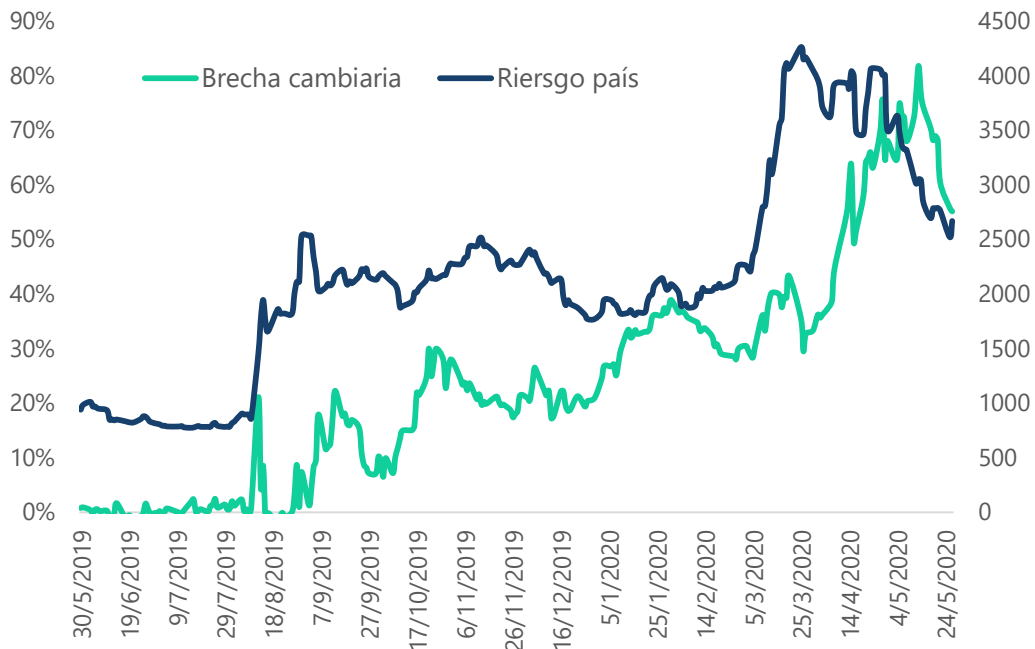
Fuente: elaboración propia en base a BCRA

El aumento de la brecha cambiaria es explicado básicamente por tres factores. Por un lado, el incremento del riesgo a nivel global provocado por el estallido del COVID-19 llevó a la devaluación de las monedas emergentes, donde las de libre flotación mostraron fuertes incrementos. En el caso de los países latinoamericanos, se destacan por ejemplo los casos de Brasil y México, con depreciaciones de 32,9% y 17,6% en el acumulado anual, respectivamente. A nivel local, a eso se le suma otro factor que

genera incertidumbre como es el hecho de estar atravesando un proceso de reestructuración de la deuda cuyo panorama puede cambiar drásticamente semana a semana.

El aumento del riesgo atenta contra la brecha cambiaria

Brecha entre el dólar MEP y el Mayorista (%), Riesgo país (p.b.)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA y Bloomberg.

Por último, la suba del tipo de cambio paralelo tiene motivos domésticos, que están vinculados a la gestión de la política monetaria. Por un lado, el BCRA expandió fuertemente el financiamiento al sector público, con el objetivo de cubrir la caída en los ingresos fiscales producida por la cuarentena y los diversos programas de transferencia a privados (ver sección anterior).

Por otro lado, se produjo inicialmente una primera ronda de expansión monetaria motivada por la exigencia a los bancos, por parte del BCRA, de liquidar una porción de las LELIQ y establecer un máximo para su stock (Com. "A" 6937). La franquicia establecida para que los bancos puedan incrementar su posición en pasas (Com. "A" 6979), el alza de la tasa de interés de estos instrumentos (+380 p.b. al 18 de mayo, llevándola al 19%) y la suba del piso de las tasas de interés pasivas (Com. "A" 6980, 7000 y

7018) configuraron compensaciones parciales de una política monetaria altamente expansiva¹.

Al momento, la política monetaria parece ser efectiva para proteger un sistema de pagos a priori muy comprometido. Desde el inicio de la cuarentena, los créditos a empresas se incrementaron en \$244.467 millones (+37,5% anual), de los cuáles el BCRA informa que \$176.322 millones estuvieron destinados a MiPyMES. **No obstante, la expansión de la liquidez doméstica ha impactado de modo significativo en la brecha cambiaria –los medios de pagos privados subieron un 28,1% desde el 19 de marzo- y ni la intervención en futuros ni el “cepo de segunda vuelta” impuesto al Contado con liqui (Com. “A” 7001) fueron suficientes para impactar de modo decisivo en los tipos de cambio paralelos. Finalmente, la caída de los últimos días inducida por el nuevo “parking” de la CNV podría ser efectiva en el corto plazo, pero no modifica la situación de fondo.**

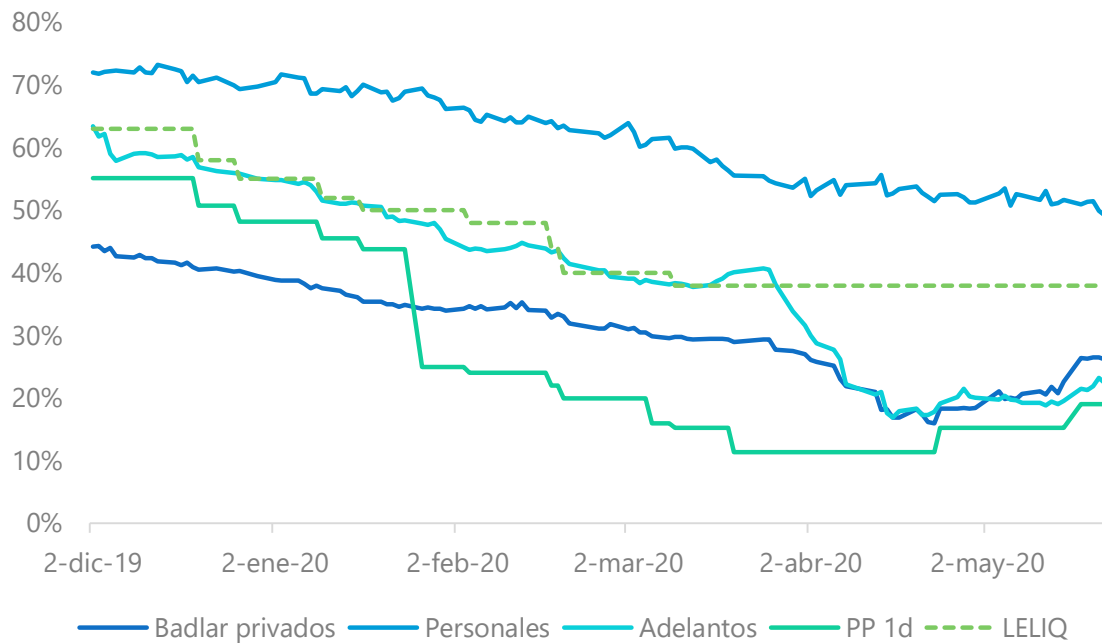
¿Qué le depara el futuro a la política monetaria?

En los hechos, el sistema financiero opera hoy con un sistema dual de política monetaria: al haber impuesto un techo al stock de LELIQ -que rinden 38%- el BCRA cedió un instrumento de regulación monetaria, y solo mantiene a los pases, con una tasa de referencia de 19%. Las tasas pasivas están fijadas en 26,6% (70% de la TNA de las LELIQ), mientras que las líneas blandas a empresas rinden el 24%. El resto de las tasas activas oscilaba en abril entre el 28% de documentos a sola firma y el 53% de los préstamos personales.

¹ Por otra parte, las deducciones especiales de encaje de las líneas de crédito blandas moderaron la demanda de Base Monetaria por parte de los bancos, lo cual numéricamente incrementó el valor del multiplicador del crédito.

Un sistema dual de tasas de interés

En % nominal anual



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Esto implica que el BCRA tiene una clara opción de política monetaria cuando decida revertir el sesgo expansivo de la misma: si se elimina el tope existente para el stock de LELIQ, el BCRA no tiene la necesidad de elevar el rendimiento de estos instrumentos para imponer un nuevo piso efectivo a las tasas de interés de la economía.

En un contexto en el cual, como consecuencia de la pandemia, el nivel de monetización de la economía creció de modo significativo, el futuro comportamiento de la política monetaria será clave para que la economía real procese de modo ordenado el abandono -¿gradual?- de la cuarentena.