


# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

49° | Julio 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

En el mes de mayo la economía argentina empezó a experimentar una apertura gradual en diversos sectores como así también a nivel regional. En el interior del país la mayoría de los comercios e industrias empezaron a abrir progresivamente. Al analizar por distribución geográfica es claro que las únicas tres provincias que siguen con una cuarentena más estricta son CABA, Buenos Aires y Chaco.

No obstante, eso no parece verse reflejado en el consumo ni en la actividad, que mostraron un mínimo repunte respecto al piso sumamente bajo que marcó abril. Nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) arrojó una suba de +2,6% mensual, mientras que para el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMA) fue de +0,9% respecto a abril.

Esto impactó de lleno en la recaudación tributaria, que en mayo se incrementó tan solo +2,4%, mientras que el gasto se aceleró a 96,8%, impulsado por las partidas sociales para paliar el impacto del COVID-19 en los ingresos de la población y los costos de las pymes.

La única seguridad parece ser que los recursos tributarios tardarán varios meses más en recomponerse, por un lado, debido a la caída del consumo y por otro, a que muy probablemente durante estos meses la mora impositiva haya sido y siga siendo una fuente de financiamiento de una porción importante de empresas. Con esta dinámica, resulta difícil pensar en un déficit primario para 2020 menor a -5% del PIB.

En este sentido, la dificultad principal radica en el financiamiento de dicho déficit, ya que debido al tamaño del mercado financiero local y al cierre de los mercados internacionales, al gobierno no le queda más opción que recurrir a la emisión de dinero a través del Banco Central.

Luego de una primera etapa de fuerte expansión monetaria, y a partir de la flexibilización de la cuarentena que comenzó a observarse desde fines de abril y principios de mayo, **el BCRA comenzó a aplicar un torniquete tanto monetario como cambiario con el objetivo de moderar las tensiones latentes en la economía argentina.**

Eso, sumado a un marcado relajamiento de las condiciones financieras para los mercados emergentes generaron un retraimiento del CCL y una recuperación de las reservas internacionales.

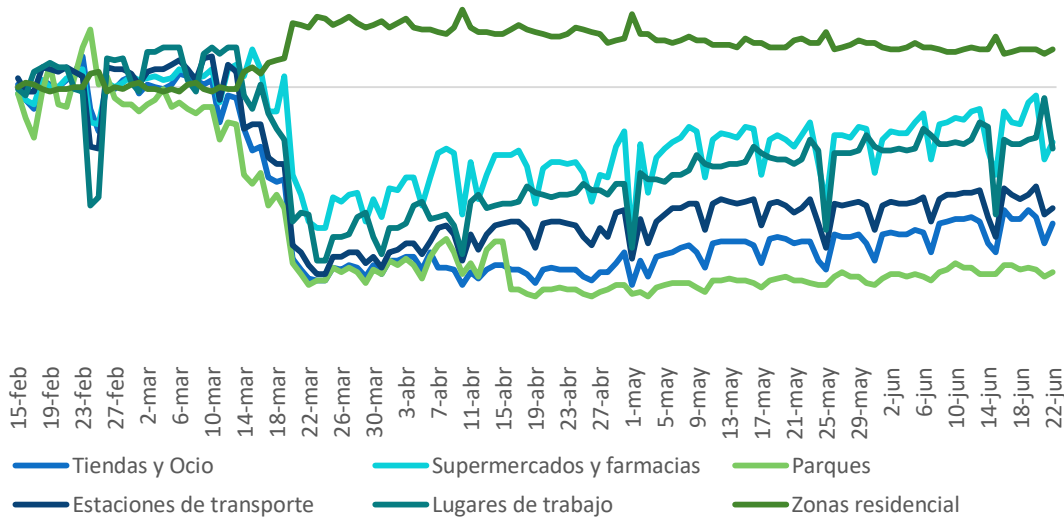
En este escenario de fuerte expansión monetaria, una pregunta pertinente es si el BCRA debe dar señales más claras respecto del futuro de la política monetaria. Lo cierto es que **la incertidumbre respecto del devenir de la pandemia es elevada, y como Argentina ingresa en una nueva etapa de mayor aislamiento y -en línea con lo que se observa con los principales bancos centrales del mundo- es probable que la política monetaria requiera una elevada flexibilidad para actuar.**

## ¿Arranca o no arranca?

En el mes de mayo la economía argentina empezó a experimentar una apertura gradual en diversos sectores como así también a nivel regional. En el interior del país la mayoría de los comercios e industrias empezaron a abrir progresivamente.

### La actividad se mueve lentamente

Índice de movilidad por rubros



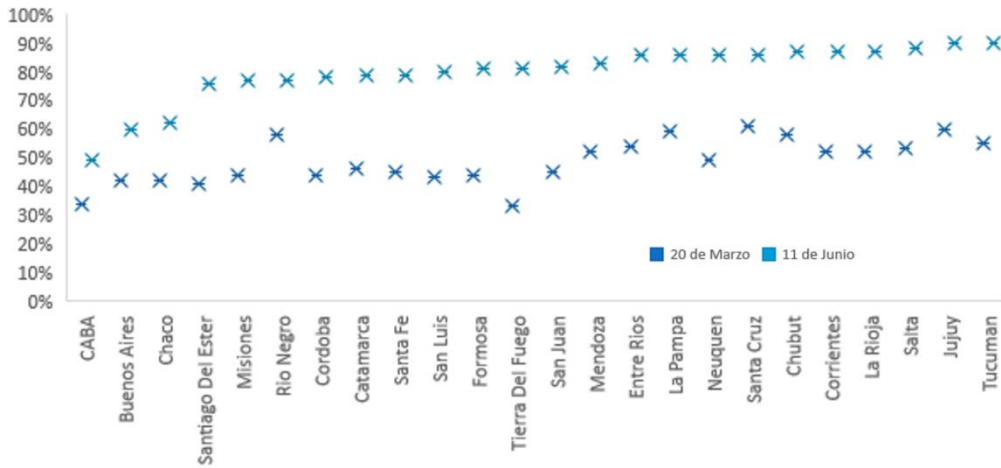
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a Google.

**Tanto los supermercados y las farmacias como los lugares de trabajo recuperaron gran parte de la caída observada a finales de marzo y abril.** El comercio minorista, las zonas de esparcimiento como así también las estaciones de transporte continúan fuertemente afectadas por el cierre de sus actividades, a pesar de un leve repunte en junio.

**Al analizar por distribución geográfica es claro que las únicas tres provincias que siguen con una cuarentena más estricta son CABA, Buenos Aires y Chaco.** En las dos primeras es donde se concentra la mayoría de la población y producción económica del país.

### La cortina sanitaria

% por provincia, empleo formal en empresas cantidad de trabajadores



Fuente: CEP XXI.

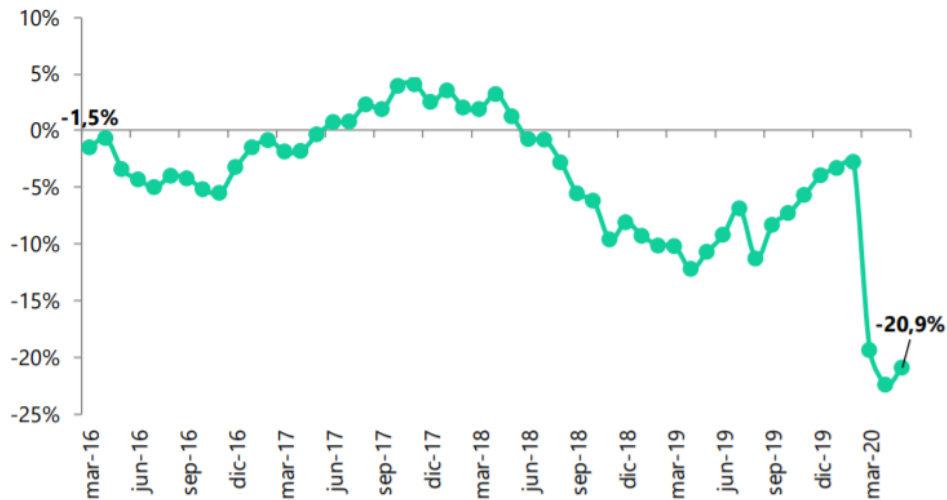
La velocidad de recuperación del interior fue más rápida inclusive en las provincias de mayor tamaño. Con lo cual, **la estrategia del interior por ahora viene siendo exitosa, poniendo un especial énfasis en provincias como Mendoza, Córdoba y Santa Fe.**

La cuarentena se fue relajando por diversas disposiciones del propio gobierno, pero también los individuos empezaron a realizar actividades productivas de manera no "autorizada". Sobre todo, eso se nota en la región del AMBA donde la cuarentena en mayo y junio se mantuvo en fases iniciales de jure y así todo el índice de movilidad indica que comenzó a levantarse de facto.

**No obstante, eso no parece haber reflejado en el consumo. Nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -20,9% anual, y acumula veintitrés meses en baja. La serie sin estacionalidad arrojó una suba de +2,6% mensual y acumula así una baja de -19,5% en lo que va del año.**

## En mayo el consumo siguió muy afectado por el COVID-19

Variación anual



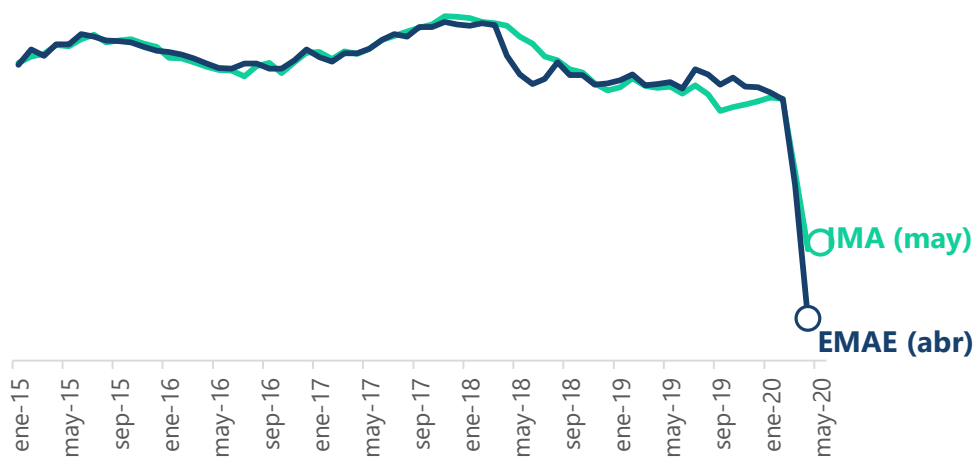
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

Los resultados a nivel desagregado fueron mixtos. Mientras que las ventas minoristas se contrajeron un -50,8% anual con bajas en todos los rubros, el crédito real en pesos continuó mejorando respecto de los meses previos, aunque cayó un -1,4% anual. Por otro lado, mientras que el consumo privado de cercanía sigue en caída y no logra repuntar, el crédito al consumo sí lo hizo, volcado a productos esenciales y sobre todo en grandes cadenas comercializadoras.

Según la consultora Scentia, en mayo las ventas en supermercados tuvieron un leve retroceso de -0,5% anual mientras que para Nielsen se incrementaron 5%. Con lo cual, **el fuerte retroceso del consumo está enfocado en el AMBA, locales de cercanía y no tanto así en las grandes cadenas de supermercados.** En cuanto al crédito en general, fue destinado principalmente al sector MiPymes, utilizando la línea de capital de trabajo y sobre todo enfocado a evitar que se corte la cadena de pagos y los trabajadores puedan cobrar la parte del salario que no es cubierto por el Estado nacional a través del ATP.

## El IMA adelanta un leve repunte para mayo

Índice desestacionalizado



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía e INDEC.

**En mayo la economía se contrajo un -18,2% respecto del mismo mes de 2019 según nuestro Indicador Mensual de Actividad Económica (IMA), y al observar el indicador en frecuencia mensual sin estacionalidad se advierte que en mayo la economía creció +0,9% respecto a abril, lo que marcaría el primer mes de incremento desde el anuncio de las medidas de aislamiento en marzo.**

Abril debería conformar un piso dado que en ese momento se produjeron las medidas de aislamiento más restrictivas y generalizadas a lo largo del territorio nacional, las cuales comenzaron a ser relajadas a mediados de mayo. El relajamiento de la cuarentena permitió que las actividades comiencen nuevamente a abrir y así poner en producción la economía. Pero a pesar de esto la recuperación parece ser a priori moderada y la economía necesitará un paquete específicamente delineado para la pos-pandemia.

### Todo el espacio fiscal que se necesite

En las estadísticas fiscales de mayo quedó plasmado el abismo en el que parece haber caído el consumo y la producción (reflejado en el desplome de los ingresos tributarios), y la decidida estrategia del gobierno para contrarrestar la retraída del sector privado (por el lado del gasto público).

**El resultado de estas dinámicas divergentes, con ingresos creciendo al 2,4% y gastos al 96,8% anuales, fue un déficit primario de \$251 mil millones, que dejará un resultado en la primera mitad del año cercano al -3% del PIB. Con esta dinámica, resulta difícil pensar en un déficit**

**primario para 2020 menor a -5% del PIB.** Lo que no queda claro es cómo podría ser financiado este déficit primario para lo que resta del año.

A esta altura a nadie se le ocurre pensar en reglas macro fiscales como las que el gobierno propuso hace largo tiempo a comienzos de 2020, con la idea de enviar señales *market friendly* para una rápida resolución de la renegociación de deuda.

Sin embargo, también es cierto que el giro no se dio sólo en la estrategia del gobierno nacional, sino en el propio *mainstream* que parece haberse adaptado rápidamente a este ¿resurgimiento? del enfoque de finanzas funcionales. En los próximos meses veremos si acreedores externos, internos y organismos internacionales continúan haciendo la vista gorda al déficit primario.

**La única seguridad parece ser que los recursos tributarios tardarán varios meses más en recomponerse.** Por un lado, debido a la caída del consumo y por otro, a que muy probablemente durante estos meses la mora impositiva haya sido y siga siendo una fuente de financiamiento de una porción importante de empresas.

Por el lado del gasto público, al menos hasta julio se continuará con la ayuda extraordinaria, aunque mucho más focalizada en términos geográficos, adaptándose a las particularidades de un territorio nacional en el que conviven múltiples fases del ASPO y a las necesidades que emergen de las reversiones de fase en áreas densamente pobladas y con elevada vulnerabilidad.

Con este panorama, **el herramental de políticas públicas de emergencia que el gobierno desplegó, al ser en general sumas por “única vez”, le permitiría un rápido regreso a los niveles de gasto previos a la pandemia. La mayor dificultad está en que no ocurrirá lo mismo con la recaudación,** dada su estrecha relación con el nivel de actividad y, en particular, el consumo privado.

## Giro de la política monetaria

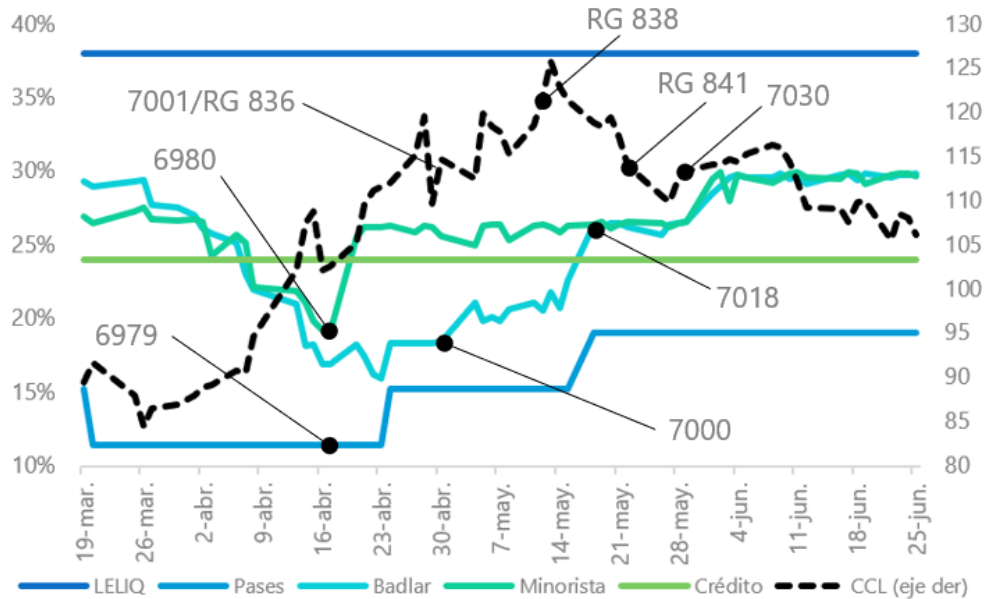
En este sentido, la dificultad principal radica en el financiamiento de dicho déficit, ya que debido al tamaño del mercado financiero local y al cierre de los mercados internacionales, al gobierno no le queda más opción que recurrir a la emisión de dinero a través del Banco Central.



Luego de una primera etapa de fuerte expansión monetaria, y a partir de la flexibilización de la cuarentena que comenzó a observarse desde fines de abril y principios de mayo, **el BCRA comenzó a aplicar un torniquete tanto monetario como cambiario con el objetivo de moderar las tensiones latentes en la economía argentina.**

### Las tasas de interés, bajo la órbita del BCRA

En % NA y en \$/USD

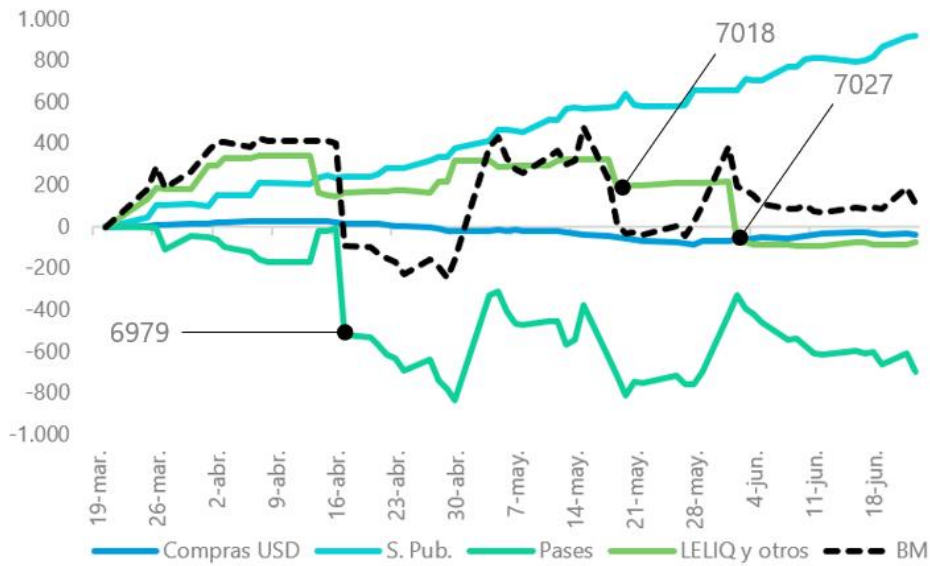


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a BCRA.

El 16 de abril, a partir de las Comunicaciones "A" 6979 -franquicia para la constitución de pases- y 6980 -tasas pasivas mínimas para depósitos de hasta \$1 millón-, comenzó a observarse el giro en la política monetaria. Siguió con la Com. 7000 y la 7018 – mayor alcance de los pisos a las tasas pasivas-, sumado a los aumentos de la tasa de pases pasivos.

### ¿Una paradoja para la Base Monetaria?

Efecto monetario acumulado, en miles de mill. \$

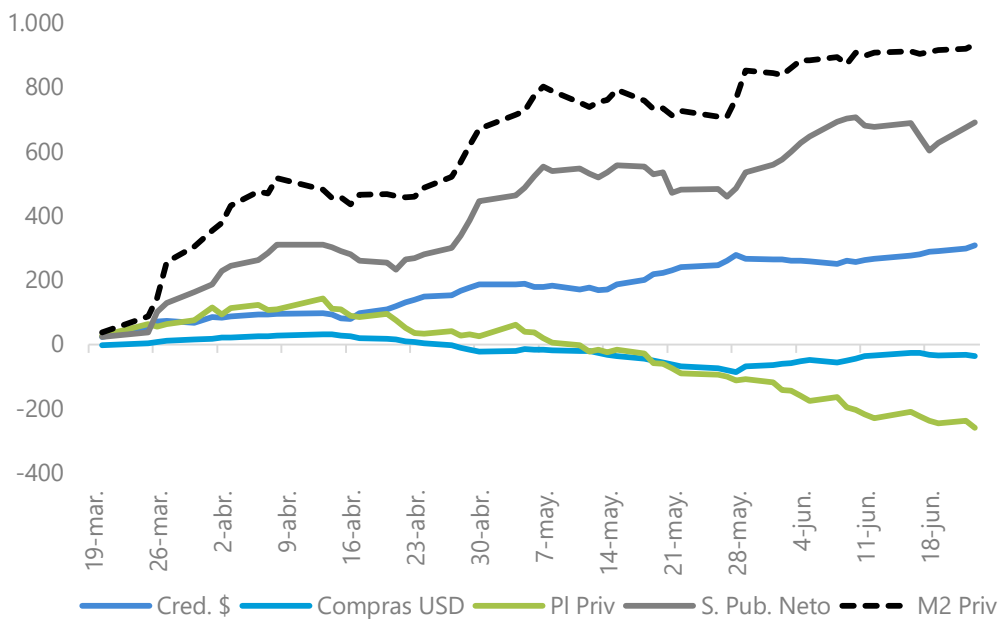


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a BCRA.

Por su parte, es con la Com. 6979 mencionada más arriba que comienza a revertir el aumento inicial de la Base Monetaria (BM). Luego, con las Com. 7018 y 7027 del BCRA aumentan las tenencias admitidas de LELIQ. De este modo, a partir de mediados de abril los instrumentos de regulación monetaria reabsorben buena parte del financiamiento al fisco.

### Los medios de pagos muestran un aumento récord

Efecto monetario acumulado, en miles de mill. \$



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

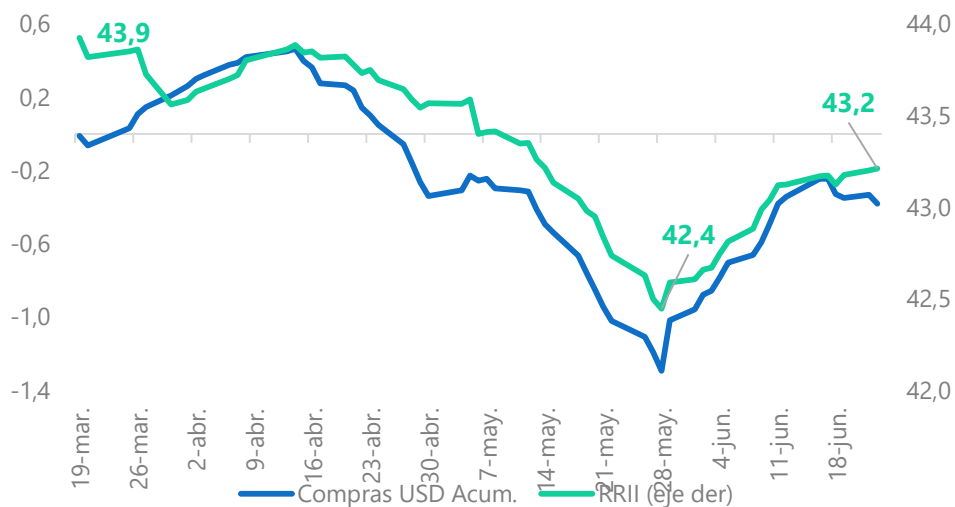
Un aspecto a destacar es que la BM creció apenas +18,7% en el acumulado de junio respecto del promedio de marzo pre-cuarentena, mientras que los medios de pago medidos por el M2 Privado lo hicieron en +34,5% durante el mismo período. La mayor parte de la expansión se dio entre marzo y abril, cuando a) el efecto monetario del financiamiento del fisco no fue esterilizado y b) se concentra la mayor parte del aumento del crédito al sector privado, lo cual ocurrió cuando el costo de fondeo cayó lo suficiente como para que las líneas blandas propuestas por el BCRA fueran rentables.

Si bien desde fines de abril -período a partir del cual el BCRA reforzó los pisos normativos a las tasas pasivas- el efecto de los depósitos a plazo privados aportó una contracción, el comportamiento de la demanda de dinero refleja un fuerte incremento de la preferencia por la liquidez del sector privado, en el contexto de marcada incertidumbre que impone la pandemia.

Desde el punto de vista cambiario, se fueron reforzando los controles de cambio con impacto en el "Contado con liqui" (CCL), sobre todo a partir de las Resoluciones Generales (RG) de la CNV. La Com. 7030 consagró finalmente el endurecimiento de los controles de cambio, a partir del establecimiento de condiciones más exigentes para el pago de importaciones.

### Se modera la tensión sobre las reservas

En mill. de USD



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

La combinación de un marcado relajamiento de las condiciones financieras para los mercados emergentes y mayores controles de cambio generaron un retraimiento del CCL -ver gráfico al comienzo de esta sección- y una recuperación de las reservas internacionales –ver gráfico superior-. A lo largo de junio, comenzó a percibirse cierto relajamiento del nuevo torniquete cambiario.

En este escenario de fuerte expansión monetaria, una pregunta pertinente es si el BCRA debe dar señales más claras respecto del futuro de la política monetaria. Lo cierto es que **la incertidumbre respecto del devenir de la pandemia es elevada, y como Argentina ingresa en una nueva etapa de mayor aislamiento y -en línea con lo que se observa con los principales bancos centrales del mundo- es probable que la política monetaria requiera una elevada flexibilidad para actuar.**