

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

51° | Septiembre 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 julio la economía se contrajo -11% anual, marcando el cuarto mes de impacto pleno del COVID-19. **En los primeros siete meses de 2020 se registra una caída anual de -10,9%**. La dinámica de julio refleja una caída generalizada de casi todos los componentes del IMA, con la excepción de los préstamos comerciales.

La recuperación de la economía real está comenzando a presentar una forma de raíz cuadrada en lugar de una V corta, con lo cual la recuperación empieza a depender en gran medida de la demanda y no tanto de la oferta.

Hace unos días se dio a conocer el resultado fiscal de julio, el cual marcó un cambio de comportamiento respecto de la dinámica expansiva de los últimos meses, mostrando una marcada reducción de la brecha entre las variaciones anuales del gasto primario y los ingresos.

Pese a la mejora, la inercia de los últimos meses define un incremento en el déficit fiscal que lejos está de la estrategia original del gobierno a comienzos de año. A partir de eso, **estimamos que, en los primeros siete meses del año, y principalmente a causa de la pandemia, el déficit primario ya alcanzó al 3,6% del PIB**. Si tenemos en cuenta las perspectivas para los próximos meses, donde debemos sumar los pagos de IFE y ATP para agosto y septiembre (aunque bajo un universo más restringido), **es esperable que el cierre del año arroje un déficit primario entorno al -6% del PIB**.

En las últimas semanas, el sector externo argentino parece estar moviéndose en el terreno de la paradoja. con el comienzo de julio, el BCRA volvió a tener problemas para acumular reservas, y para fines de agosto ya estaba vendiendo divisas de nuevo a un ritmo de USD 60 millones diarios. **Como balance, desde el comienzo del ASPO, el BCRA perdió alrededor de USD 1.000 millones en reservas.**

Este proceso de recrudescimiento de las condiciones cambiarias vino acompañado de un incremento en la brecha cambiaria, pero al mismo tiempo estuvo atravesado por buenas noticias en lo que hace a la negociación de la deuda, dado que a principios de agosto se alcanzó un acuerdo con los principales grupos de acreedores de la deuda Ley Extranjera de Argentina.

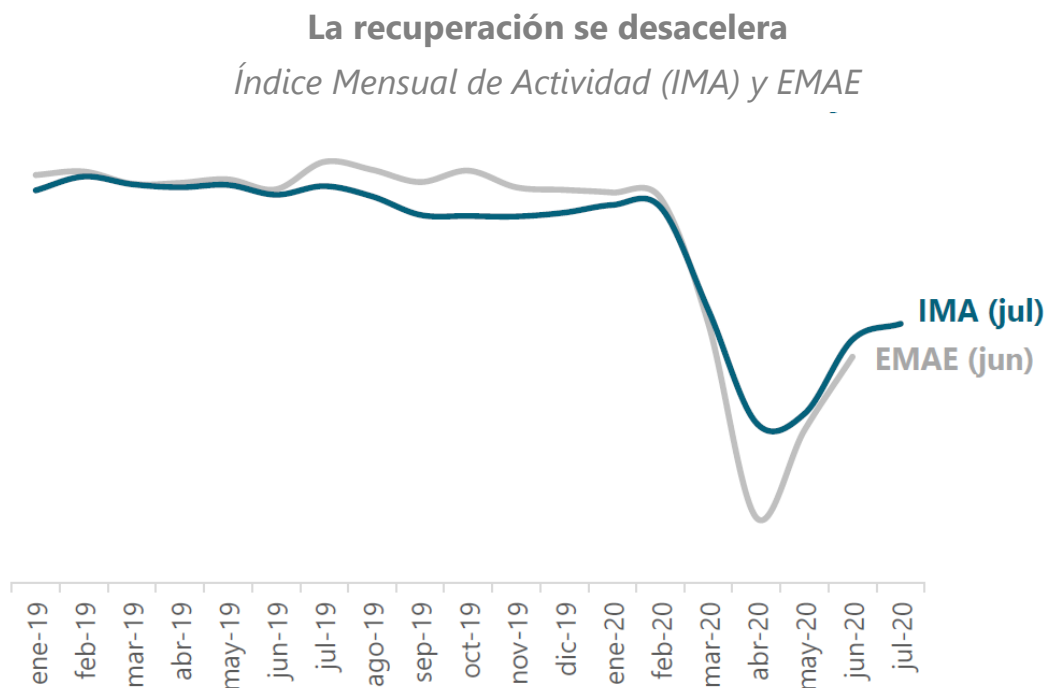
A pesar de que la brecha cambiaria influye en el desenvolvimiento del mercado oficial, esto no quiere decir que su comportamiento responde a determinados fundamentos económicos. La iliquidez de ese mercado, las novedades financieras -como el rumor respecto de la eliminación del cupo de USD 200 dólares por mes para FAE- y la cercanía del canje de deuda, por ejemplo, pueden estar imprimiendo volatilidad “técnica” a las cotizaciones paralelas del dólar.

A pesar de esto, la volatilidad en las cotizaciones paralelas sin duda complica el proceso de acumulación de reservas del BCRA. Esto abre el interrogante de si, en el camino hacia un esquema de política monetaria y fiscal post-pandemia- el gobierno no debería convalidar una cotización como referencia financiera para el precio del dólar, y a partir de ahí diseñar un esquema de intervención comprensible.

Es la demanda, estúpido.

En julio la economía se contrajo -11% anual, marcando el cuarto mes de impacto pleno del COVID-19. **En los primeros siete meses de 2020 se registra una caída anual de -10,9%.** La dinámica de julio refleja una caída generalizada de casi todos los componentes del IMA, con la excepción de los préstamos comerciales.

Al observar el indicador en frecuencia mensual sin estacionalidad se advierte que en julio la economía se recuperó 1,5% respecto a junio, lo que marca el tercer mes de incremento desde el anuncio de las medidas de aislamiento en marzo.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) e INDEC.

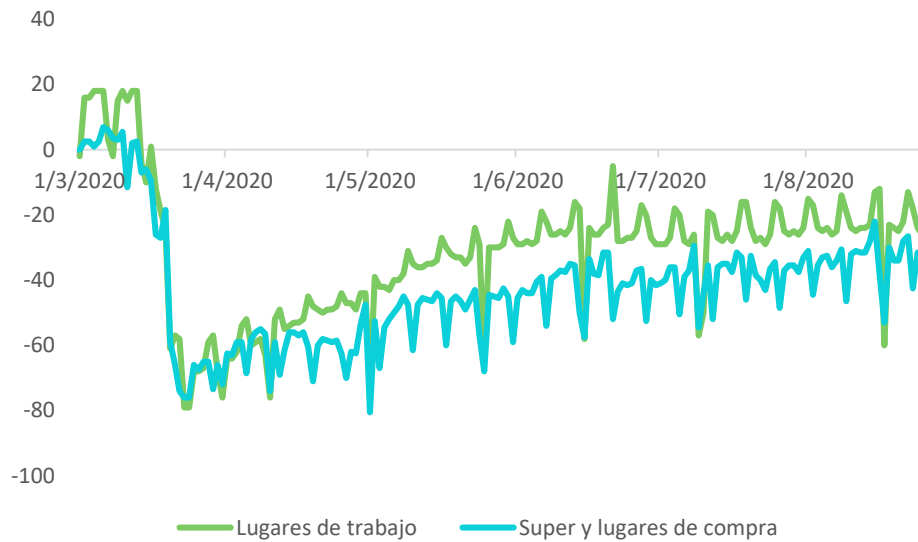
En julio de 2020 el consumo medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -11,2% anual, y acumula veinticinco meses en baja. La serie sin estacionalidad arrojó una suba de 3,2% mensual, presentando una recuperación menor que el mes pasado.

Los resultados a nivel desagregado fueron mixtos. La venta de autos nacionales aumentó 5% anual. Asimismo, de acuerdo con CAME las ventas minoristas se contrajeron un -27,7% anual, con bajas en todos los rubros. Por otro lado, el IVA Neto bajó un -12,9% anual. Finalmente, el crédito real

en pesos tuvo un incremento de 4,6% anual. Con lo cual el consumo en bienes durables se ve una mejora, mientras que bienes no durables siguen deprimidos.

Índice de Movilidad

Variación respecto de niveles pre-pandemia

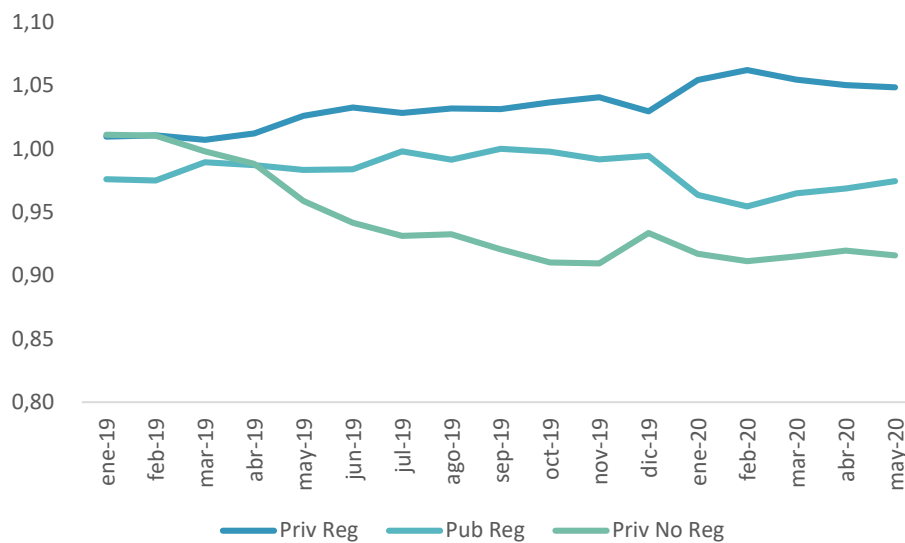


Fuente: Google.

De acuerdo con el índice de movilidad, la brecha entre las zonas de trabajo y lugares de compra se redujo alrededor de un 25% en julio respecto al mes previo, pero se sigue manteniendo una diferencia. Asimismo, a partir de julio se estancó el crecimiento de la movilidad mostrando un posible problema a futuro. No solo la demanda viene por debajo de la oferta (desde mayo) sino que también la tasa de variación del crecimiento de la oferta se empezó a detener.

Salarios en caída

Índice de Salarios (en términos reales)



Fuente: INDEC.

Según el INDEC, durante el primer trimestre del año la desocupación pasó del 8,9% al 10,4%, siendo explicada en gran medida por una caída de los subocupados demandantes. Además, se espera que crezca el nivel de desocupación para el segundo trimestre del año. A esto se suma que los ingresos de los sectores no registrados y públicos vienen en un franco retroceso desde 2019, y 2020 con la pandemia no mejoraron (como sí sucedió con el empleo registrado privado).

La recuperación de la economía real está comenzando a presentar una forma de raíz cuadrada en lugar de una V corta, con lo cual la recuperación empieza a depender en gran medida de la demanda y no tanto de la oferta. Por más que el ASPO y DISPO comiencen a flexibilizarse, hasta que no haya una perspectiva futura de los ingresos reales de las familias, éstas no van a incrementar su gasto presente (demanda). El próximo reto del gobierno es salir de la ayuda generalizada del lado de la oferta y pasar a una ayuda focalizada del lado de la demanda (pos-pandemia).

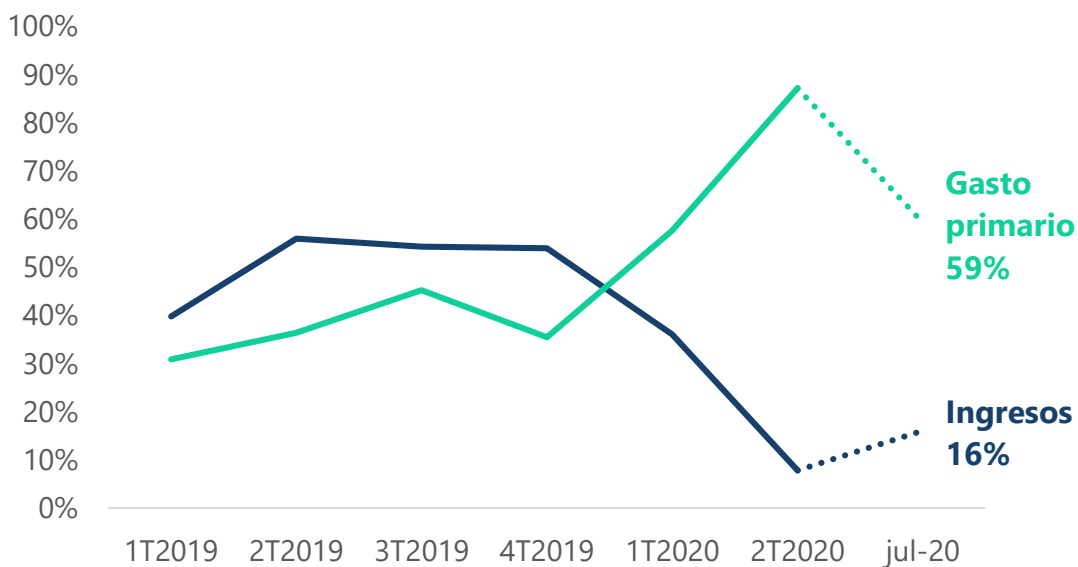
Recortando el rojo fiscal

Hace unos días se dio a conocer el resultado fiscal de julio, el cual marcó un cambio de comportamiento respecto de la dinámica expansiva de los últimos meses. Este resultado se explica tanto por una recomposición en los ingresos que se debe a la recuperación gradual de la actividad económica, y por la nueva etapa en los programas de asistencia que comienzan a focalizarse a determinados segmentos de la población y áreas geográficas.

Lo que se observó en este último mes fue una marcada reducción en la brecha entre las variaciones anuales del gasto primario y los ingresos, luego de generar una diferencia de casi 80 puntos porcentuales durante el segundo trimestre. Sin embargo, el gasto primario se mantiene muy por encima de los ingresos, manteniendo la tendencia que se comenzó a observar desde el cambio de gobierno.

Comienza a reducirse la brecha de gastos e ingresos

En porcentaje de variación anual nominal



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

Pese a la mejora de julio, la inercia de los últimos meses define un incremento en el déficit fiscal que lejos está de la estrategia original del gobierno a comienzos de año.

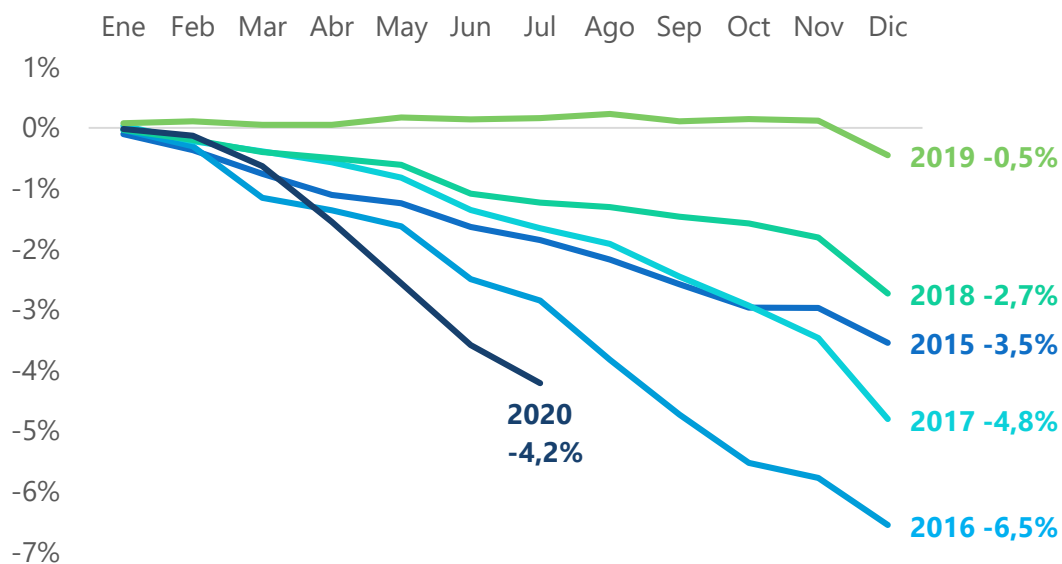
Estimamos que, en los primeros siete meses del año, y principalmente a causa de la pandemia, el déficit primario ya alcanzó al 3,6% del PIB,

asemejándose a las dinámicas que se observaban en 2016. Si tenemos en cuenta las perspectivas para los próximos meses, donde debemos sumar los pagos de IFE y ATP para agosto y septiembre (aunque bajo un universo más restringido), **es esperable que el cierre del año arroje un déficit primario entorno al -6% del PIB.**

En nuestras proyecciones para el cierre del año, cerca de 4% de ese déficit estará explicado por las medidas implementadas por el gobierno para morigerar las consecuencias económicas de la pandemia, mientras que poco menos de un 1% se deben a la pérdida de recaudación ocasionada por la contracción de la economía.

El resultado primario en perspectiva

En porcentaje del PIB



Nota: Series elaboradas en base a metodología actual.

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

De cara al año próximo, y una vez superada la crisis del Covid-19, el gobierno podrá retornar al escenario previo en la búsqueda del equilibrio fiscal, un desafío que no estará exento de dificultades y que dependerá de cómo el gobierno logre repensar el actual esquema de transferencias extraordinarias de ingresos a sectores vulnerables.

El puzzle del sector externo

En las últimas semanas, el sector externo argentino parece estar moviéndose en el terreno de la paradoja. Luego de haber aplicado una política muy expansiva en las etapas más duras del ASPO de marzo-abril, el BCRA comenzó a apretar el torniquete monetario -a partir del andamiaje regulatorio heterodoxo que habilita la Carta Orgánica- y reacondicionar los controles de cambio por medio de la famosa Com. "A" 7030 y modificatorias.

El resultado fue que, de vender un promedio diario de USD 60 millones en el mercado de cambios a fines de mayo, el BCRA pasó a comprar esa misma magnitud a fines de junio.

Sin embargo, con el comienzo de julio, el BCRA volvió a tener problemas para acumular reservas, y para fines de agosto ya estaba vendiendo divisas de nuevo a un ritmo de USD 60 millones diarios. **Como balance, desde el comienzo del ASPO, el BCRA perdió alrededor de USD 1.000 millones en reservas.**

Este proceso de recrudescimiento de las condiciones cambiarias estuvo atravesado por buenas noticias en lo que hace a la negociación de la deuda, dado que a principios de agosto se alcanzó un acuerdo con los principales grupos de acreedores de la deuda Ley Extranjera de Argentina.

Un elemento llamativo es que, en los últimos dos meses, se observó un sostenido incremento de la brecha cambiaria: luego de haber retrocedido hasta un mínimo de 47,8% el último día de junio, la misma –medida a partir del Contado con liqui- avanzó hasta un máximo de 83,5% al 21 de agosto, alcanzando los máximos observados a mediados de mayo.

Si bien en los últimos días del mes la brecha se redujo hasta la zona del 70%, los movimientos en las cotizaciones paralelas son señales evidentes de la existencia de tensiones en el mercado de cambios.

Como insistimos en [informes anteriores](#), estas señales del precio pueden ser importantes para el desenvolvimiento del mercado de cambios oficial, lo cual implica que tarde o temprano incrementos desproporcionados de

la brecha cambiaria puede inducir una devaluación del tipo de cambio comercial.

El lado financiero de la balanza comercial

ICA vs MULC

	Expo ICA	Impo ICA	Saldo Com.	TCR	PIB	Brecha CCL / TCN	Diferencia ICA - MULC		
							Expo	Impo	Saldo Com.
	Var. % i.a.	Var. % i.a.	M. USD	Nivel	Var. % i.a.	%	M. USD	M. USD	M. USD
2015	-17,2%	-12,6%	-926	85,8	1,6%	37,5%	-2.830	3.784	-6.613
2018	5,6%	11,4%	-5.657	99,8	1,2%	0,4%	4.274	13.391	-9.117
2019	3,4%	-26,9%	6.587	116,9	-4,4%	0,3%	5.099	11.978	-6.879
2020	-11,9%	-24,4%	9.573	116,5	-12,7%	48,2%	3.268	393	2.875

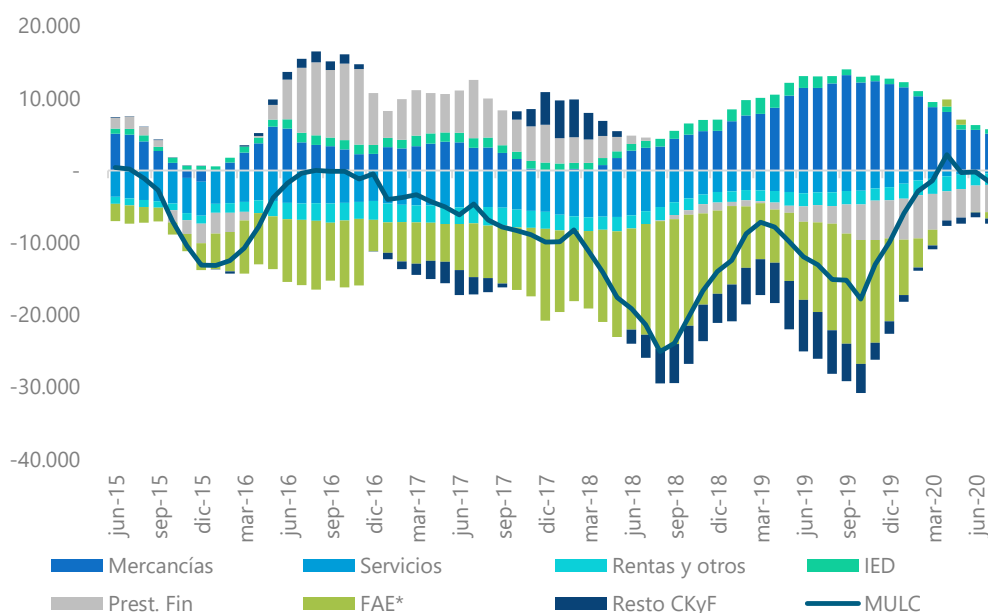
Suma dólares / Resta dólares

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

Como se muestra en la tabla anterior, el saldo de la balanza comercial en el acumulado anual es de USD 9.600 millones según el ICA. Este comportamiento parece consistente con la actual configuración macro: una economía atravesada por una fuerte recesión y un tipo de cambio real que no parece atrasado en términos históricos. Sin embargo, **el mercado de cambios -es decir, los cobros y pagos efectivos de ventas y compras externas- arroja un resultado menor en USD 2.900 millones, lo que hace que el superávit de la cuenta mercancías apenas sea suficiente para cubrir la cancelación de deuda financiera** (ver gráfico a continuación).

¿El sector externo otra vez en tensión?

En miles de millones de USD



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

Como se muestra en la tabla, los mecanismos a partir de los cuáles se producen estas discrepancias pueden ser variados. En el período 2018-2019, con libre movilidad de capitales, una parte no menor de las compras de divisas para realizar importaciones se cursaban fuera del concepto mercancías, y si bien una porción de las exportaciones no se liquidaba en el mercado de cambios, el efecto neto en el balance comercial base caja implicaba un importante “ahorro de divisas” (ver [informe BCRA](#)).

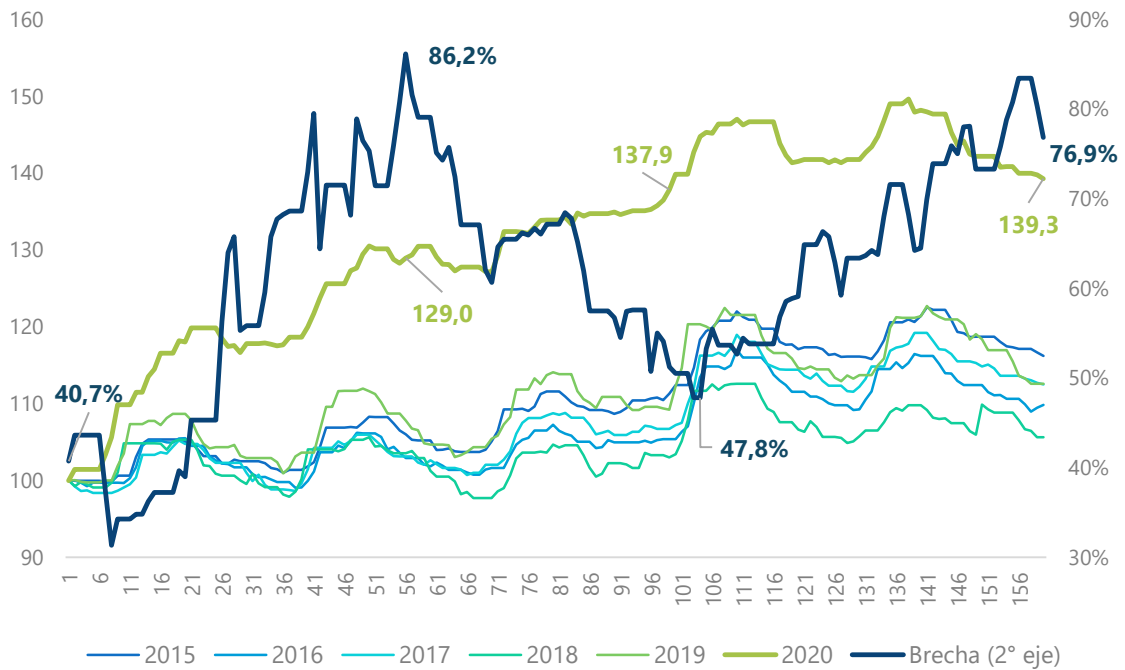
En 2015 y 2020, etapas con controles de cambio, los cobros y pagos adquirieron una dinámica propia en virtud de las políticas instrumentadas por cada una de las administraciones y las correspondientes estrategias defensivas aplicadas por el sector privado.

A pesar de que la brecha cambiaria influye en el desenvolvimiento del mercado oficial, esto no quiere decir que su comportamiento responde a determinados fundamentos económicos. La iliquidez de ese mercado, las novedades financieras -como el rumor respecto de la eliminación del cupo de USD 200 dólares por mes para FAE- y la cercanía del canje de deuda,

por ejemplo, pueden estar imprimiendo volatilidad “técnica” a las cotizaciones paralelas del dólar.

¿Tiene fundamentos la brecha cambiaria?

Medios de pagos -M2 Priv. base 19 de marzo = 100- y brecha cambiaria (CCL)



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

En efecto, si bien varios análisis suponen que los movimientos del Contado con liqui están impulsados por un exceso de liquidez, motivado por las medidas de asistencia oficial por el COVID-19, lo cierto es que el reciente salto del CCL coincide, como comentábamos en las páginas anteriores, con una estabilización del sesgo de la política monetaria y una mejora en el perfil fiscal de la Argentina inducida por el canje de deuda (lo que no quita que la mayor liquidez pueda funcionar como “piso” de la brecha).

A pesar de esto, la volatilidad en las cotizaciones paralelas sin duda complica el proceso de acumulación de reservas del BCRA. Esto abre el interrogante de si, en el camino hacia un esquema de política monetaria y fiscal post-pandemia- el gobierno no debería convalidar una cotización como referencia financiera para el precio del dólar, y a partir de ahí diseñar un esquema de intervención comprensible. Si bien la versión más extrema de esta política -un desdoblamiento *formal* del tipo

de cambio- puede no ser necesariamente la mejor opción, si el proceso de pérdida de reservas se agudiza el gobierno deberá evaluar opciones alternativas para transitar la pandemia y la normalización de sus relaciones financieras.