

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

52° | Octubre 2020



itegaweb.org | germanabdala.com.ar



www.facebook.com/itegaok



consultas@itegaweb.org



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



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

En agosto, la economía según nuestro Índice Mensual de Actividad se contrajo -9,3% respecto del mismo período de 2019, siendo el quinto mes de pandemia COVID-19. En el acumulado del año se registra una caída de -10,7% anual. Como venimos adelantando en los informes mensuales anteriores **la recuperación de la demanda continua muy apática, impactando de lleno en la dinámica post covid.** En vez de observarse una recuperación en formar de V se consolida la √ invertida.

Tanto el consumo, la producción industrial como la actividad económica, muestran que en agosto se llegó a un techo de recuperación económica que continúa por debajo de los niveles pre pandémicos pero que al mismo tiempo no solo se frena, sino que parecería estar descendiendo. La precaución debe ser máxima, porque el gobierno deberá pensar en un paquete de ayuda más focalizado ya que las heterogeneidades sectoriales operan en fuertes disparidades frente al promedio. Y como venimos remarcando en los informes anteriores la demanda sigue sin crecer como debería para traccionar un crecimiento lo suficientemente deseable para recuperar, aunque sea una parte de lo perdido por la pandemia.

El cimbronazo que el COVID-19 generó en la actividad económico llegó al mercado laboral. El desempleo en el segundo trimestre de 2020 fue de 13,1%, lo que implica un incremento importante respecto del mismo período del año anterior (10,6%). Sin embargo, **el dato más significativo es el de la caída en la tasa de empleo, que pasó del 42,6% al 33,4%, combinado con la caída en la tasa de actividad, que pasó de 47,7% a 38,4%.** Esto se debe a que casi la totalidad de las personas que perdieron su trabajo luego no pudieron salir a buscar uno nuevo, impedidas por las restricciones a la circulación, y por lo tanto pasaron a ser inactivas.

Como queda claro en el presupuesto enviado al Congreso, los efectos de la pandemia sobre las cuentas públicas se extenderán al 2021, con un nuevo nivel de gasto primario sustancialmente superior al de 2019, el cual se complementa con una lenta y parcial recuperación de los

ingresos públicos. El camino hacia el equilibrio fiscal durará algunos años más, luego de tener en cuenta la inercia que dejarán las políticas de estímulo para enfrentar la emergencia del Covid-19.

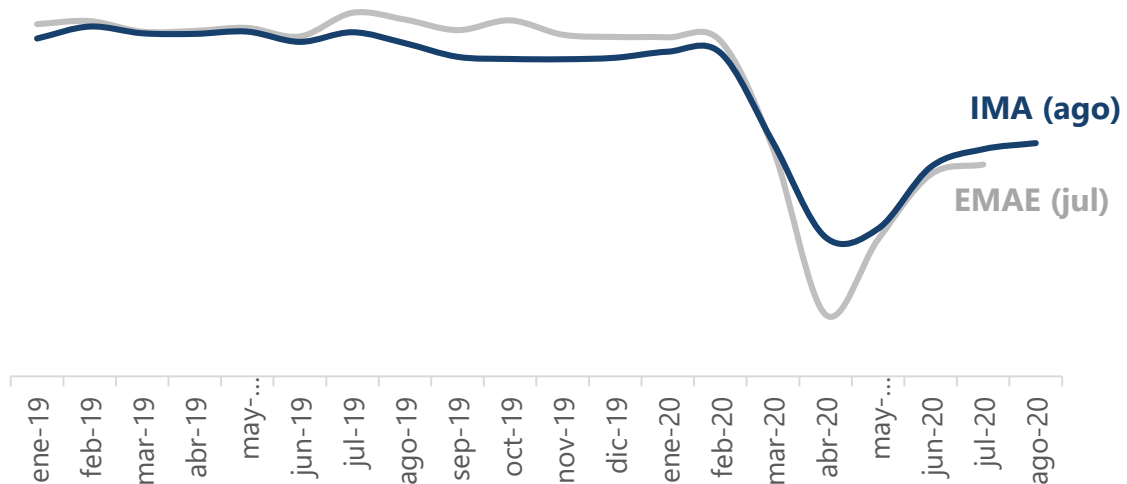
En la Ley de Presupuesto 2021 el gobierno está marcando una pauta nominal del orden del 30%, un crecimiento económico equilibrado, un escenario conservador para el gasto público y una fuerte moderación del financiamiento monetario. **Si pretende coordinar expectativas en torno a este escenario, el Gobierno deberá garantizar la estabilidad del mercado de cambios.** Para hacerlo dependerá exclusivamente del resultado del comercio exterior -que tiende a reducirse en las reactivaciones-, ya que en la medida en que no se normalice el lado financiero del balance de pagos -que está atravesado por lo que ocurra con la negociación con el FMI- los controles de cambios seguirán bloqueando los ingresos de divisas. Los desafíos no son menores, pero las autoridades cuentan con las herramientas adecuadas para llevar la economía argentina a buen puerto.

El estancamiento llegó para quedarse.

En agosto, la economía según nuestro Índice Mensual de Actividad se contrajo -9,3% respecto del mismo período de 2019, siendo el quinto mes de pandemia COVID-19. En el acumulado del año se registra una caída de -10,7% anual.

Sin embargo, en términos desestacionalizados advierte que la economía creció 0,6% respecto a julio, lo que marca el cuarto mes de incremento desde el anuncio de las medidas de aislamiento en marzo.

La recuperación se desacelera
Índice Mensual de Actividad (IMA) y EMAE

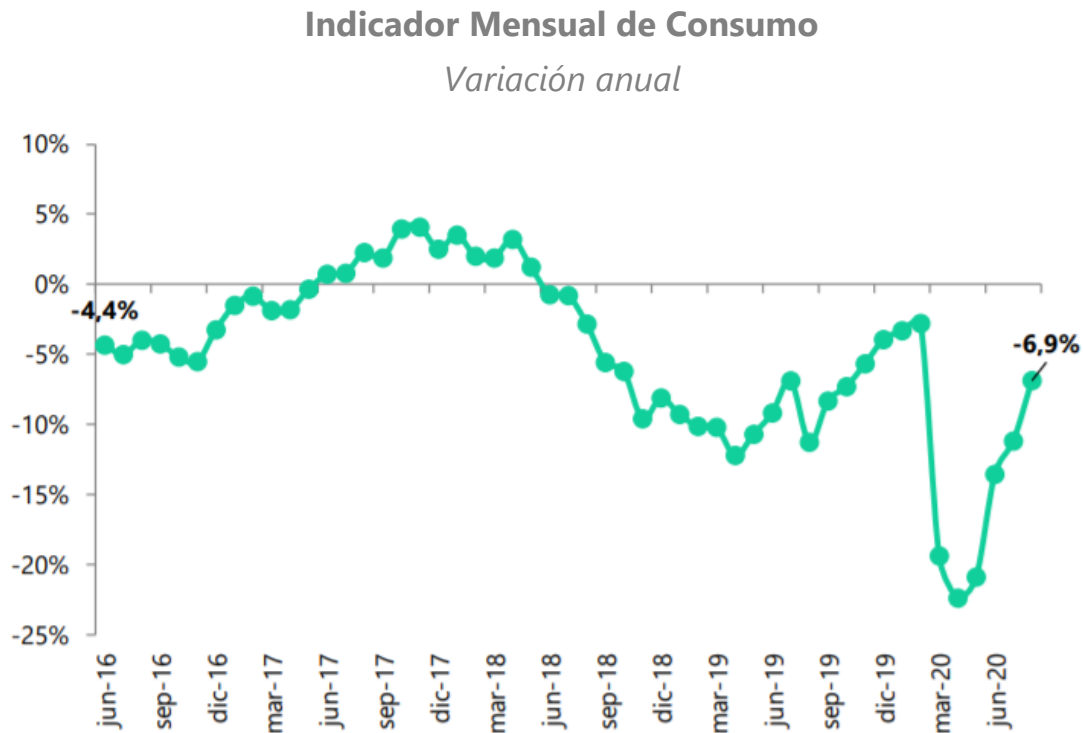


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía e INDEC.

La dinámica de agosto refleja una caída generalizada de casi todos los componentes del IMA, con la excepción de los préstamos comerciales. En particular, se destacan por su magnitud las caídas en las cantidades importadas (-19%), las ventas minoristas (-18%) y la demanda de energía eléctrica no residencial (-16%). No obstante, se destaca una desaceleración en las caídas de casi todos los componentes respecto al mes pasado.

Como venimos adelantando en los informes mensuales anteriores la recuperación de la demanda continua muy apática, impactando de lleno en la dinámica post covid. En vez de observarse una recuperación en formar de V se consolida la √ invertida.

De un modo similar, en agosto de 2020 el consumo medido por el IMC se contrajo -6,9% anual, y acumula veintiséis meses en baja. En el acumulado anual registra una baja de -9,5%, mientras que la serie sin estacionalidad arrojó una contracción de -0,5% mensual, la primera en tres meses.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

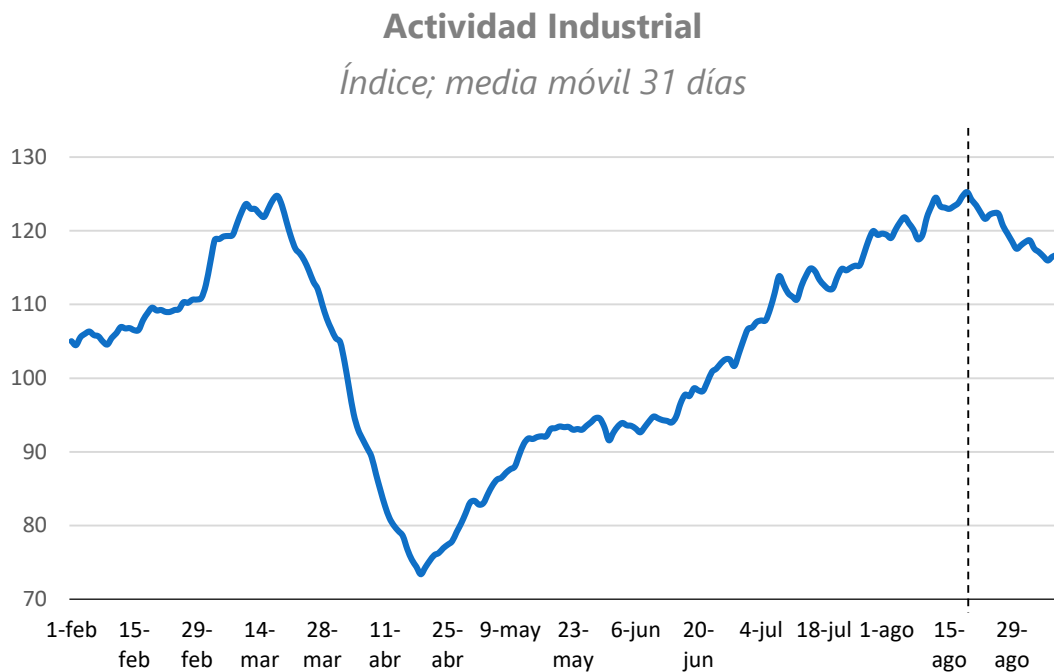
Se continúan observando dinámicas desiguales en cuanto al consumo de bienes durables y no durables. Mientras que la venta de autos nacionales se incrementó 5,1% anual, y acumula dos meses en alza, también el crédito real en pesos emprendió la tercera suba consecutiva de 10,9% anual. Por otro lado, de acuerdo con CAME las ventas minoristas se contrajeron un -17,8% anual, con bajas en todos los rubros. De igual modo, el IVA Neto bajó -21,1% anual, y continúa mostrando un pobre desempeño. Finalmente, las importaciones se contrajeron -29% respecto del mismo mes de 2019.

El CEP XXI publicó un indicador adelantado en base a energía eléctrica (CMMESA) para comprender la evolución de la industria manufacturera. La primera conclusión que podemos observar es que la industria recuperó por completo en términos generales su producción pre-pandemia, pero

con fuertes heterogeneidades sectoriales. Como todo indicador promedio no capta las evoluciones de cada sector. En este caso el informe refleja lo mismo que se ve a nivel consumo donde los bienes durables están traccionando hacia arriba la producción industrial mientras que los no durables siguen estancados.

En cuanto a la evolución particular del indicador, alrededor del 19 de agosto la producción industrial adelantada por el CEP comenzó a mostrar un descenso, arribando a un nuevo piso la primera semana de septiembre.

Hay que seguir en detalle la evolución de la industria porque no solo pareciera haber llegado a un tope en agosto, sino que habrá que ver si la reducción es sostenida.



Fuente: Elaboración propia en base a CEP XXI.

Tanto el consumo, la producción industrial como la actividad económica, muestran que en agosto se llegó a un techo de recuperación económica que continúa por debajo de los niveles pre pandémicos pero que al mismo tiempo no solo se frena, sino que parecería estar descendiendo. La precaución debe ser máxima, porque el gobierno deberá pensar en un paquete de ayuda más focalizado ya que las heterogeneidades sectoriales operan en fuertes disparidades frente al promedio. Y como venimos remarcando en los informes anteriores la demanda sigue sin crecer como

debería para traccionar un crecimiento lo suficientemente deseable para recuperar, aunque sea una parte de lo perdido por la pandemia.

La pandemia llegó al empleo

El desempleo en el segundo trimestre de 2020 fue de 13,1%, lo que implica un incremento importante respecto del mismo período del año anterior (10,6%). Sin embargo, **el dato más significativo es el de la caída en la tasa de empleo, que pasó del 42,6% al 33,4%, combinado con la caída en la tasa de actividad, que pasó de 47,7% a 38,4%.**

Esto se debe a que casi la totalidad de las personas que perdieron su trabajo luego no pudieron salir a buscar uno nuevo, impedidas por las restricciones a la circulación, y por lo tanto pasaron a ser inactivas. Esto queda claro al analizarlo en términos absolutos (proyectado a nivel país): mientras que entre el segundo trimestre de 2019 y el de 2020 la cantidad de personas empleadas se redujo 4 millones, el incremento en la cantidad de personas desocupadas fue de solo 10.500, mientras que las inactivas se incrementaron 4 millones. Es decir, toda la población desempleada pasó a inactiva, mientras que el incremento de la tasa de desempleo es prácticamente un efecto estadístico.

Al analizar la composición de las personas que perdieron su trabajo (o que fueron suspendidas de manera informal), lo que se observa es que los principales afectados fueron quienes estaban ocupados en las modalidades más precarias e inestables: los asalariados informales (-2,1 millón de empleos menos) y los cuentapropistas (-1,2 millón de empleos menos), mientras que la reducción de los puestos asalariados registrados fue significativamente menor (-400.000).

Esto refleja que las medidas implementadas por el gobierno en materia laboral (el ATP, la prohibición de despidos y los créditos a tasas subsidiadas) sirvieron para mitigar el efecto en el sector formal de la economía, mientras que el Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) tuvo como objetivo precisamente sostener la pérdida de ingresos sobre todo de la población (des)empleada del sector informal. No

obstante, esto es meramente un paliativo si la actividad económica no logra recuperarse rápidamente y reabsorber a toda esa población desempleada.

La inercia fiscal del Covid-19 en 2021

El resultado fiscal de agosto volvió a marcar una reducción en la brecha entre gastos y recursos, con ingresos que poco a poco comienzan a recomponerse conforme se abren nuevas actividades, y un gasto primario que mantiene una dinámica de crecimiento real.

Al igual que en los meses previos, las políticas de emergencia explican por completo el incremento del gasto primario (ATP, IFE y subsidios a tarifas), mientras las políticas sociales preexistentes (principalmente jubilaciones y AUH) mantienen una evolución entorno a la inflación o incluso por debajo de ella.

Todo parece indicar que esta configuración se mantendrá en lo que resta del año, con una lenta y gradual recomposición de los ingresos que irá reduciendo el diferencial con el gasto primario.

La carga inercial que el Covid-19 deja sobre el presupuesto será una marca que tardará en desaparecer. Como cuenta de ello, cabe mencionar que unos días atrás las autoridades del Ministerio de Economía presentaron el Presupuesto 2021 para la Administración Pública Nacional, en el que se proyecta un déficit primario de -8,3% del PIB para este año y de -4,2% para el año que viene.

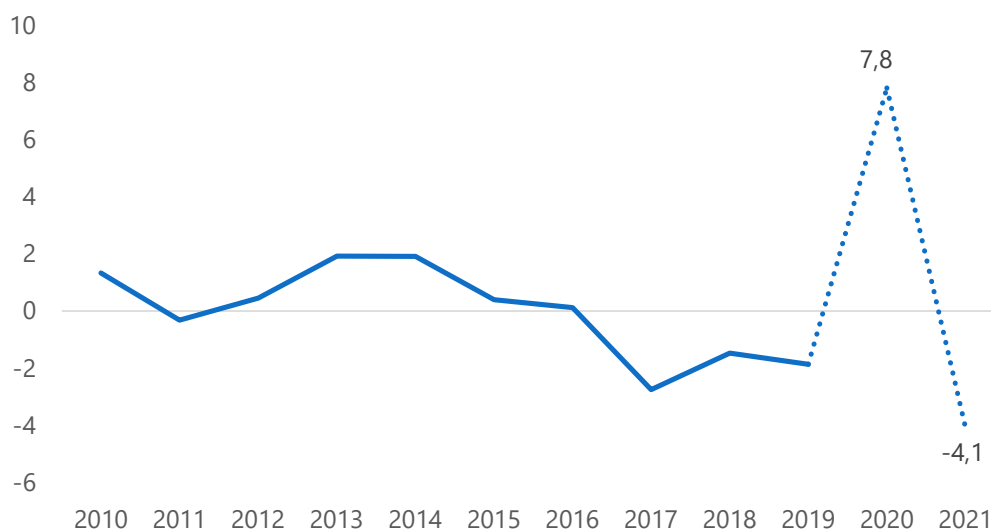
En líneas generales el gobierno espera para el año próximo una mejora en las cuentas públicas, aunque manteniéndose muy lejos del equilibrio fiscal. Como queda claro en el presupuesto enviado al Congreso, la inercia de las políticas expansivas generadas en respuesta a la pandemia y el impacto negativo que ella tuvo sobre la actividad económica y la recaudación resultarán significativos en las cuentas públicas de cara al 2021.

Para tener una idea de la magnitud del efecto expansivo que durante estos meses busca darse por medio de la política fiscal a la actividad económica,

podemos estimar el impulso fiscal¹ de los últimos años y el implícito en el presupuesto para el año próximo.

En este análisis queda claro el efecto de las políticas expansivas desde el gasto primario, como así también el impulso macro que generó la pérdida de recursos tributarios vía incremento del ingreso disponible. Por otro lado, la inercia de 2020 genera un impulso fiscal negativo para el año próximo, lo que lleva a pensar en un presupuesto que esconde una política contractiva. Sin embargo, la magnitud del impulso de este año distorsiona el resultado que cabe esperarse en 2021.

Impulso fiscal 2020-2021 como resultado del Covid-19
En porcentaje del PIB



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

Pero debemos analizar más en detalle antes de aventurar conclusiones. Otro modo de analizar la política fiscal 2021 es a partir de los niveles en términos reales de sus principales partidas, tanto en ingresos como gastos. Si tomamos como base el nivel de 2019 podemos identificar si cada uno de los componentes del presupuesto en 2021 retornan al nivel previo a la pandemia o mantienen un efecto expansivo.

¹ El impulso fiscal es el resultado de la diferencia entre el gasto primario en relación con el PIB entre un año y otro, y la diferencia en los ingresos primarios en relación con el PIB en la misma ventana de tiempo. En términos algebraicos sería: $(G_t/PIB_t - G_{t-1}/PIB_{t-1}) - (T_t/PIB_t - T_{t-1}/PIB_{t-1})$. De este modo, un impulso fiscal positivo implica que los gastos crecen más que los ingresos en términos del PIB, como resultado de una política fiscal expansiva sobre la actividad.

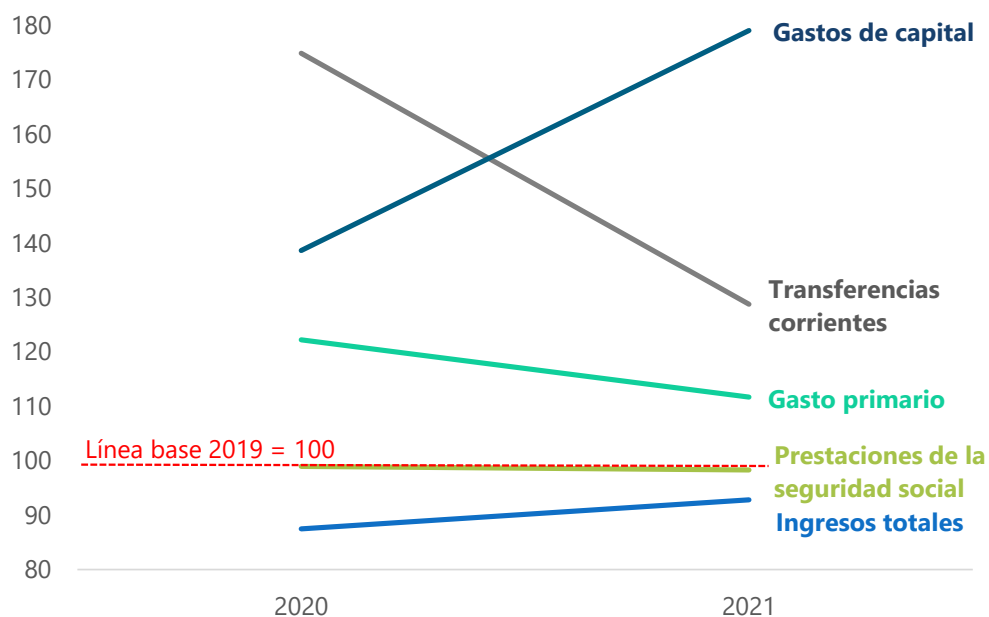
Lo que observamos es que, mientras los ingresos mejoran levemente respecto a 2020, no logran alcanzar el nivel de 2019, colocándose un 7% por debajo. Esto quiere decir que se espera una recuperación parcial de los recursos públicos, de hecho, no lograrán hacer un aporte significativo a la reducción de casi 4 puntos porcentuales del déficit primario entre 2020 y 2021.

Por otro lado, el gasto primario se reduce en términos reales, pero se mantiene un 12% por encima del nivel de 2019. En particular, dentro del gasto primario el componente más dinámico será el gasto de capital, que se incrementó notablemente en 2020 y continuará haciéndolo en 2021 al colocarse un 79% por encima del valor registrado en 2019 en términos reales.

También se espera que las políticas de transferencia corrientes de ingresos a familias, provincias y municipios continúen durante 2021, aunque con una menor relevancia que este año, pero manteniendo un nivel real un 29% por encima del 2019. **En consecuencia, la mejora en el déficit primario se explica por una política de gastos menos expansiva que en 2020, pero significativamente más expansiva que la de 2019.**

El 2021 mantendrá la inercia de las políticas expansivas

Niveles de principales partidas presup. en términos reales, 2019=100



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

En resumen, todo parece indicar que los efectos de la pandemia sobre las cuentas públicas se extenderán al 2021, con un nuevo nivel de gasto primario sustancialmente superior al de 2019, el cual se complementa con una lenta y parcial recuperación de los ingresos públicos. El camino hacia el equilibrio fiscal durará algunos años más, luego de tener en cuenta la inercia que dejarán las políticas de estímulo para enfrentar la emergencia del Covid-19.

El mercado cambiario bajo presión

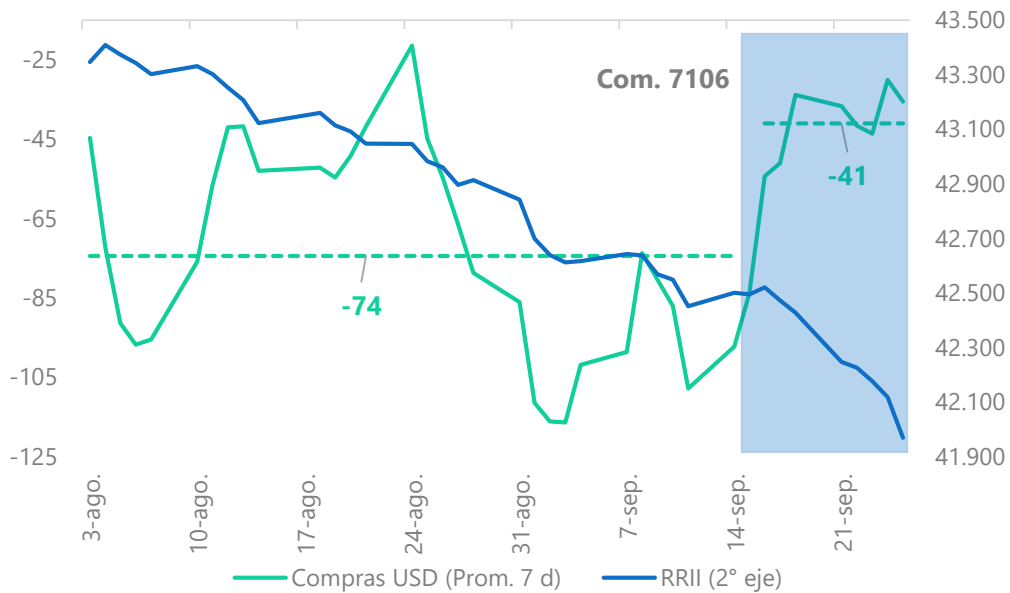
El nuevo conjunto de medidas cambiarias ocupó el centro de la agenda económica de las últimas semanas, opacando la presentación de la Ley de Presupuesto. En efecto, a pesar de las importantes definiciones que el proyecto contiene con relación al programa macro del gobierno para el próximo período fiscal -que además es electoral-, el fuerte impacto en los mercados financieros dejó en un segundo plano definiciones importantes tanto respecto de la nominalidad como de las cuentas fiscales y el comercio exterior.

Las pautas más importantes de la Com. "A" 7106 son a) mayores trabas para el dólar ahorro, que incluyen la retención del IIGG; b) mayores dificultades para las operaciones al dólar financiero para no residentes -y mayores facilidades para los locales; c) refinanciación compulsiva de los préstamos del exterior hasta la cosecha del año que viene.

Como era esperable, las medidas motivaron un aumento de las cotizaciones paralelas en los días siguientes. Desde el 15 de septiembre, el dólar MEP subió un 10,8% y el CCL un 11,9%, llevando la brecha respecto del oficial a 78,4% y 89,2% respectivamente.

Las reservas en la mira

En millones de USD



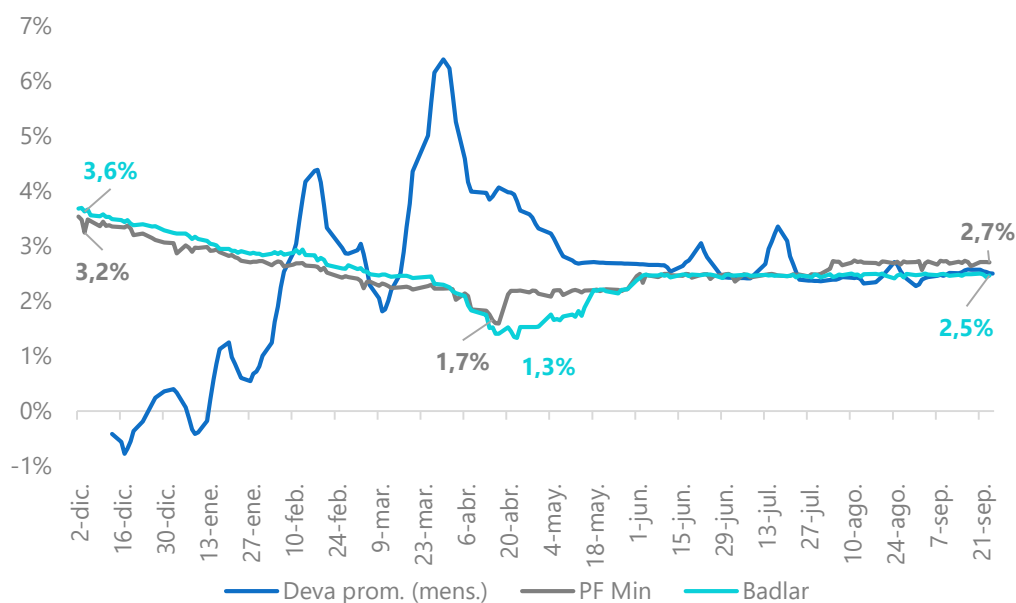
Fuente: BCRA.

Como también era esperable, las mayores restricciones cambiarias -que afectaron temporalmente a las transferencias locales de dólares- indujeron una incipiente salida de depósitos. **No obstante, esto no puso en riesgo al sistema financiero debido a la fuerte desintermediación que ostenta el segmento en moneda extranjera, tanto por motivos normativos - que impiden el descalce de moneda de los deudores- como macro - fuerte desapalancamiento local en dólares desde el año pasado. En la medida en que la operatoria se vaya normalizando, es esperable que este goteo se vaya reduciendo.**

La caída de los depósitos pone en el corto plazo un límite a la recuperación de las reservas, el objetivo casi excluyente de las recientes medidas cambiarias tomadas por el BCRA. No obstante, las compras de dólares - temporalmente suspendidas por motivos operativos- permitieron que la autoridad monetaria reduzca el ritmo de ventas de divisas en el mercado de cambios en los días que siguieron a este nuevo apretón del torniquete cambiario.

¿Hacia dónde va la política monetaria?

En % mensual



Fuente: BCRA.

El hecho de que la respuesta de corto plazo haya sido negativa no quiere decir necesariamente que la medida fue errada, ya que los operadores de cambio pueden demorar en procesar estas modificaciones y el BCRA debe emprender un diálogo con los sectores involucrados, lo cual puede derivar en cambios/rectificaciones en las comunicaciones oficiales. No obstante, **con estos precios relativos y en una economía que todavía está en proceso de salir de la recesión, para considerar acertado al nuevo esquema cambiario el BCRA definitivamente debe empezar acumular reservas, o al menos dejar de perderlas: en los 10 días que siguieron al nuevo cepo, las RRII cayeron más de USD 500 millones.**

Por otro lado, la respuesta negativa que en el corto plazo evidenciaron los mercados financieros puede anticipar algunas estrategias defensivas, que no necesariamente implican modificaciones de fondo al esquema cambiario, como un nuevo apretón monetario y una mayor oferta de activos dolarizados -en el mercado de futuros, de contado, o en ambos.

En la Ley de Presupuesto 2021 el gobierno está marcando una pauta nominal del orden del 30%, un crecimiento económico equilibrado, un escenario conservador para el gasto público y una fuerte moderación

del financiamiento monetario. Si pretende coordinar expectativas en torno a este escenario, el Gobierno deberá poder garantizar la estabilidad del mercado de cambios. Para hacerlo dependerá exclusivamente del resultado del comercio exterior -que tiende a reducirse en las reactivaciones-, ya que en la medida en que no se normalice el lado financiero del balance de pagos -que está atravesado por lo que ocurra con la negociación con el FMI- los controles de cambios seguirán bloqueando los ingresos de divisas. Los desafíos no son menores, pero las autoridades cuentan con las herramientas adecuadas para llevar la economía argentina a buen puerto.