

# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

39° | Agosto 2019

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

## CLAVES DE LECTURA

La realidad argentina fue sacudida nuevamente por los sorprendentes resultados electorales de las PASO, que otorgaron un amplio triunfo a la coalición opositora y posicionaron a Alberto Fernández como el favorito a ocupar el Sillón de Rivadavia a partir de diciembre de este año.

Antes de que hubiese tiempo para analizar tanto las causas de la holgura de la derrota de Cambiemos como los motivos detrás de los groseros errores de pronóstico de las encuestadoras, **la economía sufrió un fuerte cimbronazo cambiario que volvió a alterar las condiciones financieras domésticas.**

La inestabilidad del dólar y los resultados de las elecciones pusieron inmediatamente sobre la mesa la necesidad de garantizar una transición ordenada, en el caso de que se produzca un cambio de administración.

En las primeras jornadas posteriores a las PASO la actitud del presidente fue errática, lo cual reforzó la inestabilidad del tipo de cambio y produjo un desplome sin precedentes en los activos argentinos. Con el correr de los días, el actual titular del PEN pareció tomar dimensión de los peligros de esta posición y avanzó en dos cursos de acción.

En primer término, **llamó al diálogo al principal referente de la oposición con el objetivo de bajar el nivel de confrontación y garantizar cierto grado de coordinación en una eventual transición.** En línea con esto último, se decidió un cambio de gabinete en un intento por oxigenar al golpeado equipo económico del gobierno. En segundo término, el presidente anunció un **paquete de medidas económicas orientadas a moderar el fuerte efecto contractivo que la devaluación tendrá en el poder adquisitivo de la población.**

Como mostramos en este informe, a pesar de la derrota el gobierno sigue actuando en clave electoral, ya que **el paquete de medidas no está orientado a los sectores más vulnerables de la población, sino a aquellos segmentos del electorado que el gobierno asume que puede recuperar de cara a las elecciones generales de octubre.** No obstante, los efectos recesivos de una devaluación como la ocurrida luego de las

PASO difícilmente puedan ser compensados por un conjunto de medidas como el anunciado.

Lo anterior abre un nuevo frente de conflicto, ya que **el costo fiscal del paquete de medidas vuelve a poner en tela de juicio el cumplimiento del objetivo de “déficit cero” que el gobierno acordó con el FMI**, lo cual siembra dudas respecto de los futuros desembolsos que debería recibir la Argentina hasta fin de año.

El panorama que enfrenta el gobierno luce muy complejo. Al momento de finalizar este informe, y por segunda vez en un año, **la economía argentina se encuentra funcionando en modo a prueba de fallos, sin una referencia clara para el tipo de cambio ni los precios**. En este sentido, las próximas semanas requieren de una sintonía fina en la administración macroeconómica para que la transición no se vuelva aún más caótica. La moneda está en el aire.

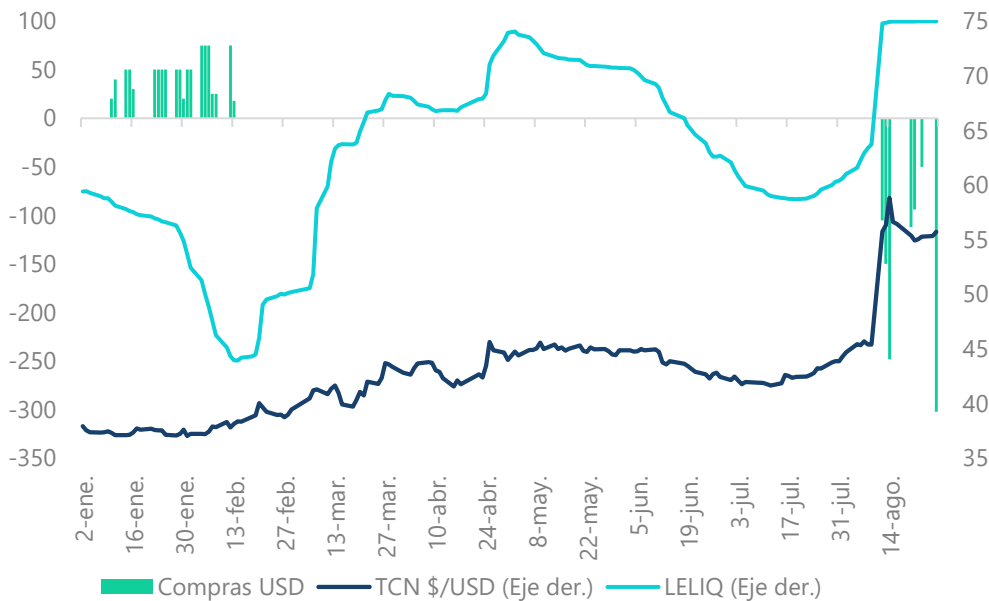
## ¿El mayor error económico del gobierno?

El gobierno de Cambiemos cosechó en apenas una jornada el haber sembrado una campaña del miedo durante los meses que precedieron a las PASO. La estrategia electoral de presentar al candidato opositor Alberto Fernández como un referente anti-mercado llevó a la profecía autocumplida de un nuevo salto cambiario que, paradójicamente, terminó prácticamente sepultando las chaces electorales del oficialismo.

Estas circunstancias habilitaron el debate respecto de **qué pudo haber hecho el BCRA el lunes 12 de agosto para evitar una devaluación de más de \$10 (+22,8%), que vino acompañada de una caída sin precedentes de los activos argentinos**. El riesgo país saltó hasta alrededor de 2.000 puntos básicos, mientras que en el mismo día de la devaluación el Merval cayó en una sola jornada un -37,9%, uno de los retrocesos más estrepitosos de las últimas décadas.

### La política monetaria, otra vez bajo presión

En millones de dólares, en pesos y % nominal anual



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

La reacción inicial del BCRA fue subir la tasa de interés de las LELIQ en 1.100 puntos básicos (hasta llevarla a un 75% nominal anual), activar las ventas de divisas al contado autorizadas por el FMI (acumulando desembolsos de unos USD 1.100 millones hasta el cierre de este informe), intervenir en el

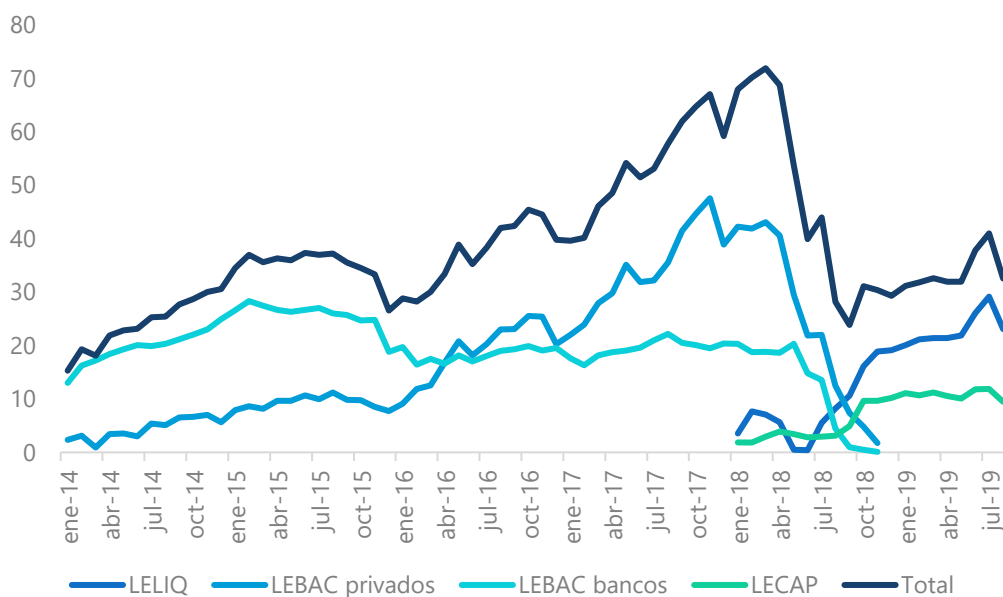
mercado de futuros y modificar el límite normativo de los bancos para el apalancamiento en moneda extranjera (Comunicación "A" 6754).

En este escenario, las ventas de divisas, las dificultades para refinanciar los vencimientos en moneda extranjera, una importante pero controlable salida de depósitos del sistema financiero y la activación de la cláusula de aceleración del REPO (ver [acá](#)), provocaron una **caída de las reservas internacionales de USD 8.800 millones entre el viernes 9 de agosto y el 27 de agosto** (último dato disponible al cierre de este informe).

Como advertimos en nuestro [informe](#) del mes pasado, **el gobierno no está en condiciones de defender la moneda nacional de una corrida cambiaria de magnitud sin afectar de modo significativo sus compromisos externos**. En este sentido, las autoridades enfrentan un difícil dilema: estabilizar la corrida implica la pérdida de reservas que serán muy necesarias en el próximo mandato, aunque no intervenir puede llevar a un desarreglo de las variables nominales de consecuencias impredecibles.

## El combustible del dólar sigue bajo

En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

**En este sentido, las nuevas autoridades de Hacienda parten de una situación que tiene pros y contras.** Por un lado, como venimos sosteniendo en nuestros últimos informes, las sucesivas devaluaciones y el elevado orden de magnitud de la fuga de activos domésticos de los últimos

doce meses ha reducido significativamente el combustible de una eventual corrida cambiaria.

Sin embargo, los pronósticos apocalípticos estimulados por el propio oficialismo previo a las PASO y la actitud confrontativa del PEN para con el electorado, que sin duda han sido de los mayores errores de economía política del gobierno en casi cuatro años de gestión, han generado una situación de pánico generalizado en los mercados de activos argentinos.

**Las dificultades en el frente cambiario se filtraron al programa financiero.** En el primer vencimiento de LETES post PASO el gobierno solo pudo renovar algo más del 40% del total, que en su mayoría estaba en poder del sector público. El gobierno enfrenta vencimientos de LETES de cerca de USD 7.200 millones en lo que resta del año. Si estos vencimientos no se logran renovar y, además, el Tesoro sigue vendiendo los USD 60 millones diarios -con el doble objetivo de pacificar el mercado cambiario y cubrir el *gap* de pesos hasta diciembre-, es probable que se tengan que reformular los términos del “fortalecimiento de reservas” aprobado por el FMI el año pasado, unos USD 7.300 millones que a priori no podrían ser utilizados con fines fiscales. Estos cálculos, por su parte, incorporan el supuesto de que el FMI aprobará su próximo desembolso en septiembre (USD 5.300 millones).

Un capítulo aparte merece la **incipiente salida de depósitos en dólares que está experimentando el sistema financiero a raíz del reciente cimbronazo cambiario.** Por el momento, el proceso de salida de depósitos es similar en orden de magnitud al ocurrido entre agosto y septiembre del año pasado en medio de la crisis cambiaria, aunque este último es un poco más acelerado (se produjo en una semana, mientras que en 2018 ocurrió al cabo de dos, deteniéndose una vez lograda cierta estabilidad cambiaria).

Sin embargo, como sostuvo en su reciente [conferencia de prensa](#) el titular del BCRA, el sistema financiero se encuentra por el momento muy líquido (el BCRA tiene cubierto más del 40% de los depósitos privados en moneda extranjera) y solvente (debido a las normas que previenen el descalce de moneda, aplicadas luego de la crisis de 2001/2002).

En este sentido, **el principal problema del gobierno en el corto plazo sigue siendo cambiario.** Dado que las actuales autoridades no cuentan con las herramientas para afrontar una corrida de elevada intensidad y

duración sin comprometer los próximos cuatro años de mandato, la única salida disponible es controlar sus fundamentos, que son básicamente de carácter político. Para llevar la economía a buen puerto, es indispensable una administración inteligente y coordinada de esta transición.

## Actividad: leve rebote y futuro incierto

Luego de la reciente devaluación, **la discusión sobre si el gobierno logrará sostener la famosa "L" de la actividad económica y llegar a octubre con algunos datos positivos quedó atrás**, y hoy en día sólo queda esperar que la caída de la economía sea la menor posible.

Tras el aparente rebote de la actividad económica en mayo, el dato de junio del EMAE mostró una contracción de -0,8% sin estacionalidad, tal como lo había adelantado nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA). En términos anuales, el EMAE se mantuvo sin cambios tras la suba de mayo, comportamiento que se explica por la fuerte suba del agro, mientras que el resto de la economía aceleró su caída (-4,0% anual). De este modo, el EMAE cerró el segundo trimestre con una leve suba interanual (0,4%), pero con una nueva contracción trimestral sin estacionalidad (-0,4%). **La actual recesión se perfila como la más prologada desde el 2001, ya que lleva seis trimestres consecutivos en baja.**

**Los primeros datos de julio mostraron una leve mejora respecto al desempeño de los últimos meses.** El IMA redujo su caída a -3,4% anual y creció 1,3% mensual, mientras que nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) cayó -6,9% anual, pero rebotó 2,1% mensual.

**Esta leve mejora probablemente quede atrás con la fuerte devaluación del mes de agosto**, pasando de un escenario de abandono del estancamiento con un tímido rebote, a un nuevo período de caída e intensificación de la recesión.

## ¿Quiénes se benefician con el paquete de medidas del gobierno?

**El resultado de las PASO llevó al gobierno a implementar un conjunto de iniciativas fiscales para recuperar al menos una parte del territorio perdido.**

Las principales medidas son un aumento del 20% del mínimo no imponible del impuesto a las ganancias para todo 2019, reducción en \$2.000 de aportes personales por dos meses, bono de empleados públicos por única vez de \$5.000, bonificación del componente impositivo del monotributo por un mes, aumento de 40% para beneficiarios del Progresar y un bono de \$2.000 para beneficiarios de la asignación universal por hijo a pagar en dos meses.

**El costo fiscal estimado de este paquete es de \$85.700 millones** (de los cuales poco más de \$32.000 millones es pérdida de recaudación para las provincias), **equivalente al 0,3% del PIB, lo cual excede el umbral de tolerancia de políticas de contención social del FMI** (para el cual solo se computa el aumento del Progresar y el bono de la AUH)<sup>1</sup>.

Una pregunta que resonó estas semanas es si las medidas anunciadas están destinadas a **morigerar los efectos de la devaluación y la consecuente aceleración inflacionaria, o su principal objetivo es el de tratar de recuperar una parte del electorado a través de políticas focalizadas.**

Si se analizan los diferentes sectores sociales que se benefician de estas medidas y se pondera la magnitud de cada una de ellas, parece quedar claro que el gobierno se inclinó más por el segundo objetivo.

**De los \$85.700 millones estimados de este paquete, casi el 90% va a la clase media y media alta, mientras que poco más del 10% se destina a los sectores vulnerables y clase media baja.**

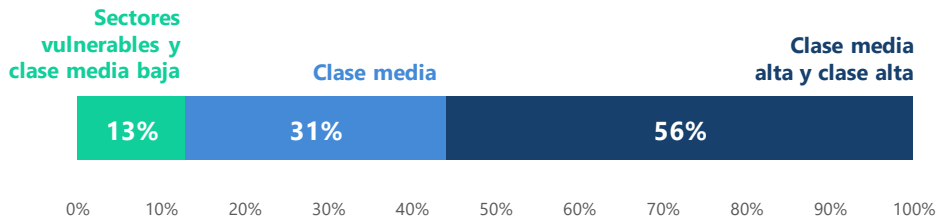
---

<sup>1</sup> Por falta de información, dejamos fuera del análisis el congelamiento de las cuotas de préstamos hipotecarios UVA, ya que su costo se pagará parcialmente por el Estado y los bancos.



## Casi el 90% del paquete fiscal se destina a la clase media y alta

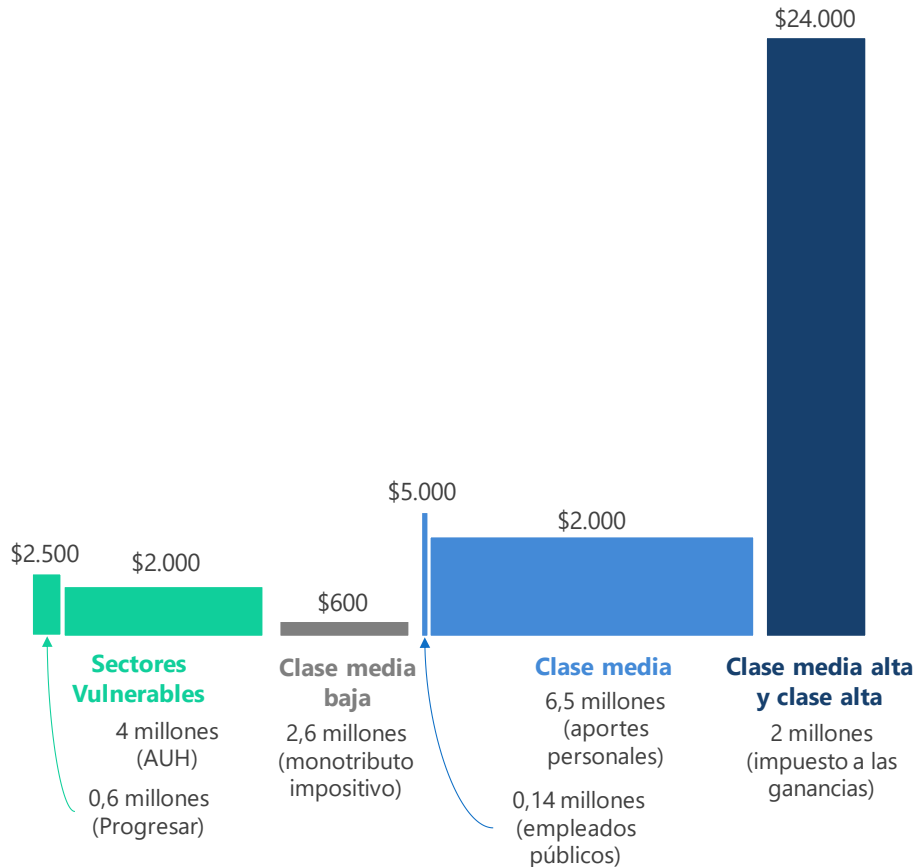
En % del costo fiscal total de las medidas



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE)

## El sesgo pro-rico del paquete de medidas fiscales

Beneficio total en pesos y cantidad de beneficiarios en millones de cada medida



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE)

En este contexto, **hacia el final de la semana post PASO el gobierno hizo un nuevo anuncio para tratar de equilibrar el impacto distributivo de este primer paquete.** La rebaja del IVA al 0% para productos esenciales, la mayoría de los cuales ya contaba con alícuota reducida, terminó siendo implementada de modo tal que probablemente no tenga un impacto significativo en el bolsillo de los consumidores.

Las principales fallas de la medida radican en que supone libre competencia en la venta final de estos productos y que toda la comercialización se realiza en el mercado formal, mientras que gran parte de las compras se realiza en comercios de cercanía mediante ventas sin factura. En caso de que no haya libre competencia o existan arreglos colusivos (como es de esperar en las grandes cadenas de supermercados), la rebaja de IVA puede generar una recomposición del mark-up y no una reducción del precio final.

Finalmente, al no ser posible reducir el IVA de todas las etapas de la cadena de valor de cada producto, la alícuota de 0% solo aplica sobre el eslabón final de la cadena. De este modo, **solo se evita el impuesto del valor agregado en la última etapa de comercialización<sup>2</sup>**.

## ¿Nuevo récord para la inflación?

**El impacto en el bolsillo de las medidas del gobierno luce insuficiente frente al efecto inflacionario que tendrá la reciente devaluación.** Si bien aún no disponemos de datos de nuestro Índice de Relevamiento de Precios (IRP) es posible estimar el impacto de la devaluación en los precios al consumidor por medio del *pass through* (coeficiente de traspaso de precios) de experiencias pasadas.

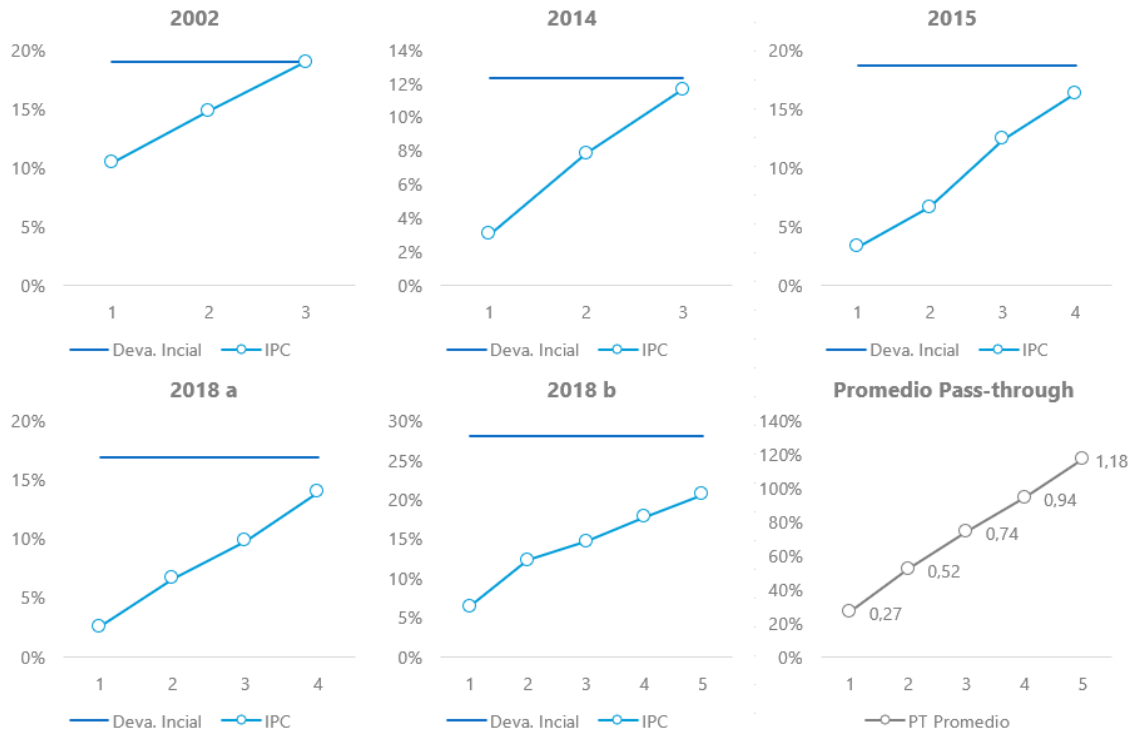
En los últimos veinte años, identificamos en nuestro país cinco episodios devaluatorios, además del actual: post-convertibilidad en 2002, enero de 2014, diciembre de 2015 y los dos saltos cambiarios de 2018. Tal como se observa en el siguiente gráfico, los precios al consumidor demoraron en promedio cuatro meses en subir en la misma magnitud que la devaluación del primer mes.

---

<sup>2</sup> Por ejemplo, si en el último eslabón de la cadena el valor agregado es de 50% sobre el precio, y el producto ya tenía alícuota reducida del 10,5% de IVA, entonces el impacto sobre el precio debiera ser, en el mejor de los casos, de una reducción del 5%.

## Traslado a precios de las últimas devaluaciones

Base  $t_0 = 0\%$  |  $t_0 = 1$



Fuente: elaboración propia en base a BCRA, INDEC e ITE

**Considerando la magnitud de la reciente devaluación, es de esperar que los precios se incrementen entre 6,5% y 4% por mes de aquí a fin de año, lo que arrojaría una inflación cercana al 60% anual para el mes diciembre de no mediar un nuevo episodio cambiario.**

De esta manera, la nominalidad de la economía argentina subiría un nuevo escalón y dejaría un piso de inflación sumamente elevado para 2020.

### Una aspirina para un paciente en terapia

El paquete de políticas anunciado por el gobierno incluye una serie de medidas orientadas a las PyMEs: aumento en la cantidad de planes permitidos para financiar deuda corriente, suspensión de embargos por 90 días, aumento de cuotas para cancelar deuda vencida. No obstante, **el principal problema de este segmento de empresas es la escasez de demanda, vinculada con el derrumbe del consumo, y los crecientes costos, entre ellos los financieros.** En un escenario fuertemente recesivo y con elevada incertidumbre cambiaria, estas empresas difícilmente estén en condiciones de sostener el salario real.

**A partir de agosto, estimamos que el salario real entrará nuevamente en un sendero decreciente, en un escenario en el cual las medidas adoptadas solo mitigaran un poco la caída.** Con esta nueva devaluación y sin las políticas adoptadas estimamos que la caída promedio del salario real del sector privado registrado (SIPA) sería de -9% en 2019. Con las medidas adoptadas, el salario real caerá -8,1%, es decir, solo 1 punto porcentual menos que en el escenario base.