

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

40° | Septiembre 2019

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La información de Cuentas Nacionales correspondiente al segundo trimestre del año, previo a la última devaluación, muestra que la situación antes de las elecciones no era de las más favorables: el gasto doméstico se encontraba en franco retroceso y la única compensación venía por el lado de las exportaciones netas, impulsadas por la caída de las importaciones.

Pero lo más importante es lo que ocurrirá con la economía los próximos meses, ya que los primeros indicadores adelantados de agosto mostraron resultados muy negativos, sobre todo en lo relacionado con el consumo. **Esta situación vuelve a abrir el interrogante respecto del espacio de política anticíclica con que contarán las autoridades de turno antes y después del cambio de gobierno.**

El último trimestre del año, en el que se suele concentrar la mayor brecha entre gastos y recursos, pone en duda el objetivo de “déficit cero” que el gobierno negoció con el FMI. Aunque el año finalice con un déficit manejable en términos del acuerdo, el arrastre que dejan para 2020 las políticas de la actual gestión muestra algunos frentes problemáticos.

Más allá de la configuración del gasto, en el cuál se destaca el peso incremental de los pagos de intereses en un contexto delicado para los sectores más vulnerables de la población, **el diferimento de rebajas impositivas** -como el generado por las reducciones progresivas de impuestos a la seguridad social y el esquema de retenciones “pesificadas” de 2018- **será un elemento que debilitará las finanzas públicas de la próxima gestión.**

En este escenario, si bien el reperfilamiento de la deuda de corto plazo descomprimió el programa financiero 2019, la posibilidad de que el FMI no desembolse los fondos programados para septiembre y los problemas para renovar la deuda con privados hicieron que **las vías de financiamiento vuelvan a cerrarse, y que tanto el Banco Central como la ANSES vuelvan a quedar en el centro de la escena como posibles financistas de última instancia.**

De cara al traspaso presidencial, la variable clave a seguir continúan siendo las reservas internacionales. La intervención del Banco Central en el mercado de cambios, los vencimientos de deuda y la caída de depósitos han llevado a las reservas del BCRA a una trayectoria preocupante. El menor ritmo de caída que han mostrado en las últimas semanas no es garantía de que la situación financiera esté completamente estabilizada, sobre todo teniendo en cuenta que en un escenario moderadamente optimista las reservas podrían quedar a fin de año en los menores niveles desde el comienzo del mandato del actual gobierno.

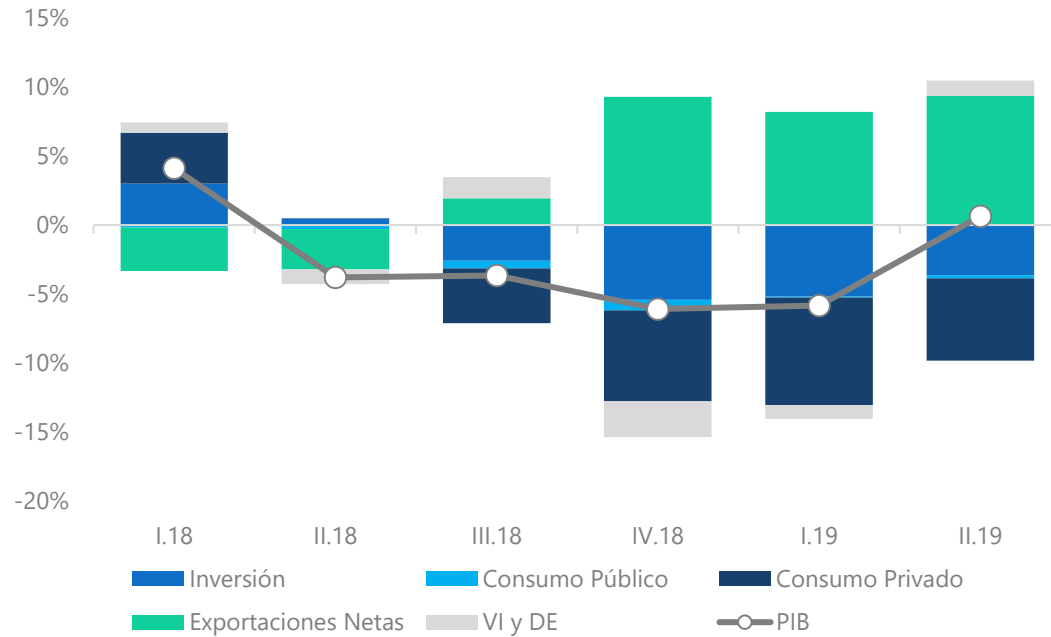
¿Todo estaba bien hasta las PASO?

Tras la fuerte devaluación de agosto, se espera que el desempeño de la actividad empeore de forma significativa en los próximos meses. Sin embargo, **los datos de las Cuentas Nacionales publicados el 19 de septiembre muestran que la situación antes de las elecciones tampoco era de las más favorables.**

Durante el segundo trimestre, el PIB se contrajo -0,3% en la medida trimestral sin estacionalidad, acumulando seis bajas consecutivas. Tal como fuera adelantado por el EMAE, en la comparación interanual se registró una leve suba de +0,6% anual. En buena medida, este repunte se debe al rebote del sector agropecuario, dado que la comparación es respecto de los meses de la sequía de 2018.

Las exportaciones contienen la caída de la demanda

Aporte en p.p. y variación % interanual



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

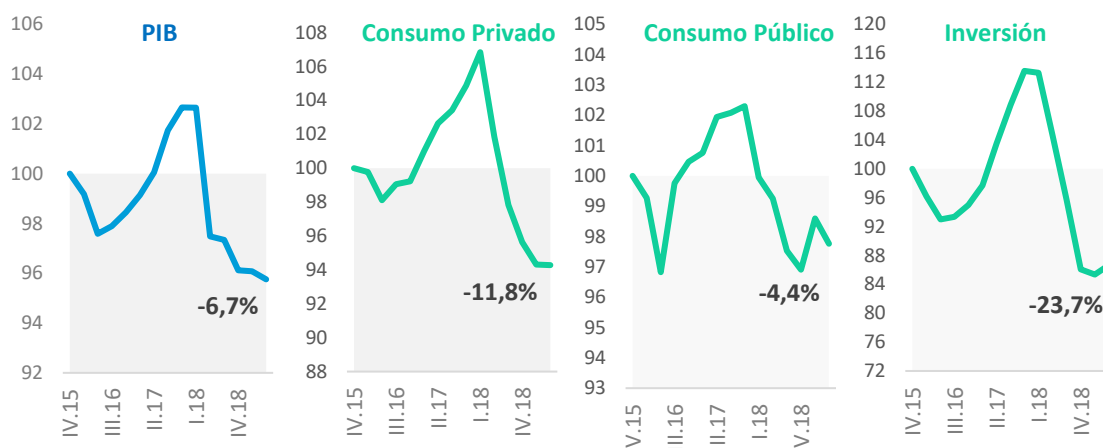
Por el lado de la demanda, este aumento se explica por el sector externo, resultado del derrumbe de las importaciones (-22,7% anual) y una suba de las exportaciones (+15% anual), lo que dejó un aporte neto positivo de +9,4 p.p. al PIB. Este crecimiento fue contrarrestado por el desplome de la demanda interna, con el consumo privado, público y la inversión sumando en conjunto un aporte negativo de -9,8 p.p. Esto indica que **si no fuera por**

la variación de existencias y la discrepancia estadística (aporte positivo de +1,1 p.p.), el PIB se hubiese ubicado en terreno negativo¹.

El estado de situación de la demanda interna es crítico. El consumo privado acumuló un año consecutivo en baja, con una contracción de -7,7% anual, mientras que el consumo público hace un año y medio que se encuentra en terreno negativo. En tanto la inversión cayó -18% anual, su cuarta caída de dos dígitos consecutiva. Desde que se inició la recesión, el consumo privado acumula una contracción de -11,8% y la inversión una de -23,7%, ambas ubicándose por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2015.

La demanda interna en franco retroceso

Serie sin estacionalidad 4T15=100



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Por el lado de la oferta, se destaca la caída de la mayoría de los sectores. Tal como venimos explicando en los últimos informes, el crecimiento del PIB respondió al rebote del agro, ya que el resto de la economía cayó -4,1% anual y acumula un año de baja.

Las proyecciones del presupuesto

El proyecto de Presupuesto 2020 estima una caída de la actividad económica para este año de -2,6% anual, algo que parece difícil de alcanzar si se tiene en cuenta que el arrastre de este trimestre para lo que resta del

¹ La acumulación de inventarios da cuenta de bienes ya producidos que todavía no se pudieron colocar a la demanda, de modo tal que, si ésta no repunta en los próximos trimestres, se deberá ajustar la producción a la baja en el futuro.

año se ubica en esa cifra. Es decir, **para que en 2019 la economía caiga lo estipulado en el proyecto de presupuesto la actividad debería mantenerse en el nivel del segundo trimestre.**

Tras el leve rebote de la actividad en julio -nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA) había anticipado el rebote del EMAE-, **los primeros indicadores adelantados de agosto mostraron resultados negativos.** Uno de ellos es el consumo privado: nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) se desplomó -11,3% anual y -5,8% mensual, la mayor caída en un mes en más de diez años.

A tan solo cuatro meses de terminar el año, el consumo podría finalizar con una baja superior al -10%, dejando un arrastre para 2020 cercano a -3%. Estos valores ponen en cuestionamiento las estimaciones que el gobierno presentó en el proyecto de presupuesto, en el cual se estima una caída de sólo -5,7% para 2019 y un crecimiento de 1,4% para 2020. De hecho, **de mantenerse esta tendencia, el gobierno finalizará la gestión con una caída en el consumo cercana al -20% respecto a diciembre 2015.**

La trampa fiscal de 2020

Los primeros ocho meses de 2019 dejaron como resultado un sobrecumplimiento de la meta fiscal, con un superávit de 0,2% del PIB. Sin embargo, muchas dudas se siembran sobre el último trimestre del año, en el que se suele concentrar la mayor brecha entre gastos y recursos, a lo que también se suma el paquete de medidas post PASO, que insumirá un costo de 0,2% del PBI, equivalente al superávit de estos primeros ocho meses.

Parece probable que el año finalice con un “ligero” déficit fiscal, que debería pasar sin mayor problema el examen del Fondo. En todo caso, luego de abandonar el objetivo de Base Monetaria, intervenir en el mercado de cambios *spot* y futuro, reperfilarse parte de la deuda y volver a incorporar controles cambiarios, el ligero déficit fiscal tan sólo será una mancha más para un acuerdo con múltiples incumplimientos.

En 2019, ajustar hasta que duela: sobre todo entendiendo que el círculo vicioso de “ajuste-recesión-caída de recaudación-nuevo ajuste” se activó a finales del año pasado y en lo que va de 2019 el gasto primario (sin contar

intereses) cayó 13% en términos reales. Prácticamente ninguna partida logra escapar del ajuste fiscal. Podemos destacar dos excepciones. Por un lado, los subsidios a la energía, con un aumento de tarifas que no llegan a compensar el impacto de la devaluación. Por el otro la AUH, que apenas iguala la inflación gracias al adelantamiento de los aumentos de todo el año en el mes de marzo.

Hasta las PASO, cuando se miraba el panorama fiscal se destacaba la dominancia del “acuerdo del FMI” por sobre la “política fiscal electoral”. El notable ajuste del gasto primario fue parcialmente eludido por el gobierno al reimpulsar los créditos ANSES para beneficiarios de AUH y jubilados. Entre abril y agosto se acumularon más de 2 millones de préstamos, con un cupo a cubrir por el FGS de \$124 mil millones. Pero nada alcanzó para evitar la contundente derrota electoral, y por estos meses todo parece indicar que no se podrá repetir la estrategia de las legislativas de 2017, cuando el gasto se aceleró en los últimos meses de la contienda. Por ahora, los únicos que parecen salvarse del ajuste son los subsidios.

Odisea 2020

Si nos escapamos un poco de la coyuntura, algunas alarmas suenan en el horizonte para el cambio de gobierno. En parte resultado del diferimiento de rebajas impositivas, en parte por el diseño del esquema de retenciones de 2018, existen diversos motivos para pensar, no ya en la posibilidad de cumplir la meta fiscal de 1% de superávit en 2020, sino en mantener el “equilibrio fiscal” o ligero déficit que se pudiese lograr este año.

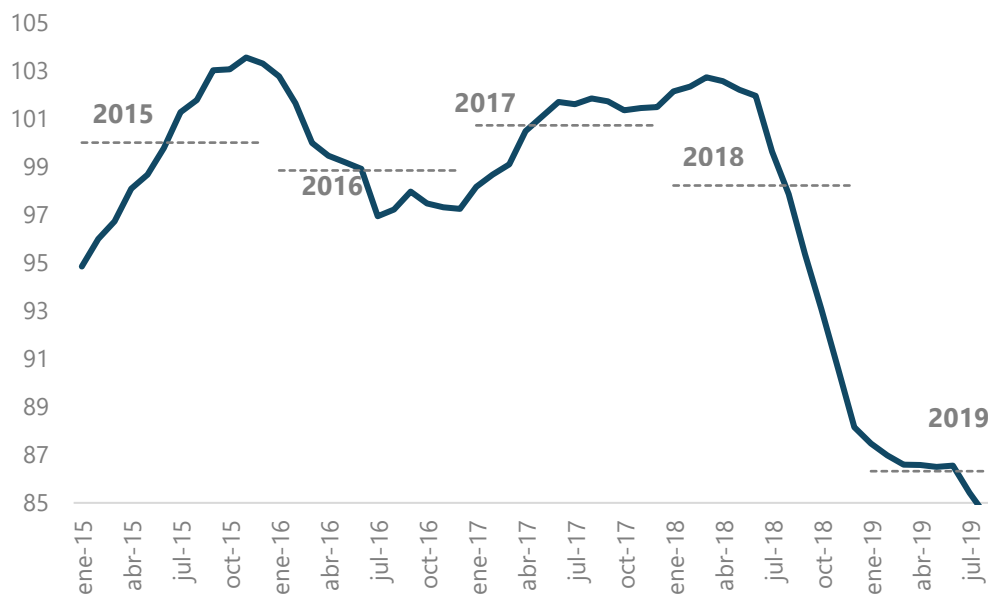
Más allá de la estrategia del nuevo gobierno sobre la política fiscal, el macrismo deja una configuración de prioridades presupuestarias que no es consistente con las necesidades de una sociedad que acumula dos años de recesión. Solo por mencionar algunos ejemplos, el peso de los intereses de la deuda pasó de explicar el 6% del presupuesto en 2015 a representar el 20% en 2019, mientras que los subsidios al transporte y la energía, así como el gasto en educación, inversión en agua potable y programas de vivienda, perdieron participación en el presupuesto.

A esta reconfiguración del gasto público se añaden las esquirlas de la reforma tributaria de finales de 2017. En ella se aprobó un esquema

progresivo de reducciones de impuestos a la seguridad social que cobrará mayor relevancia el año que viene. La creación de la figura de un mínimo no imponible se definió en \$17.509 mensuales para 2019 y se aplica por un coeficiente de 40%, que pasará a 60% en 2020 y subirá progresivamente para llegar a aplicarse plenamente en 2022, a la vez que el nivel del mínimo se irá actualizando de acuerdo con el IPC de octubre. De esta manera, ya en 2019 los aportes y contribuciones se reducen no solo por la destrucción del empleo privado registrado, sino también por una menor alícuota efectiva, a lo que se suma una "recomposición" salarial que se mantiene por debajo de la inflación. El complejo panorama de desfinanciamiento de la seguridad social ya se configura como otra perla del triste, solitario y final legado del macrismo.

Se desploman los impuestos a la seguridad social: destrucción de empleo registrado, caída de salario real y reforma tributaria

Var. real en % - suavizado 12 meses 2015 Base 100



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

En segundo lugar, el esquema de retenciones impulsado en 2018 con una alícuota generalizada de 12% tiene como "techo" un valor de 4 pesos por dólar exportado. De no mediar modificaciones sobre este esquema, la alícuota efectiva se reduciría notablemente (por ejemplo, con un dólar a \$60 ya pasa de 12% a 6%).

Rebajas importantes en impuestos que hoy representan un tercio de la recaudación total. Menos recaudación por el impacto macro del ajuste, menos recaudación por la reforma tributaria diferida, menos recaudación por la licuación nominal del esquema de retenciones. **De no tomar medidas rápidas que reviertan esta dinámica, el próximo gobierno no contarán con espacio fiscal para 2020.**

El último que apague la luz

El reperfilamiento alivió el programa financiero para 2019. En base a nuestras estimaciones, implicó un traslado de USD 6.677 millones (incluidos USD 682 millones por nuevos intereses) que correspondían a vencimientos de las Letes para 2019, que ahora deberán ser pagados por la próxima gestión a lo largo de 2020.

Eso implicó revertir la carga: mientras que durante 2019 se debían pagar el 82% del total de Letes (y durante 2020 el 18% restante), luego del reperfilamiento el gobierno de Cambiemos solo deberá pagar el 20%, dejando a la próxima gestión el 80% restante. Cabe recordar que el programa financiero original pretendía pagar el 60% de las letras en manos del sector privado en 2019 (alrededor del 45% del total de letras incluyendo el sector público) y renovar el 40% (55% en total) restante.

Por otro lado, se esperaba un déficit fiscal cero, que finalmente sería mayor a lo esperado. A esto hay que sumarle que **el Programa Financiero original de 2019 contaba con todos los desembolsos del FMI** (incluidos los USD 5.400 millones de dólares de septiembre y los USD 966 millones de diciembre). También hay que sumarle que **el Tesoro recientemente se comprometió a recomprar a valor técnico las letras** que tienen en su poder las provincias y cuyo flujo de pagos necesitaban para afrontar sus propios vencimientos y gastos.

Todo esto implica que, **a pesar del reperfilamiento, no es claro que el programa financiero esté cerrado.** Hacia fin de año, podría haber algún agujero que cubrir. El gobierno podría apelar a utilizar parte de los recursos que el Fondo prestó a cuenta del Banco Central en un ya lejano 2018 y así "usar reservas para pagar deuda" y/o volver a pedirle al Banco Central que

gire utilidades, algo que ya hizo este año “sin efecto monetario”² para cancelar la deuda del REPO. No será menor quién tome esta decisión, si el gobierno saliente o entrante, ya que ninguno de estos mecanismos está muy bien visto por el FMI.

Otro recurso que tiene disponible el Tesoro es colocar más deuda al FGS. Sin embargo, el FGS tiene límites normativos que debe cumplir. Sus tenencias de activos del sector público nacional, sin contar algunos bonos del canje, no pueden superar el 50% de la cartera. No hay datos oficiales publicados desde el primer trimestre de 2019, cuando estos valores alcanzaban el 47,1%. También vence en diciembre una letra que el gobierno le colocó directamente a la ANSES, argumentando que el organismo contaba con los recursos del blanqueo para el pago de la Reparación Histórica (pagos que se extendían a lo largo del tiempo) y que por lo tanto no eran de libre disponibilidad y no correspondía incluirlos en el FGS. Sin embargo, se suponía que la plata del blanqueo se agotaba en 2019.

Para el 2020, el panorama de deuda queda muy ajustado. Hay pagos de capital, sin contar vencimientos con el BCRA y contando el reperfilamiento, por USD 40.207 millones de dólares. El 87% son títulos y/o letras (es decir, todavía no hay pagos con el FMI).

Radiografía de las reservas internacionales

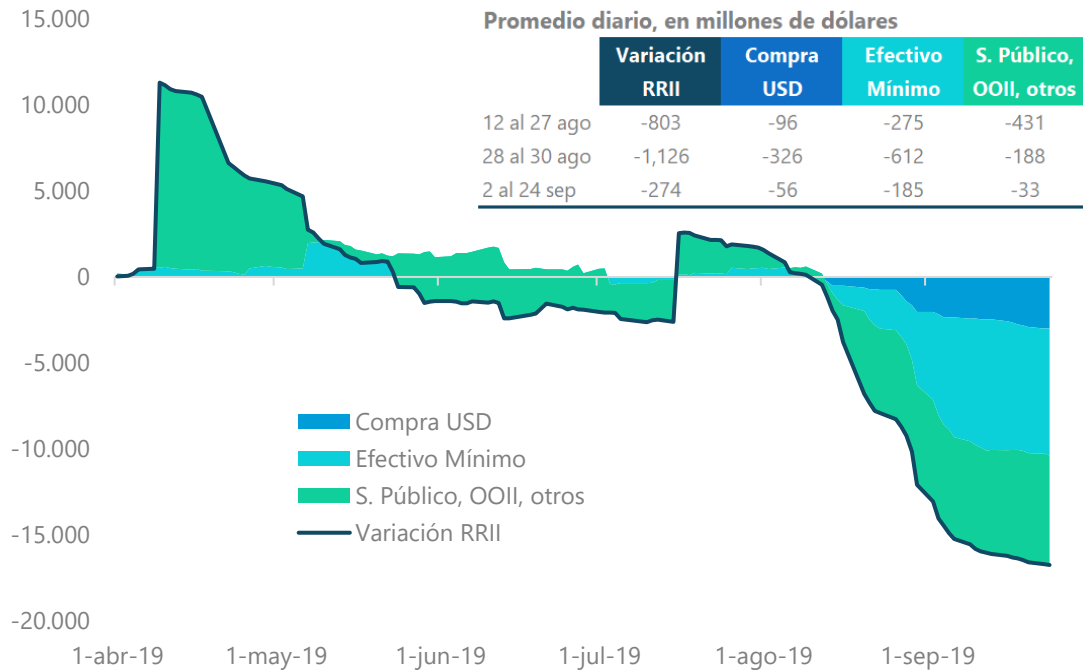
Luego de las PASO, la economía argentina experimentó uno de los episodios de mayor inestabilidad financiera desde la crisis que marcó el fin de la convertibilidad. Con la devaluación post elecciones, la nominalidad de la economía alcanzó un nuevo pico de estrés y amenazó con derivar en una situación de crisis como no se observaba desde las experiencias hiperinflacionarias de fines de los 80' y principios de los 90'.

² El Tesoro utilizó los pesos emitidos por el Banco Central en concepto de giro de utilidades para comprarle directamente dólares y con eso pagar el REPO, con un efecto monetario neutro. Sin embargo, si el BCRA no hubiese girado utilidades, el Tesoro se habría visto en la obligación de utilizar sus propios pesos para esta operación, generando un efecto contractivo sobre la Base Monetaria, lo que podría haber ayudado, por ejemplo, a que el Banco Central cumpliera con sus metas monetarias.

El temor a que una nueva aceleración del tipo de cambio se transformase en el golpe de gracia de la moneda doméstica hizo que las autoridades comenzaran a intervenir en el mercado de cambios de contado, política contra la cual el FMI mostró resistencia desde que comenzó el rescate del año pasado. No obstante, **la frazada corta de las reservas se hizo presente rápidamente.**

Las reservas internacionales bajo presión

Factores de explicación, en millones de dólares, acumulado desde abr-19



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

La imposibilidad del gobierno de renovar los vencimientos de deuda de corto plazo -el riesgo país saltó luego de las primarias y se mantiene por encima de los 2.000 puntos básicos – hizo que la pérdida de reservas se acelerara, empeorando a su vez las perspectivas para el resto del año. En tanto, el 20 de agosto se aceleró el REPO que el gobierno negoció con bancos del exterior y el BCRA tuvo que desembolsar más de USD 2.615 millones³.

³ Para pagar este vencimiento se utilizaron las utilidades del BCRA devengadas en 2017. Esto configura un potencial punto de conflicto con las exigencias del FMI, que establece que los resultados no realizados -dentro de los cuáles deberían quedar incluidas las diferencias de cotización a favor del BCRA derivadas de la devaluación de dólar- no pueden utilizarse para financiar al fisco. Lo cierto es que el 20 de agosto se hizo uso de \$127.000 millones de esta caja para pagar la deuda con los bancos extranjeros.

Una vez más, las respuestas de política del gobierno a las tensiones financieras fueron erráticas, confirmando un rasgo que estuvo presente durante estos cuatro años de gestión, más allá de los cambios de funcionarios y esquemas macroeconómicos.

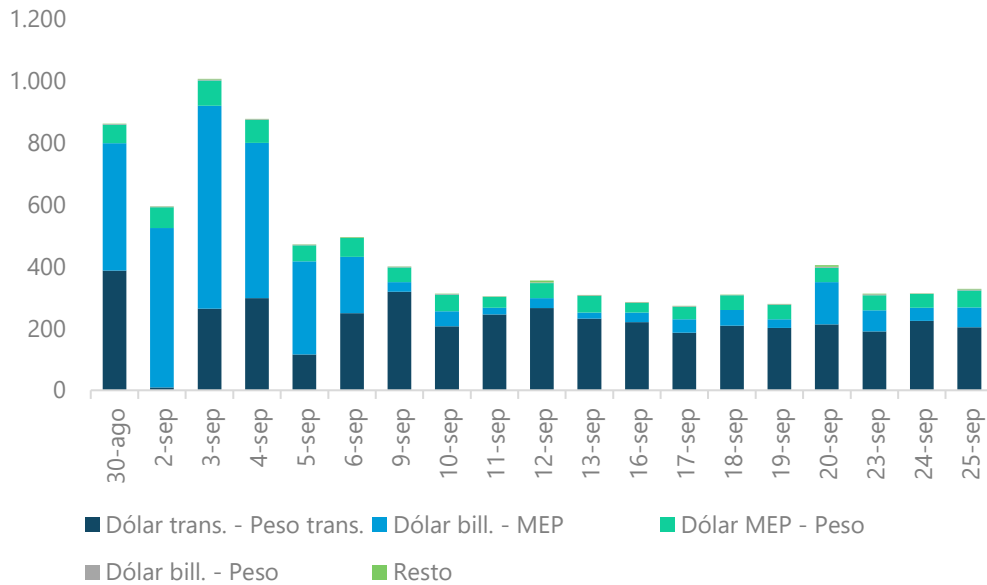
En particular, y como consecuencia de la retracción de las reservas, el 28 de agosto -mismo día en que la licitación de LETES y LECAPs fue declarada desierta- **las nuevas autoridades de Hacienda anunciaron el reperfilamiento por decreto de la deuda de corto plazo** -incluyendo deudas en pesos-, y el envío al Congreso de un proyecto de Ley para modificar los plazos de los títulos de deuda de mayor duración.

No obstante, este anuncio fue interpretado como un *default* más o menos velado de la deuda pública, activando los anticuerpos generados en los ahorristas bancarios por el corralito y el corralón de la crisis 2001/2002. Así, **la caída de depósitos se aceleró de manera dramática**, reemplazando a la ausencia de *roll over* de la deuda como principal factor de contracción de las reservas (ver gráfico superior).

La respuesta del gobierno fue poner la mayor cantidad de dólares posible a disposición de los bancos, e incluso permitir a las entidades financieras extender el horario de atención al público hasta las 17 hs durante el mes de septiembre. En el mercado mayorista de divisas, durante los primeros días del mes el abastecimiento de dólar-billete por parte de los bancos dominó las operaciones y las intervenciones del BCRA superaron los USD 300 millones diarios en promedio.

Los bancos bajo presión

Volumen negociado en el FOREX-MAE



Fuente: elaboración propia en base a web scraping de MAE

Finalmente, a partir del 1° de septiembre, solo un par de días después del reperfilamiento, **el gobierno avanzó con medidas de control de cambios, lo cual significó una redefinición fundamental en el esquema macroeconómico de la actual gestión**⁴.

Cómo en el corto plazo los controles son efectivos para detener la formación de activos externo, el BCRA necesitó menos poder de fuego para defender el tipo de cambio. De este modo, **el hecho de que el dólar se estabilizara con una menor pérdida de reservas llevó a una nueva meseta en la situación cambiaria.**

¿Cómo queda la ecuación para fin de año?

En este contexto, el Banco Central consideró que la demanda de pesos se había estabilizado y anunció una moderación en el sesgo contractivo de la política monetaria. Así, el 18 de septiembre se anunció una flexibilización del objetivo de crecimiento cero para la Base Monetaria, habilitando un incremento de hasta 2,5% mensual para septiembre y octubre. No

⁴ Desde que inició el actual gobierno, en ITE advertimos que la apertura irrestricta de la cuenta capital es uno de los rasgos que definen la gestión Cambiemos, y a la par, su límite estructural. Volver a "cerrar" la economía implica, entonces, la clausura definitiva de los fundamentos ideológicos de la gestión.

obstante, como luego de las elecciones primarias la autoridad monetaria llevó la tasa de interés de las LELIQ hasta un máximo de 86% nominal anual, el piso para la tasa de interés de referencia quedó estipulado en 78% para septiembre y en 68% para octubre.

Aunque la caída de las reservas comenzó a morigerarse en los últimos días, el panorama sigue siendo incierto. Como prueba de esto último debe mencionarse que el próximo desembolso del FMI, programado para septiembre, estaría demorado hasta después de las elecciones de octubre.

En un escenario de tensión moderada -intervención en el mercado de cambios de USD 100 millones diarios y retiro de depósitos de USD 50 millones por día hábil-, dificultades para refinanciar la deuda -calculamos vencimientos en moneda extranjera con privados de USD 2.595 millones⁵ de acá a fin de año- y ausencia de los desembolsos del FMI, **es posible que las reservas terminen 2019 cerca de los USD 37.000 millones de dólares**, lo que equivale a un 8,1% del PIB, el nivel más bajo desde 2016.

⁵ Estos valores excluyen la deuda reperfilada.