

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

38° | Julio 2019

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La economía argentina ingresa en el tramo final de la campaña electoral de cara a las PASO, en medio de un escenario de elevada incertidumbre. **El clima local se mueve al ritmo del verdadero director de orquesta de la política económica, el FMI.** Sin temor a exagerar, podemos decir que el nivel de injerencia que ha alcanzado el organismo en la coyuntura doméstica constituye un hecho inédito en la historia reciente de nuestro país.

La sensación de *convertibilidad* convalidada por el organismo, sumada al congelamiento electoral de tarifas y otros factores estadísticos, derivó en una desaceleración transitoria de la inflación.

Esta desinflación generó un alivio en la caída del poder adquisitivo de ciertos segmentos de la población. Sin embargo, la concentración de la desinflación en una gama limitada de productos, junto con el fuerte aumento que todavía afecta a los alimentos, deja por fuera de esta recuperación a los sectores más vulnerables de la población. De este modo, **los datos muestran que la contracción de la demanda agregada sigue siendo la regla más que la excepción.**

La estabilización del dólar de las últimas semanas no está basada en mejoras en el funcionamiento de fondo de la economía argentina, sino en el beneplácito del FMI para anestesiar la cotización de la divisa estadounidense en el muy corto plazo.

A pesar de lo reciente de la última crisis cambiaria, los acontecimientos electorales son de los episodios más volátiles que enfrenta el país, y sus consecuencias son imprevisibles. En esta ocasión, sin embargo, se destaca **el papel inédito que está jugando el organismo internacional en el diseño de la estrategia político-electoral del gobierno de turno.**

Debe destacarse que, a pesar de las apariencias, el poder de fuego real del gobierno es muy limitado. **Buena parte de las reservas internacionales están comprometidas en el servicio de las obligaciones que el tándem gobierno-FMI generó para luego de las elecciones.** Esto quiere decir que Cambiemos no está en condiciones de defender la moneda nacional de una corrida cambiaria de magnitud sin afectar de modo definitivo sus compromisos externos.

Sobre llovido mojado, y a lo anterior debe sumarse el hecho de que la vocación del organismo por habilitar el uso de reservas internacionales para defender el dólar es muy limitada. Es más, **fue el propio FMI el que puso en duda la pericia de las actuales autoridades para manejar la corrida cambiaria del año pasado**, tal como se desprende de su *IMF Country Report No. 18/297* (página 15).

En este sentido, la herramienta a la que ha recurrido el FMI que ha resultado más efectiva hasta el momento fueron los anuncios. Al cierre de este informe -29 de julio-, las presiones cambiarias parecieron haberse desparejado, y la reacción inicial del BCRA fue la interrupción del proceso de baja de tasa de interés y la intervención en el mercado de futuros. Hasta ahora el BCRA no vendió dólares. Si la gestión de las expectativas falla, ¿habilitará el FMI la utilización de los dólares destinados a repagar su deuda? ¿Será esta cuota suficiente para frenar una más que probable corrida pre-electoral?

Las expectativas al ring

En las últimas semanas, **el gobierno obtuvo del FMI una nueva señal de apoyo**, ya que le permitió al BCRA adoptar una posición vendedora en futuros máxima por el equivalente a USD 3.600 millones para el mes de septiembre. Esto se suma al mayor margen de intervención en el mercado de contado avalado también por el organismo internacional a fines de abril.

Entre la segunda mitad de junio y la primera de julio, el mercado de cambios empezó a acusar recibo de estas medidas: el dólar retrocedió alrededor de un -7% y el riesgo argentino abandonó la zona de los 1.000 puntos básicos, nivel que supo alcanzar a fines de mayo/principios de junio.

La apreciación del dólar con libre movilidad de capitales -y la espera de noticias electorales- es un coctel inestable para cualquier economía emergente, pero sobre todo para una como la argentina. Es que la baja del dólar no tiene como correlato ninguna novedad en los fundamentos de la economía, sino más bien en la posibilidad que el FMI otorgó al gobierno de administrar la cotización de la divisa estadounidense en el corto plazo.

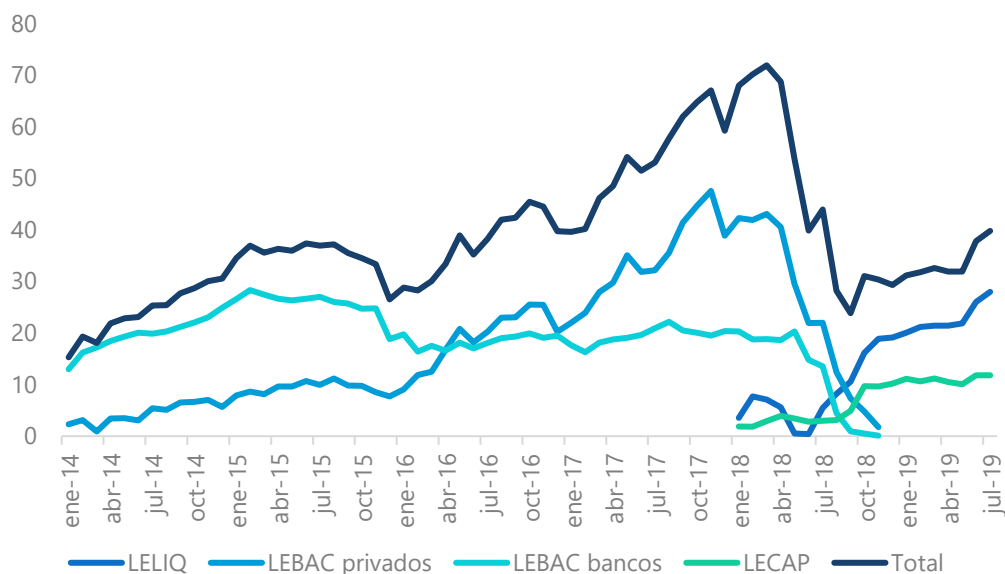
Respecto de esto último, es evidente que el gobierno se esmera en exhibir una moderación de los desequilibrios macro que él mismo estimuló. Sin embargo, tal como mostramos [acá](#), **la situación actual solo puede extenderse en el tiempo si no se abandona el torniquete monetario y fiscal que mantiene a la economía en recesión**, lo cual en sí mismo pone en riesgo la sostenibilidad del programa macroeconómico.

No obstante, **en el muy corto plazo, la discusión pasa por la probabilidad de que ocurra una corrida en la etapa pre-electoral.** Dos aspectos contribuyen a la estabilidad cambiaria. El primero es la fuerte licuación del valor en dólares de los activos en pesos, que a pesar del incremento de los últimos meses todavía se ubica en los niveles de principios de 2017. El segundo es el hecho de que buena parte de las inversiones de cartera de no residentes, que ingresaron sobre todo luego de la Resolución 1/17 del Ministerio de Hacienda¹, ya se fueron. En efecto, los ingresos netos de cartera acumulados desde enero de 2016 alcanzaron un máximo de USD 12.500 millones en marzo de 2018, y en junio de 2019 se ubican apenas en USD 2.500 millones.

¹ Eliminación del encaje del 30% por 365 días para los préstamos externos.

Midiendo el combustible del dólar

En miles de millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a BCRA y Ministerio de Hacienda

Sin embargo, en lo que hace al mercado de cambios, en Argentina las elecciones son eventos impredecibles. En la siguiente tabla se muestra, para los últimos años, la Formación de Activos Externos (FAE) en los tres meses que precedieron a las elecciones y la correspondiente masa de pesos de la Argentina en poder del sector privado no financiero².

¿Cuán fuerte puede ser una corrida cambiaria?

Elecciones	FAE (3 meses) - mill. USD	Masa de pesos (M\$) - mill. \$	FAE / M\$	Movilidad de capitales
oct-05	-1.866	65.236	-8,6%	Media
oct-07	5.671	109.374	16,3%	Media
jun-09	4.991	64.572	29,3%	Media
oct-11	6.798	114.579	25,1%	Media
oct-13	-909	238.100	-2,3%	Baja
oct-15	860	502.477	1,6%	Baja
oct-17	9.325	1.360.605	12,1%	Alta
oct-19 (p) Gral (excl. 05)	5.520	1.891.515	13,1%	Alta
oct-19 (p) 09-11	11.439	1.891.515	27,2%	Alta

Fuente: elaboración propia en base a BCRA y Ministerio de Hacienda

Excluyendo la elección de 2005, la dolarización promedio de las carteras de ahorros en pesos de corto plazo fue en los últimos comicios

² La masa de pesos se define como la suma de los principales activos de reserva de valor en pesos de corto plazo (plazo fijo, LEBAC y LECAP). Se excluyen los saldos transaccionales.

de 13,1% del total. Tomando como referencia un dólar de \$/USD 45, esto equivale a una FAE trimestral de USD 5.520 millones (USD 1.840 millones mensuales), un 35,4% superior a la correspondiente al 2° trimestre de este año.

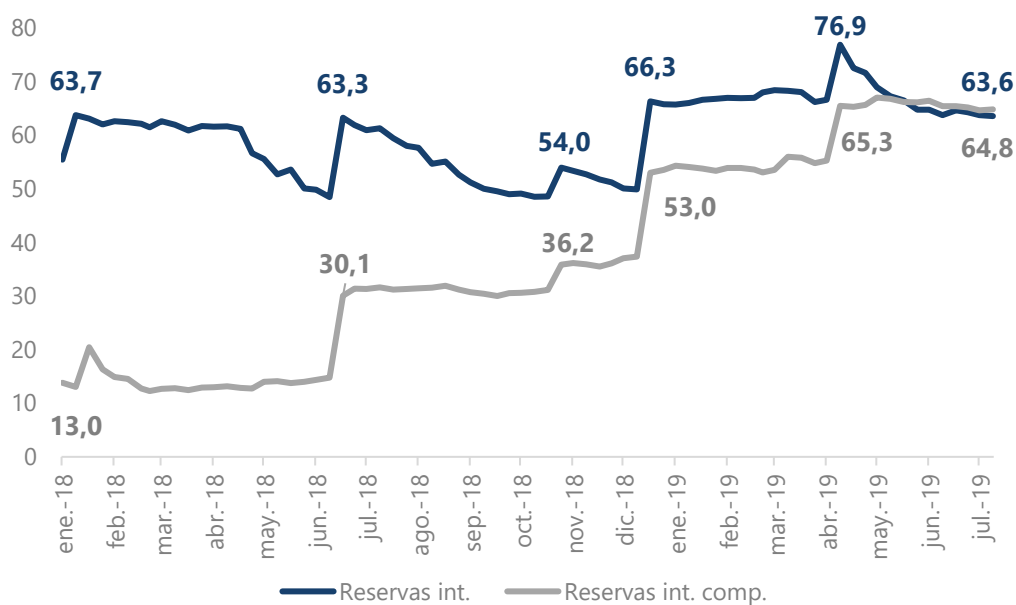
No obstante, deben tenerse en cuenta dos factores adicionales. En primer lugar, ese promedio toma valores bajos como los de 2013 y 2015, cuando la movilidad de capitales era escasa. Si se toman elecciones como las de 2009 y 2011, en las que se hizo un gran esfuerzo de intervención para frenar el dólar, los guarismos se modifican de forma muy marcada: **una dolarización del 27,2% de los ahorros en pesos de corto plazo implica una FAE trimestral de USD 11.439 millones (USD 3.813 millones mensuales), lo que casi duplica los niveles del 2° trimestre de este año.**

¿Alcanza el poder de fuego del Banco Central?

La pregunta clave es entonces si el BCRA puede hacer frente a una corrida cambiaria en un escenario no tan optimista. Deben tenerse en cuenta varias cuestiones. En primer lugar, **para atender una corrida de magnitud, el BCRA necesita poder de fuego. Que se utilice este poder de fuego en el corto plazo puede tener consecuencias graves de cara al próximo mandato presidencial.**

Reservas internacionales "comprometidas"

En miles de millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Para no recurrir al concepto de “reservas netas”, que no es una buena interpretación contable, calculamos lo que llamamos “reservas comprometidas”, conformadas por el monto total de las obligaciones oficiales en moneda extranjera, sean estas efectivas o contingentes³.

Como se observa en el gráfico superior, **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.**

No hay duda de que ésta es una situación de la cual las autoridades del FMI tomaron nota. Esto se desprende de lo confuso y poco transparente que es la regla de intervención avalada por el Fondo⁴. **Es evidente que, en la práctica, la vocación del organismo por habilitar el uso de reservas es limitada.** Es más, fue el propio FMI el que puso en duda la pericia de las autoridades para manejar la corrida cambiaria del año pasado⁵.

En este sentido, **la herramienta a la que ha recurrido el FMI que ha resultado más efectiva hasta el momento fueron los anuncios.** Al cierre de este informe -29 de julio-, las presiones cambiarias parecerían haberse desparejado, y la reacción inicial del BCRA fue la interrupción del proceso de baja de tasa de interés y la intervención en el mercado de futuros. Hasta ahora el BCRA no vendió dólares. Si la gestión de las expectativas falla, ¿habilitará el FMI la utilización de los dólares destinados a repagar su deuda? ¿Será esta cuota suficiente para frenar una más que probable corrida pre-electoral?

³ Las “reservas comprometidas” incluyen el encaje de los depósitos en moneda extranjera, las obligaciones con el FMI, el swap con China, los convenios multilaterales de crédito y otros pasivos con organismos internacionales.

⁴ Según el comunicado oficial, “[...] el BCRA podrá realizar ventas de dólares aún si el tipo de cambio se ubicara por debajo de \$ 51,448, cuyo monto y frecuencia dependerán de la dinámica del mercado”. Pero además “[...] si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$ 51,448, el BCRA incrementará de USD 150 a USD 250 millones el monto de la venta diaria estipulada hasta ahora. Asimismo, podrá determinar la realización de intervenciones adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad si lo considerase necesario”.

⁵ Consultar el [IMF Country Report No. 18/297](#), página 15.

Con el agro no alcanza

Según los últimos datos dados a conocer por el INDEC, **la actividad económica parecería haber encontrado el tan ansiado piso de la recesión.**

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) registró en mayo una suba de 2,6% anual, el primer dato positivo luego de un año consecutivo en baja. Sin embargo, **esta conclusión se desprende de una combinación de efectos estadísticos engañosos.**

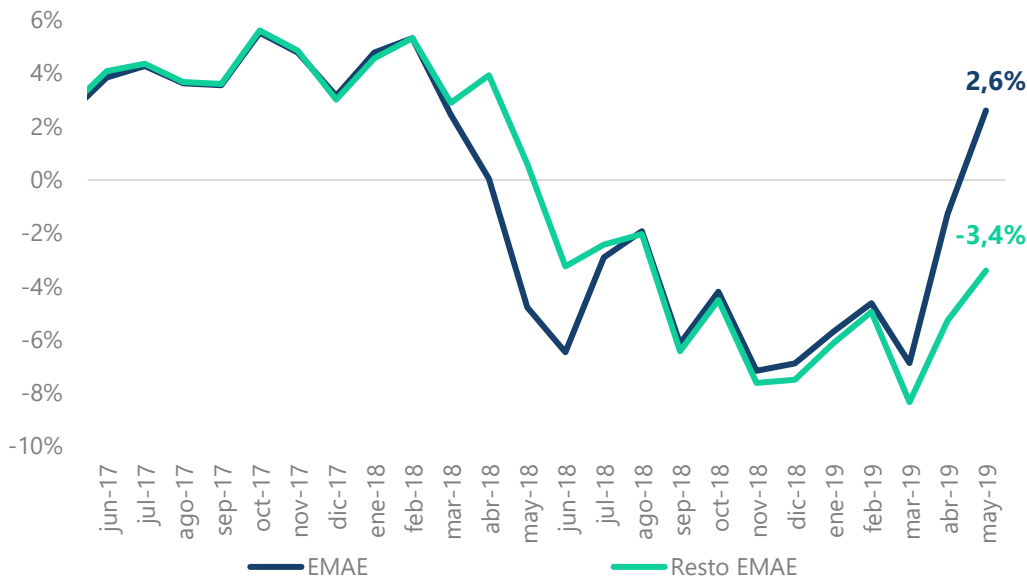
En primer lugar, la suba interanual del EMAE se explicó casi en su totalidad por el crecimiento del sector agropecuario, que rebotó 49,5% anual y aportó 5,6 p.p. al alza general. **Estos guarismos están sobredimensionados por un efecto base de comparación, ya que la variación interanual se calcula sobre los meses de la sequía de 2018,** que constituyó el peor período del año para el sector. En efecto, en mayo de 2018 el agro registró la mayor contracción (-33% anual).

Al efecto base de comparación se suma la mayor ponderación que tiene el agro en el EMAE en el segundo trimestre del año, como consecuencia de la cosecha gruesa (soja y maíz). Ahora bien, ¿qué ocurrirá cuando se diluya el efecto de la cosecha? La recuperación va a depender de lo que suceda con el resto de los sectores, y el panorama no es tan auspicioso.

El año pasado la economía comenzó a caer junto con la sequía, pero estuvo afectada además por la crisis cambiaria. A diferencia del agro, el resto de los sectores continúan registrando caídas interanuales significativas. **Si se descuenta este sector, el EMAE habría caído -3,4% anual, acumulando doce meses consecutivos de caída y confirmando que aún continúa la recesión.**

¿Repunte o efecto estadístico del agro?

Variación % anual



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

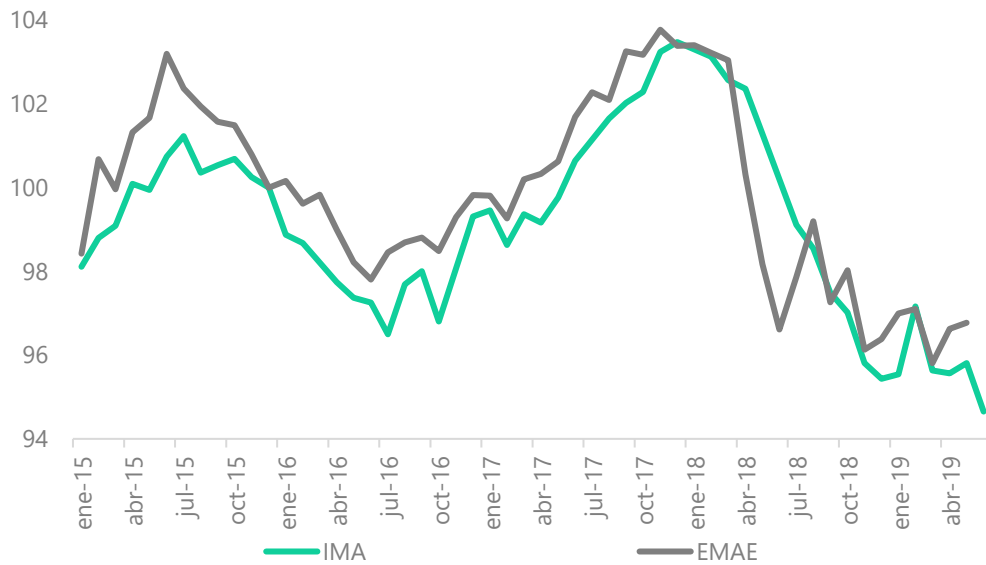
Lo que empeora la situación es que los sectores de peor desempeño siguen siendo los de mayor peso en la actividad y los que más empleo demandan, como la industria y el comercio. La industria cayó -6,5% anual, acumulando catorce meses consecutivos en baja, mientras que comercio se redujo -11,4% anual. En ambos casos, las caídas son las más profundas registradas desde la *crisis subprime*.

Además de la baja difusión del crecimiento, la mayoría de los sectores se encuentra en niveles hasta un 15% más bajos que el último máximo alcanzado antes de la recesión en cada sector (serie tendencia-ciclo; elaboración propia).

¿Qué pasó, entonces, en junio? **Nuestro Indicador de Actividad Económica (IMA), que había adelantado el leve repunte de la economía en mayo (+0,3% mensual sin estacionalidad), volvió a caer -1,2% mensual** y -5,6% anual en junio, mostrando una nueva baja. De esta forma, el IMA cerró el segundo trimestre del año con una caída de -0,8% sin estacionalidad y un -5,9% anual, acumulando en el primer semestre del año una contracción de -6,2% anual.

El IMA anticipa una interrupción del rebote

Serie sin estacionalidad, base dic-15 = 100



Fuente: elaboración propia en base a Instituto de Trabajo y Economía (ITE) e INDEC

En definitiva, y más allá de algunos datos positivos aislados, la actividad económica continúa atravesando un período recesivo con final incierto. No obstante, sí existe una certeza: **en caso de que la economía encuentre un piso, este nivel será el más bajo en casi una década.**

¿Cómo viene el programa “Junio 0 km”?

Una de las medidas más promocionadas por el gobierno nacional en los últimos meses fue el programa “Junio 0 km”, que se transformó en el actual “Julio 0 km”. Esta iniciativa consiste en una serie de descuentos compartidos entre el Estado y las empresas automotrices para financiar la compra de autos 0 km.

Como explicamos [aquí](#), **el plan tiene varios puntos controversiales, entre los que figuran la inclusión de vehículos importados** -que equivalen al 75% de los modelos incorporados al programa-, o la **exclusión de los vehículos utilitarios**, que representan más de la mitad de la producción automotriz local.

Los primeros números del sector luego de la aplicación del programa continúan siendo preocupantes. La producción automotriz se desplomó

casi -40% anual en junio, el peor nivel de producción de los últimos quince años. Las exportaciones cayeron -24% anual luego de varios meses en alza, mientras que las ventas mayoristas al mercado interno de origen nacional se desplomaron -46% anual.

En términos comparativos, **las ventas de autos nacionales cayeron mucho más que las de origen importado** (-29% anual), punto sobresaliente teniendo en cuenta que la mayoría de los modelos del programa son importados. Además, si bien se desaceleró la caída interanual de las ventas (-60% anual en mayo), esto responde en gran medida a que ahora las comparaciones comienzan a hacerse con meses de 2018 en que se iniciaba el derrumbe del sector y, por lo tanto, la base de comparación es mucho más baja. **Esto explica que en los próximos meses comiencen a verse menores tasas de caída interanual en el sector.**

En cuanto a los patentamientos de vehículos, estos también cayeron -44% anual en junio y cerraron el peor primer semestre de los últimos trece años (249.594 vs. 501.015 unidades de 2018). Por su parte, en junio sólo redujeron la caída interanual las ventas minoristas de autos (-45% anual en junio vs. -60% en mayo), mientras que las ventas de vehículos pesados y utilitarios, segmentos demandados por sectores productivos y no incluidos en el plan, mantuvieron sus altas tasas de caída. En términos mensuales, los patentamientos de junio crecieron 5,6% sin estacionalidad respecto a mayo, con un mayor promedio diario de ventas ajustado por días hábiles.

El gobierno anunció que el programa de estímulo se mantendrá durante el mes de agosto. En un escenario optimista, el sector alcanzará un piso momentáneo en las ventas, ayudando a que las empresas reduzcan sus stocks, aunque esto tendrá un impacto limitado en la producción nacional. Además, el piso que se alcanzaría sería el peor de los últimos años, con un nivel similar al de 2006 (en la serie sin estacionalidad), casi un -60% menor al del máximo alcanzado en enero de 2018 y un 30% menor al de diciembre de 2015.

Alunizando

En el mes de junio el Índice de Precios al Consumidor registró una suba de 2,7% mensual, en línea con nuestro IRP (2,5%) y las expectativas del sector privado. De esta manera, **en los últimos doce meses el IPC acumula un alza de 55,8%**, destacándose algunos comportamientos llamativos.

En el mes, un aspecto a destacar es que Comunicaciones fue el rubro que registró el mayor aumento, con un 7,1%, explicado por alzas de entre 5,9% y 8,1% de los servicios de Telefonía e Internet en las diferentes regiones, **a pesar del congelamiento de precios de las compañías telefónicas anunciado por el gobierno nacional.**

Por su parte, **el aumento en alimentos fue de 2,6% (60,8% anual), con un fuerte impacto en el costo de vida de los hogares de menores ingresos.** Dentro de este grupo, los precios que más subieron fueron los de la leche y los productos lácteos, que acumulan en el último año un aumento de 85%.

Si bien la suba de los precios fue la más baja desde el mes de diciembre, el optimismo oficial parece excesivo. En efecto, a quince meses de la devaluación de marzo 2018, la inflación no consigue retornar a los niveles pre-crisis a pesar de los esfuerzos del gobierno para “encorsetar” los precios ¿A qué se debe este fenómeno? Veamos algunos datos.

Factores de contención de la inflación

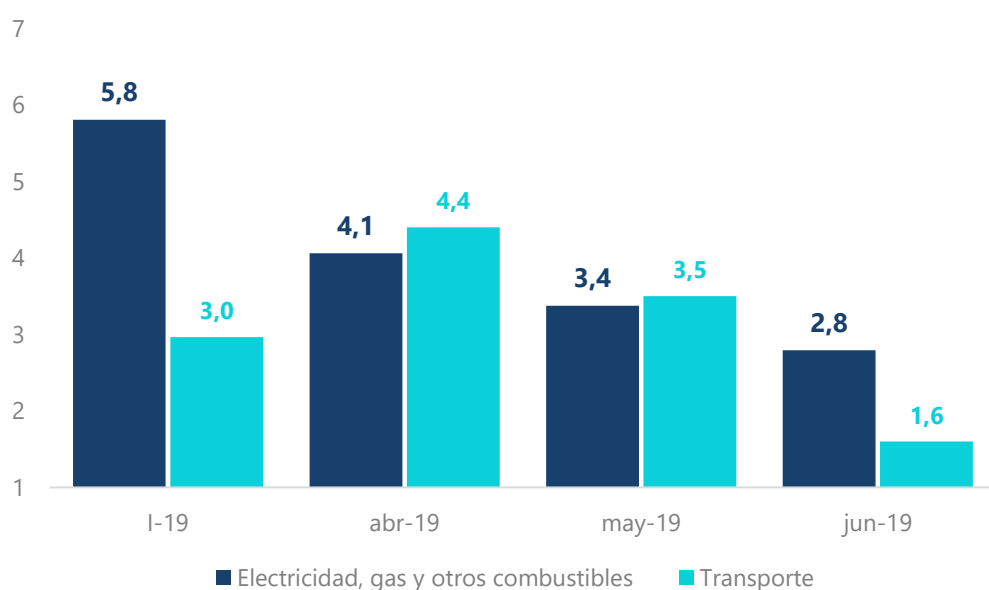
Tipo de cambio: entre las primeras causas que explican la desaceleración en el crecimiento de los precios está el tipo de cambio. La cosecha récord, los desembolsos (pero sobre todo los anuncios) del FMI y la política muy contractiva del BCRA contribuyeron a que durante el segundo trimestre del año el tipo de cambio nominal se haya apreciado. **La estabilidad del tipo de cambio otorga un respiro a los bienes y servicios importados**, que de acuerdo con el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) acumularon un alza de 85% en el último año.

Tarifas de servicios públicos: en clave electoral, el gobierno nacional anunció un “congelamiento temporal” de las tarifas de Servicios Públicos como

Electricidad y Transporte Público de Pasajeros (para el gas natural se convalidaron aumentos hasta el mes de junio inclusive). Como consecuencia de esto, **dos de las divisiones más dinámicas del IPC desaceleraron significativamente en los últimos tres meses, quitando presión al nivel general**. Sin embargo, las subas de tarifas fueron únicamente postergadas, con lo que de cara al 2020 y de continuar la gestión de Cambiemos, se espera que este rubro cobre un renovado dinamismo.

Se posponen aumentos de tarifas en clave electoral

Variación % mensual



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Ancla de los servicios: como ocurrió con otros episodios similares de fuerte devaluación del tipo de cambio, **el impacto se da primero y con mayor intensidad en los bienes que en los servicios**. Dado que los salarios representan una porción mayor en el costo de proveer servicios que de bienes, su caída en términos reales amortigua el impacto del tipo de cambio⁶.

La estadística de Precios Cuidados: el relanzamiento de precios cuidados se reflejó a nivel contable en el IPC en el último trimestre. **El porcentaje de precios relevados que se encuentra dentro del programa subió hasta**

⁶ A modo de ejemplo, un episodio extremo se observó en 2002. En el marco de una profunda caída del salario real, el IPC bienes creció a niveles cercanos al 50% anual, mientras que los servicios solo lo hicieron en un 11%.

un 1,6% en mayo (el mayor nivel del año). Si bien el impacto es pequeño, en ciertos rubros específicos resulta significativo. A modo de ejemplo, el 29,6% de las galletitas de agua que releva el INDEC se encuentra dentro de Precios Cuidados, al igual que el 32% de la carne picada, el 9% del azúcar y el 78% del jugo de frutas concentrado.

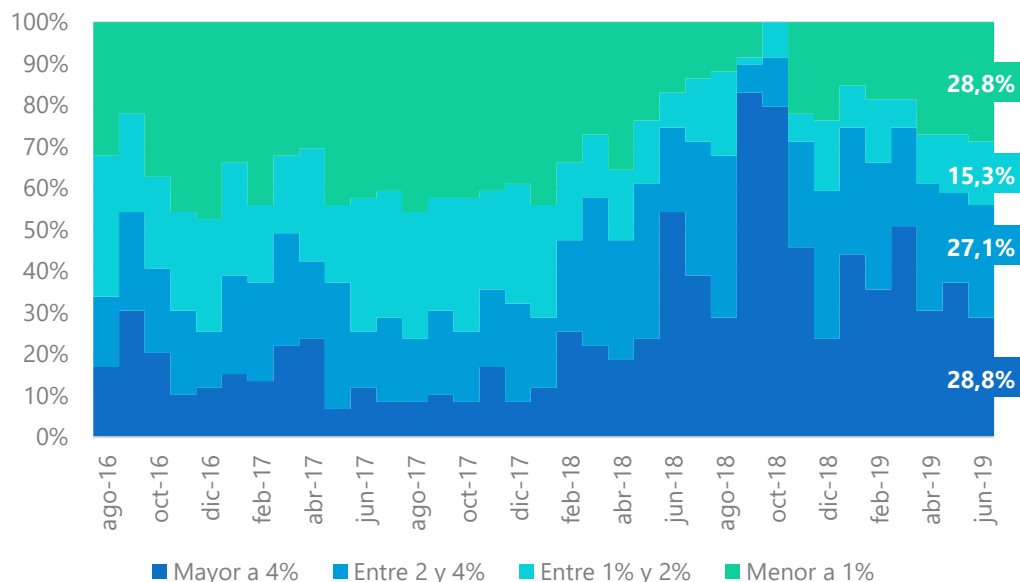
Factores de impulso de la inflación

Difusión de la inflación: **considerando únicamente los principales bienes de consumo⁷, se observa que aún las subas son muy altas en la mayoría de ellos.** En efecto, el 28,8% de los bienes tuvo en junio una suba superior al 4% mensual, valor que se ubicaba en 9% hacia el tercer trimestre de 2017.

Por su parte, también continúa siendo muy elevada la proporción de bienes cuyos precios suben entre 2% y 4% (un 27% de los precios relevados). Del mismo modo, el porcentaje de bienes que sube entre 1% y 2% es todavía muy reducido y apenas alcanza el 15% del total de bienes relevados. **La alta difusión indica una mayor persistencia de la inflación y una reticencia a converger a niveles pre-devaluación.**

La difusión de la inflación en bienes sigue elevada

Aumentos en porcentaje del total de bienes



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

⁷ 59 bienes detallados por INDEC en el área de GBA.

Alimentos y bebidas: **parte de la elevada difusión de altas tasa de inflación obedece al rubro alimentos y bebidas.** En los últimos tres meses estos rubros presentaron una sorprendente aceleración, impactando de lleno en la canasta básica alimentaria y proporcionalmente más en los hogares de menor poder adquisitivo.

Proyecciones al alza y miedo al dólar

El FMI publicó sus nuevas proyecciones para este año. El organismo espera que la suba de precios a lo largo del 2019 sea de 40,3%, cuando hace tres meses anticipaba únicamente un 30,5%. Es decir, **en un trimestre revisaron las expectativas inflacionarias en casi diez puntos hacia arriba.**

El aumento de precios en el primer semestre del año acumula 22,4%, por lo que aún queda un largo trecho para llegar al número proyectado por el FMI: **en lo que resta del año, la inflación debería tener un promedio de 2,3% mensual.** En este sentido, incluso en el Fondo consideran que no queda mucho margen para continuar este sendero descendente durante el segundo semestre de 2019.