

# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

44° | Enero 2020



[itegaweb.org](http://itegaweb.org) | [germanabdala.com.ar](http://germanabdala.com.ar)



[/itegaok](https://www.facebook.com/itegaok)



[consultas@itegaweb.org](mailto:consultas@itegaweb.org)



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



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

## CLAVES DE LECTURA

A partir de enero de 2019 el impuesto PAIS entró en plena vigencia modificando el tipo de cambio para aquellos que deciden ahorrar o viajar al exterior. Con esto se buscó llegar al equilibrio en la balanza de servicios de turismo y tarjeta de crédito, la cual continuaba sistemáticamente deficitaria y en aumento desde agosto de 2019. Sin embargo, **de mantenerse el férreo control que se observa sobre el tipo de cambio, estimamos que en siete meses se podría licuar el efecto del impuesto.**

Por el lado de la actividad, **el 2019 cerró con una caída de -2,1%, dejando un arrastre para el 2020 de -0,8%.** Con lo cual, la economía argentina estaría produciendo a los mismos niveles que el año 2010. En buena medida esto se explicó por la caída del consumo; para el último mes de 2019 nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) marcó una contracción de -3,9% anual, acumulando dieciocho meses en baja. De este modo, **2019 terminó con una baja del consumo de -8,8% anual, el peor desempeño desde 2002.**

El panorama fiscal para este año luce por demás complejo. El déficit primario que dejó el macrismo se ubicó cercano al -1% del PIB. La necesidad de lograr un superávit para obtener una mayor capacidad de financiamiento llevó **al anuncio del paquete de medidas que estimamos que llevará a una mejora en el resultado primario para 2020, que pasaría de -1,5% del PIB en el escenario base a -0,3%.**

Por último, el elevado financiamiento al sector público que se observa desde diciembre (unos \$290.000 millones) volvió a plantear dudas respecto de la sostenibilidad cambiaria, ya que con un cepo cambiario muy duro se corre el riesgo de que esa monetización presione al alza la brecha cambiaria. Sin embargo, **por el momento el comportamiento de la BM no se aleja de lo observado estacionalmente en otros años.**

Esto ocurrió a pesar de la continuidad en la baja de la tasa de interés de las LELIQ, cuyo límite inferior ya se ubica en 50% nominal anual luego de tres reducciones consecutivas. Lo anterior, junto con la estabilización de la inflación esperada para los próximos doce meses, hizo que **la tasa de interés real alcanzara su nivel mínimo desde mediados de 2017.**

## El tipo de cambio como principal ancla de la economía

A partir de enero de 2020 el impuesto PAIS entró en plena vigencia, modificando el tipo de cambio para aquellos que deciden ahorrar o viajar al exterior. Recordemos que la compra de dólares está restringida hace varios meses en 200 dólares mensuales, con lo cual la Formación de Activos Externos (FAE) está contenida vía cantidad. Por otro lado, **con un tipo de cambio mayorista de 60 pesos por dólar, el mercado de bienes está equilibrado con el resto del mundo**, con un saldo de 2.445 millones de dólares para noviembre de 2019 y de 13.710 millones de dólares para los primeros 11 meses. Sin embargo, **restaba llegar al equilibrio en la balanza de servicios de turismo y tarjeta de crédito, que continuaba en terreno deficitario y en aumento desde agosto de 2019. El impuesto PAIS llegó para cerrar la canilla de dólares que todavía quedaba abierta**, llevando este dólar a 80 pesos.

Para **enero de 2020 el gobierno tiene la cuenta de bienes y servicios controlada, pero no pareciera ser así para los próximos meses si se continúa con un tipo de cambio anclado.**

### ¿El inicio de un nuevo episodio de apreciación?

*ITCRM base 100=2015 – Balanza de Turismo y Tarjeta en millones de dólares*



*Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.*

**Dadas las estimaciones de inflación para los próximos meses, tenemos por un lado la apreciación del tipo de cambio real para bienes el cual se situaría a niveles de mayo de 2018, marzo 2016 o mayo 2014.** Este tipo de cambio comenzaría a presionar sobre las importaciones y el gobierno se vería obligado a reducirlas vía cantidad con barreras para arancelarias, creando complicaciones en el sector importador. Para dar un ejemplo, en mayo de 2018 la balanza de bienes fue deficitaria en -1.285 millones de dólares, sin ningún tipo de restricciones de este tipo.

A su vez, **el salto que consiguió el tipo de cambio real para turismo y tarjeta con el impuesto PAIS se licuaría en solo 7 meses.** Por ende, el efecto para este sector no sería duradero, poniendo rápidamente presión en el mercado de divisas (con un posible déficit de -500 millones de dólares) y consecuentemente en el de cambios.

En los próximos meses, el gobierno debe tener en cuenta el riesgo de anclar fuertemente el tipo de cambio, incrementando los conflictos en el sector externo (sobre todo bienes y servicios). **A pesar de arrancar el 2020 con un nivel depreciado, se puede llegar a tener un riesgo en el mediano plazo debido a la inercia inflacionaria que dejó el gobierno anterior.**

**Con el objetivo de no depender tanto del tipo de cambio como ancla antiinflacionaria, el gobierno activó entre el mes de diciembre de 2019 y enero de 2020 el congelamiento de tarifas de servicios públicos, transporte y naftas.** Sumado a eso se relanzó el programa Precios Cuidados, incorporando nuevamente primeras marcas y buscando, de esa manera, mejorar el impacto que tiene en la canasta básica y además recuperarlo como herramienta de precios de referencia. Así, el consumidor tiene una referencia del precio de los principales productos de la canasta básica, con el objetivo de minimizar la extracción de renta del consumidor por parte de la comercializadores y productoras.

**Si bien el programa de Precios Cuidados no representa ningún costo para el Estado nacional, el congelamiento de tarifas genera presión sobre fisco.** Como veremos más adelante, tanto el éxito de la renegociación de la deuda, el cual afecta el déficit financiero, en conjunto con la nueva dinámica de jubilaciones y pensiones y los nuevos impuestos creados, podría a dar algún espacio para sostener el congelamiento de tarifas. Mientras que la apreciación del tipo de cambio se asombra como certeza, debemos esperar el esquema fiscal.

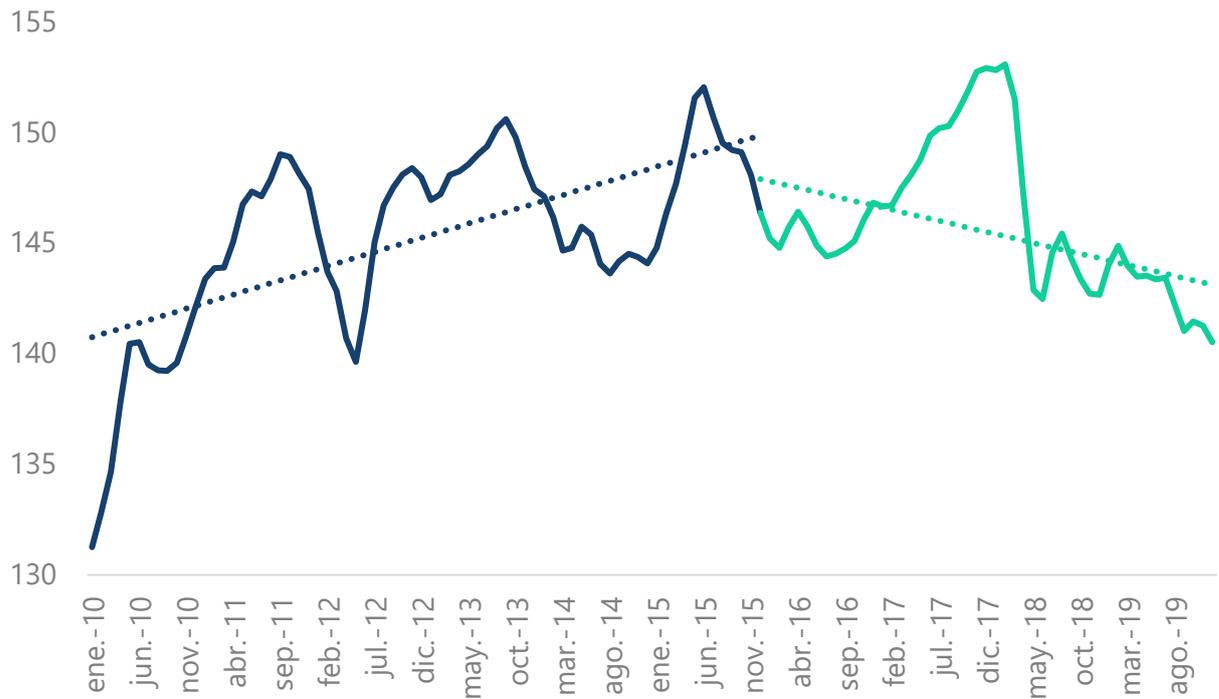
## La actividad económica deja un mal punto de partida para el 2020

**El 2019 cerrará con una caída de -2,1% anual de acuerdo con el EMAE, dejando un arrastre para el 2020 de -0,8%.** Con lo cual, la economía argentina estaría produciendo a los mismos niveles que el año 2010. **Después de 10 años la economía sigue en exactamente el mismo lugar, pero con un tamaño poblacional mayor.** Con lo cual el producto per cápita en la Argentina es -11,3% menor que en 2010.

Si se dividen los últimos dos periodos con relación a los mandatos presidenciales, se observa que **para 2015 la economía había crecido 7,2% respecto al 2010**, con un crecimiento acumulado del producto per cápita de 2% punta a punta. **Después del gobierno de Cambiemos la actividad económica se derrumbó**, pero con un continuo crecimiento poblacional. Las proyecciones de las consultoras privadas que publican el REM del BCRA revelan en promedio que 2020 terminará con una caída de -1,5%. Por lo tanto, **dado el fuerte arrastre que tiene el 2019, el sector privado está esperando que para la segunda parte del año la economía vuelva a crecer y contrarreste el bajo nivel actual.**

Diez años con dos tendencias marcadas

*Tendencia del EMAE - Base 100 = 2004*



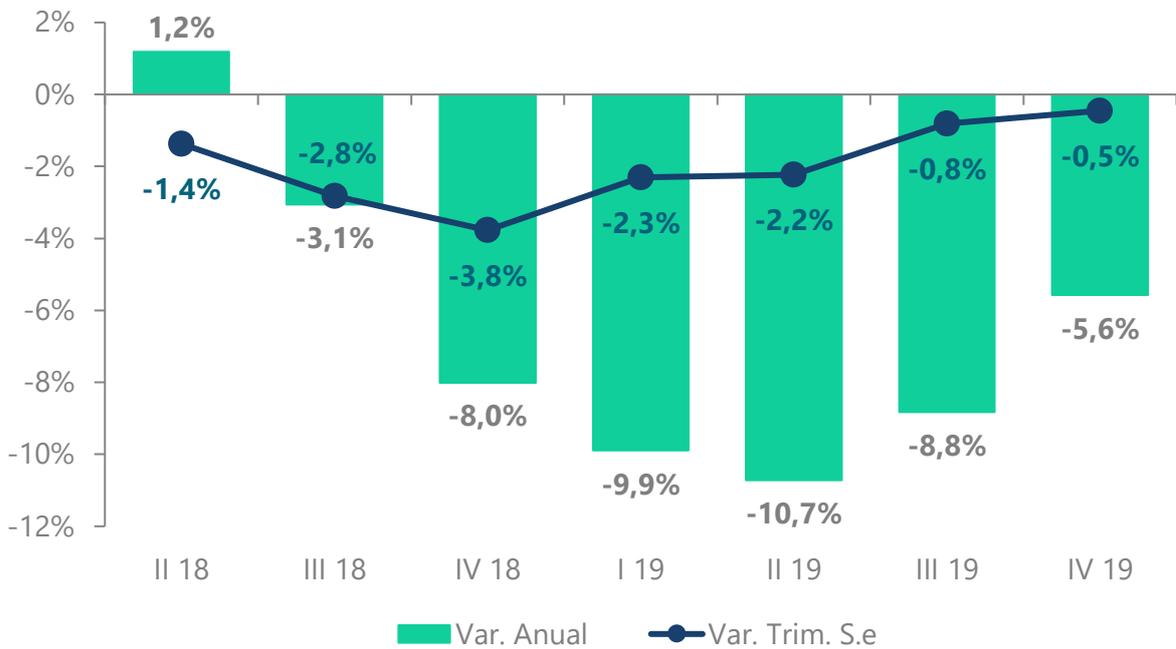
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

En buena medida, la dinámica anterior se encuentra explicada por la caída del consumo. Para el último mes de 2019, el consumo medido por nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -3,9% anual y acumula dieciocho meses en baja. La serie sin estacionalidad arrojó una suba de 2,6% mensual y acumula así una baja de -12,5% desde el máximo alcanzado en enero 2018.

**El 2019 cerró con una baja del consumo de -8,8% anual, el peor desempeño desde 2002. El panorama para el consumo en 2020 luce complicado, ante una inflación que se ubicó en torno a 4% mensual en el último trimestre y un mercado de trabajo con fuertes tensiones.**

El 2019 fue el peor año para el consumo luego de 2002

*Variación Anual*



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía.

## La deuda agota el espacio fiscal

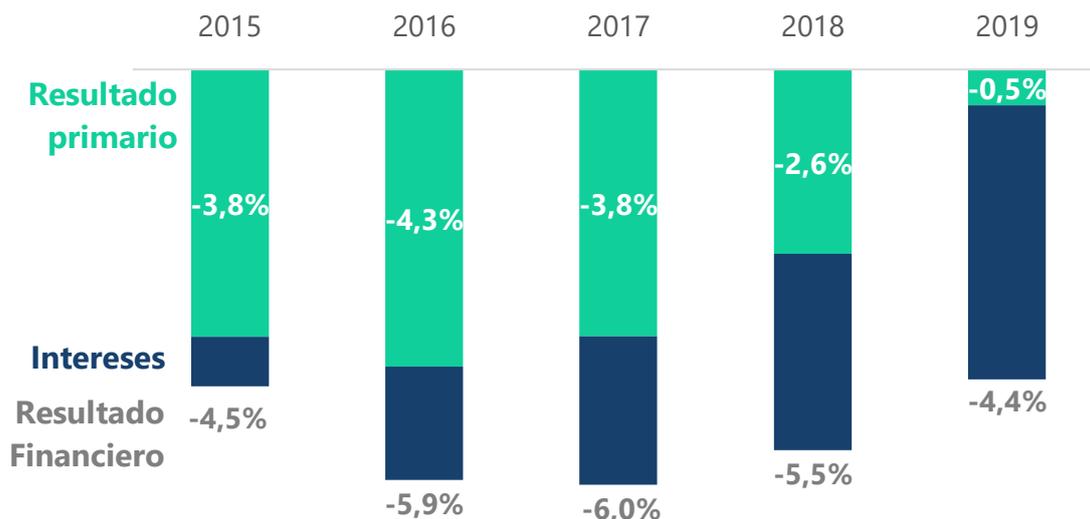
El escenario fiscal para este año luce por demás complejo. Como destacamos en el informe del mes pasado, **el déficit fiscal primario que dejó el macrismo se ubicó cercano al -1% del PIB.**<sup>1</sup> En un escenario tendencial (sin considerar el paquete de medidas aprobado en el primer mes de gobierno), **el déficit primario estimado para 2020 se ubica en -1,5% del PIB.**

El balance que dejó el macrismo en este capítulo resulta preocupante. Está claro que durante 2019 se redujo sensiblemente el resultado primario (aunque en parte por venta de activos) pero, **cuando comparamos toda la gestión de Cambiemos, es evidente que la “mejora” en el resultado primario queda anulada al considerar la carga de intereses.** Aun incorporando los ingresos extraordinarios de 2019, el nivel del resultado financiero no se modificó respecto de 2015, aunque cambió de forma significativa su composición.

<sup>1</sup> De acuerdo con el reciente informe del Ministerio de Hacienda, en este cálculo se excluyen entre los recursos las partidas extraordinarias que corresponden a liquidaciones de activos del Estado, si sumamos estos ingresos el rojo fiscal se reduce a 0,5% del PIB.

## Los intereses de deuda debajo de la alfombra

Resultado primario y financiero en % del PIB



*Nota: 2019 se incluyen los ingresos extraordinarios dentro del resultado primario*  
*Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a Secretaría de Hacienda*

Es en base a este contexto que **el nuevo gobierno diagramó un paquete de medidas para que el frente fiscal comience a dinamizar la economía “desde abajo”**, buscando financiamiento entre incrementos de impuestos a altos ingresos y reasignación de partidas, en favor de los sectores de menores ingresos. **De acuerdo con nuestras estimaciones, este conjunto de medidas implica una mejora en el resultado primario para 2020 que pasaría de -1,5% del PIB en el escenario base a -0,3% del PIB.**

En estos días el gobierno comenzó a avanzar en el proceso de reestructuración de deuda emitida en moneda extranjera, para morigerar un programa financiero por demás tensionado. Pero, a la escasez de dólares necesarios para afrontar los compromisos de deuda, se suma la mirada presupuestaria donde resulta preocupante la velocidad a la que los intereses de deuda avanzan por sobre el resto de las partidas presupuestarias.

El gobierno de Cambiemos hizo tres cambios estructurales sobre el presupuesto nacional, dos de los cuales implican un compromiso de gastos futuros que acotan significativamente los grados de libertad de las políticas públicas.

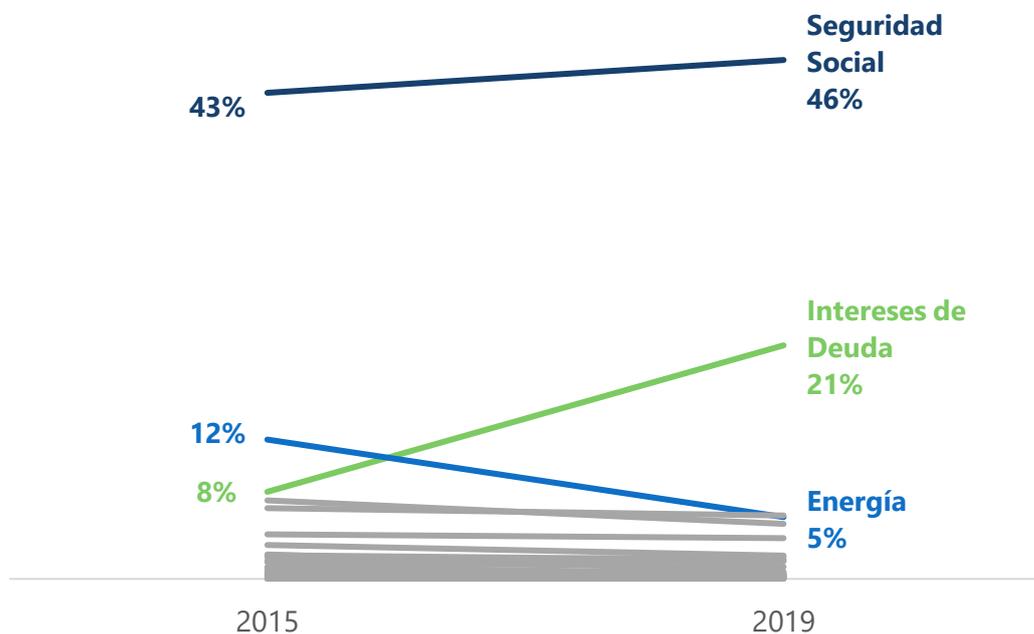
Por un lado, se produjo una reducción en el gasto en subsidios con un claro impacto en las partidas asociadas al gasto en energía, que redujeron a la

mitad su incidencia entre 2015 y 2019. Pero, así como se contrajeron estas partidas, dos políticas implicaron compromisos que tienden a agravarse hacia adelante. La primera de ellas es **la Reparación Histórica, que llevó la incidencia de las jubilaciones del 43% al 46% del presupuesto nacional.**

El segundo caso es el de **los intereses de la deuda, que pasaron de representar el 8% al 21% del presupuesto nacional durante la gestión de Cambiemos.** Si por ejemplo analizamos la serie completa desde 1993 para el Sector Público Nacional, **la participación de los intereses de deuda en el gasto total en 2019 es la más alta de la que se tenga registro, incluso superior a la observada en 2001.**

Los tres cambios estructurales del presupuesto nacional durante el macrismo

*Incidencia de cada función en % del gasto total*



*Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a Secretaría de Hacienda*

Sobre este punto de partida, la decisión de dar incrementos por suma fija progresivos para los jubilados busca, al menos, congelar la incidencia de esta partida dentro del presupuesto, aunque con un claro efecto redistributivo hacia adentro de los adultos mayores. **El "achatamiento" de la pirámide persigue entonces el fin de maximizar el mix de eficiencia-distributiva del principal componente del gasto público.**

Por su parte, la restructuración de deuda también intentará reducir la incidencia de los intereses de deuda dentro del presupuesto para así comenzar a encontrar el espacio fiscal necesario para las políticas sociales, tan necesaria en el contexto de emergencia que dejó el macrismo como su principal legado.

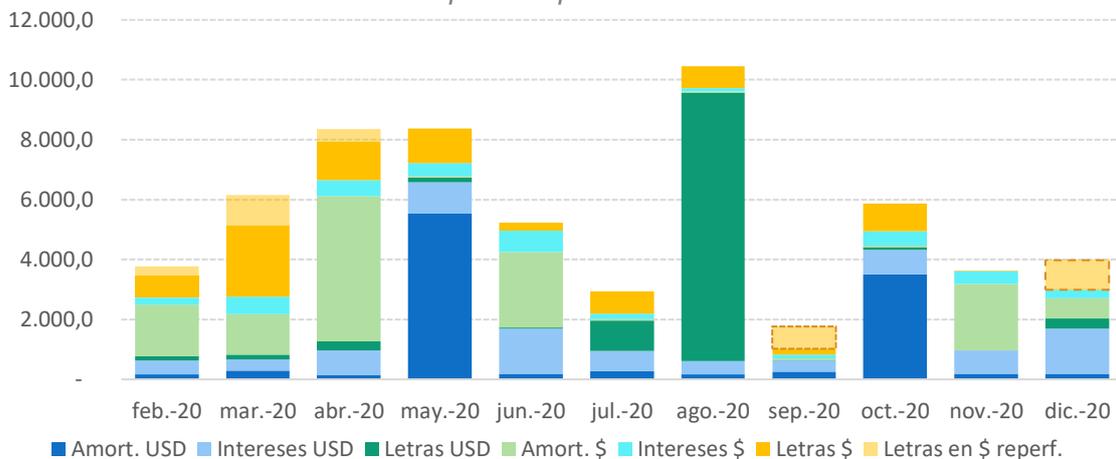
En este sentido, durante enero la Secretaría de Finanzas llevó a cabo un canje voluntario de Letras en pesos, con el objetivo de descomprimir los vencimientos que enfrenta el gobierno para los próximos tres meses. Esto se debe a que durante esas fechas vencen la mayoría de las Lecaps heredadas, que ya habían sido reperfiladas por el gobierno anterior.

Por tales motivos, la Secretaría de Hacienda ofreció canjear estas letras por unas nuevas (Lebad) que vencen en septiembre y diciembre de este año, pagando la tasa Badlar más 400 p.b. y 550 p.b., respectivamente.

Como resultado se logró una adhesión del 56%, dejando al mercado bastante conforme. Esto permitió posponer vencimientos por casi \$100.000 millones (unos USD 1.600 millones al tipo de cambio actual), logrando además una mínima reducción del stock de la deuda (de aproximadamente \$2.000 millones).

### Un canje voluntario para descomprimir la deuda en pesos de los próximos meses

Vencimientos totales de la deuda pública para 2020.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a Secretaría de Finanzas.

Cabe recordar que el mes pasado ya había hecho algo similar con las Letras en dólares, trasladando la mayoría de las amortizaciones de los primeros meses (unos USD 8.100 millones) a agosto.

Así, entre ambas medidas se logró descomprimir en unos USD 9.700 millones los pagos del primer semestre, que originalmente era de aproximadamente USD 41.900 millones y ahora se redujeron a USD 32.200 millones, allanando el camino para la reestructuración de los bonos.

## A la espera de la negociación de la deuda

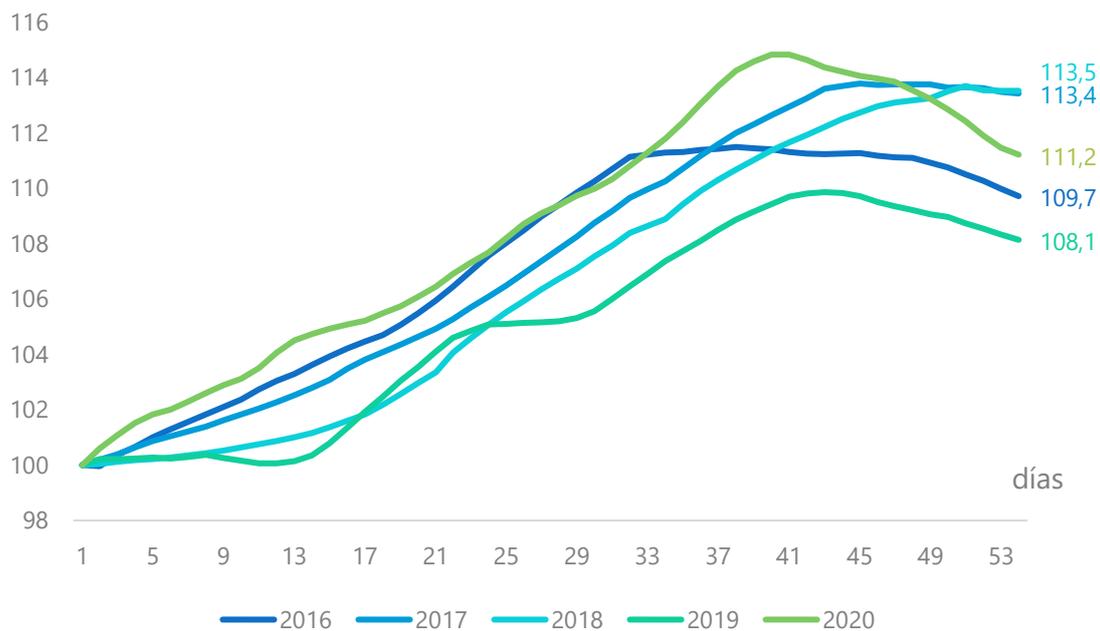
**La plena vigencia del cepo cambiario y el impuesto al atesoramiento y las compras con tarjeta continúan siendo el telón de fondo de la calma financiera.** El actual esquema cambiario hace que los canales de transmisión de la política monetaria se vean alterados y por este mismo motivo la evolución de los agregados monetarios adquirió un renovado protagonismo.

Es en este sentido que los analistas han vuelto a plantear dudas respecto de la sostenibilidad del escenario de estabilidad cambiaria. **Las preocupaciones tienen que ver básicamente con la dimensión que está adquiriendo el financiamiento al sector público a través del BCRA:** desde diciembre pasado se han emitido un total de \$290.000 millones en concepto de Adelantos Transitorios, lo que equivale a un 18% del stock de Base Monetaria (BM) promedio de noviembre del año pasado.

Cómo advertimos [acá](#), en las actuales circunstancias -un cepo cambiario muy duro- uno de los potenciales efectos de una excesiva emisión monetaria sería una expansión de la brecha cambiaria, que en plazos más extendidos de tiempo podría transformarse en un buen predictor de la devaluación esperada. Sin embargo, por el momento, **el comportamiento de la BM no se aleja de lo observado estacionalmente en otros años.**

¿Es excesiva la emisión monetaria?

*Base 29-Nov en  $t-1 = 100$ , media móvil 30 días*



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

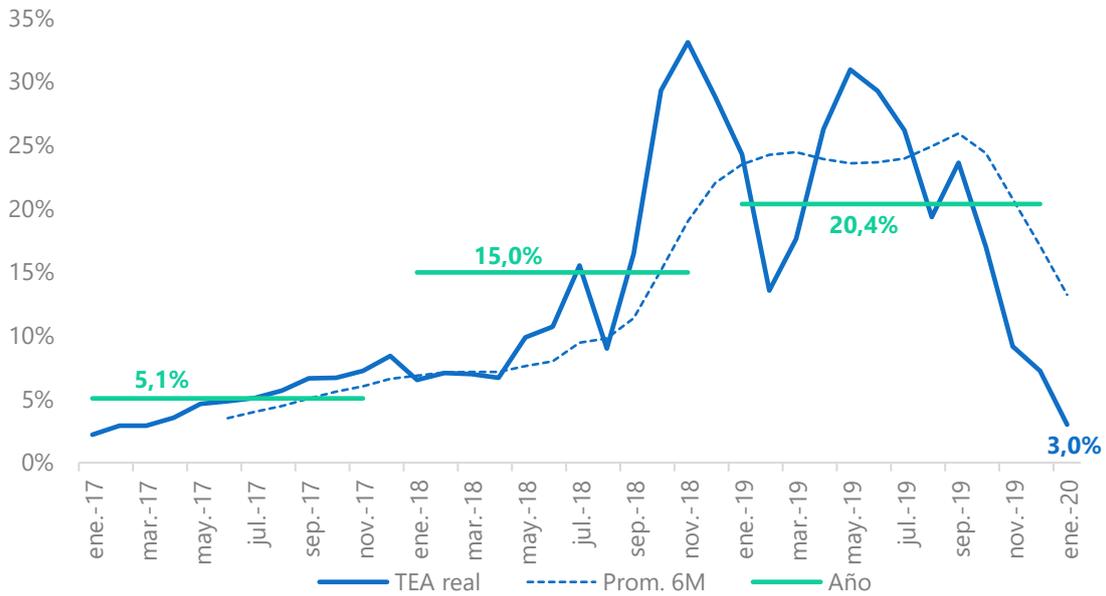
El efecto monetario expansivo del financiamiento al fisco fue absorbido por los instrumentos de regulación monetaria del BCRA, lo cual hizo que en enero la BM retrocediera un -2,8% promedio respecto de diciembre del año pasado. Esto ocurrió a pesar de la continuidad en la baja de la tasa de interés de las LELIQ, cuyo límite inferior ya se ubica en 50% nominal anual, luego de tres reducciones consecutivas.

Lo anterior, junto con la estabilización de la inflación esperada para los próximos doce meses, hizo que **la tasa de interés real –medida por la TM20- alcanzara su nivel mínimo desde mediados de 2017**. No obstante, la reciente iniciativa del BCRA de habilitar la precancelación a 30 días de depósitos a plazo UVA -Comunicación "A" 6871- impone un piso a la tasa de interés real, lo cual en principio previene la vigencia de un esquema de tasas de interés negativas.

Otra novedad importante en lo que hace a la curva de tasas de interés en pesos es la puesta en práctica de las LELIQ a 14 días de plazo, que tiene como objetivo ir delineando una curva en moneda doméstica que sirva como referencia para las colocaciones del Tesoro, las cuales por ahora se limitan a la parte corta de la curva (las Letras del Tesoro).

### La tasa de interés real en caída libre

TEA, en porcentaje



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC

**La flexibilización “controlada” del sesgo contractivo de la política monetaria es una de las principales apuestas macro para la recuperación de la actividad.** Si bien el financiamiento bancario al sector privado por ahora no muestra señales de vida, lo que sí ocurrió es que en el cuatro trimestre del año pasado comenzó a detenerse su caída. Estimamos la contracción para el total de los segmentos en pesos en -22,3% para el mes de enero.

Aunque la economía sigue en su “veranito”, la agenda de la deuda comienza a meterse lentamente en la coyuntura. **Los anuncios de las autoridades del gobierno de la Provincia de Buenos Aires con relación al pago del bono BP21 generaron la primera réplica del año**, luego del reperfilamiento de deuda anunciado por el gobierno anterior. Esto muestra que, a pesar de la buena recepción que tuvieron las primeras medidas de Alberto Fernández, el verdadero partido comenzará a jugarse en los próximos meses, cuando comience la negociación por la deuda del gobierno nacional.