



INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

45° | Febrero 2020

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

El dato de la inflación de enero, que mostró un aumento del 2,3% mensual, fue recibido con sorpresa ya que, si bien se esperaba una reducción, fue más marcada de lo previsto.

La reducción en la inflación se debe esencialmente a la estabilidad cambiaria lograda tras la introducción de las regulaciones, que sumado al congelamiento de las tarifas de los servicios públicos fueron los factores claves para lograr la desaceleración de los precios. **El desafío es poder mantener este incipiente proceso desinflacionario sin atrasar el tipo de cambio ni las tarifas, lo que requiere de suma pericia en el manejo de las herramientas económicas.**

Por el lado de la actividad, el EMAE muestra que la economía sigue estancada en niveles sumamente bajos, pero los primeros datos de ventas de enero muestran cierta recuperación.

En el frente fiscal, las autoridades económicas parecen dispuestas a poner sobre la mesa una parte de su capital político en la búsqueda de un impulso fiscal en 2020. **El objetivo mínimo es que la política fiscal deje de tirar nafta al fuego de la recesión, el de máxima que empuje una recuperación mejorando la calidad de vida de los sectores más golpeados, pero sin que esto implique un alejamiento de la meta de equilibrio fiscal.**

A partir de esa restricción, el instrumento clave para impulsar la economía real en el corto plazo -tal como estableció el mandato de las urnas- es la política monetaria. En efecto, a pesar de las tensiones que comenzaron a manifestarse en el frente financiero, el BCRA decidió seguir bajando la tasa de interés de las LELIQ, llevándola a 40% nominal anual y acumulando una baja de 1.500 p.b. en lo que va del año. Una apuesta fuerte que en los próximos meses pondrá a prueba su efectividad.

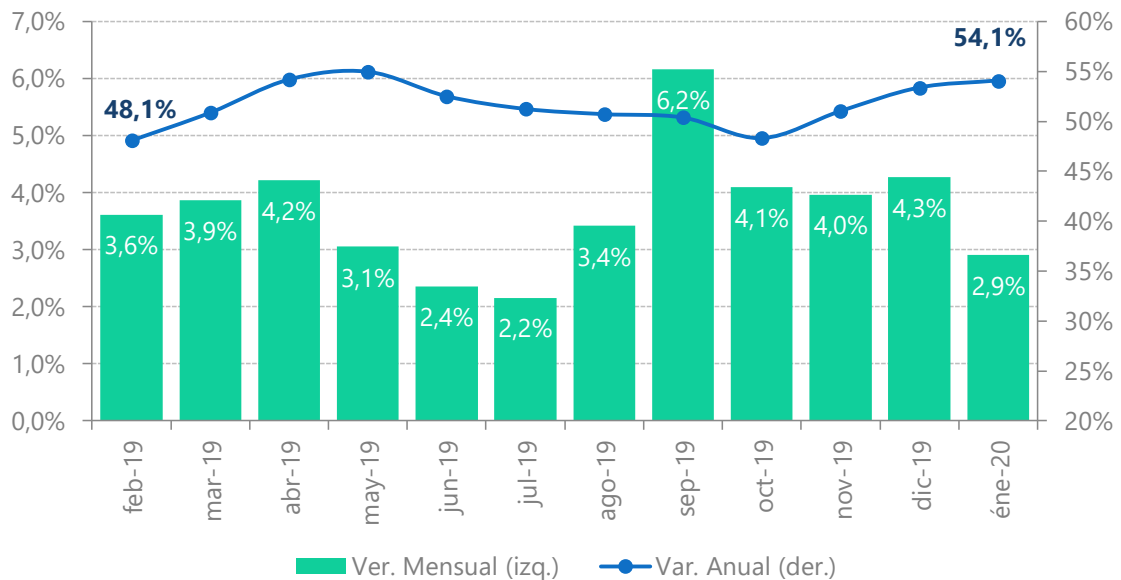
Inflación en baja, corazón contento

El dato de la inflación de enero, que mostró un aumento del 2,3% mensual, fue recibido con sorpresa ya que, si bien se esperaba una reducción, fue más marcada de lo previsto. El Relevamiento de Expectativas del Mercado (publicado con anterioridad) preveía una inflación en torno al 3,5% para el mismo mes.

En línea con esto, nuestro Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 2,9% mensual, desacelerando respecto a diciembre, pero mostrando que la variación en términos anuales se mantiene en niveles sumamente elevados.

La inflación en baja, pero en niveles elevados

Índice de Relevamiento de Precios



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía

El nivel general se vio impulsado nuevamente por la suba en Alimentos y Bebidas (+4,8%), que fue parcialmente compensada por una baja del rubro Atención Médica y Gastos para la salud, donde se observó una caída de -3,5% en Productos Medicinales, debido al acuerdo gubernamental con la industria farmacéutica para retrotraer precios a valores de diciembre.

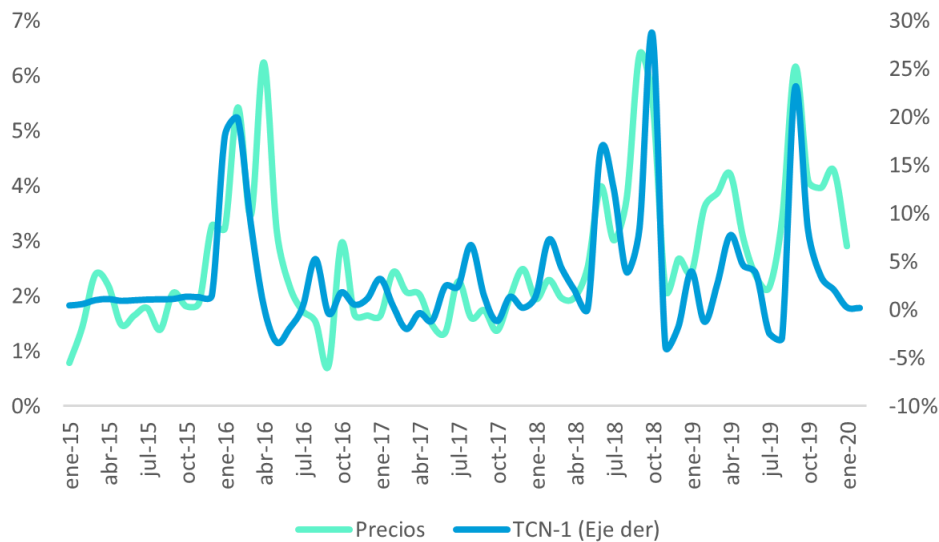
La diferencia principal que explicó una baja más marcada respecto del IPC fue metodológica: allí el rubro Equipamiento y mantenimiento del hogar mostró una caída de -1,3%, debido a que en diciembre se registró el pago del bono para trabajadores/as de casas particulares y eso implicó la comparación contra un valor excepcionalmente elevado. Algo similar

sucedió en los gastos para la vivienda con el pago del bono al personal encargado del mantenimiento de edificios, aunque en este caso solo afectó a la región del Gran Buenos Aires.

La reducción en la inflación se debe esencialmente a la estabilidad cambiaria lograda tras la introducción de las regulaciones (durante enero el tipo de cambio mayorista se mantuvo prácticamente constante, aumentando 0,2%). Eso, sumado al congelamiento de las tarifas de los servicios públicos fueron los factores claves para lograr la caída de la inflación.

La estabilidad cambiaria marca la pauta inflacionaria

Variación de los precios y del tipo de cambio nominal



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía e INDEC

La reducción de la inflación durante el primer mes del año es un dato alentador porque puede resultar clave para influir en las expectativas tanto de las empresas como de los sindicatos de cara a las paritarias que se aproximan. Para que esto suceda resulta fundamental que la caída se sostenga en los próximos meses y que no sea solo una reducción pasajera.

El problema con lo anterior es que, por un lado, la decisión de mantener el tipo de cambio estable con una inflación que se redujo pero que todavía se mantiene por encima del 2%, implica que el tipo de cambio real se está apreciando a una velocidad considerable. Por otro, el congelamiento de las tarifas implica un incremento del gasto público en un contexto donde el

Tesoro tiene poco margen y donde esa partida no resulta compatible con su objetivo de utilizar el gasto con el objetivo de redistribuir los ingresos de manera progresiva.

Probablemente por estos motivos es que ya se observó un cambio en el manejo de ambas cuestiones durante febrero, a partir del anuncio de futuros aumentos selectivos en las tarifas (aunque no se explicitó el esquema) y del "deslizamiento" en el tipo de cambio (ver más adelante). Claro que esto deberá manejarse con una precisión quirúrgica para evitar nuevos traslados a precios y el freno de este incipiente proceso desinflacionario.

Actividad económica: ¿estamos mal, pero vamos bien?

En los últimos días el INDEC publicó el Estimador Mensual de Actividad Económica para diciembre, que arrojó una contracción del -0,3% mensual (en términos desestacionalizados) pero **lo más preocupante es que muestra un estancamiento a lo largo de todo el 2019 en un nivel sumamente bajo.**

Por otro lado, la Encuesta de comercios de electrodomésticos y artículos para el hogar mostró una caída en las ventas de -9,7% en la comparación interanual contra 2018. Asimismo, para diciembre de 2019, el personal ocupado era de 22.991 personas, reflejando una caída de -9,6% respecto al mismo mes del año anterior (conformada por una disminución de -6,6% en Gerentes y otro personal jerárquico y una baja de -9,9% en Vendedores, cajeros, administrativos y otros).

En cuanto a consumo en supermercados la cantidad de bienes vendidos tuvo una caída de -9,7%, explicado en su mayoría por Electrodomésticos y artículos para el hogar, Carnes, Verdulería y Frutería. Las regiones más afectadas fueron Catamarca, La Rioja, Formosa y Misiones. En cuanto a los Centros de compra la caída fue de -6,8% para el año 2019.

No obstante, para enero las ventas minoristas relevadas por CAME mostraron cierta recuperación, ya que si bien se registró una caída del -3,5%, mejoraron respecto a la contracción del -8,0% sufrida durante el mes anterior.

Algo similar sucedió con el relevo de ventas que lleva a cabo la consultora Nielsen, que mostró una recuperación (aunque sigue en terrenos negativos, con una caída del -4,8%). Farmacias fue el único canal que cerró 2019 con crecimiento en sus volúmenes de venta, recuperándose además del negativo 2018, con un incremento de 0,7%. Además, en diciembre pasado, el incremento de las ventas fue del 1%. Los datos positivos fueron posibles a partir de los aportes positivos de las canastas medicamentos recetados y de Higiene y Cosmética.

Por otro lado, el Turismo local también muestra una recuperación. En un contexto donde el tipo de cambio real está en valores elevados y el control de cambios continua estricto, los destinos turísticos nacionales se vuelven más deseables para la familia argentina. Es así que, de acuerdo con Nielsen, las regiones turísticas en el mes de diciembre de 2019 y enero de 2020 crecieron su facturación en 1,9% en términos reales, explicado por un incremento en la zona centro y sur del país, **no así en la región de la costa atlántica que inclusive descendió respecto al año pasado.**

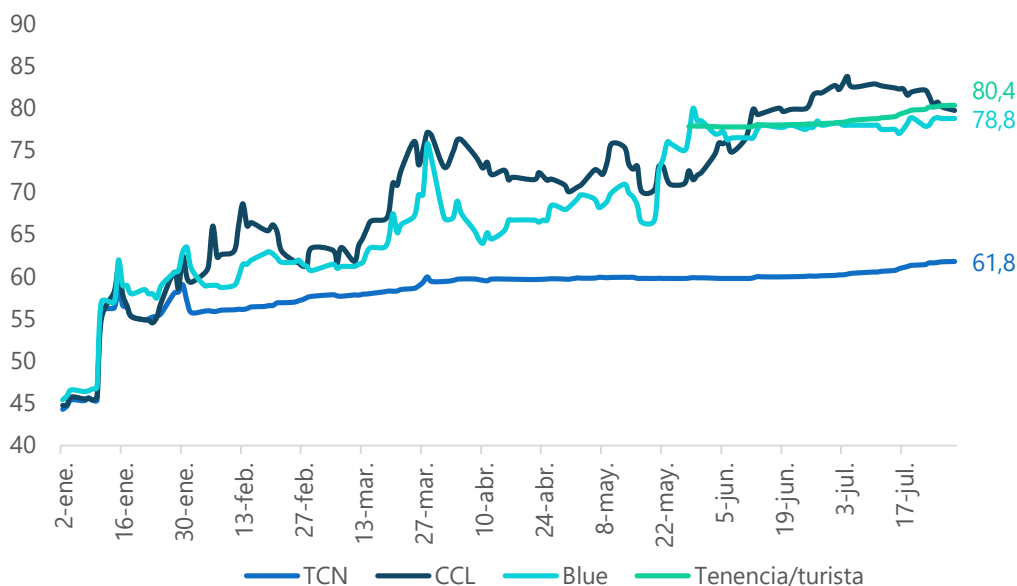
El fantasma de la D

El otro frente a resolver es el financiero, que comenzó a verse amenazado prematuramente por el proceso de renegociación de la deuda. **El ruido provocado por el intento de restructuración del BP21 por parte de la provincia de Buenos Aires y el posterior reperfilamiento compulsivo del AF20 (bono que ajusta por la evolución del tipo de cambio) por parte de la Nación precipitó la discusión respecto del esquema de restructuración de la deuda soberana**, que se estimaba iba a ponerse sobre la mesa bien entrado el segundo trimestre cuando comenzasen los vencimientos más importantes del año (bonos Globales, Bonar24, etc.).

En marzo vence el BOGATO -bono en pesos colocado en mayo de 2018-, lo cual puede disparar un periplo de las características del AF20. Estos episodios pusieron en tela de juicio el plazo de seis meses que el gobierno se dio a sí mismo para estabilizar la economía en base un programa de congelamiento, desindexación y redistribución del ingreso. Tal es así que se adelantó más de lo previsto el cronograma de renegociación de la deuda: la primera semana de marzo se presentaría la oferta definitiva y hacia finales de ese mismo mes se anunciarían los resultados de la oferta.

El reperfilamiento ayudó a estabilizar la brecha

En \$/USD



Fuente: elaboración propia en base a BCRA y sociedades de bolsa

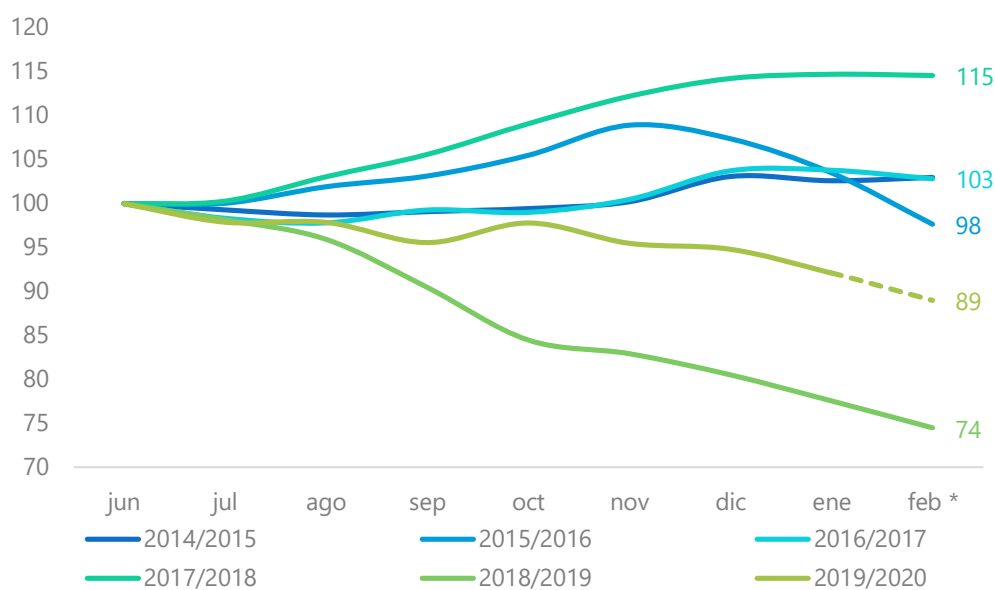
Al mismo tiempo, el gobierno comienza a mostrar que tiene un ojo puesto en el mercado de cambios: **el dólar oficial finalmente abandonó su letargo desde fines de enero y hacia fines de febrero avanza a una velocidad del orden del 4% mensual por encima de la Badlar (3% mensual), lo cual encendió la luz de alerta de algunos analistas.**

Por su parte, la decisión del gobierno de no monetizar la porción de los vencimientos en pesos que no pudo renovar (hasta junio vencen el equivalente a una tercera parte de la Base Monetaria), muestra una clara preocupación por la brecha cambiaria, que como afirmábamos [aquí](#), es un buen predictor del tipo de cambio oficial en plazos lo suficientemente extendidos de tiempo.

Por su parte, la intención del gobierno de impulsar incrementos de suma fija para la primera mitad del año— tal como ocurrió con bancarios y comercio— tiene el objetivo de aumentar la potencia distributiva de la política de ingresos, al tiempo que busca separar la pauta salarial de la inflación pasada. No obstante, la prudencia a la hora de convalidar subas de ingresos muy por encima de la inflación (con excepción de jubilados y titulares de programas sociales) pone un freno a la recuperación del consumo y la actividad económica.

El crédito dejó de caer, pero todavía no rebota

Base junio = 100



* Estimación preliminar

Fuente: elaboración propia en base a BCRA e ITE

Sin demasiado margen por el lado de la política fiscal, el instrumento clave para impulsar la economía real en el corto plazo es la política monetaria.

En efecto, a pesar de las tensiones que comenzaron a manifestarse en el frente financiero, el BCRA decidió seguir bajando la tasa de interés de las LELIQ, llevándola a 40% nominal anual y acumulando una baja de 1.500 p.b. en lo que va del año. Al mismo tiempo, y como consecuencia de la demora que está evidenciando el *pass through* de tasas de interés, la autoridad monetaria decidió reducir la tasa de interés de las tarjetas de crédito normativamente, a través de la Com. "A" 6911/12.

Lo cierto es que, luego de un largo período de contracción monetaria profunda (a partir del 4° trimestre de 2018 la BM casi no subió por un total de 12 meses), la recuperación del crédito caería como maná del cielo en un contexto en el cual el balance de muchas empresas -y no solo de las PyMEs- ha comenzado a cruzar como consecuencia de las restricciones que sufrió su capital de trabajo.

Por el momento, el gobierno parece seguro de que la aparición de eventuales brotes verdes en la actividad no consumirá el principal *buffer* con que cuenta la economía argentina: un superávit comercial acumulado 12 meses de USD 23.000 millones. Resta ver cómo llega la economía al período crítico que serán los próximos meses cuando se defina como sigue la saga de la deuda.

El frente fiscal: sintonía fina para crecer

El reciente paquete de medidas que el gobierno anunció en el contexto de la primera de las actualizaciones por decreto para las jubilaciones es una clara evidencia de la complejidad que enfrenta el escenario fiscal.

Como destacamos en los informes previos, el déficit fiscal que dejó el macrismo se ubicó cercano al -1% del PIB.¹ **Al asumir la nueva gestión, si miráramos un escenario tendencial, el déficit primario estimado para 2020 se ubicaba en -1,5% del PIB.**

Ante esta situación remarcábamos que **el nuevo gobierno había diagramado 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. El denominado Impuesto PAIS con una alícuota del 30% a la compraventa de divisas para atesoramiento y turismo es prueba de lo primero, la estrategia de actualización de haberes da cuenta de lo segundo.

Con un espacio fiscal insignificante y en un contexto de emergencia social, las políticas públicas deben servirse de una buena dosis de creatividad mientras se administran los conflictos que van emergiendo al quitar de un lado para poner en otro. Ese espíritu ha tenido tanto la ley de Solidaridad Social de diciembre y el reciente paquete de medidas.

La alquimia presupuestaria tras las medidas

Frente al punto de partida que dejó el macrismo, pasar de un déficit de -1,5% a un equilibrio fiscal en 2020 requiere un aumento de recursos o un ajuste de gastos cercano a los \$470.000 millones para este año. La urgencia de las necesidades pone a estas cifras fuera del dominio de lo políticamente posible, y es por eso que la creatividad pasa más por reasignar partidas que por ajustar el gasto o incrementar la carga tributaria.

En estos días abundan las estimaciones para dilucidar si la actualización de haberes es o no un ajuste fiscal. Lo cierto es que, más allá de la estimación concreta de esa medida, lo que hay que tener en cuenta es la película

¹ A pesar de incorporar entre los recursos partidas extraordinarias que corresponden a liquidaciones de activos del Estado, lo que termina subestimando el rojo fiscal que hereda la nueva administración.

completa que resulta de considerar los bonos que el gobierno dio en diciembre y enero, el lanzamiento del vademécum de medicamentos gratuitos y el restablecimiento del programa de devolución de IVA a jubilados y beneficiarios de la AUH.

Si tenemos en cuenta todas estas medidas, queda claro que la estrategia del gobierno es la de reasignar partidas en la medida de lo políticamente posible para destinar mayores recursos a los sectores con mayor propensión a consumir, a costa de reducir partidas para sectores de ingresos medios y altos. **El paquete como un todo tiene un costo fiscal de 0,2% del PIB, que pasa a 0,1% si excluimos el bono de diciembre por afectar al ejercicio 2019. En cualquier caso, el impacto resulta insignificante.**

El paquete de medidas resulta neutral en costo fiscal

En millones de pesos

Costo fiscal	Alcance	Ventana de costo fiscal	Impacto fiscal
Bono Diciembre y Enero			51.423
Mínima	Jubilados con la mínima o hasta	Por única vez	47.995
Hasta \$19.600	\$5.000 por encima de la mínima		3.428
Actualización de haberes y prestaciones*			-8.112
AUH	Universo de jubilados,	Trimestral	461
Jub. con mínima, PUAM y PNC	beneficiarios de Pensiones no		2.997
Resto de jubilados	Contributivas, AUH y Asignaciones Familiares		-11.570
Vademécum de medicamentos	Jubilados y pensionados	Anual	30.000
Reintegro IVA	AUH y jubilación mínima	Semestral	11.928
Impuesto PAIS (financia Vademécum)		Anual	-30.000
Gasto Total (en millones de \$)			55.240
Gasto Total (en % del PIB)			0,2%
Gasto Total sin bono diciembre (en millones de \$)			29.528
Gasto Total sin bono diciembre (en % del PIB)			0,1%

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía de la Fundación Germán Abdala

En este contexto, **definir un ajuste por un aumento o no del gasto público peca de cierta pereza intelectual, dado que lo que en verdad importa es el efecto tanto en la distribución del ingreso como sobre la actividad económica** producto de reasignar partidas de sectores medios y altos a grupos de bajos recursos.

Como venimos destacando desde la asunción del Frente de Todos, la estrategia fiscal parece ir por dos caminos. El primero, frenando la reducción de la presión tributaria que aplicó el macrismo. Acá se inscribe la modificación en el esquema de retenciones a las exportaciones (que vuelve a las alícuotas efectivas que impuso el gobierno anterior en 2018 y que la devaluación había licuado, al contener una fracción fija en pesos), la vuelta atrás de la reducción en bienes personales, en las contribuciones patronales y en la alícuota de ganancias para empresas para los próximos años y el impuesto del 30% al turismo y atesoramiento de divisas.

Por otro lado, el segundo recorrido se traza sobre la redistribución del gasto público, al reasignar partidas en la búsqueda de favorecer más a quienes enfrentan un mayor grado de vulnerabilidad. El aumento de emergencia a los jubilados que cobran el haber mínimo, junto con las medidas de las últimas semanas van en este sentido.

Las autoridades económicas parecen dispuestas a poner sobre la mesa una parte de su capital político en la búsqueda de un impulso fiscal en 2020. **El objetivo mínimo es que la política fiscal deje de tirar nafta al fuego de la recesión, el de máxima que empuje una recuperación mejorando la calidad de vida de los sectores más golpeados, pero sin que esto implique un alejamiento de la meta de equilibrio fiscal.** Una apuesta fuerte que en los próximos meses pondrá a prueba su efectividad.