

# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

72° | Agosto 2024

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

## CLAVES DE LECTURA

La estrategia cambiaria pegó un volantazo. Con la excusa de cerrar “la última canilla de emisión”, **el BCRA pasó de acumular reservas, a intervenir en los mercados de cambio paralelos**. En el medio, continuó relajando algunas medidas de acceso cuantitativo para las importaciones y hasta anunció la baja del impuesto país.

Por lo que resta de 2024 y aun cuando deje de acumular reservas, el escenario externo no se ve estresado. Pero este exceso de confianza se agota para 2025. **El Gobierno parece considerar que el blanqueo traerá dólares y con ello algo de aire**, de manera de, al menos, no adelantar tensiones a este año. Pero **si esto no funcionara, en 2025 deberá recurrir a financiamiento externo (de mercado o de FMI) y/o reprogramar** – una vez más – sus títulos de deuda.

**La estrategia fiscal, por su parte, sigue firme**. Aprovechamos este informe para mostrar qué tipo de ajustes son posibles, qué eligió el gobierno y por qué. Spoiler alert: no están ajustando a la casta.

**El gasto público en términos de PIB se encuentra en niveles de 2006**. El principal componente de este ajuste han sido las jubilaciones y pensiones. Mirando el gasto por beneficiario en este rubro, estamos por debajo incluso de 2001. El resto de los componentes no se salva: gastos de capital, universidades y transferencias a las provincias volvieron a valores de los '90. Con un montón de gastos tributarios que ajustar, o de refuerzos en los ingresos que promover (más después de una devaluación de 118% nominal), que afectarían a los verdaderos poderosos, **¿por qué el gobierno eligió el camino de más recesión y desigualdad?**

Más allá de cuestiones ideológicas sobre el Estado y el sector privado, a una economía con 30% menos de gasto público le está costando recuperarse de la última devaluación. La caída de la actividad es a su vez es funcional al principal objetivo de corto plazo del gobierno: bajar la inflación. **Hay algunos esbozos de recuperación en algunos sectores, pero el consumo no repunta**. La recesión es profundamente desigual.

## En el largo plazos estamos todos muertos

El gobierno cambió sus prioridades durante julio: contener la brecha ganó relevancia por sobre acumular Reservas. El impacto en inflación y expectativas de devaluación pasó a ser más relevante que la sostenibilidad del sector externo. Así, y a contramano del discurso presidencial, **el futuro inmediato se impuso por sobre “lo estructural”**.

Entre mediados de abril y fines de junio, el dólar oficial subió poco más de 5%, a la vez que el Contado con liquidación (CCL) saltó 33%. Como resultado, la brecha pasó de la zona del 20% a la del 45%, y las tensiones típicas del cepo -aliento de comportamientos individuales que van en contra del interés general: adelantar importaciones, posponer exportaciones, etc.- empezaron a manifestarse. Para peor, en la primera semana de julio, y luego de una lectura negativa por parte del mercado del anuncio de las Letras Fiscales de Liquidez (LEFI), la brecha rozó el 55%.

En este escenario, el propio presidente explicó que el Banco Central empezaría a intervenir en los mercados cambiarios paralelos, vendiendo parte de las Reservas que comprara en el oficial. Para darle una lectura monetarista friendly, dijo que “cerrarían la tercera canilla de emisión”, vinculada con la expansión de la oferta de pesos por compra de divisas. Así, **el BCRA absorbería en los mercados paralelos los pesos que creara para comprar dólares en el mercado oficial**. Canilla de emisión que, por cierto, había sido señalada como “saludable” solo días antes por el ministro de economía.

Luego se conoció que esta medida era retroactiva: no solo abarcaría a los pesos emitidos desde la segunda mitad de julio, sino que también implicaba a los ARS 2,2 billones (equivalentes a USD 1.700 millones a un tipo de cambio de 1.300 ARS/USD) emitidos en mayo y junio. ¿Por qué? No hay por qué.

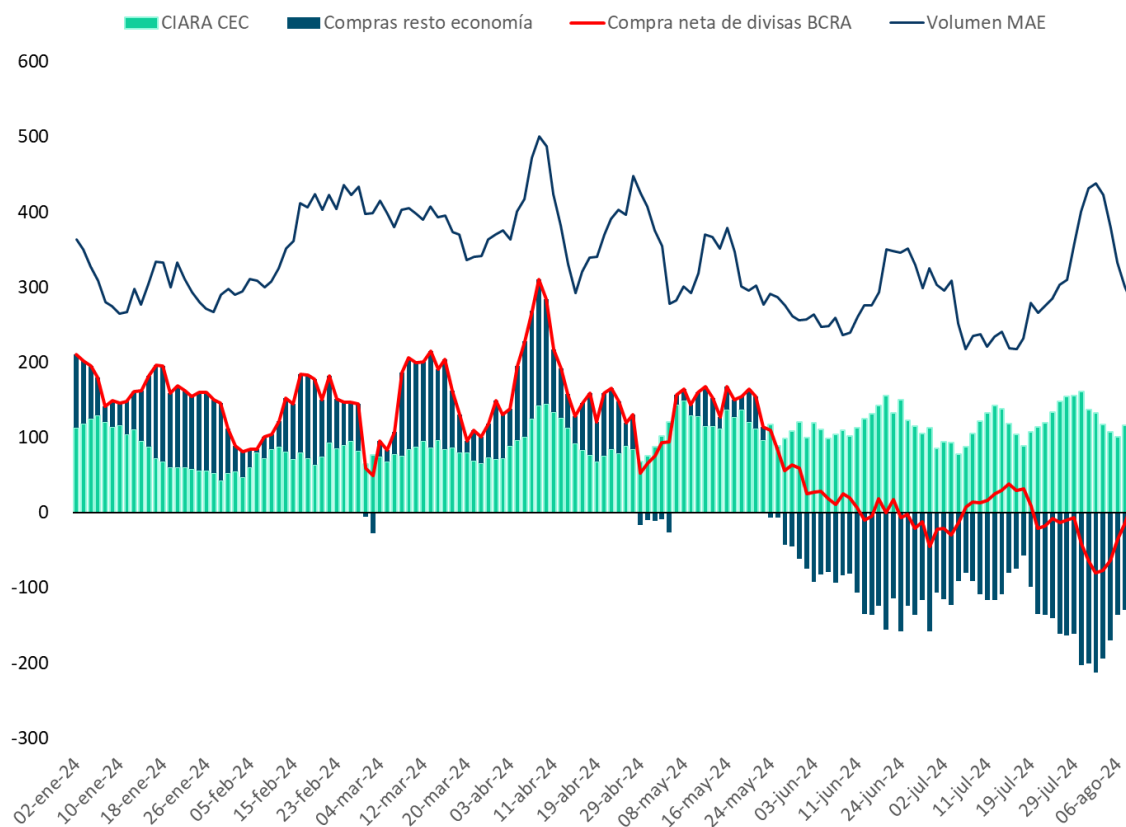
La respuesta del mercado fue divergente. Por un lado, el CCL bajó 7% en la primera semana pos anuncio, y la brecha rondó el 40%. Por el otro, el riesgo país saltó 110 puntos básicos (p.b.) en igual período, acercándose a los 1.600 p.b. y marcando un pico desde marzo. La trayectoria contrapuesta entre el corto y el mediano plazo se reflejaba en el precio de los bonos: más oferta de divisas, menos Reservas esperadas, menos capacidad de pago.

Pero julio no estaba terminado: le quedaba una semana. En ella, el Banco Central redujo de cuatro a dos las cuotas mínimas para comprar dólares para importar bienes para las grandes empresas (para las MiPyMEs ya se había relajado a mediados de abril), afectando a la mitad de las compras al exterior, conforme a sus propios números. La medida tuvo efectos sobre el mercado en un primer momento y la autoridad monetaria pasó de comprar USD 10 millones diarios entre el 1 y el 24 de julio a vender USD 65 millones entre el 25 y el 31. Como resultado, la autoridad monetaria cerró el mes con ventas por USD 385 millones.

En contraste, el volumen operado en el MAE saltó de USD 250 millones diarios a USD 450 millones, reflejando el mayor acceso. En la primera semana larga de agosto estos números se relativizaron: el BCRA promedió compras por USD 25 millones diarios y el volumen cayó a USD 300 millones. Esta dinámica, entendemos, se explica más por cierta demanda reprimida que se descomprimió en los primeros días que por una rápida vuelta atrás de la medida. Por lo tanto, la "nueva normalidad" debería parecerse más a los primeros días de agosto que a los últimos de julio.

### Cambio de paradigma cambiario

Compra de dólares, factores de explicación y volumen operado en M de USD, promedio 5 días.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a CIARA y BCRA.

Considerando que la demanda interna no rebotaría sustancialmente en lo que resta del año, y que los vencimientos de deuda que quedan para 2024 son acotados (USD 5.600 millones entre el FMI, otros organismos y BOPREAL), además que hay desembolsos del Fondo pautados para agosto (USD 530 millones) y noviembre (USD 550 millones), **la cuenta en dólares no debería estresarse en el corto plazo.** Incluso si sumamos los USD 1.700 millones (ARS 2,2 billones a 1.300 ARS/USD) que el Banco Central afirmó que usaría para intervenir en el mercado cambiario paralelo y cerrar así “la tercera canilla de emisión”.

La asunción subyacente a todo este análisis es que no se relajan los controles cambiarios antes de fin de año, especialmente en lo que a la cuenta de capital y financiera -dólar ahorro- y a remisión de utilidades refiere.

Sin embargo, en el primer trimestre de 2025 vencen USD 6.500 millones de deuda pública en moneda extranjera (Tesoro y Banco Central), a los que corresponde sumarle USD 7.400 millones a pagar entre abril y julio y USD 5.800 millones entre agosto y diciembre. Con los números actuales de Reservas, estos compromisos parecen difíciles de alcanzar, especialmente si la demanda interna y las necesidades de importación se recuperaran. **El sector externo no parece particularmente estresado para lo que resta de 2024. Sin financiamiento, sí lo hará el arranque de 2025.**

¿Cuánto falta para que las inconsistencias a la vista en 2025 comiencen a presionar sobre la demanda de dólares hoy? **El gobierno parece apostar a que el blanqueo traerá una gran cantidad de dólares.** El costo del blanqueo si se ingresan fondos frescos de manera temprana es muy bajo para el evasor, dando prioridad a la recomposición de reservas sobre la recaudación. Sin embargo, todavía hay pocos números para augurar un éxito. **Si esto no fuera suficiente, aparecen dos alternativas, no excluyentes entre sí: reabrir el crédito externo -FMI o privados- o estirar el perfil de vencimientos de títulos del Tesoro con los acreedores privados.**

Las últimas noticias referidas a la baja del impuesto país, solo generan más incertidumbre. Si se incluye además en la baja al turismo, vale recordar que en julio el turismo emisoro medido en cantidad de turistas aumentó un 30%.

¿Están cantando truco con el ancho de espadas o con un cuatro?

## Si el ajuste es la única ancla, ¿hay espacio para ajustar más?

En un contexto donde la demanda de dinero estaba en mínimos y no existe un interés genuino en adquirir títulos de deuda pública, un déficit en las cuentas del sector público solo puede ser financiado a través de emisión monetaria, ejerciendo presión sobre la inflación o sobre el dólar (y luego la inflación) y seguramente problemas de consistencia económica.

Pero, ¿esto significa que el camino elegido por el gobierno nacional era la única opción posible? Spoiler: No. No solo en magnitud, sino también en composición. Sobre este punto, hasta hay argumentos y trabajos del propio FMI criticando la forma en la cual el gobierno encaró el ajuste.

### Comencemos por el principio: ¿Qué opciones hay?

El resultado fiscal, se construye por la dinámica de dos componentes principales, ingresos y gastos del sector público. De esta manera, la literatura distingue entre dos opciones de consolidación fiscal: aquellas basadas en subas de impuestos o en reducción de gastos.

En este sentido, la elección de una u otra opción no es neutral para variables clave de una economía como puede ser la desigualdad o el crecimiento.

En el IMF Economic Review (Jaejoon Woo, 2016), el Fondo Monetario marcó que por cada punto del producto de ajuste del gasto del sector público se podría proyectar un aumento de la desigualdad medida por el coeficiente de Gini en torno a 1,5%/2%. A su vez, en el mismo trabajo concluyó que los ajustes basados en impuestos no tienen un efecto significativo sobre la desigualdad.

En el mismo sentido un working paper del FMI (Yan Carrière-Swallow, 2018) concluye para América Latina que el impacto en términos de actividad de las consolidaciones fiscales basadas en reducción de gastos es de 1,2 en promedio<sup>1</sup>, mientras que en impuestos es de 0,8<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Caída en el producto después de dos años por cada punto del PBI de ajuste.

<sup>2</sup> Cabe señalar, que producto de diferencias en el tamaño de las consolidaciones en uno y otro caso, como también la frecuencia. El paper no logra concluir que dichas diferencias de promedio sean estadísticamente significativas.

De esta forma, podemos concluir que **los ajustes fiscales basados en el gasto generan mayor caída en el nivel de actividad, mayor nivel de desempleo y por tanto mayor nivel de desigualdad.** Esto lógicamente no invita a pensar que uno puede incrementar la presión tributaria a cualquier nivel, sino más bien a que como todo en la vida, el óptimo se encuentra en los intermedios.

### ¿Qué decidió el gobierno?

Durante el 2024, **el gobierno concentro casi la totalidad de la consolidación fiscal por el lado del gasto.** Si bien existieron medidas para apuntalar los ingresos del sector público, como fue el refuerzo del impuesto país o el incremento del impuesto a las ganancias a las personas humanas, las mismas sólo permitieron sostener la recaudación en un contexto de caída de la actividad.

Aquí aparece entonces, una primera limitante, concentrar gran parte del ajuste por el lado del gasto, nos lleva automáticamente a una mayor caída del producto y, por tanto, dada la prociclicidad de la recaudación tributaria a una merma de recursos.

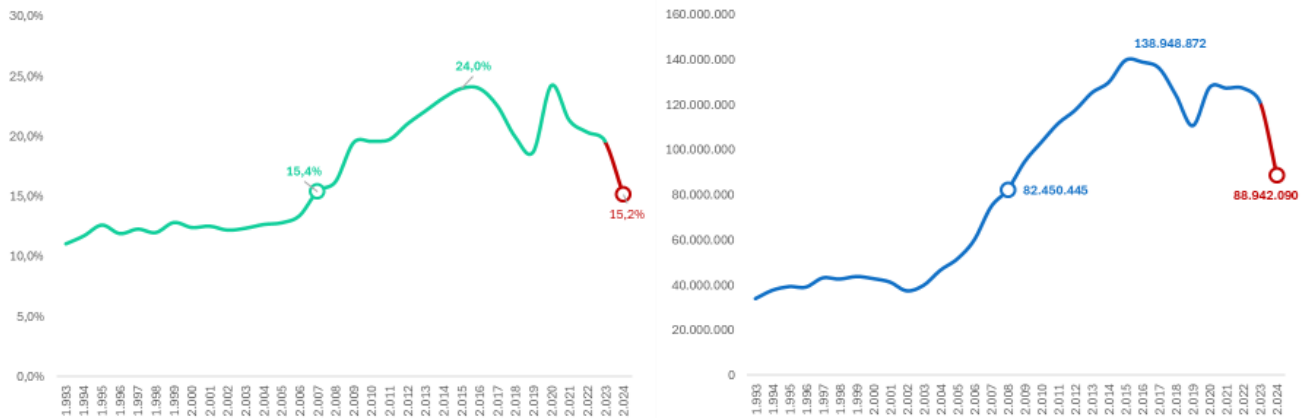
De esta manera, proyectando un cierre consistente con el objetivo de déficit 0, la merma del gasto rondará un 30% en términos reales, mientras que los recursos sufrirán también una caída del orden del 5%.

¿Qué implica un recorte del gasto del 30%? El gasto primario medido en términos reales retrocedió hasta niveles similares a los de 2008, mientras que **medido en términos del producto para encontrar un nivel más bajo debemos retroceder a niveles de 2006.**

No vamos a ganar un Nobel describiendo que como contrapartida del gasto primario existen erogaciones tangibles que buscan mejorar la distribución del ingreso, apuntalar el crecimiento potencial de la economía, como también aquellas que son un derecho luego de años de aporte a un sistema previsional.

## El ajuste del gasto primario en perspectiva

En Porcentaje del PBI (Izquierda) y en millones de pesos de 2024 (Derecha)



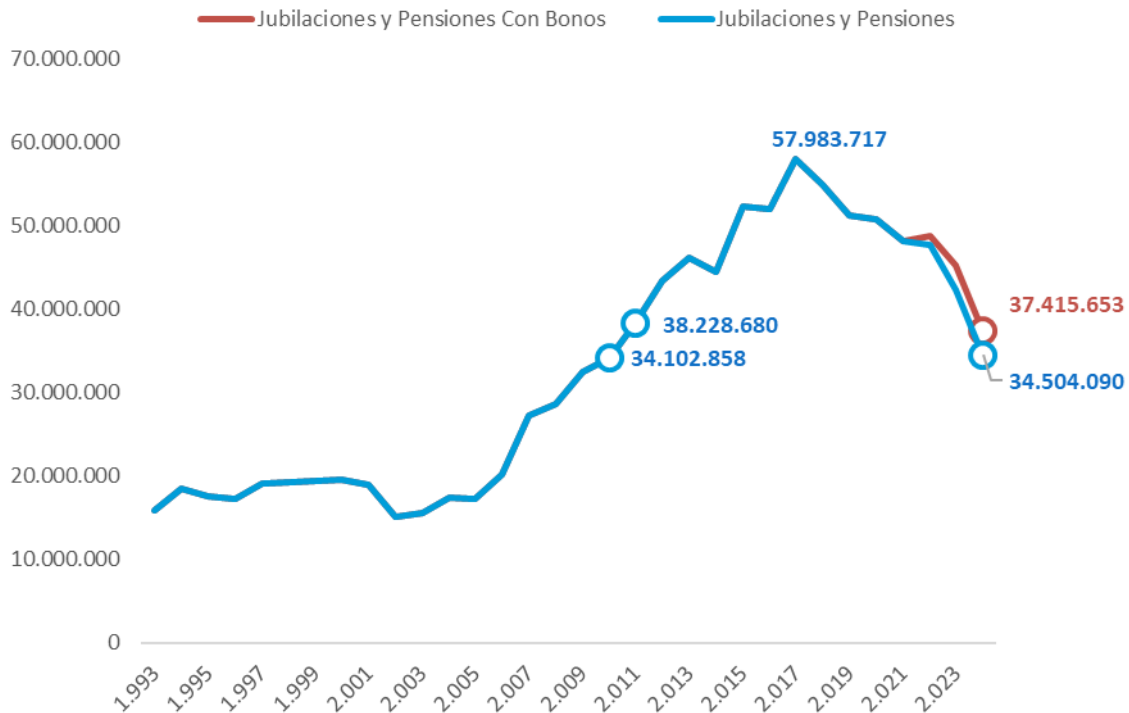
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Secretaría de Hacienda

Empecemos por este último punto. Para llevar el gasto a niveles de 2008, **el gobierno tuvo una estrategia muy definida para la principal erogación del estado. Jubilaciones y pensiones: Licuar, Licuar y Licuar.**

Si vemos el gasto en jubilaciones y pensiones (Contributivas y no Contributivas) el nivel proyectado para 2024 será el menor desde 2011 aun incluyendo las erogaciones de los bonos.

## El ajuste sobre jubilaciones y pensiones en perspectiva

En Porcentaje del PBI (Izquierda) y en millones de pesos de 2024 (Derecha)



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Secretaría de Hacienda

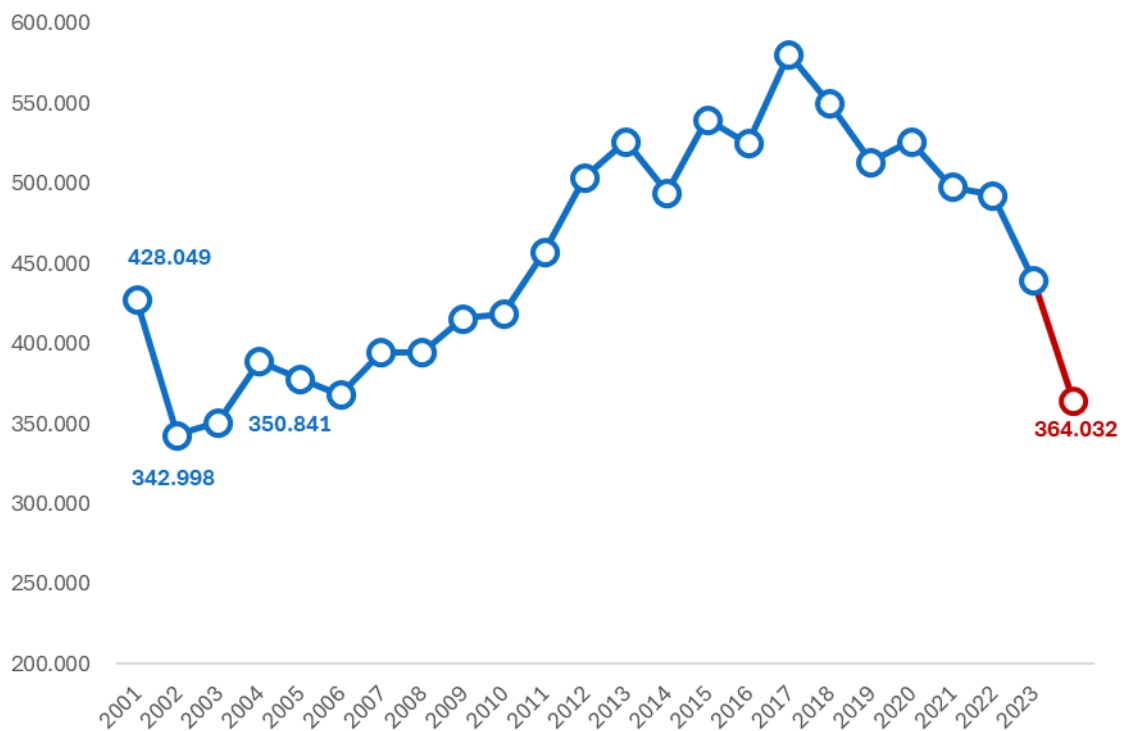


Pero ¡momento! La cantidad de prestaciones no es estática en el tiempo, sino que la misma tendió a incrementarse en el tiempo producto tanto de políticas públicas, como del envejecimiento poblacional. De esta forma, si dividimos el monto erogado en cada año por la cantidad de prestaciones totales, podemos tener un proxy de prestación promedio pagada.

**¡Este ratio se encuentra por debajo del 2001!**

### Monto promedio de Jubilaciones y pensiones

En pesos de 2024

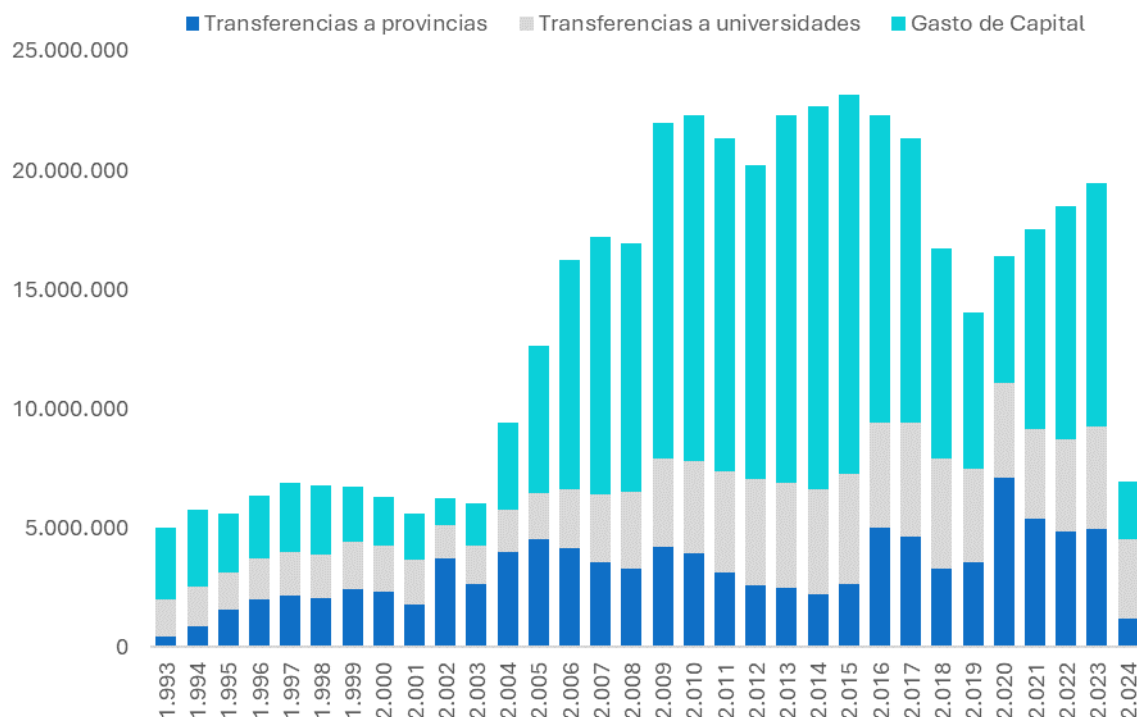


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Secretaría de Hacienda y BESS.

¿Fueron los jubilados los únicos perjudicados de las políticas del gobierno nacional? Lejos de esto: si observamos como podrían cerrar los gastos de capital, las transferencias a provincias y a universidades nacionales en términos reales las mismas se encuentran en niveles de los 90.

## El ajuste a los demás en perspectiva histórica

En millones de pesos de 2024



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a Secretaría de Hacienda.

Finalmente, en el resto de las partidas, tampoco existen mayores diferencias. Los gastos de funcionamiento del estado cayeron a su menor nivel desde 2008. Mientras que todos los componentes de la política de ingresos del estado (Programas sociales, Asignaciones Familiares y Subsidios) retrocedieron a niveles de 2010.

### ¿Existía otro camino?

Plantear la necesidad de una consolidación fiscal, de ninguna manera avala el desguace del estado y la licuación de sus principales prestaciones sociales. De hecho, no hacía falta ser muy creativo para ver que **en el propio presupuesto 2024 se plantearon distintas medidas que permitirían, en muchos casos, discutir los privilegios de la true casta.**

Además, si el gobierno tenía la imperiosa necesidad de llegar al equilibrio fiscal y en paralelo llevó a cabo una fuerte depreciación de la moneda, cabe preguntarse por qué no insistió con instaurar alguna modificación al menos temporal de las retenciones. No sólo pensando en su efecto fiscal, sino también en contener los traslados a precios.

Recordemos que, en diciembre, por decisión de este nuevo gobierno, se dio una de las devaluaciones más abruptas de la historia argentina.

### Posibles medidas alternativas

En % del PIB.

Recaudación	En % del PBI
Bs personales. Exención inmuebles Rurales	0,5%
IVA. Honorarios al Directorio exentos en el impuesto	0,3%
Régimen TDF	0,3%
Ganancias. Exención de los ingresos Jueces	0,2%
Ganancias. Asociaciones Civiles Mutuales	0,1%
Reintegros Comercio Exterior	0,6%
Sobre gastos tributarios	2,0%
Dex	0,5%
<b>Total</b>	<b>2,5%</b>

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base Secretaría de Hacienda.

Pensemos que las exenciones de IVA en directorios tienen un costo fiscal similar al ajuste planteado para las universidades nacionales. O que instaurar retenciones y revisar los reintegros al comercio exterior tiene un efecto fiscal equivalente a la licuación de jubilaciones y pensiones. De esta forma, plantear medidas de ingresos no sólo hubiera reducido la presión sobre el gasto, sino también era una manera de atenuar los efectos recesivos y por tanto reducir la caída de recursos en los principales tributos relacionados con la actividad. El ahorro era doble.

Estas opciones se vuelven aún más notorias en un contexto donde el Ejecutivo se propone vetar una ley de movilidad jubilatoria que llega con amplia mayoría y que incluso podría volver al Congreso con los votos suficientes para eludir el veto. ¿Por qué el gobierno insiste por este lado? Más allá del componente ideológico, **el plan económico del gobierno nacional no cierra sin una elevada recesión.**

El enfoque de Milei para frenar la inercia inflacionaria se basa en inducir una caída en la actividad económica. Una recuperación rápida no solo podría incrementar las demandas salariales y trasladarse a precios, sino que también debilitaría el ancla cambiaria. Niveles más altos de producción generarían una mayor demanda de importaciones. Dado el contexto de un BCRA que ya está en una situación delicada, esto resultaría en una menor acumulación de reservas, una brecha cambiaria más amplia, mayores

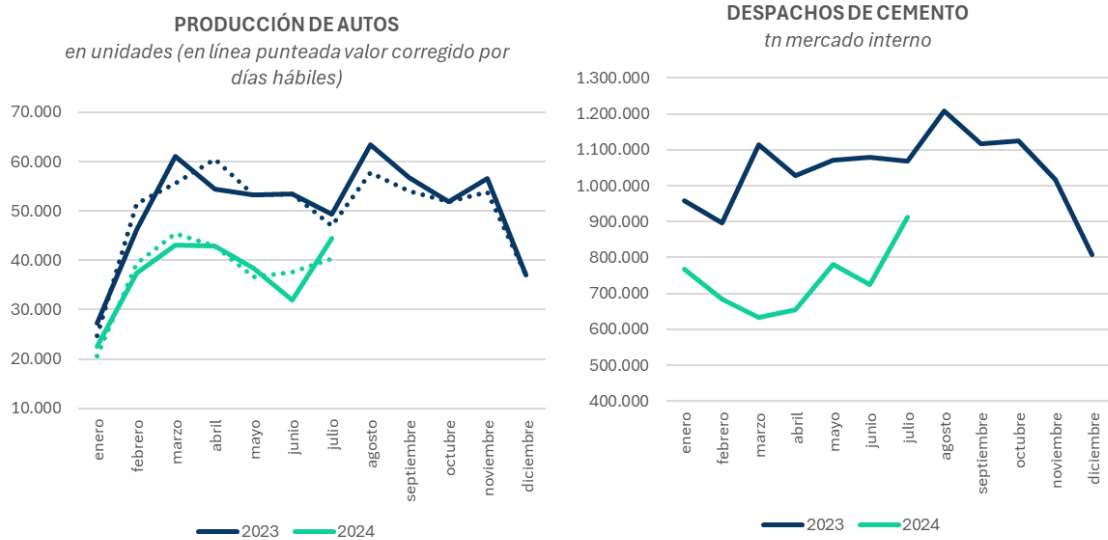
expectativas de devaluación, y, en última instancia, presiones inflacionarias crecientes. De hecho, esta disyuntiva, es la que actualmente enfrenta el gobierno y empieza a llenar de parches el esquema económico. Pero vaya que sí logro una recesión profunda.

## La recuperación que no se V

El Estimador Mensual de Actividad Económica de junio dio, tal como se esperaba, peor que en mayo. La caída fue del -0,3% mensual y -3,9% anual, ayudado por el agro, sector sin el cual hablaríamos de una caída de 8,8%. El gobierno había acusado a la cantidad de días hábiles por la mala performance del mes y continúa afirmando que existe una recuperación marcada en la actividad. En [nuestro informe anterior](#) vimos que al menos para la producción automotriz esto era solo parcialmente cierto. Ajustando por días hábiles, la producción automotriz no caía dramáticamente en junio, pero tampoco crecía significativamente.

Los primeros datos de julio confirman esta tendencia. Junio fue efectivamente malo y los datos mensuales de julio fueron en general mejores. Los indicadores adelantados de producción automotriz, volviendo a netear por días hábiles, recuperaron ligeramente, mientras que los de la construcción mostraron una recuperación más pronunciada. Pero **la recuperación está lejos de ser sólida, y los niveles siguen muy por debajo del año pasado.**

Quizás, quizás, quizás....



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a ADEFA y Cámara del Cemento Portland

**Hay un componente de la actividad que no parece mostrar ningún signo de recuperación: el consumo masivo.** Si junio fue pésimo, los datos de julio no parecen ser mucho mejores. Nuestro Indicador Mensual de Consumo mostró una caída mensual de -2,1% en junio que casi ni se movió en julio (+0,3%). En términos anuales, seguimos -8,7% puntos debajo del año pasado, un guarismo similar al de mayo. Otros indicadores son todavía peores. Para CAME, las ventas minoristas volvieron a caer en julio (-1,6% mensual s.e.). La consultora Scentia también registró un peor julio, con una caída de -16,1% anual vs -12,4% en junio.

### ¿A dónde está mi consumo?!

Indicador mensual de consumo. Base 2014=100

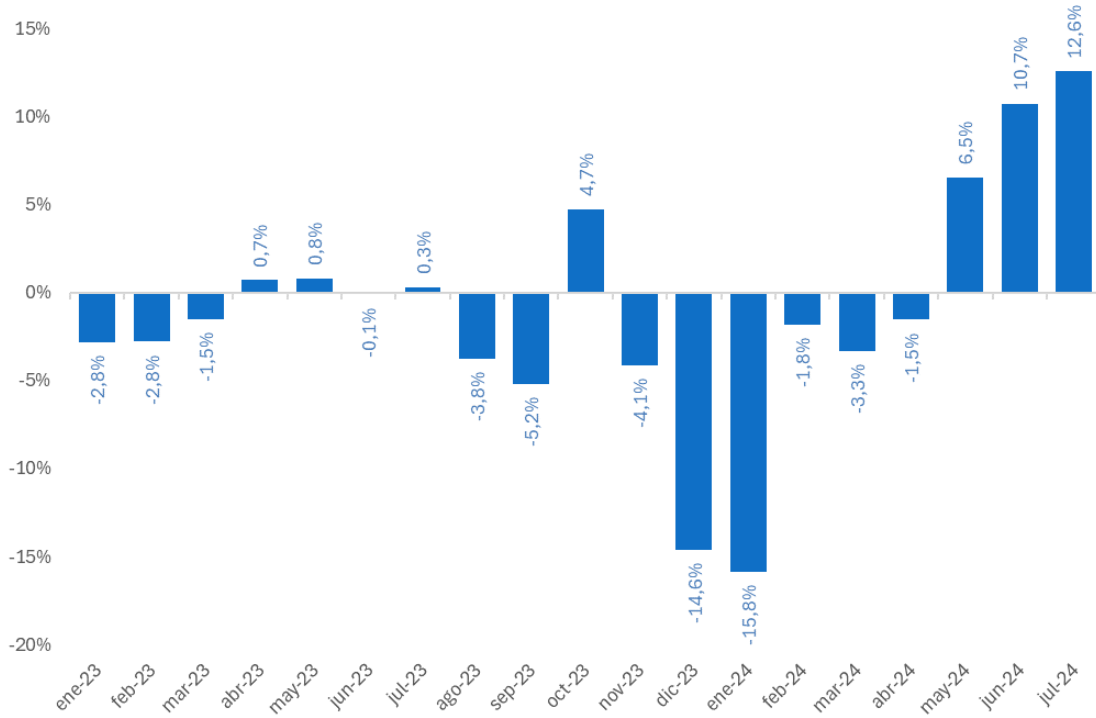


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE).

¿Puede ser que crezca la producción de autos o la construcción y no tanto el consumo? Esto podría ser consistente con una recuperación de la capacidad de compra de la clase media/media alta/alta vs un estancamiento o deterioro de las clases populares. Efectivamente, los salarios registrados privados vienen recuperando algo de terreno (en mayo estaban un -4% por debajo de noviembre y un 5% respecto a mayo del año pasado), y sobre todo, se observa una recuperación del crédito bancario privado. No obstante, dentro del sector asalariado registrado privado también hay heterogeneidad.

## Repunta el crédito

Préstamos al Sector Privado en términos reales, var. % mensual.



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a BCRA e INDEC.

Le siguen muy lejos los asalariados registrados del sector público. El Índice de Salarios de este sector a mayo todavía se encontraba un -18% por debajo de noviembre en términos reales. En el mismo sentido, y si bien la Asignación Universal por Hijo es uno de los pocos programas que no perdió con la inflación, otras transferencias como el Potenciar o las Pensiones No Contributivas sufrieron un fuerte deterioro o fueron virtualmente congeladas. Hay que recordar que aún en los primeros deciles de ingreso, los programas solo explican alrededor de un 25% del ingreso del hogar, mientras que los ingresos laborales y jubilaciones explican cerca de un 70%. No sabemos aún que pasó en el segundo trimestre con los ingresos de los trabajadores no registrados o cuentapropistas, pero ya vimos que los datos de distribución del ingreso del primero fueron terroríficos.

**El modelo es de recesión, pero sobre todo de redistribución regresiva del ingreso.**