

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

35° | Abril 2019



itegaweb.org | germanabdala.com.ar



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



consultas@itegaweb.org



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



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

Los datos de actividad de marzo sugieren que la economía argentina sigue en recesión. La nueva aceleración de la inflación volvió a golpear los ingresos reales de la población y el consumo de los hogares sigue sin encontrar piso.

En este contexto **el gobierno anunció una serie de medidas de corto plazo orientadas a detener la caída de la actividad en los próximos meses**, de modo tal de seguir en carrera de cara a las elecciones de octubre. Los principales anuncios fueron un acuerdo de precios para una serie de “productos esenciales”, un paquete de descuentos y créditos para beneficiarios de ANSES y el diferimiento en el tiempo de algunos de los aumentos de tarifas programados para este año.

El paquete anunciado por el gobierno fue precedido por la decisión del BCRA (y del FMI) de eliminar de facto la Zona de No Intervención para el tipo de cambio. Esto indica que las autoridades tratarán de reforzar el rol de ancla nominal del tipo de cambio a partir del uso de las reservas internacionales.

La implementación de este nuevo plan deja en evidencia que **el torniquete monetario y fiscal negociado con el FMI fue insuficiente para estabilizar las expectativas de inflación**, y que los manuales con los que Cambiemos llegó al gobierno fueron definitivamente dejados de lado.

No obstante, los límites de este programa son evidentes. Por un lado, en un contexto de ingresos fiscales fuertemente afectados por la recesión, **el espacio fiscal del gobierno es muy acotado si lo que se busca es dar cumplimiento al objetivo de “déficit cero”**. Tal es así que comenzó a discutirse la posibilidad de modificar nuevamente el esquema de retenciones a las exportaciones.

Por otro lado, el frente externo se encuentra en estado crítico. La volatilidad cambiaria se volvió la norma antes de lo esperado, y el BCRA cuenta con escaso margen de maniobra para evitar movimientos bruscos del tipo de cambio. **El uso de reservas internacionales parece la última línea de resistencia, aunque esta estrategia conllevará costos para la próxima administración.**

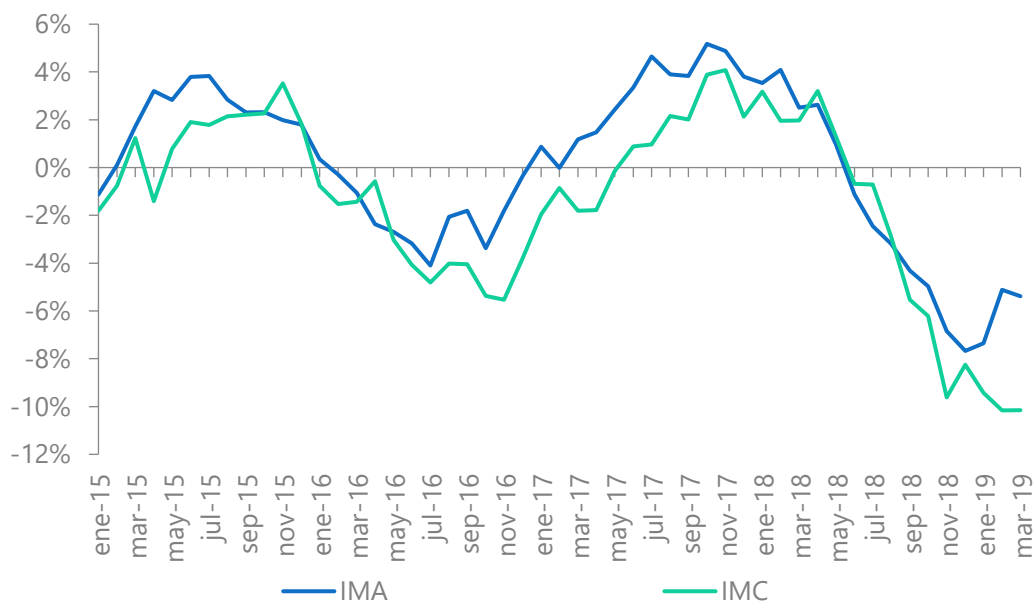
Buscando la "L"

La actividad económica en el inicio del año electoral sigue en terreno negativo. Nuestro Índice Mensual de Actividad económica (IMA) volvió a caer en marzo, con una baja de -5,3% anual y -1,0% mensual sin estacionalidad, dejando atrás los rebotes estadísticos de enero y febrero. Como anticipamos en nuestro [informe anterior](#), no existe evidencia que permita hablar de brotes amarillos (menos aún, verdes) y aún no se conoce el piso de la recesión.

La variable más golpeada en esta crisis sigue siendo el consumo. Nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) volvió a caer en marzo y confirma la ausencia de un rebote en el gasto de los hogares. Al igual que en febrero, el IMC registró una baja de -10,2% anual, la mayor caída desde la crisis de 2002, y acumula diez meses en rojo. En la comparación mensual, el consumo se contrajo -0,6% y acumula un -11,4% de caída respecto al máximo alcanzado en enero de 2018. En cuanto al consumo masivo, las ventas minoristas informadas por CAME se desplomaron -11,3% anual y el IVA neto -10,7% anual. Además, el consumo de durables sigue en estado crítico, con ventas de autos nacionales cayendo casi un -55% y el crédito real -28,4%, con hipotecarios desplomándose -11,4%.

Los brotes verdes siguen fuera del radar

Variación % anual

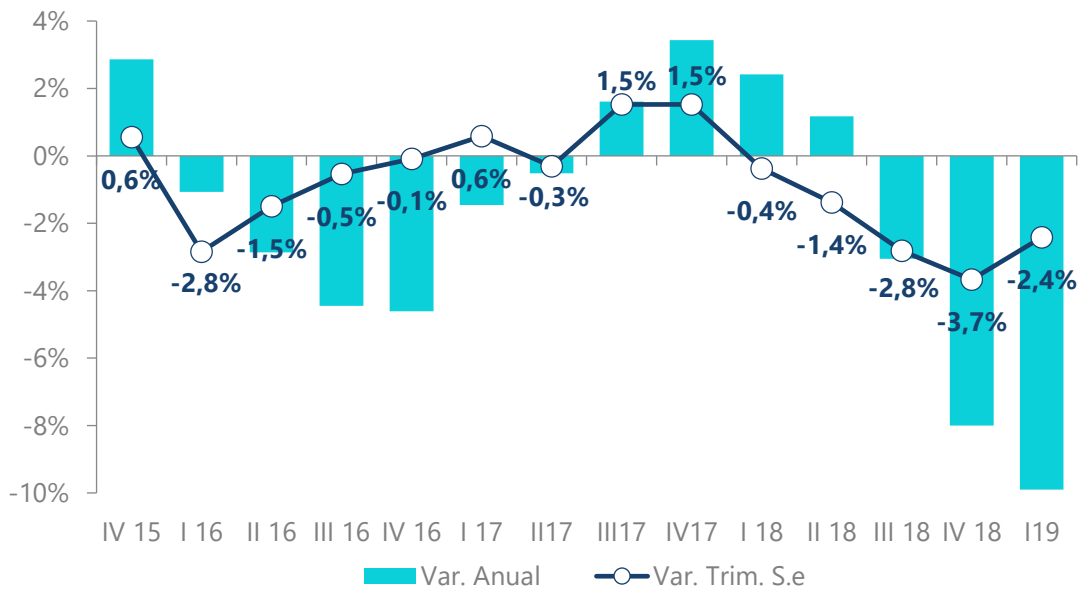


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE)

Además, los primeros indicadores por el lado de la oferta de marzo profundizaron su caída luego de registrar en febrero mejores resultados, explicados en parte por ciertos efectos estadísticos. Entre ellos se encuentra la construcción, con despachos de cemento cayendo al -12,5% anual tras el leve crecimiento de febrero (+1,4% anual). Dentro de los sectores manufactureros, la industria automotriz volvió a profundizar su caída a -41,1% anual, luego de haber mejorado su performance en febrero, mientras que la industria siderúrgica, una de las más dinámicas de los últimos años, cayó -30,7% en marzo y acumuló su segunda caída consecutiva tras casi un año en alza.

El consumo no muestra señales de mejora

Variación % anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE)

Las medidas para hacer frente a la crisis

El gobierno acusó recibo de las crecientes dificultades económicas, y decidió anunciar un conjunto de iniciativas para hacer frente a la crisis. **El objetivo de estos anuncios no es otro que tratar de frenar la caída de la actividad en el muy corto plazo, a partir del sostenimiento de los ingresos reales de la población**, de modo tal de intentar mejorar la ya de por sí desgastada competitividad electoral de Cambiemos.

Este conjunto de anuncios incluyó el congelamiento de precios de 64 productos por 180 días, precios “accesibles” de cortes de carne en algunas bocas de expendio, la implementación de un paquete de descuentos a titulares de prestaciones de la seguridad social, créditos ANSES a tasas subsidiadas y la suspensión de algunas de las subas estipuladas en electricidad, gas y transporte para lo que resta del año. A este paquete debe sumarse la **decisión del BCRA de tratar de imponer un techo más bajo al tipo de cambio de acá a fin de año** (ver sección monetaria).

Es evidente que la implementación de este conjunto de iniciativas, desacreditadas en el pasado por las propias autoridades, descansa en la imposibilidad del gobierno de dejar atrás la crisis iniciada hace ya doce meses. **La dinámica de los ajustes de precios de los primeros meses del año (11,8% de inflación en el primer trimestre según los datos oficiales) incorporó nuevos episodios de estrés cambiario, dejando en evidencia la baja potencia que tienen el ajuste monetario y fiscal como medio para estabilizar las expectativas de inflación.**

Por otro lado, el escaso convencimiento de las propias autoridades respecto de estas medidas “no convencionales” hizo que su alcance y efectividad sea puesta en duda casi inmediatamente después de su anuncio. Esto es así por varios motivos:

- **Cobertura.** Los productos apenas cubren el 46% de la Canasta Básica Alimentaria (suponiendo que se puedan adquirir todos ellos) y representan el 8,9% del gasto total de un hogar, de acuerdo a la Encuesta de Gasto 2004/05.
- **Acceso.** Un 10% de la lista se encuentra aún en producción o estará disponible más adelante. Además, una parte de las compras no se realiza en supermercados, sino en comercios de proximidad, que obviamente quedan excluidos del acuerdo.
- **Calidad.** La canasta denominada como “esencial” por el gobierno no contribuye a una alimentación saludable: no hay frutas, verduras, legumbres y es extensa en grasas y bebidas alcohólicas (2,5 bebidas

alcohólicas por cada ítem de bebida no alcohólica, que se limita únicamente a agua)¹.

- **Cumplimiento.** Aun cuando se presentan subas respecto de los anteriores precios cuidados, un primer relevamiento realizado por ITE muestra que los productos de la canasta esencial tendrían un precio sólo 2,3% superior al observado en diciembre 2018 para productos similares.
- **Duración.** Tanto el acuerdo de bienes esenciales como el de tarifas de servicios públicos y telefonía celular tienen horizontes temporales muy acotados. Nada asegura que las empresas no apliquen subas con gran impacto en el bolsillo una vez finalizado el acuerdo².

El alcance de estos anuncios electoralistas está condicionado por el propio programa de “déficit cero” negociado con el FMI, en un contexto en el cual los ingresos del fisco se están viendo fuertemente afectados por la continuidad del contexto recesivo (ver sección fiscal).

En este sentido, el único punto de este paquete de medidas que sí tiene un costo fiscal es la suspensión del aumento de tarifas. Según el Ministro de Hacienda Nicolas Dujovne, no aumentar las tarifas tiene un impacto en las arcas públicas de \$9.000 millones de pesos, lo que equivale a un 0,2% del gasto total del sector público nacional para 2019.

La capacidad de este tipo de iniciativa de recomponer los ingresos reales en un escenario de incremento en los precios del orden del 54,7% anual y un visible deterioro del mercado de trabajo luce a priori muy limitada³.

En particular, el congelamiento tarifario no traerá alivio respecto de la situación actual. La electricidad ya aumentó 40% en el año y restaban solo dos aumentos de 4% en mayo y agosto. La única suba de gas que se suspendió es la de octubre -aún resta un ajuste adicional para el gas natural de 10%, 9% y 8% en abril, mayo y junio respectivamente-, aunque

¹ Al tiempo que se lanzó la medida, el INDEC dio a conocer los resultados de la Encuesta de Factores de Riesgo. Los resultados fueron preocupantes: el 25% de los argentinos/as padece obesidad y sólo un 6% consume las cinco porciones recomendadas de frutas y verduras.

² En particular, para tarifa de celulares el acuerdo se extiende hasta septiembre, pero las tres principales empresas ya aplicaron aumentos considerables. En los primeros tres meses del año subieron casi un 20% y acumulan en un año un alza de 54,4% según las estadísticas de CABA.

³ Para un análisis sobre los efectos en el empleo de la crisis ver [acá](#).

parte de la factura de invierno se cobrará en verano. Aun así, los hogares enfrentarían facturas de gas entre 70% y 90% superiores a las del invierno pasado. En este sentido, **la medida es un paliativo frente a lo que "podría haber sido" pero no implica una mejora respecto a la situación actual.**

Los problemas de demanda se suman a la ausencia de sectores que puedan liderar la recuperación en el corto plazo⁴. A pesar de la pretensión del gobierno de que el crecimiento del agro se derrame hacia el resto de los sectores de la economía, el impacto de este sector será reducido en un contexto de recesión generalizada.

Sin ningún *driver* de crecimiento claro y con el consumo en franco deterioro, **una de las pocas cartas que le quedan al gobierno es aferrarse a la estabilidad cambiaria**, dejando un escenario sumamente delicado en el cual se le hará cada vez más difícil defender la "L" de la actividad económica.

El plan "Apreci.Ar"

Quizás el aspecto más relevante de estos anuncios electorales sean las novedades en el ámbito cambiario.

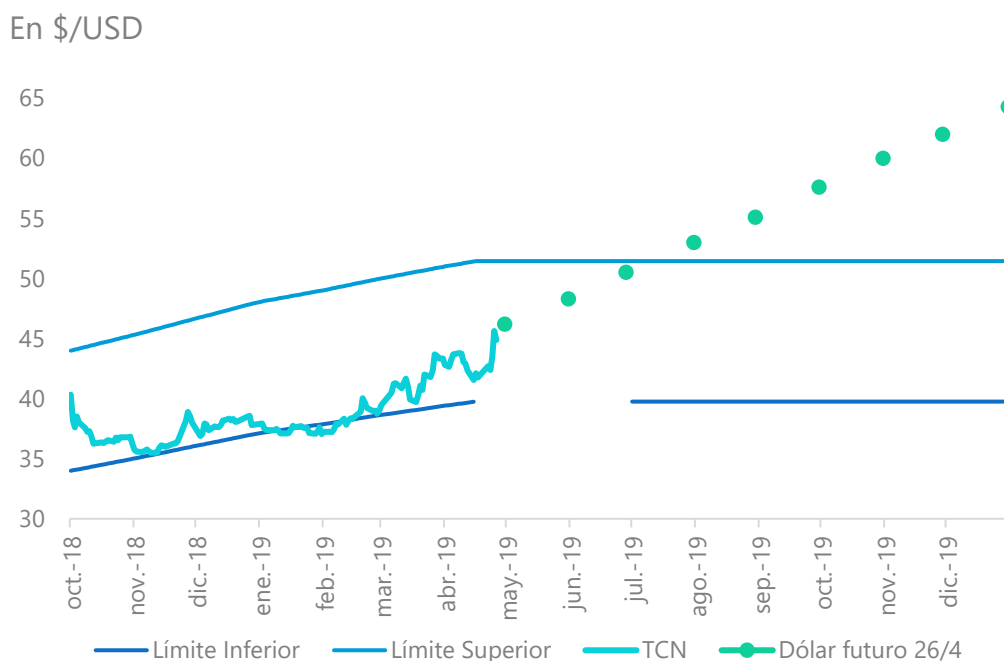
Las primeras medidas orientadas a detener el rebote del tipo de cambio implementadas en los primeros meses del año -aumento de tasas de interés de casi 2.700 p.b. desde febrero, extensión hasta fin de año del objetivo de crecimiento nulo de la Base Monetaria, flexibilización del límite para la tenencia de LELIQ y la opción de efectuar depósitos a plazo sin ser cliente del banco- resultaron ser insuficientes, dejando en evidencia la ineffectividad de la política monetaria y cambiaria para contener las expectativas de inflación y la suba de precios.

Por este motivo, **el BCRA acompañó las medidas de control de precios y estabilización de tarifas con el congelamiento de las bandas de intervención cambiaria a partir del 16 de abril**, luego de conocerse la

⁴ Uno de los puntos más relevantes en el programa del gobierno en este sentido es un plan de pagos de AFIP, con una reducción de la tasa de interés respecto de los planes previos. Se espera que el impacto en la espalda financiera empresaria de esta medida sea, de todos modos, muy acotado.

inflación de 4,7% del mes de marzo. En ese momento, el Banco Central anunció que iba a vender hasta USD 150 millones diarios si el dólar alcanzaba los \$/USD 51,45 en cualquier momento del año, a la vez que se eliminaba el piso de \$/USD 39,76 hasta fines de junio de este año.

La nueva “zona de no intervención” del BCRA



Fuente: elaboración propia en base a BCRA y ROFEX

En la semana posterior al anuncio del BCRA, sin embargo, **el tipo de cambio aumentó en promedio un 4%, al tiempo que la prima de riesgo argentino se ubicó por encima de los 1.000 p.b.** Con el dato al 26 de abril, la devaluación necesaria para alcanzar esta nueva banda superior es de 14,6%. Este es el recorrido que le faltaba hacer al dólar antes de que comiencen las intervenciones del BCRA mientras que, sin el congelamiento de la banda, este trayecto hubiese sido de 27,2% hasta fines de octubre -elecciones generales- y de 29,5% hasta noviembre –*ballotage*-.

El comportamiento de los futuros de dólar luego de este anuncio resultó consistente con esta reacción por parte del mercado. La cotización de estos contratos se mantuvo arbitrada con la tasa de interés en pesos, lo cual quiere decir que el precio del futuro se aproximaba bastante bien multiplicando el tipo de cambio *spot* por el rendimiento de una tasa de interés en pesos de corto plazo. Esto podía explicarse por la existencia de

“incertidumbre fundamental” sobre el recorrido futuro del tipo de cambio *spot*, lo cual implica que **si bien no hay certeza de que el dólar se saldrá de las bandas de acá a fin de año, tampoco hay una creencia generalizada de que la divisa se mantendrá dentro de la misma.**

Para atacar a las presiones de la semana del 22 al 26 de abril, el BCRA volvió a subir la tasa de interés, llevando la tasa nominal anual de las LELIQ por encima del 70%. Además, el BCRA volvió a intervenir en [futuros](#) y la ANSES compró [bonos](#), con el objetivo de ponerle un piso a la cotización de los instrumento de deuda argentina.

Un aspecto que vale la pena destacar es que el poder de fuego del BCRA para intervenir en futuros está limitado por el acuerdo con el FMI. En efecto, **a lo largo del año el BCRA deberá cumplir con un cronograma de reducción en la posición de futuros, hasta acumular una baja de USD 2.600 millones en septiembre de 2019⁵.**

Teniendo en cuenta estas tensiones y limitaciones, **el 29 de abril el BCRA (con la autorización del FMI) realizó una nueva ronda de modificaciones en el esquema cambiario, que en los hechos supone el abandono de la Zona de No Intervención.** En efecto, y más allá de los esfuerzos retóricos del BCRA por intentar dotar de alguna consistencia a estas sucesivas alteraciones en el marco de política, a partir de hora la autoridad monetaria podrá intervenir en la cotización del dólar tanto dentro como fuera de la ZNI, en montos y frecuencias decididas por el BCRA en función de las condiciones imperantes en el mercado. De este modo, **a partir de ahora la carga de la política de estabilización del dólar recaerá en mayor medida sobre el saldo de reservas internacionales.**

El stock de reservas vuelve a quedar bajo la lupa

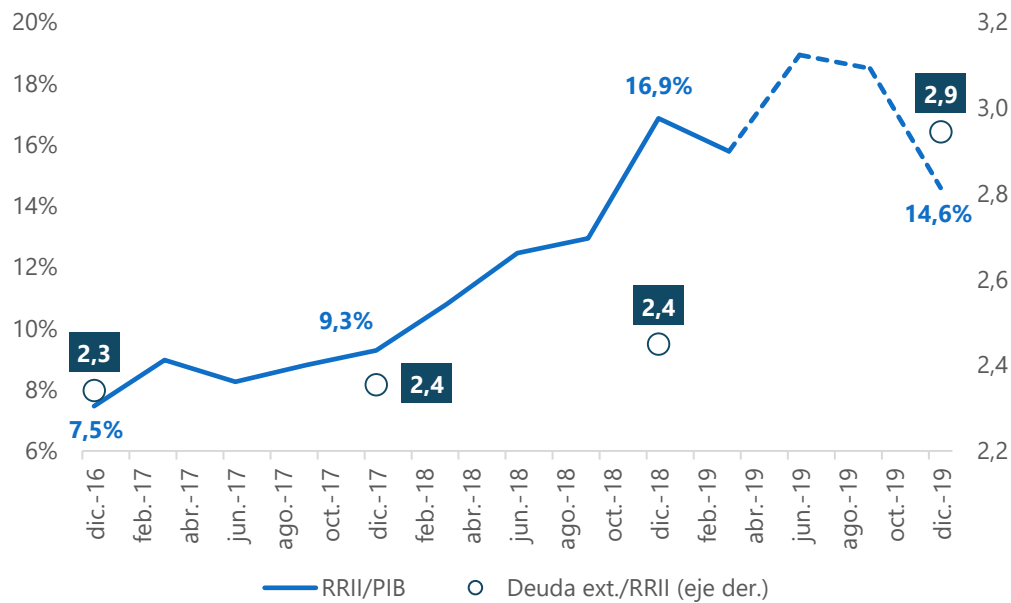
Hasta los últimos anuncios del 29 de abril, la principal limitación del BCRA para administrar el dólar parecía ser la amplitud de la zona de no intervención y el tope de USD 150 millones diarios una vez alcanzada la banda superior. Más allá de los motivos por los cuales el FMI y el

⁵⁵ Ver shorturl.at/kvzJ8. Partiendo de un stock de USD 3.600 millones a fines de septiembre de 2018, el BCRA llevó a cero su posición a fines de diciembre, manteniéndola por debajo de los topes impuestos por el FMI al menos hasta fines de marzo de 2019.

gobierno habían diseñado este esquema, **la última ronda de anuncios posiciona a las reservas como último dique de contención en la estrategia de estabilización cambiaria.**

¿Son suficientes las reservas internacionales?

En % del PIB y en veces las reservas internacionales



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC

A fin de tomar una referencia, en el gráfico anterior se simuló el ratio de “reservas internacionales / PIB” y el ratio de “deuda externa / reservas” para lo que queda de 2019 bajo un escenario que contiene los siguientes supuestos:

- i) el tipo de cambio salta hasta la banda superior de la ZNI a partir de junio;
- ii) el BCRA vende USD 150 millones diarios a ese precio hasta fin de año;
- iii) el gobierno recibe puntualmente los desembolsos del Fondo, pero solo puede renovar el 45% de la deuda en dólares que vence de acá a fin de año;
- iv) el PIB y la inflación se comportan en base al Relevamiento de Expectativas del Mercado de BCRA (REM);
- v) el ratio de deuda a PIB y la participación de la deuda externa en el total se mantienen estables.

Los resultados muestran que, aun en un escenario de este tipo, el ratio de reservas a PIB se mantiene bien por encima de los niveles de fines de

2017 (14,9% vs 9,3%), previo al comienzo de la crisis cambiaria. No obstante, en un escenario como este la deuda externa pasa casi a triplicar el stock de reservas a fines de 2019.

Estas circunstancias ponen de relieve la disyuntiva que enfrentan el FMI y el gobierno al utilizar la posición de reservas: **liberar una mayor liquidez en moneda extranjera para enfrentar las tensiones cambiarias en el corto plazo genera, en ausencia de una reprogramación de los pagos para el período 2020 – 2023, mayores dudas sobre la posibilidad de servir la deuda de la próxima administración.**

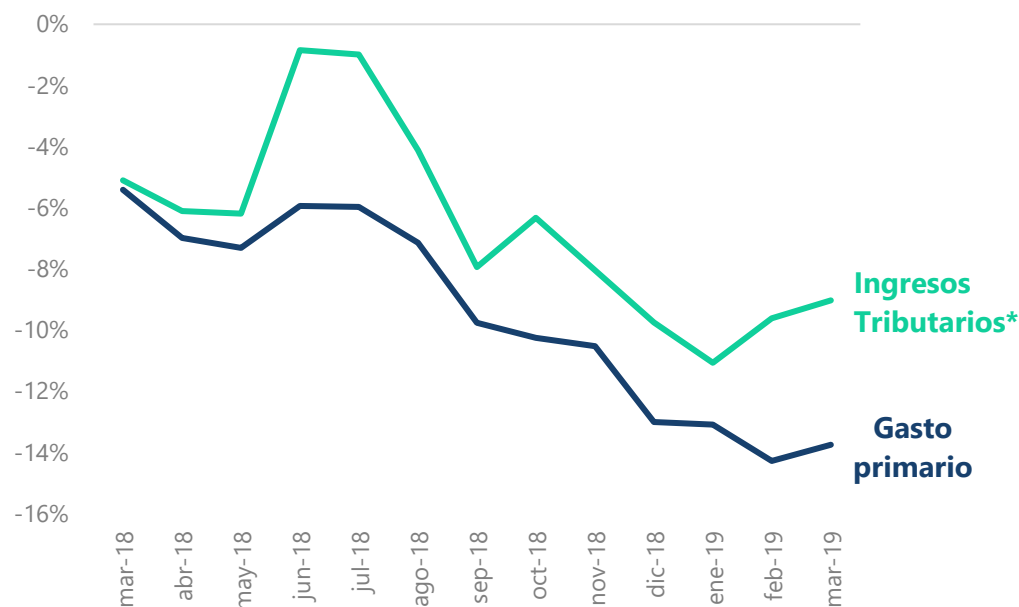
El inestable equilibrio fiscal - electoral

El primer trimestre de 2019 dejó por resultado un sobrecumplimiento de la meta fiscal. Como venimos planteando desde hace varios meses, dadas por perdidas las metas de inflación y de reducción de la pobreza, el gobierno parece enfocado únicamente en llegar al fin de su mandato con la meta fiscal primaria cumplida. Eso sí, sin mirar el "lado B": **los intereses de deuda que amplían cada vez más la diferencia entre el resultado primario y el financiero.**

El resultado primario del primer trimestre fue de 0,1% del PIB, logrando cumplir con la meta impuesta de equilibrio fiscal. Sin embargo, como puede verse **este resultado se logró con un sobre ajuste en el gasto primario debido a la profunda caída que se observa en los ingresos tributarios**, aún a pesar de la generalización de retenciones a las exportaciones que se produjo a fines de 2018.

La trampa recesiva del ajuste fiscal

En % de variación anual real (suavizado trimestral)



Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda

Prestaciones por préstamos

Este contexto de espiral recesiva de ajuste de gasto y caída de recaudación se enfrenta al desafío de hacer proselitismo con políticas sociales, como último recurso para que la crisis no se siga profundizando y Cambiemos pueda mantener alguna chance de reelección.

Así como en los meses previos a las legislativas de 2017, el macrismo vuelve a servirse de los créditos de ANSES para intentar reactivar el consumo y atraer a los adultos mayores, y así mantenerse en terreno competitivo de cara a las presidenciales. Hace dos años se llegaron a repartir poco menos de 3 millones de créditos a jubilados y titulares de otras prestaciones sociales a tres meses de las elecciones de medio término.

El anuncio de las últimas semanas replica esa estrategia, una de las pocas políticas de ingresos que parece esquivar la meta fiscal acordada con el FMI. El "éxito" de la política está asegurado: **el contexto de incremento en alimentos de primera necesidad, servicios públicos, alquileres y medicamentos fuerzan a estos sectores a tomar los préstamos.** A menos de diez días del lanzamiento ya se habían otorgado 700 mil

préstamos, de los cuales casi 500 mil fueron adjudicados a titulares de la AUH y 43 mil a jubilados.

Recalculando los ingresos: retenciones y ajuste por inflación

A fines de 2017 se presentó, junto con el proyecto de ley de Presupuesto 2018, el **restablecimiento del ajuste por inflación para los balances de las empresas. Esta reforma había sido un reclamo histórico de los grupos económicos y al que el macrismo había accedido.** Ahora bien, entendiendo que esta medida podía ocasionar una notable pérdida de recaudación, se terminó configurando como una “cláusula gatillo” que se activaría siempre que la inflación mayorista superase el 30% anual. A fines de 2017 ese rango inflacionario parecía un tema del pasado, por lo que el gobierno esperaba que en la práctica el ajuste nunca se tuviese que llevar a cabo.

En virtud de la fuerte aceleración de la inflación, **a fines de 2018 el macrismo decidió reformular la “cláusula gatillo” que pasaría a activarse con una inflación de, al menos, el 55% anual.** A su vez, en lugar de considerar la inflación mayorista se pasaría a tomar la inflación minorista medida por el IPC. Sin embargo, el registro de marzo 2019 marcó una inflación minorista de 54,7%, por lo que existe la posibilidad de que la pérdida de recaudación que la recesión está generando sume un adicional a partir de los **menores pagos de impuesto a las ganancias de un eventual ajuste por inflación.**

Para frenar esta caída constante de la recaudación, el gobierno vuelve a desandar el camino sobre otro impuesto que se intentó dejar en el pasado: las retenciones a las exportaciones. A fines del año pasado, en medio de la crisis económica y para garantizar el programa fiscal acordado con el FMI, el gobierno redefinió las retenciones generalizándolas para todos los productos y servicios. En resumidas cuentas, el esquema de fines de 2018 se basaba en una alícuota de 18% para la soja y otra general para todos los productos (incluida la soja) de 4 pesos por dólar exportado. Pero debido a que el nuevo rebrote devaluatorio licuó el régimen general de “pesos por dólar”, **se está discutiendo volver a modificar el esquema para pasar a una alícuota**

de 10% para todos los productos y de 30% para la soja. El avance de esta medida subirá un poco más la tensión fiscal-electoral, esta vez sobre uno de los puntos focales del gobierno: el campo.