

# La economía argentina

---

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | NRO. VI | JUNIO 2018

## En este informe:

- Resumen de coyuntura - Pág.1
- Destacados prensa - Pág.9
- Actividad - Pág.10
- Precios e Ingresos - Pág.16
- Finanzas Públicas - Pág. 17
- Balance Cambiario - Pág. 18
- Sector Externo - Pág. 19
- Finanzas y bancos - Pág. 21
- Anexo Estadístico - Pág. 22



# La economía argentina – resumen de coyuntura

Junio 2018

## Rumbo al *formal waiver*

El 12 de junio, el gobierno acordó con el FMI el programa económico que aplicará hasta alcanzadas las elecciones, a cambio de percibir un crédito *stand by* por USD 50.000M a lo largo de 36 meses. El acuerdo implica una serie de metas fiscales, de precios y de reservas internacionales, en el marco de una política de ajuste fiscal y flexibilidad cambiaria. En el presente informe analizamos la viabilidad del cumplimiento de las metas a partir de nuestras proyecciones de presupuesto, inflación y balance cambiario..

Argentina: Criterios de ejecución cuantitativos, metas indicativas y cláusulas de consulta (1) (2)  
(En miles de millones de pesos argentinos a menos que sea mencionado)

	Criterios de evaluación propuestos			Metas indicativas	
	2018			2019	
	Fin-Junio	Fin-Sep	Fin-Dic	Fin-Mar	Fin-Jun
<b>Objetivos fiscales</b>					
<i>Criterios de evaluación</i>					
1. Balance fiscal del gobierno nacional (piso) (3) (10)	-148,0	-256,0	-362,5	-32,0	-100,0
2. Acumulación de deuda flotante por pagos de deuda externa del gobierno nacional (techo)(4)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3. Acumulación de deuda flotante doméstica por parte del gobierno nacional (techo) (5)	8,2	14,9	21,6	27,1	39,7
4. Gasto en asistencia social (piso)	87,7	131,1	177,5	60,0	112,6
<i>Metas indicativas</i>					
5. Balance primario del gobierno general (piso) (3)	-163,0	-272,0	-382,4	-40,0	-110,0
<b>Objetivos monetarios</b>					
6. Cambio en las reservas internacionales netas (piso) (6) (10)	5,5	5,5	5,5	5,5	7,5
7. Cambio en el stock de futuros no entregables de tipo de cambio (techo) (7)	1,0	0,0	-0,5	-1,0	-1,5
8. Cambio en el crédito del Banco Central al gobierno (techo) (8)	0,0	-78,0	-156,0	-234,0	-312,0
9. Financiamiento del gobierno por parte del Banco Central (techo) (4)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cláusulas de consulta - Inflación</b>					
10. Bandas de inflación (en porcentaje, i.a.)					
Cota externa (superior)	32	32	32	28	26
Cota interna (superior)	29	29	29	26	24
Meta central de inflación	27	27	27	24	22
Cota interna (inferior)	25	25	25	22	20
Cota externa (inferior)	22	22	22	20	18
11. Cambios en los activos domésticos netos del Banco Central (techo) (9) (10)	15	64	166	173	184

El resultado de nuestras proyecciones es que el cumplimiento de las metas pactadas con el FMI descansa sobre escenarios de difícil cumplimiento. En materia fiscal, aún después de analizar el impacto presupuestario de la devaluación (el déficit primario se reduce en \$40.636 millones, unos 0,3% del PBI, tras una devaluación del 50%), resta ajustar gastos por \$123.897 millones (1p.p. del PBI) para cumplir con las metas fiscales pactadas con el fondo. En materia inflacionaria, la inflación proyectada por el CESO es del 36%, con un desvío de 4 puntos porcentuales. Es decir, el

cumplimiento de la meta pactada con el fondo (32% de cota máxima) se produciría sólo en un escenario muy optimista sobre la evolución de precios.

En términos externos, aun asumiendo el reequilibrio de la cuenta corriente por el efecto de la recesión y la devaluación, se analizan dos escenarios: uno de estabilidad cambiaria y otro donde la fuga de capitales continúa al ritmo del primer semestre de 2018. En el primer caso, las metas de reservas internacionales podrían alcanzarse. En el segundo, las reservas caerían en 2019 incumpliendo con el acuerdo, hasta un nivel similar al de diciembre de 2015, aunque con vencimientos de deuda externa mucho más abultados a los de aquel entonces.

### **El ajuste fiscal post-devaluación**

El acuerdo con el FMI incluye metas de déficit fiscal primario. El compromiso para diciembre de 2018 es un déficit primario del gobierno nacional de \$362.500 millones, aproximadamente un 2,7% de la estimación del PBI presentada en el acuerdo.

Previo a la devaluación, el déficit primario acordado con el organismo implica una reducción del déficit primario de \$164.533 millones respecto a las proyecciones del déficit para 2018 realizadas por el CESO.

Parte de ese ajuste será realizado por el efecto directo e indirecto de la devaluación sobre las cuentas públicas. Si se considera el incremento en la recaudación por derechos de exportación e importación al calor de la suba del dólar, junto a la mayor recaudación impositiva por la aceleración de la inflación, de la contribución a la seguridad social por los incrementos salariales, los ingresos públicos mejoran en aproximadamente \$124.586 millones por la suba del dólar y su efecto sobre la inflación. Mientras que la partida de gastos primarios se incrementa \$83.350 millones, básicamente por el monto de incremento de los gastos que decretó el ejecutivo el 15 de junio. De esa manera, el déficit primario se reduce en \$40.636 millones, unos 0,3% del PBI, tras una devaluación del 50%. Nótese que, por el incremento en la partida de intereses por deudas nominadas en divisas, el déficit financiero prácticamente no varía por el efecto de la devaluación.

De esa manera, aún resta ajustar gastos por \$123.897 millones (1p.p. del PBI) para cumplir con las metas fiscales pactadas con el fondo. Una reducción que intentará ser descargada sobre las provincias, la obra pública y los trabajadores del Estado. Los tres escenarios tienen sus costos, ya sean en la relación política con los gobernadores, en el resentimiento de la actividad económica como en la conflictividad gremial.

**ESCENARIOS DE RESULTADO FISCAL DE LA DEVALUACIÓN ARGENTINA**

AÑO 2018	Pre-devaluación (1)	Post-devaluación (2)	Diferencia	
	mill \$	mill \$	mill \$	% PBI
<b>Ingresos total</b>	<b>1.945.606</b>	<b>2.070.192</b>	<b>124.586</b>	<b>0,94%</b>
Ingresos (nominado \$)	1.789.207	1.895.331	106.124	0,80%
Ganancias	307.277	334.475	27.198	0,21%
IVA	<b>406.754</b>	447.476	40.723	0,31%
Cr y debito bancario	163.389	180.649	17.260	0,13%
Contr. Seg social	769.367	768.946	-421	0,00%
otros	142.421	163.784	21.363	0,16%
Ingresos (nominado USD)	156.399	174.861	18.462	0,14%
Der. Expo	75.758	90.188	14.430	0,11%
Der. Impo	80.641	84.673	4.032	0,03%
<b>Gastos total</b>	<b>2.683.156</b>	<b>2.796.516</b>	<b>113.360</b>	<b>0,86%</b>
Int. deuda ME (3)	210.517	239.927	29.410	0,22%
Tr. Corrientes (3)	9.974	11.874	1.900	0,01%
Otros (sin ajuste)	2.462.665	2.544.715	82.050	0,62%
Resultado primario	-527.033	-486.397	40.636	0,31%
% PBI	-4,0%	-3,7%		
Resultado financiero	-737.550	-726.324	11.226	0,09%
% PBI	-5,59%	-5,51%		
Rdo primario FMI	-362.500	-362.500		
% PBI	-2,7%	-2,7%		
Diferencia	-164.533	-123.897	40.636	0,31%
% PBI	-1,2%	-1,0%		

nota tecnica:

(1) base presupuesto 2018 modificado por reforma previsional.

(2) Escenario base modificado por: devaluación +50%, inflación +30%; crecimiento PBI 0%; salarios 22%.

Incluye incremento de partidas por decreto 545/2018

devaluación +50%, importaciones 0%

Incluye incremento de partidas por decreto 545/2018 y diferencia por ley previsional

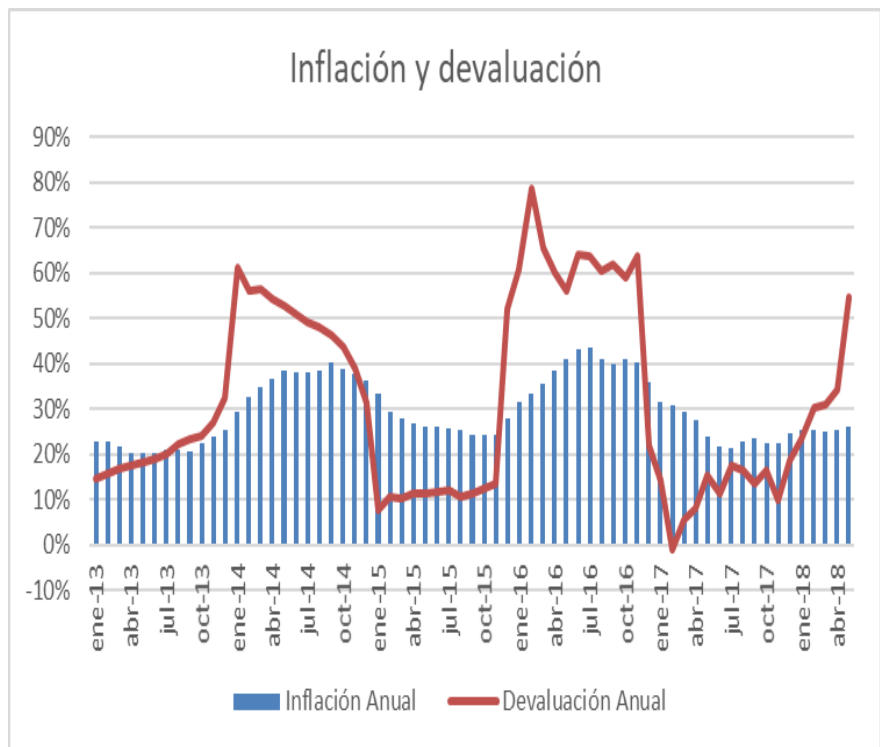
(3) IARAF

## Las metas de inflación

El acuerdo con el FMI establece una meta de inflación del 27% para 2018, que se podría extender hasta el 32%. Si bien la meta supera ampliamente las previamente anunciadas por el BCRA, su cumplimiento no será nada sencillo. El nivel de precios argentino vuelve a recibir la presión de una drástica variación del tipo de cambio, en este caso superior al 50% interanual y con una enorme incertidumbre acerca de la evolución futura de la divisa en el marco de la política de tipo de cambio flexible acordada con el FMI.

Sabemos que en la Argentina las devaluaciones suelen tener un fuerte impacto inflacionario, el cual se potencia a raíz de la puja distributiva que conlleva tal redistribución de recursos. En la actualidad la dolarización de las tarifas llevada adelante por el gobierno de Cambiemos deja poco margen de maniobra en ese aspecto, potenciando el aumento de costos que conlleva el aumento del dólar. La gran apuesta del gobierno parece ser la licuación de salarios reales, siendo el sector

de los trabajadores quien absorba el ajuste de precios relativos. Si bien el ministro Dujovne afirmó en conferencia de prensa que aceptarían acuerdos privados unos puntos por encima del 15%, los aumentos para el sector público no superaron esa cifra. El paro general convocado por múltiples centrales obreras y el acuerdo del 25% alcanzado por camioneros parece indicar que los gremios impulsarán aumentos mayores. En ese contexto, desde el CESO proyectamos una inflación en torno al 36%, con un desvío de 4 puntos porcentuales. Es decir, el cumplimiento de la meta pactada con el fondo se produciría sólo en un escenario optimista sobre la evolución de precios.



### Las cuentas externas

La mirada ortodoxa del FMI y el gobierno menosprecia el problema de las cuentas externas. Así se manifiesta en el memorándum acordado, donde se deposita en la flexibilidad de la política cambiaria la responsabilidad de restablecer el equilibrio de las cuentas externas. Sin embargo, la historia económica argentina enseña que el déficit de dólares constituye el talón de Aquiles de los programas económicos y que la política cambiaria es un instrumento limitado para restablecer su sustentabilidad.

Las proyecciones del balance externo realizadas por el CESO se presentan bajo un planteo de base optimista, donde la merma de las importaciones por la recesión económica junto al impacto de la devaluación sobre el balance de turismo, permiten eliminar el déficit de cuenta corriente (excluyendo los intereses a pagar por la deuda). También se considera que los ingresos de IED alentados por el programa de PPP tienden a compensar las salidas de capitales de corto plazo que deshacen posiciones argentinas en sus portafolios. Sobre esa base, se proyectan dos escenarios. El primero donde gracias al apoyo financiero del FMI, se restablece la estabilidad cambiaria y logra reducirse la fuga de capitales a la mitad, respecto a su evolución en el primer semestre de 2018.

BALANCE CAMBIARIO	2018			2019	
	Primer semestre	Segundo semestre		Anual	
	Base hasta el 19/6 (1)	<i>Sin corrida, con caída y recesion (2)</i>	<i>Con corrida y recesion (3)</i>	<i>Sin corrida, con caída y recesion (2)</i>	<i>Con corrida y recesion (3)</i>
	mill USD	mill USD	mill USD	mill USD	mill USD
Deficit cuenta corriente (sin intereses)	-5.000	-178	-178	-356	-356
Deuda externa	-18.462	-20.775	-20.775	-39.253	-33.326
Capital	-3.176	-4.469	-4.469	-13.413	-13.413
LETES	-10.480	-11.852	-11.852	-17.148	-11.222
Intereses	-4.807	-4.453	-4.453	-8.692	-8.692
FAE+Portafolio+IED	-8.000	-4.000	-8.000	-8.000	-16.000
<b>TOTAL</b>	<b>-31.462</b>	<b>-24.953</b>	<b>-28.953</b>	<b>-47.608</b>	<b>-49.682</b>
Letes	10.480	11.852	5.926	17.148	5.611
FMI		20.000	20.000	11.600	11.600
Otras colocaciones	14.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Variación Reservas	-6.983	11.900	1.973	-13.861	-27.471
<b>Stock Reservas</b>	<b>48.102</b>	<b>60.002</b>	<b>50.075</b>	<b>46.141</b>	<b>22.604</b>

nota tecnica:

(1) Deuda MECON, Cuenta corriente, FAE y portafolio por proyección del Balance Cambiario

Letra intransferible del BCRA vto 2021 USD 9625 millones, otras 2022-2026 USD 39.061

Balance mercancias superavitario (balance cambiario, sin servicios)

FAE mayo-diciembre/18, USD 1500 x mes

(2)+25% de superavit comercial

Caída 50% turismo

Caída 50% FAE, hay ingresos portafolio

(3)+25% de superavit comercial

Caída 50% turismo

Duplica la FAE, triplica la salida portafolio

Renueva 50% de Letes

(4) Escenario (2) con aumento 3,2% crecimiento de la economia

(5) Escenario (3) con aumento 3,2% crecimiento de la economia

En ese escenario muy optimista, el ingreso de divisas por el crédito del FMI y otras colocaciones de organismos internacionales, permitirían cerrar 2018 cumpliendo con la meta de incremento de reservas pactada con el fondo (+USD5.500 millones respecto al 4 de junio de 2018).

Sin embargo, aún bajo ese escenario muy optimista, los abultados vencimientos de deuda de 2019 junto a la disminución del monto del crédito del FMI, mermarían las reservas sino logra restablecerse el acceso a los mercados voluntarios de deuda. En ese caso, las reservas terminarían en 2019 con niveles a los USD46.000 millones, incumpliendo la meta fijada con el organismo.

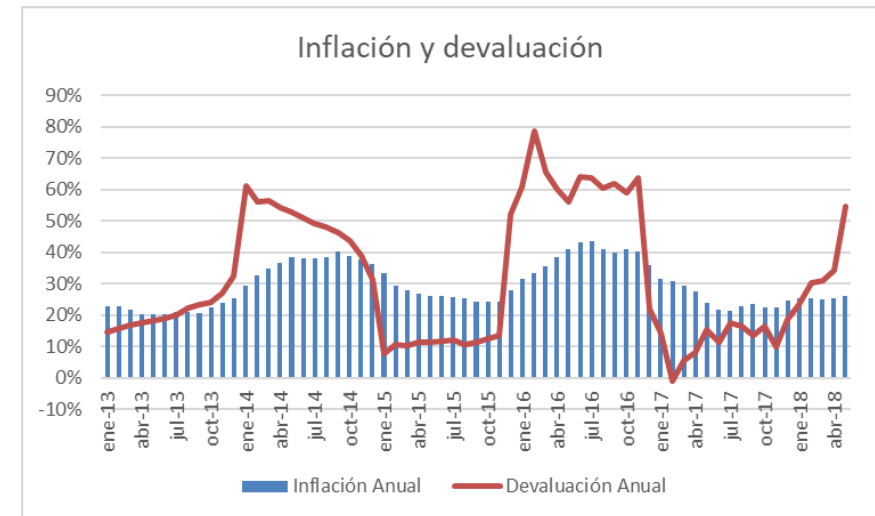
La situación se modifica en un escenario donde el préstamo del FMI no logra restablecer la *pax cambiaria*, y la fuga de capitales continúa al mismo ritmo que en el primer semestre de 2018, sumándose una renovación sólo parcial del stock de *letes*. En ese caso, la meta de incremento de reservas pactada con el FMI no se cumpliría. El 2019 cerraría con un nivel de reservas similar al del momento de asumir Mauricio Macri en 2015, aunque dejando a su sucesor, vencimientos de deuda externa mucho más abultados con un mercado financiero internacional saturado de papeles argentinos.



## Dólar e inflación. Salarios: única variable de ajuste del gobierno.

El nivel de precios argentino vuelve a recibir la presión de una drástica variación del tipo de cambio, en este caso superior al 50% interanual y con una enorme incertidumbre acerca de la intención del Banco Central de mantenerla a raya. Sabemos que en la Argentina las devaluaciones suelen tener un fuerte impacto inflacionario, el cual se potencia a raíz de la puja distributiva que conlleva tal redistribución de recursos. En la actualidad la dolarización de las tarifas llevada adelante por el gobierno de Cambiemos deja poco margen de maniobra en ese aspecto, potenciando el aumento de costos que conlleva el aumento del dólar. La gran apuesta del gobierno (quien afirma no tener meta inflacionaria para el presente año) parece ser la licuación de salarios reales, siendo el sector de los trabajadores quien absorba el ajuste de precios relativos. Si bien el ministro Dujovne afirmó en conferencia de prensa que aceptarían acuerdos privados unos puntos por encima del 15%, los aumentos para el sector público no superaron esa cifra. El paro general convocado por múltiples centrales obreras y el acuerdo del 25% alcanzado por camioneros parece indicar que los gremios impulsarán aumentos mayores.

El índice de precios en supermercados relevado por el CESO (IPS CESO), ya muestra el impacto de la corrida cambiaria. En la tercera semana de junio los precios en supermercados ya aumentaron un 3,87% respecto a la misma semana de mayo. Se destacan los aumentos en Textil (+8,4%), Perfumería (+5,04%), Alimentos Secos (4,83%), Limpieza (+3,86%) y Alimentos Frescos (+3,8%).



### Inflación

Índice de precios en supermercados nivel general y categorías.

MES de JUNIO			
	Nivel	semana anterior	mes anterior
	Dic '15=100	var %	var %
<b>Aire Libre</b>	143	0,42	0,28
<b>Alimentos Frescos</b>	196	1,06	3,80
<b>Alimentos Secos</b>	175	0,75	4,83
<b>Bebidas</b>	199	0,89	2,12
<b>Electrodomesticos</b>	143	1,15	2,27
<b>Hogar</b>	158	0,88	3,16
<b>Limpieza</b>	173	0,86	3,86
<b>Jug., aut. y otros</b>	161	0,73	2,89
<b>Perfumería</b>	180	0,50	5,04
<b>Textil</b>	143	0,75	8,40
<b>Supermercados</b>	170	0,80	3,87
registros relevados	23.751		

## PESE A LOS TARIFAZOS, CRECEN LOS SUBSIDIOS A LAS TARIFAS

Pese a los tarifazos de luz, gas y agua, y tras 17 meses de caída nominal, en mayo de 2018 se incrementaron los desembolsos en subsidios a las tarifas.

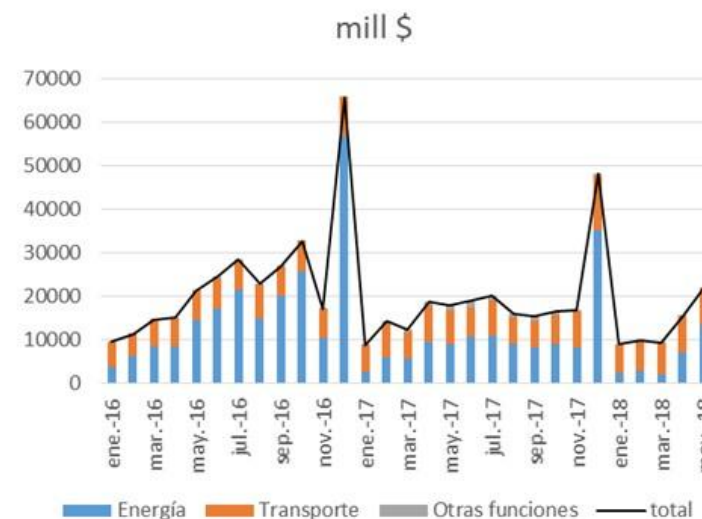
De acuerdo a información del Ministerio de Hacienda sobre la ejecución presupuestaria, en mayo de 2018 los subsidios económicos totalizaron \$ 21.922 millones, un 21% más que en mayo de 2017. Al desagregar por tipo de desembolso, se observa un mayor crecimiento de los subsidios a la energía. En mayo de 2018 estos totalizaron \$ 13.599 millones, un 47% más que el mismo mes de 2017.

Este mayor desembolso se debió al aumento internacional del barril de petróleo y el efecto de la devaluación sobre los precios mayoristas de gas en boca de pozo y naftas, luego de que el gobierno posponga los aumentos correspondientes para evitar mayores presiones sobre los precios.

Hacia los meses siguientes, se espera que el gobierno continúe con la política de reducción de subsidios, el aumento tarifario y el traslado a los usuarios el costo pleno de la generación de energía. Sin embargo, la aceleración inflacionaria pone un límite al recorte fiscal proyectado, en especial al precio del combustible.

### Subsidios Economicos

en millones de \$ corrientes, según concepto. MECON.



	Total mill \$	Energía mill \$	Transporte mill \$	Otras funciones mill \$
may-17	18.116	9.241	7.735	1.140
may-18	21.922	13.599	8.257	66
var % anual	21%	47%	7%	-94%

PARA ACCEDER AL INFORME COMPLETO, ESCRIBINOS A [INFOCESO@GMAIL.COM](mailto:INFOCESO@GMAIL.COM) Y CONSULTA LOS MODOS DE CONTRATACIÓN DEL SERVICIO DE SUSCRIPCIÓN A BOLETINES

**SUSCRIPCIÓN SERVICIO DE BOLETINES INFORMATIVOS DE LA COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA.**



La suscripción el servicio de boletines informativos de la **Cooperativa de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz Ltda. (CESO)**, que incluye un informe de coyuntura económica mensual y un informe semanal de seguimiento de precios; más el acceso a los diversos informes del centro (rendimiento de inversiones para pequeños ahorristas; liquidación de divisas; un informe mensual temático, presupuesto, pobreza, deuda, etc.).

#### **Datos de la Cooperativa:**

*COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA*

CUIT: 33-71465731-9

Dirección: Nuñez2172 Piso:PBDpto:C

Condición frente al IVA: Responsable Inscripto

Baco Credicoop, cuenta 004-24083/3 CBU 1910004955000402408332

# INFORME ECONÓMICO MENSUAL

NRO. VI | JUNIO 2018

## Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

### DIRECTOR

Andrés Asiain

### Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowski

### CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Estanislao Malic

Nicolás Hernán Zeolla

Integran el CESO:

Agustín Crivelli, Angel Sabatini, Ariel Cunioli, Alejandro Demel, Carina Fernández, Cecilia Maloberti, Cristian Nieto, Christian Busto, Diego Martín, Diego Caviglia, Diego Urman, Ernesto Mattos, Estanislao Malic, Estefanía Manau, Federico Castelli, Gabriel Calvi, Javier Lewkowicz, Jorge Zappino, Juan Cruz Contreras, Juan José Nardi, Laura Di Bella, Leonardo Llorente, Lorena Paponet, Lorena Putero, Luciana Sañudo, Lucía Pereyra, Mahuén Gallo, María Laura Iribas, Mariela Molina, Martín Burgos, Maximiliano Uller, Nicolás Hernán Zeolla, Norberto Crovetto, Pablo García, Rodrigo López, Sabrina Iacobellis, Sebastián Demicheli, Valeria D'Angelo, Valeria Mutuberría, Celina Calore, Daniela Longas, Candelaria Ruano.



Centro de Estudios Económicos y Sociales  
Scalabrini Ortiz

 [www.ceso.com.ar](http://www.ceso.com.ar)

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

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