

# Informe de coyuntura N° 31

Pablo Manzanelli, Mariano Barrera y Mariana González

Agosto 2018

# Las causas económicas del resultado electoral

- ✓ Es innegable que el resultado de las elecciones primarias tiene a la recesión económica como una de las principales causas de la debacle oficialista. Las visiones que, en forma previa a la contienda electoral y de sus derivaciones en materia cambiaria, sostenían que la economía había iniciado la fase de reactivación en mayo estaban basadas más en expectativas que en la realidad. En el mejor de los casos, la economía se encontraba en una transitoria desaceleración de la crisis como consecuencia no solo de la elevada expansión del sector agropecuario sino de las políticas electoralistas del gobierno – traslado del aumento de tarifas de los servicios públicos para después de las elecciones, créditos a los beneficiarios de la AUH y jubilados, Ahora 12, etc.–, el impacto transitorio de las negociaciones paritarias y el efecto estadístico de una base de comparación más baja (es decir, a partir de mayo los indicadores se contrastan con meses de crisis de 2018).
- ✓ La magnitud de la crisis es significativa y por lo tanto insoslayable para el análisis electoral de las PASO: doce meses consecutivos de contracción del PIB entre abril de 2018 y mismo mes de 2019, la destrucción neta de 10.322 empresas solo en 2018 y de 216.948 puestos de trabajo entre mayo de 2018 y el mismo mes de este año, la elevación del nivel de pobreza al 34,4% de la población en el primer trimestre de 2019 (es decir, 4 millones de personas en situación de pobreza más que en el primer trimestre de 2018). Cabe señalar que en mayo de 2019, sin embargo, el nivel de actividad había anotado un crecimiento del 2,6% interanual. Esto se explica por la reactivación del sector agropecuario, que no solo dejó atrás la sequía del año pasado sino que tuvo una cosecha récord de los principales cultivos, y por menores caídas en otras actividades que aún así siguen siendo significativas. A tal punto es relevante la incidencia del sector agropecuario que, excluyéndolo del cálculo, el nivel de actividad se contrajo 3,5% interanual en ese mes.
- ✓ En efecto, la fase recesiva se mantenía en la mayoría de las actividades económicas y los indicadores disponibles de junio confirman esa tendencia: caídas en la industria, la construcción y en diversos indicadores de consumo en un contexto en el que el salario real promedio, a pesar de las negociaciones paritarias, sostenía una contracción en torno al 9% interanual. Además, las exportaciones, que habían crecido significativamente en mayo, se desaceleraron en junio y la reducción del gasto público alcanzó niveles sin precedentes (-12,8% en el primer semestre de 2019). En ese marco, la devaluación posterior a las PASO no hace otra cosa que consolidar el proceso recesivo y las medidas de ingresos anunciadas por el gobierno constituyen un aliciente aunque insuficiente: su costo fiscal (\$ 40.000 millones según información oficial) representa menos del 0,2% del PIB y del 0,3% del consumo privado y, según afirma el gobierno, será financiado con recortes en otras partidas presupuestarias, lo cual reduce en gran medida su potencial efecto económico.

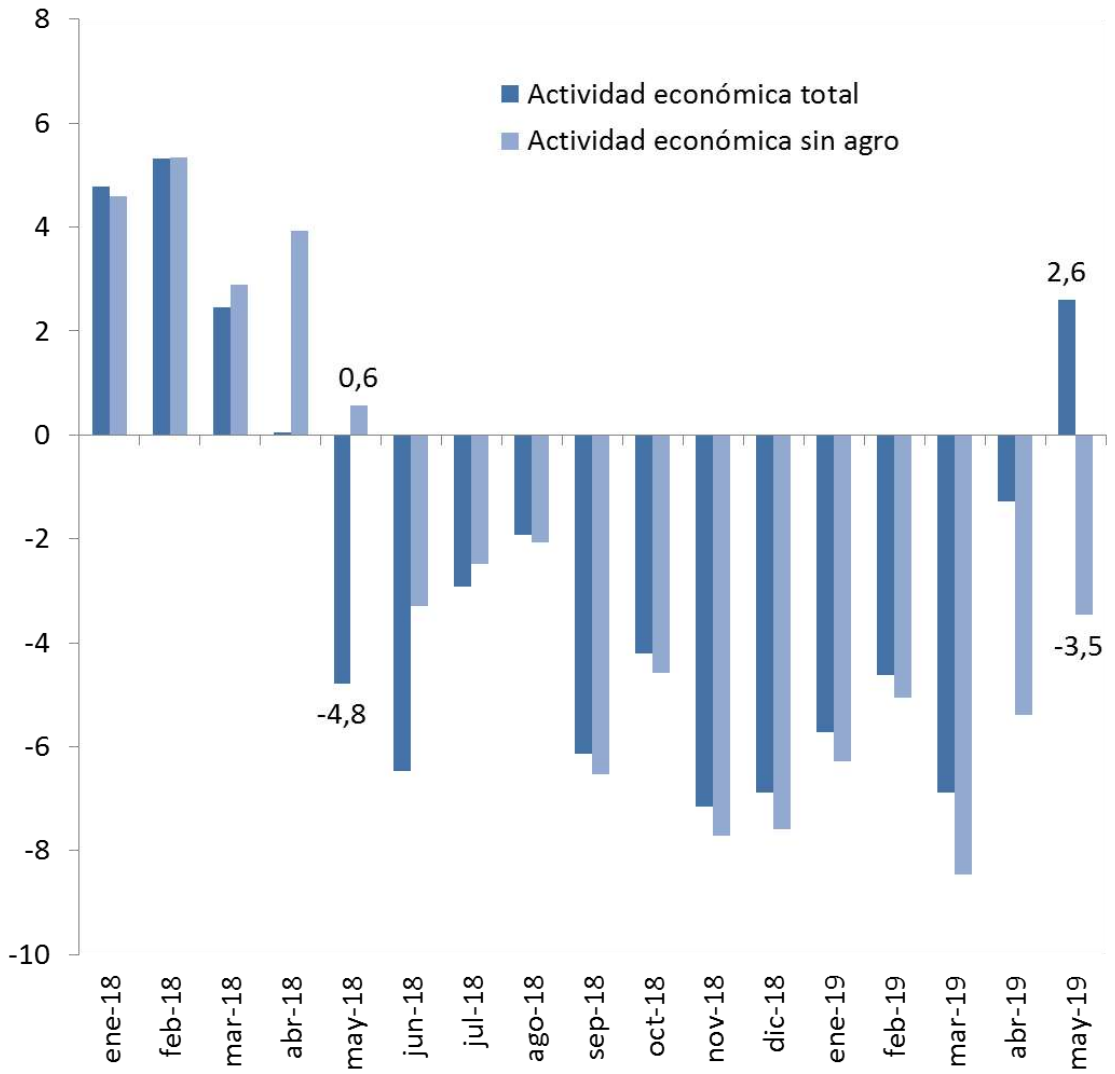
- ✓ La estrategia electoral del gobierno en materia económica se sustentó, en gran medida, en mantener la *pax* cambiaria que logró a partir de abril y que se le esfumó después de las elecciones. Eso le permitía generar mejores expectativas respecto a la crítica situación económica. Para ello contaba con las divisas del agro, el apoyo del FMI que le permitió intervenir en el mercado de cambios, y el sostenimiento tanto de las altas tasas de interés como del congelamiento de la base monetaria. De todos modos, tal como se puso de manifiesto con la corrida post electoral, se trataba de una situación cambiaria de elevada inestabilidad tanto por la posibilidad cierta de que estalle la burbuja financiera basada en las Leliq como por la pesada carga de los vencimientos de la deuda. A esto se sumó la compleja situación internacional donde se consolida la guerra comercial entre las potencias hegemónicas.
- ✓ La valorización financiera que puso en marcha el gobierno de Cambiemos condujo a episodios recurrentes de fuga de capitales. La burbuja de las Leliq constituye una masa de recursos que se valorizan financieramente –las altas tasas de interés aseguran una elevada rentabilidad si el dólar permanece estable– que son pasibles de dolarizarse cuando se agota la burbuja y se inicia la corrida cambiaria. Las Leliq forman parte de la cartera de las entidades financieras pero se apalancan con los depósitos a plazo fijo, lo cual amplía el riesgo potencial de la crisis al sistema bancario.
- ✓ A esta compleja situación se suman los abultados vencimientos de la deuda que, dadas las dificultades para refinanciar la deuda de corto plazo, tendieron a acumularse en los meses previos a las elecciones de octubre, lo cual eleva las presiones cambiarias. Según las estimaciones del FMI, los vencimientos de capital e intereses ascienden a USD 34.744 millones en lo que resta del año.
- ✓ A días del resultado de las PASO la estrategia del gobierno es una incógnita. Pero no lo es la pesada herencia que deja en la economía argentina. Hasta el momento el inédito endeudamiento en moneda extranjera (USD 107.525 millones entre diciembre de 2015 y junio de 2019) no generó ni obra pública ni crecimiento económico sino que solo se ocupó de financiar la fuga de capitales y los intereses de la deuda que acumularon USD 106.779 millones en el mismo período. El propio FMI proyecta que los vencimientos de deuda pública para los primeros dos años del próximo gobierno alcanzan a USD 79.552 en 2020 y a USD 84.407 millones en 2021. Se trata, junto a la profunda crisis económica, de una verdadera pesada herencia.

# Las causas económicas del resultado electoral

# La crisis continúa...

- ✓ Después de la corrida cambiaria que comenzó en abril de 2018, el nivel de actividad económica cayó doce meses consecutivos entre abril de 2018 y el mismo mes de 2019.
- ✓ En mayo se registró por primera vez un ascenso del 2,6% interanual, aunque sigue estando 6,1% por debajo del mes previo al comienzo de la crisis (marzo de 2018).
- ✓ La expansión de la actividad en mayo obedece a la significativa reactivación que tuvo el sector agropecuario tras la sequía del año pasado (el incremento del sector fue del 49,5% interanual). La incidencia es de tal magnitud que si se calcula el nivel de la actividad económica excluyendo al sector agropecuario en lugar de crecimiento se registra una contracción del 3,5% interanual en mayo.
- ✓ Así, en los primeros cinco meses del año la actividad económica se redujo 3,1% frente al mismo período del año anterior. Excluyendo al sector agropecuario, la caída asciende al 5,7%.

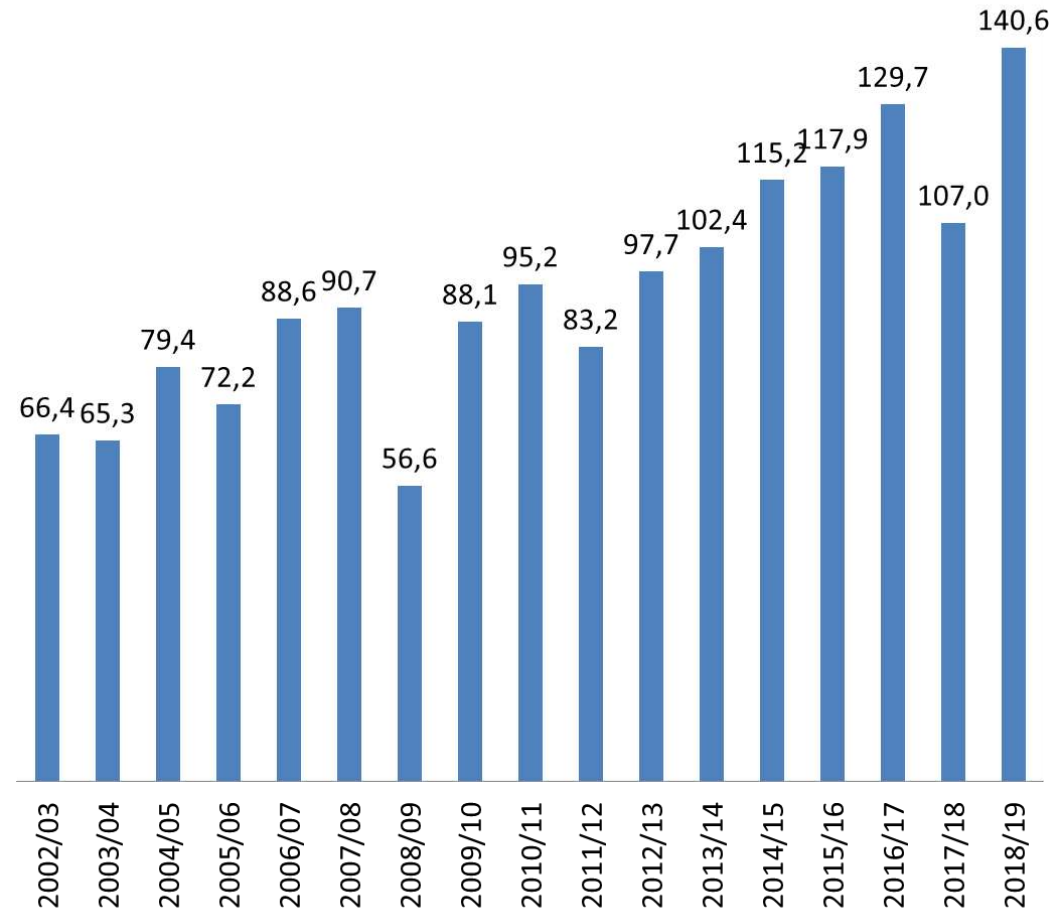
Variación interanual del estimador mensual de actividad económica (EMAE) total y excluyendo al sector agropecuario, Enero 2018-Mayo 2019 (en %)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

- ✓ No solo la recuperación del sector agropecuario obedece a la base de comparación anterior (la sequía del año pasado) sino a un incremento significativo de su producción respecto de los registros históricos.
- ✓ Tal es así que la cosecha marcaría el récord de 140 millones de toneladas de los 5 principales cultivos (soja, maíz, trigo, cebada cervecera y girasol) según las estimaciones del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca.
- ✓ Tanto en la campaña 2017/18 como en la de 2018/19 la supremacía la ejerce la producción de maíz (57 millones de toneladas en 2018/19). Se trata de una situación que no se verificaba desde mediados de los años ochenta.
- ✓ La producción de soja, que es la que más crece respecto de la campaña 2017/18 (46,4% contra 31,2% del maíz), alcanza una producción 55,3 millones de toneladas en 2018/19. Por su parte, la producción de trigo se ubica en 19,5 millones, la cebada cervecera en 5 millones y el girasol en 3,8 millones.

Producción de los 5 principales cultivos (Soja, Maíz, Girasol, Trigo y Cebada Cervecera), Campañas 2002-2019 (en toneladas)

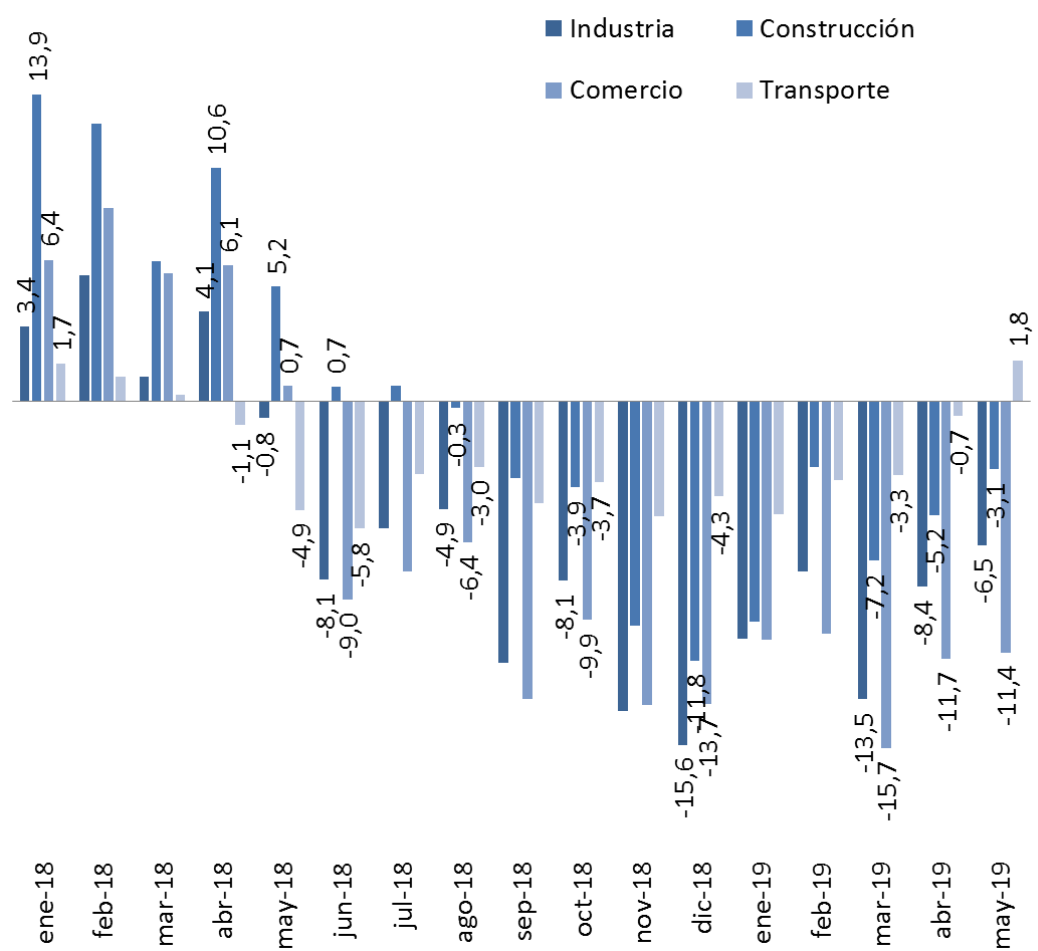


Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda.

# Las actividades más golpeadas

- ✓ El buen desempeño del agro contrasta con la recesión generalizada de la actividad económica con caída en 10 de los 16 sectores. Los más afectados son la producción industrial, el comercio y la construcción, que siguen anotando contracciones en el nivel de actividad, aunque inferiores a las que venían registrando en los meses anteriores.
- ✓ La caída de la producción fabril alcanzó el 6,5% en mayo, la de la construcción el 3,1% y la del comercio trepa al 11,4% interanual.
- ✓ Se trata de los sectores más afectados por la crisis que no solo registran caídas de la actividad sino también destrucción neta de empresas. Según datos de AFIP, cerraron 1.739 industrias y 4.208 comercios en 2018. La construcción registró 284 empleadores menos.
- ✓ Otro sector especialmente afectado fue el transporte, en el que cerraron 2.090 empresas en 2018. Este sector, sin embargo, registró una leve expansión en mayo, probablemente influida por la actividad agropecuaria.

Variación interanual del Estimador mensual de actividad económica en sectores seleccionados, Enero 2018-Mayo 2019 (en %)

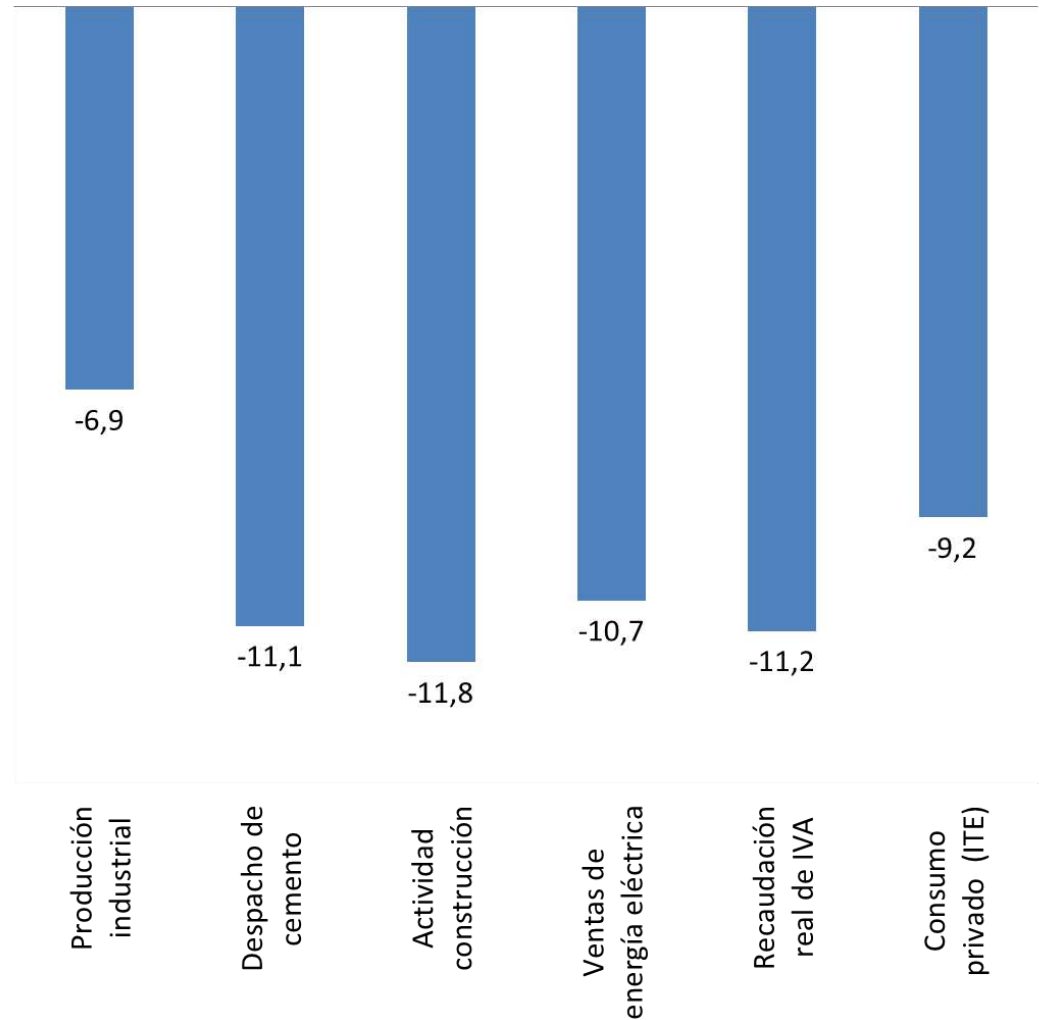


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

# Últimos indicadores (junio)

- ✓ Con la información disponible sobre el desempeño de la actividad económica en junio, y más aun con el cimbronazo cambiario post PASO, todo indicaría que se mantiene el escenario recesivo liderado por la industria, el comercio y la construcción en un contexto de reducción del consumo.
- ✓ La producción industrial cayó 6,9% en junio de 2019 respecto al mismo período del año anterior. Resalta la contracción de la industria automotriz (-28,7%). Por su parte, los despachos de cemento se redujeron 11,1% interanual, en tanto que la actividad de la construcción marcó una contracción del 11,8%.
- ✓ Otro indicador de la baja actividad fabril y de la producción en general son las ventas de energía eléctrica al mercado interno, que cayeron 10,7% interanual en junio.
- ✓ Finalmente, el consumo mantiene su contribución al proceso recesivo. El consumo privado, medido por el ITE, se redujo 9,2% interanual en junio, lo cual es consistente con la disminución de la recaudación del IVA en términos reales (-11,2%).

Variación interanual de diversos indicadores de producción y consumo, Junio 2019 (en %)



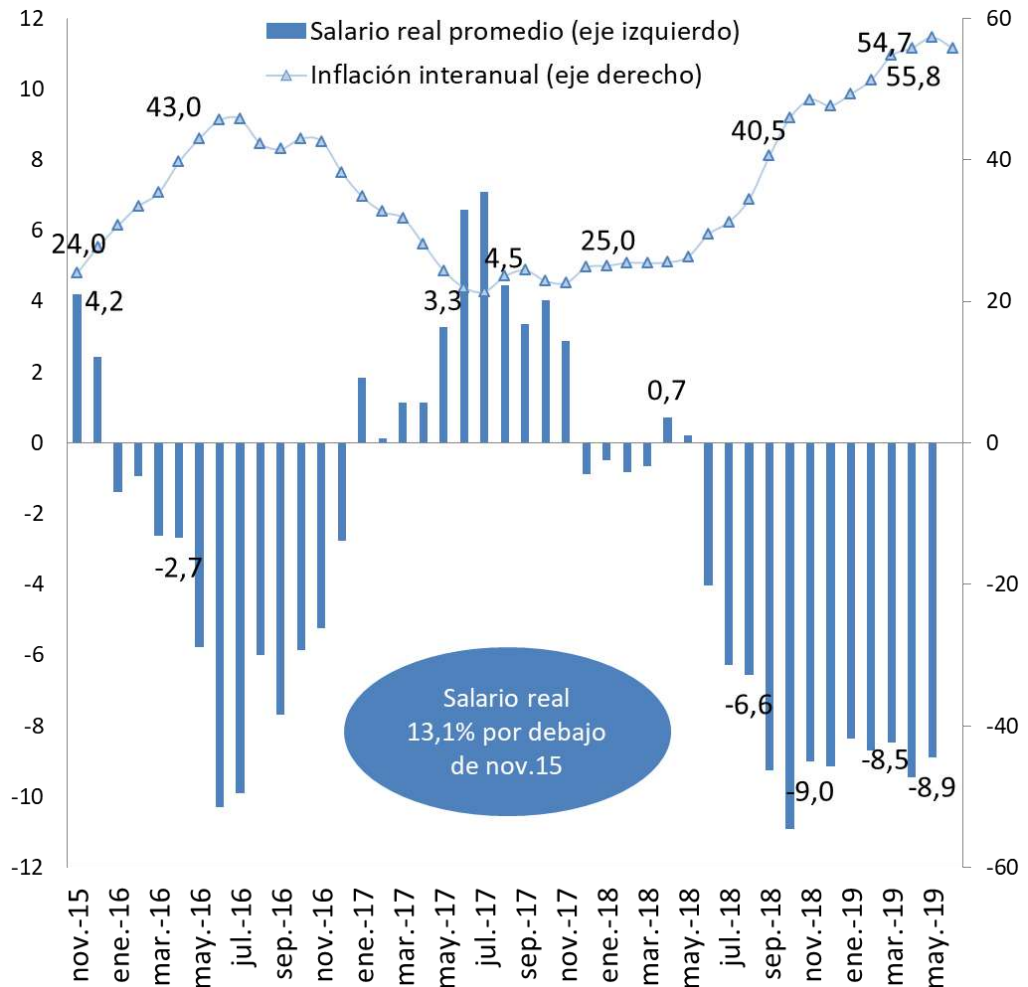
Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y al ITE (Instituto de Trabajo y Economía-Fundación G. Abdala).



# Fuerte caída del salario

- ✓ La caída del consumo privado se verifica en un contexto de caída del salario real y del empleo.
- ✓ El fuerte deterioro de los salarios reales es resultado del elevado proceso inflacionario que se aceleró en el marco de la devaluación que se inició en abril de 2018. En junio la inflación interanual fue de 55,8%, apenas inferior a los registros de mayo (57,3%).
- ✓ En ese contexto el poder adquisitivo del salario de los trabajadores registrados en el sector privado mantuvo hasta mayo caídas en torno al 9% interanual. Si se calcula la pérdida real respecto de noviembre de 2015, se llega al 13,1%.
- ✓ En el mes de mayo el poder de compra del salario volvió a caer en términos mensuales, ya que creció en términos nominales 2,7% frente a un incremento del 3,1% en el nivel general de precios.
- ✓ De este modo, las negociaciones paritarias no logran revertir el deterioro del poder de compra del salario; y se espera una caída para los próximos meses por el efecto de la devaluación post PASO en los precios.

Variación interanual del índice de precios al consumidor y el salario real promedio de los trabajadores registrados en el sector privado, Enero 2016-Junio 2019 (en %)



Salario real  
13,1% por debajo  
de nov.15

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Producción y Trabajo, IPC Provincias e IPC- INDEC.

- ✓ El empleo registrado volvió a marcar una caída en mayo, ya que el número de trabajadores se redujo en 8.100 sólo en ese mes (-0,1%).
- ✓ En el último año, la caída total en el empleo registrado fue de 216.948 trabajadores (-1,8%), explicada principalmente por la reducción de 168.716 asalariados del sector privado. También se redujeron los trabajadores independientes registrados en todas sus modalidades (autónomos, monotributistas y monotributistas sociales).
- ✓ En el empleo asalariado registrado del sector privado, los sectores más afectados son la industria, el comercio y la construcción. Sólo en el mes de mayo se perdieron 3.200 puestos en el primer sector, 3.100 en el comercio y 4.300 en la construcción. En el último año, las reducciones aproximadas en el número de trabajadores alcanzan 67.100 en la industria, 50.000 en la actividad comercial y 14.200 en la construcción, a las que se suman caídas de 20.000 en el transporte.
- ✓ Si bien en la comparación respecto de noviembre de 2015 se verifica un aumento en el total de empleo registrado, cabe realizar varias precisiones:

Variación en el número de trabajadores registrados según modalidad ocupacional, períodos seleccionados (en cantidades)

	may-19/may-18	may-19/nov-15
Asalariados privados	-168.716	-151.044
Asalariados públicos	26.172	89.213
Asalariados de casas particulares	16.072	53.420
Independientes Autónomos	-2.195	-7.904
Independientes Monotributo	-29.060	118.582
Independientes Monotributo Social	-59.221	469
<b>Total</b>	<b>-216.948</b>	<b>102.736</b>

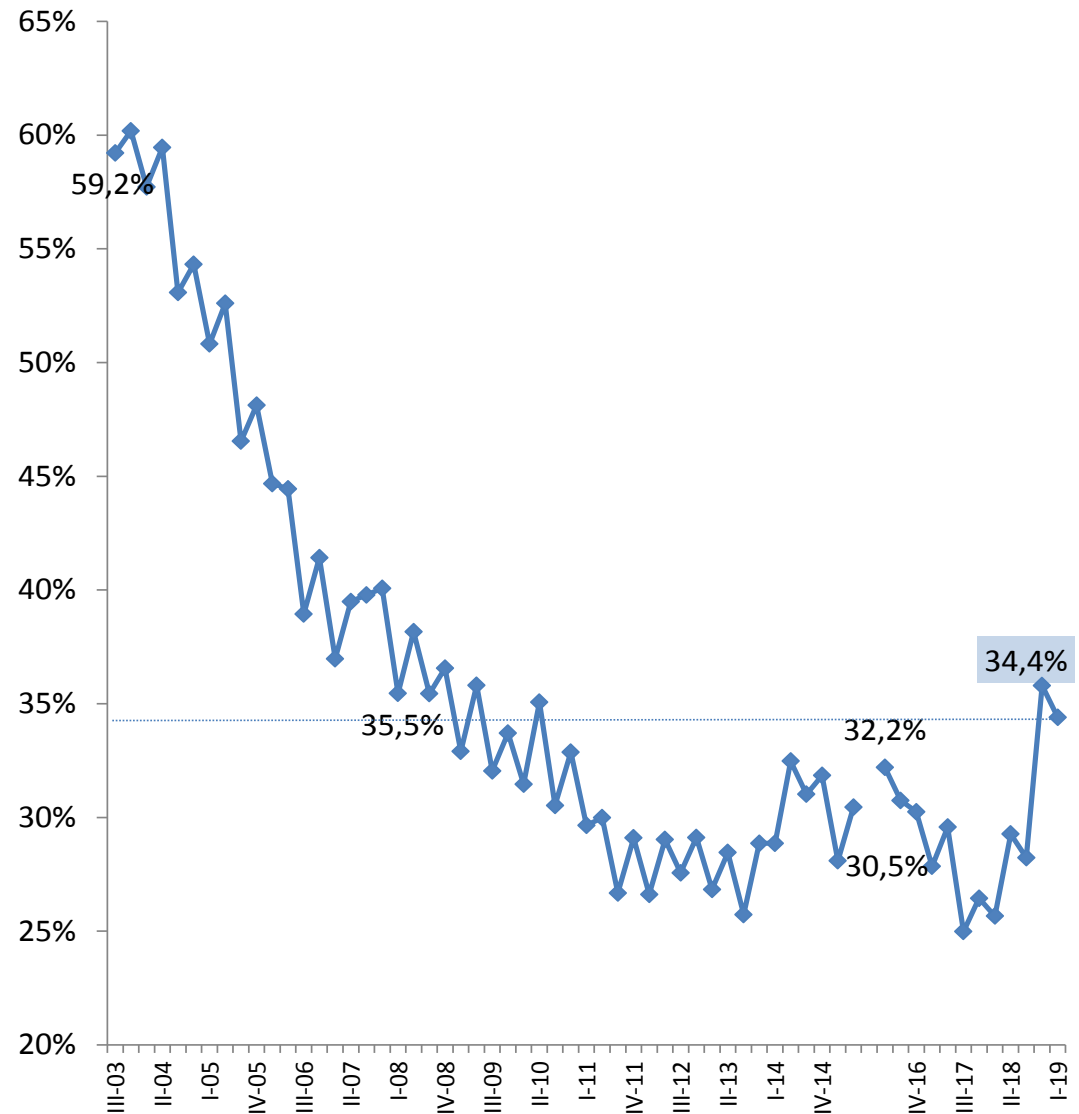
Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Producción y Trabajo.

- ✓ Por un lado, el nivel neto generado resulta más que insuficiente para absorber el incremento en la población económicamente activa en el mismo período.
- ✓ Por otro, debe destacarse que disminuyó el número de asalariados registrados del sector privado, lo cual da cuenta de la incapacidad de la actividad económica para generar empleo. Ante esta caída y, dado el incremento en los trabajadores monotributistas, puede afirmarse que se trató de un proceso de precarización laboral.

# Fuerte incremento de la pobreza

- ✓ El deterioro en el mercado laboral, con una fuerte pérdida de poder adquisitivo en los ingresos laborales, sumado a la caída en el poder de compra de otros ingresos no laborales (especialmente jubilaciones y pensiones) han resultado en un fuerte crecimiento de la pobreza y la indigencia.
- ✓ En el 1° trimestre de 2019 la incidencia de la pobreza se elevó hasta el 34,4% de la población; es decir, 15,4 millones de personas si se extrapola la tasa a nivel nacional.
- ✓ El fuerte aumento interanual, de 8,8 puntos, implica que hay 4 millones de personas más en condición de pobreza en comparación con la situación de un año atrás.
- ✓ No se observaban tasas de pobreza tan elevadas para un primer trimestre desde 2008, es decir hace 11 años.
- ✓ La situación es particularmente crítica para los niños, niñas y adolescentes. Más de la mitad de ellos crece en hogares con ingresos bajo la línea de pobreza. En efecto, entre los menores de 18 años la incidencia de la pobreza alcanza al 50,8%.

Incidencia de la pobreza calculada según nueva metodología INDEC, III-2003 a I-2019 (% sobre población)

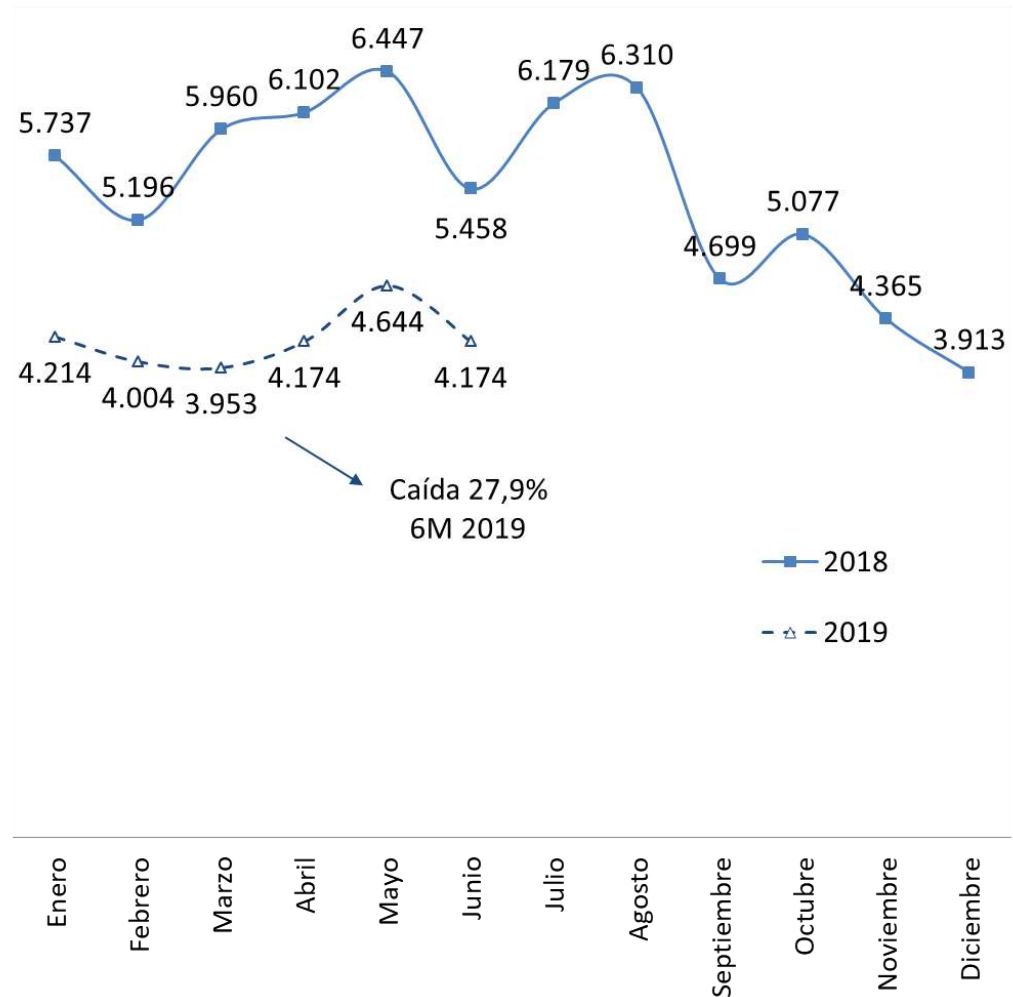


Fuente: Elaboración propia en base a EPH-INDEC, IPC Provincias-CIFRA y Canasta Básica-INDEC.

# Desplome de las importaciones

- ✓ En el marco de la caída del nivel de actividad y del consumo interno por la reducción de los ingresos reales y el empleo, se registró un significativo descenso en las importaciones.
- ✓ En el acumulado de los primeros seis meses del año las compras del exterior cayeron 27,9%.
- ✓ No se evidencia un repunte en junio de este año, sino que las importaciones resultaron 23,5% inferiores a las del mismo mes de 2018 y 1,7% menores que las de mayo de 2019 (destacionalizadas).
- ✓ El descenso de las importaciones se explica por disminuciones en todos sus componentes durante el primer semestre: compras de vehículos automotores (58,7%), bienes de capital (-37,8%), bienes de consumo (29,9%), combustibles (-27,2%), piezas y accesorios (24%), y bienes intermedios (13,4%).
- ✓ Este desempeño obedece fundamentalmente a reducciones en las cantidades importadas, ya que el precio promedio descendió apenas el 3,4% durante la primera parte del año.

Valor de las importaciones totales mensuales, Enero 2018-Junio 2019 (en millones de USD)

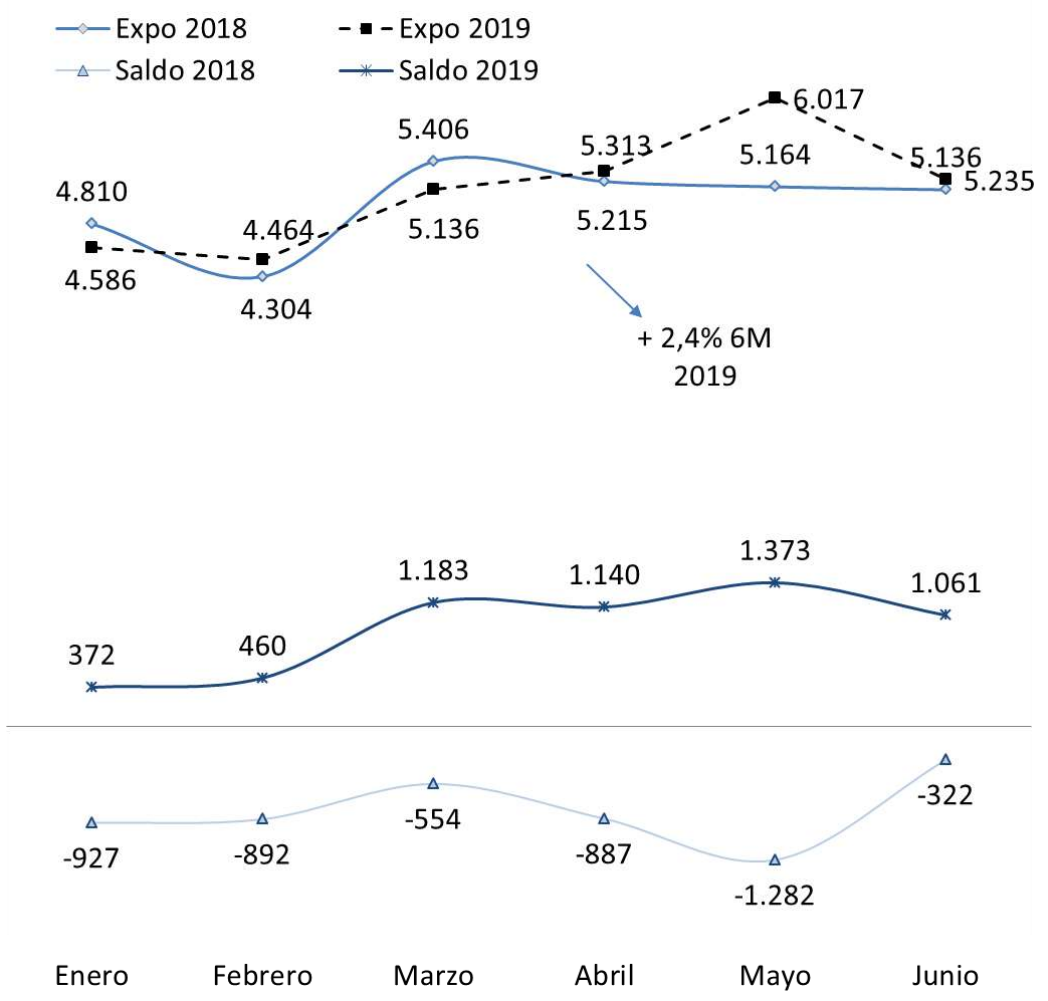


Fuente: Elaboración propia en base al INDEC.

# Superávit comercial

- ✓ En el marco del buen desempeño agropecuario las ventas al exterior crecieron 16,5% en mayo de 2019 respecto a igual mes del año previo. Sin embargo, en junio volvieron a ser similares a las del año anterior (1,9% superior).
- ✓ En el acumulado de los primeros seis meses del año la expansión fue del 2,4%, muy lejos del *boom* exportador que esperaba el gobierno cuando sancionó el presupuesto de 2019.
- ✓ Las exportaciones que crecieron en el primer semestre fueron las de productos primarios (14,4%) y combustibles (12,9%), y en mucha menor medida las manufacturas de origen agropecuario (1,4%). Por su parte, las manufacturas de origen industrial cayeron 7,5%.
- ✓ Así, el resultado positivo del comercio exterior obedece más a la caída de las importaciones que al repunte de las exportaciones. Entre enero y junio de 2019 el saldo comercial acumula un superávit de USD 5.588 millones.

Valor de las exportaciones y el saldo comercial mensuales, Enero-Junio 2018 y 2019 (en millones de USD)



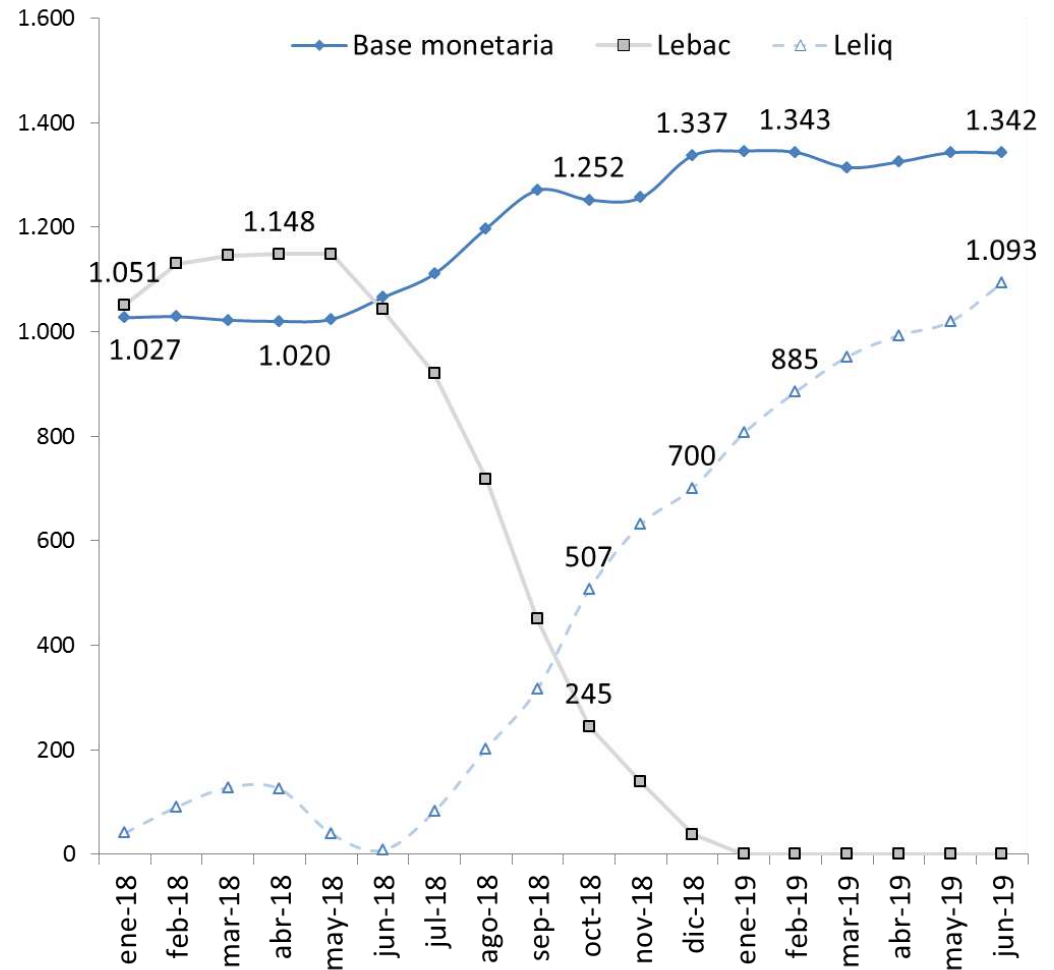
Fuente: Elaboración propia en base al INDEC.

# La inestabilidad cambiaria

# Apretón monetario

- ✓ En virtud de lo acordado con el FMI, el gobierno puso en marcha un significativo ajuste monetario al congelar nominalmente la base monetaria (salvo un leve ajuste realizado en diciembre de 2018).
- ✓ Así, la base monetaria se ubicó en aproximadamente \$ 1,3 billones entre enero y junio de 2019. En un contexto de alta inflación, ello equivale a una reducción de la base monetaria del 17,3% en términos reales entre octubre de 2018 y junio de 2019. Se trata una medida claramente recesiva que profundiza la crisis económica.
- ✓ Por su parte, el reemplazo de las Lebac por las Leliq provocó que las letras del BCRA pasen de representar, en conjunto, el 124,8% de la base monetaria en abril de 2018 al 60,3% en septiembre de ese año. Con una tendencia nuevamente creciente, en la actualidad representan el 81,5% de la base monetaria.
- ✓ A este “festival de letras” debe sumarse la emisión de letras de corto plazo por parte del Tesoro Nacional, cuyo stock contabilizó USD 972 millones en junio de 2019.

Base monetaria y letras del BCRA, Enero 2018-Junio 2019  
(en miles de millones de \$)



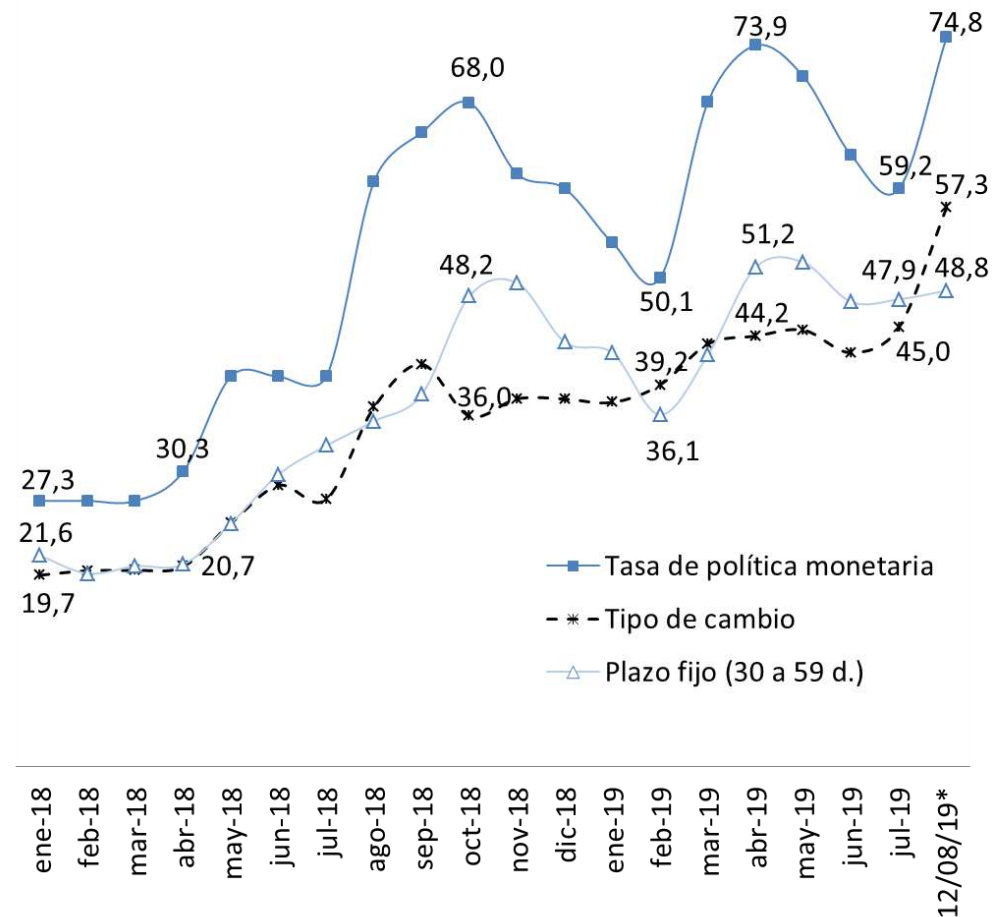
Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.



# Se estalla la burbuja

- ✓ Después de la corrida cambiaria de 2018 y las presiones cambiarias que se suscitaron en febrero y marzo de este año, con el fin de mantener la estabilidad cambiaria se acordó con el FMI la flexibilización de las intervenciones en el mercado de cambios. Además se contó con importantes desembolsos del FMI, las divisas provenientes de las exportaciones agropecuarias, el congelamiento de la base monetaria y se subió fuertemente la tasa de interés, lo que garantizó la renovación del *carry trade*.
- ✓ La valorización financiera durante la gestión Cambiemos ha consistido en sostener altas tasas de interés respecto a la variación del tipo de cambio, lo cual garantiza elevados rendimientos en dólares. Se trata de burbujas que estallan, como la de las Lebac, cuando se dolarizan los portafolios.
- ✓ La bicicleta financiera actual se sostiene en la emisión de las Leliq, a las que solo pueden acceder las entidades financieras pero que las apalancan en depósitos a plazo fijo. De allí que la ganancia en dólares surge de la tasa de las Leliq y/o de estos depósitos y su contrastación con un tipo de cambio que permaneció relativamente estable desde abril hasta la devaluación post PASO.

Tipo de cambio nominal, tasa de política monetaria (Leliq) y tasa promedio de depósitos a plazo fijo, Enero 2018-Agosto 2019  
(en % y \$ por USD)



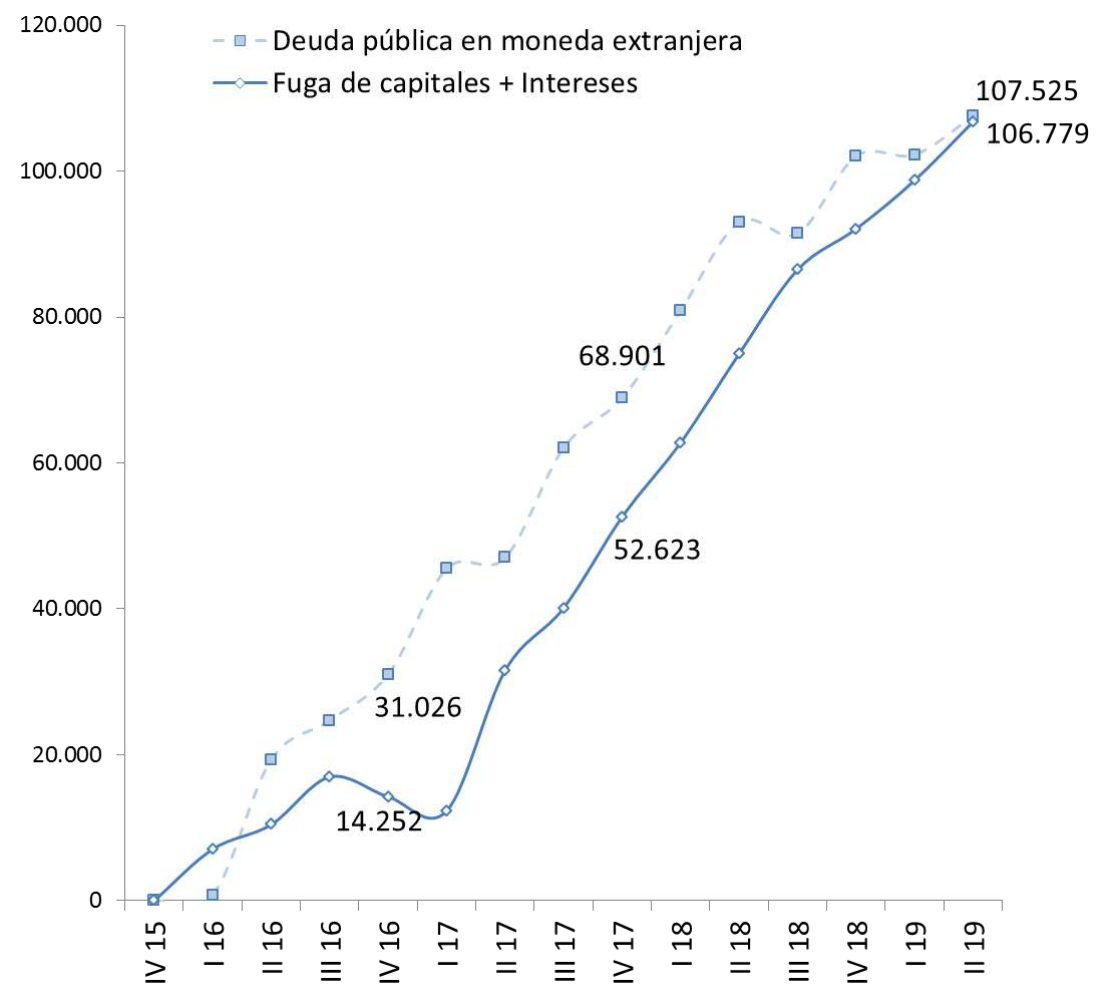
\*El dato de la tasa de plazo fijo es al 09/08/19  
Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y BCRA.



# Endeudar y fugar

- ✓ La contracara de la valorización financiera es la relación que tienden a adoptar el endeudamiento y la fuga de capitales.
- ✓ El inédito proceso de endeudamiento público durante la gestión de Cambiemos provocó un aumento de USD 107.525 millones en el stock de deuda pública en moneda extranjera del gobierno nacional entre diciembre de 2015 y junio de 2019.
- ✓ Cabe señalar que prácticamente toda la deuda contraída fue en moneda extranjera, ya que el aumento de la deuda pública total fue de USD 112.076 millones en ese mismo período.
- ✓ Como en todo régimen de acumulación basado en la valorización financiera la deuda no se contrae para obras de infraestructura sino para garantizar las divisas que se requieren para la fuga de capitales y el pago de los intereses de la deuda.
- ✓ En conjunto ambas variables (la fuga y los intereses) contabilizaron USD 106.779 millones entre diciembre de 2015 y junio de 2019, monto que equivale al 99,3% de la deuda contraída.

Stock acumulado de la deuda pública en moneda extranjera y valor acumulado de la fuga de capitales y de los intereses de la deuda de la Administración Pública Nacional, IV trimestre 2015-II trimestre 2019 (en millones de USD)



\*El dato de fuga de capitales es hasta mayo de 2019. Está calculado en base al método cambiario (FAE – Variación de depósitos en dólares).

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda y BCRA.

# Los altos vencimientos preelectorales y la pesada herencia

- ✓ Uno de los aspectos más críticos de la situación financiera es el representado por los vencimientos de la deuda pública, que se agudizan por la estrategia de emisión de letras de corto plazo ante las dificultades para su refinanciación.
- ✓ El FMI proyectó que en agosto y septiembre los vencimientos totales ascenderán a USD 10.675 millones. En tanto, en el último trimestre del año los vencimientos llegarían a USD 24.069 millones.
- ✓ De allí que en su último informe el FMI sostiene que: “las necesidades de financiamiento son altas y una vacilación en la confianza del mercado puede traducirse... en un cambio en las preferencias de los inversores respecto de los activos en pesos y presiones sobre el tipo de cambio” (IMF Country Report No. 19/232).
- ✓ Cabe señalar que el próximo gobierno recibe una carga de vencimientos por demás considerable: USD 79.552 millones en 2020 y USD 84.407 millones en 2021. Ello a pesar de que en estos años no se debe cancelar aún el grueso del préstamo con el FMI.

Vencimientos de intereses y capital de la deuda del gobierno nacional según tipo de moneda de acuerdo con proyecciones del FMI, Julio 2019-2021 (en millones de USD)

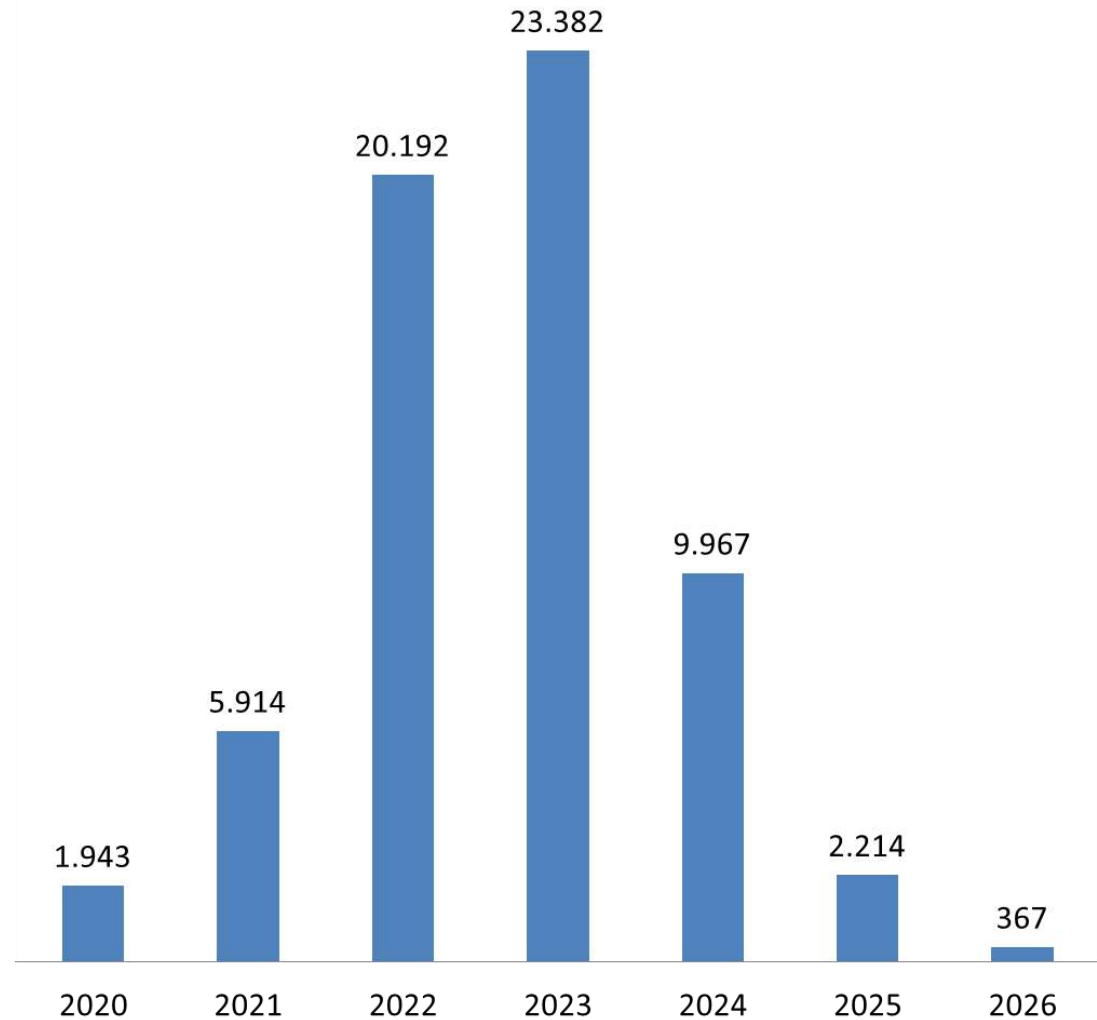
	Vencimientos totales	Vencimientos totales (excluye sector público)	Vencimientos en moneda extranjera	Vencimientos en moneda extranjera (excl. sector público)
jul-19	7.057	4.748	3.709	2.561
ago-19	3.374	3.119	2.155	2.042
sep-19	7.301	6.443	3.595	3.457
4to trim. 19	24.069	13.499	10.078	8.699
2019	100.340	65.658	47.653	38.964
2020	79.552	52.041	34.569	29.154
2021	84.407	51.197	45.264	32.804

\*Las diferencias con la estimación de la Secretaría de Finanzas obedece a que el FMI proyecta los vencimientos de las letras de corto plazo.

Fuente: Elaboración propia en base al IMF Country Report No. 19/232

- ✓ Tanto en la composición de la deuda pública como en la de sus vencimientos ha cobrado protagonismo el peso del inédito crédito del FMI. Se trata de una verdadera pesada herencia para los próximos gobiernos, no solo por la magnitud de los vencimientos sino también por la exigencias que el acuerdo trajo aparejadas en materia de política económica.
- ✓ Según el último informe del FMI, entre 2020 y 2026 se deberán afrontar vencimientos de capital e intereses de la deuda con el Fondo por casi USD 64.000 millones, de los cuales el próximo gobierno (2020-2023) se deberá hacer cargo de USD 51.431 millones.
- ✓ El cronograma actual de la devolución del crédito tiene una fuerte concentración en 2022 y 2023, donde se deberían cancelar USD 43.574 millones. En tanto, en los dos primeros años del próximo gobierno los vencimientos son por USD 7.857 millones.

Cronograma de devolución del crédito del FMI, 2020-2026 (en millones de USD)

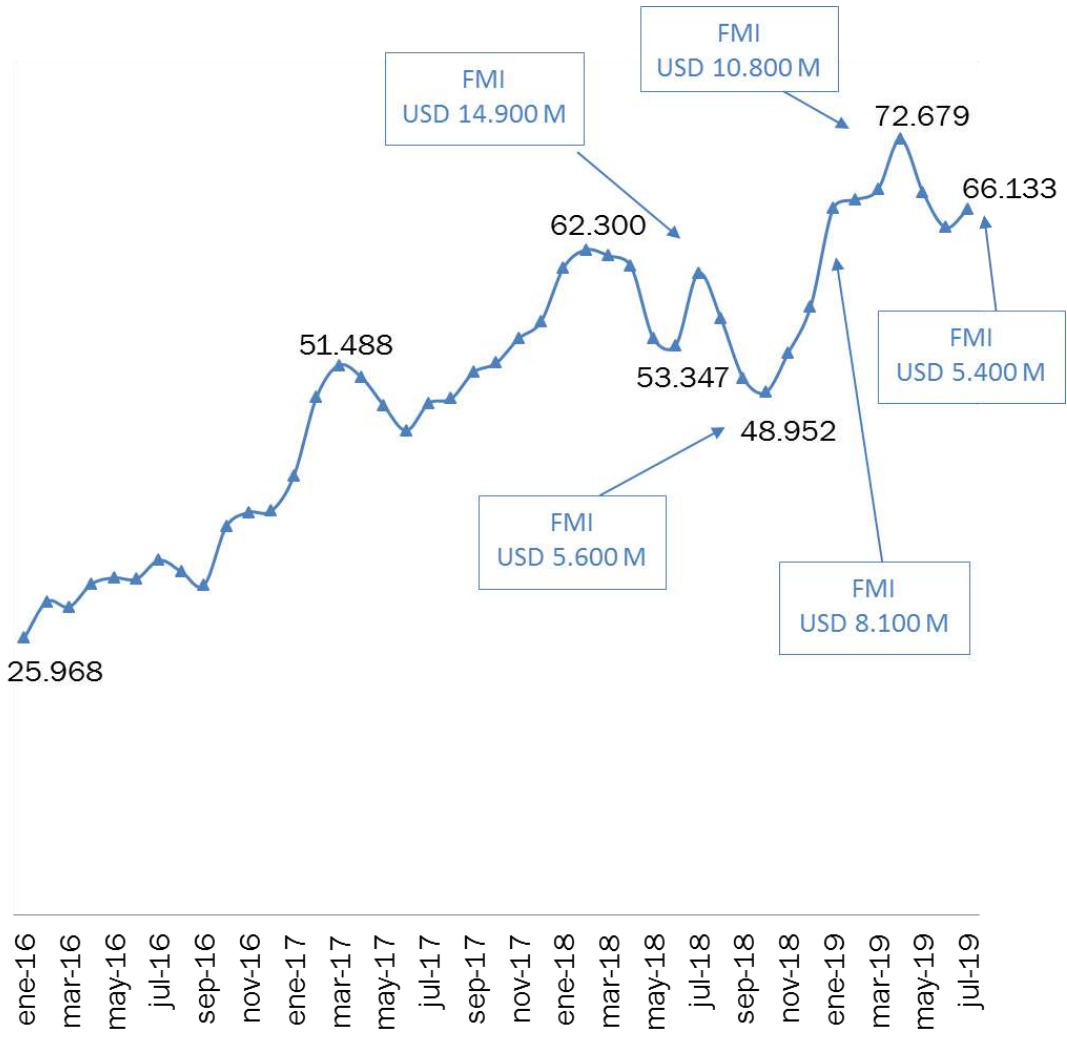


\*Incluye vencimientos de intereses y capital de la deuda con el FMI.  
Fuente: Elaboración propia en base al IMF Country Report No. 19/232

# Reservas internacionales

- ✓ Uno de los activos que tiene el gobierno para desactivar corridas cambiarias son las reservas internacionales del Banco Central, que se engrosaron en buena medida fruto del endeudamiento público con fuerte impronta del FMI en los últimos meses.
- ✓ En la actualidad las reservas acumulan USD 66.133 millones, de los cuales las reservas netas son inferiores a 20.000 millones.
- ✓ Cabe señalar que desde abril de 2019, cuando el FMI flexibilizó la intervención en el mercado de cambios, se perdieron USD 6.545 millones. Ello ocurrió a pesar de contar con importantes desembolsos del FMI (USD 16.200 millones), altas tasas de interés, el sostenimiento del congelamiento de la base monetaria y los dólares del campo.
- ✓ Es probable que la sangría continúe, y se agudice, en los próximos meses habida cuenta de los importantes vencimientos de deuda y la probable dolarización de carteras post PASO.

Reservas internacionales del BCRA, Enero 2016-Julio 2019 (en millones de USD)

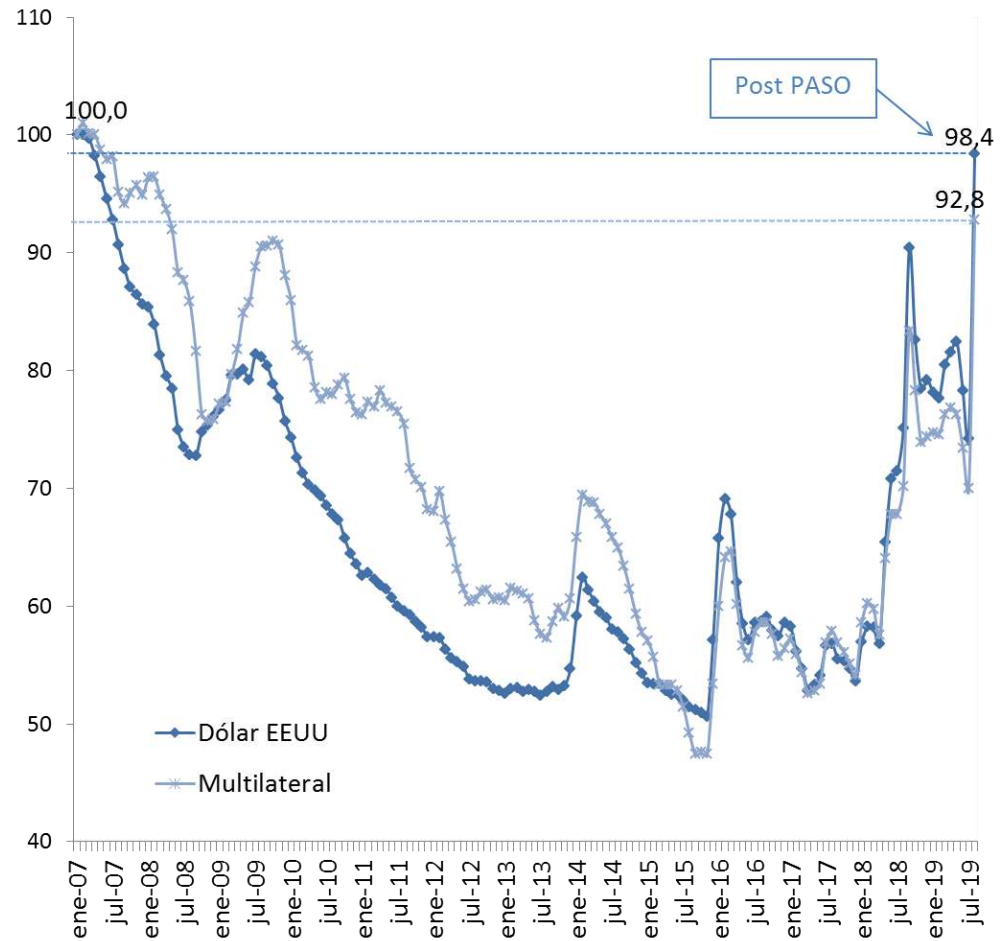


Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

# La devaluación post PASO

- ✓ La estabilidad cambiaria entre abril y julio de 2019, en un marco de elevada inflación, conllevó cierta apreciación del tipo de cambio real tras la megadevaluación de 2018.
- ✓ En septiembre de ese año se había alcanzado un pico de competitividad cambiaria pero el acelerado traslado a precios tiende a erosionarla. Desde septiembre de 2018 hasta julio de 2019 el tipo de cambio real con el dólar se apreció 17,9% en tanto que el tipo de cambio real multilateral -que contempla la relación con las monedas de los principales socios comerciales- se apreció 16%.
- ✓ La devaluación que se produjo después de las elecciones primarias llevó al tipo de cambio real con el dólar a los niveles de comienzos de 2007, en tanto que el tipo de cambio multilateral se ubicó 7,2% por debajo de enero de ese año. Se trata de un escenario incierto en materia cambiaria, pero es altamente probable que haya un traslado rápido a precios.

Tipo de cambio real respecto del dólar estadounidense y tipo real multilateral, Enero 2007-Agosto 2019 (índice ene-07=100)

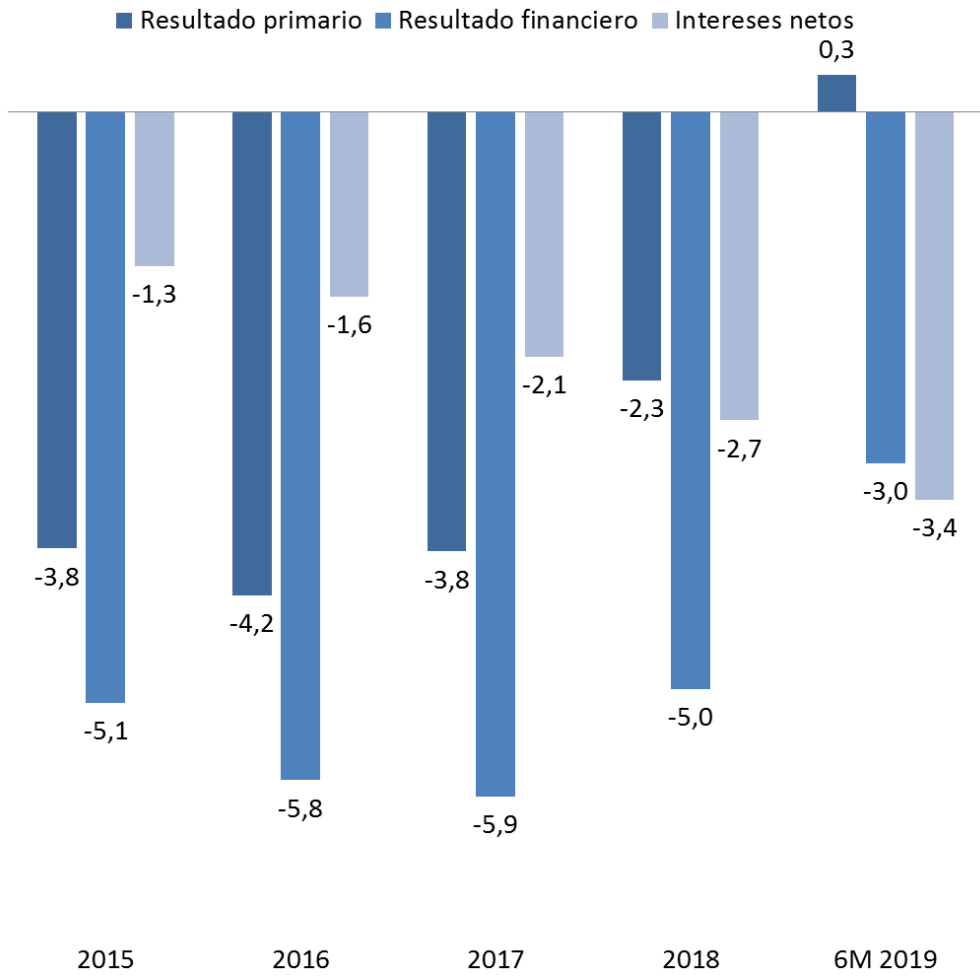


Fuente: Elaboración propia en base al BCRA, INDEC, OCDE, EUROSTAT.

# Superávit primario y déficit financiero

- ✓ En el marco del significativo ajuste del gasto público que estaba acordado con el FMI, el déficit primario se convirtió en un leve superávit de 0,3% del PIB en el primer semestre de 2019.
- ✓ Sin embargo, dado el elevado ritmo de endeudamiento, los intereses subieron al 3,4% del PIB y, por lo tanto, el déficit fiscal total fue del 3% del PIB en los primeros 6 meses de 2016.
- ✓ De esta manera, tienden a corregirse parcialmente los importantes desequilibrios primarios en las cuentas fiscales, que se habían acentuado durante la administración Cambiemos, pero con una elevada carga de vencimientos de la deuda.
- ✓ Respecto a la comparación con 2015 cabe señalar que el actual gobierno modificó la metodología de su cálculo, que estaba basada anteriormente en las recomendaciones internacionales en la materia, sustrayendo a los ingresos las rentas del BCRA y del FGS. Con la metodología anterior el déficit primario era del 1,8% del PIB y el financiero del 3,9% en 2015.

Resultado primario y financiero y los intereses netos del Sector Público Nacional No Financiero, 2015-1er semestre 2019 (en % sobre PIB)



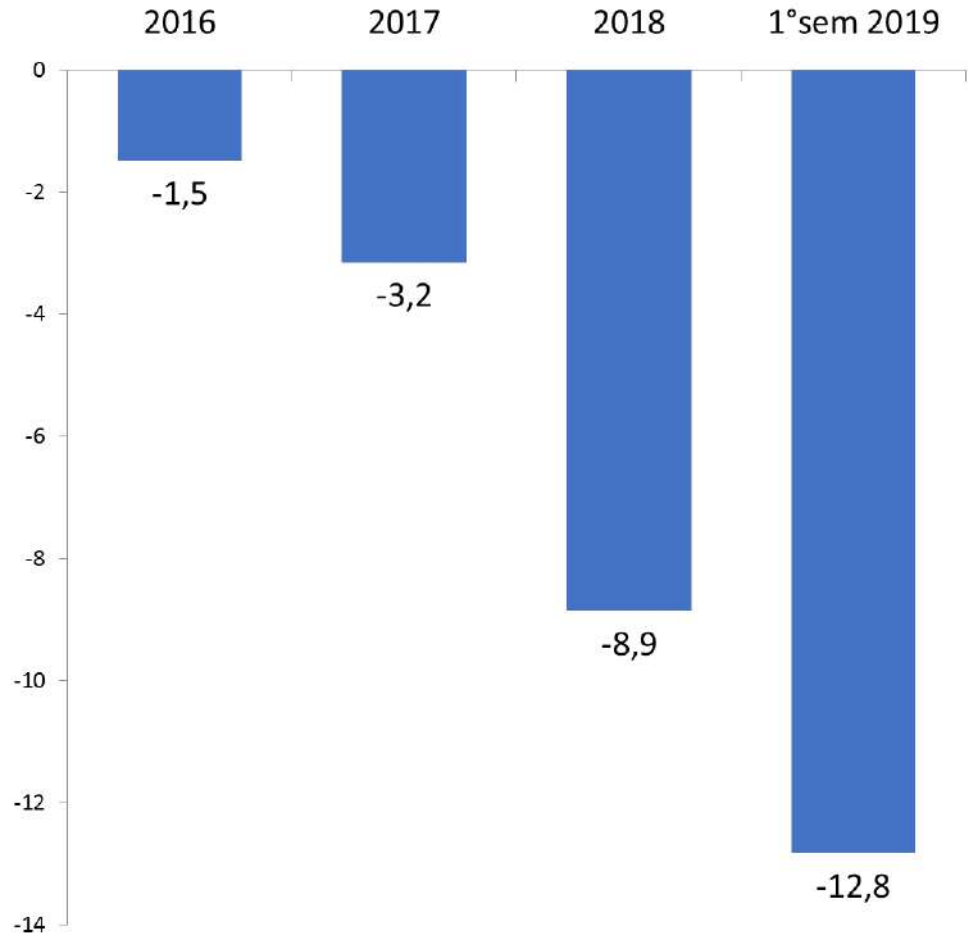
Nota: se utilizó la metodología actual del Ministerio de Hacienda que no contempla las rentas del BCRA y de activos del SPNNF (FGS y otros) como lo hacía la metodología tradicional (en ese caso el resultado primario era del 1,8% del PIB y el financiero de 3,9% en 2015).

Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda.

# Ajuste acelerado del gasto público

- ✓ Es preciso resaltar que el equilibrio en el resultado primario y el cumplimiento de la meta respectiva con el FMI fueron logrados a costa, fundamentalmente, del fuerte recorte del gasto público, que en el primer semestre del año resultó aún más intenso que en el año 2018.
- ✓ Si bien el gasto público ha venido recortándose desde el inicio de la gestión Cambiemos, los dos últimos años marcan caídas brutales: 8,9% en términos reales en 2018 y 12,8% en los primeros seis meses del presente año.
- ✓ En 2019, la reducción se sustenta principalmente en las prestaciones sociales (especialmente centrada en jubilaciones y pensiones, asignaciones familiares y prestaciones del PAMI), en subsidios económicos (por el recorte en los subsidios al transporte), en los salarios de los empleados públicos y en la obra pública.
- ✓ Así, la contrapartida del ahorro presupuestario es el deterioro en los ingresos reales de jubilados, pensionados y trabajadores que, a su vez, agrava la caída del consumo y vuelve más difícil la recuperación económica.

Variación interanual real del gasto primario del Sector Público Nacional No Financiero, 2016-1° semestre 2019 (en %)



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda, IPC Provincias-CIFRA e IPC-INDEC.



# Un paquete insuficiente

- ✓ Después de la devaluación post PASO el gobierno anunció una serie de medidas de ingreso que resultan un aliciente insuficiente: su costo fiscal, según el gobierno, es de \$ 40.000 millones, lo que equivale a menos del 0,2% del PIB y del 0,3% del consumo privado.
- ✓ Estos fondos saldrían de una reasignación de partidas presupuestarias (léase, de un recorte en otros gastos públicos). En particular, se verán disminuidos frente a la inflación los haberes jubilatorios para los cuales no se prevé ningún reajuste.
- ✓ A su vez, cabe plantear que es la propia licuación del gasto público que generó la devaluación la que financiará esta medida. En efecto, si la recaudación total del país se incrementara nominalmente el 1,5% por mes entre agosto y diciembre (adicional al aumento inflacionario inercial), el Estado recaudaría alrededor de \$ 37.000 millones.
- ✓ En cambio, hubiera sido razonable aumentar los derechos de exportación a los productos agropecuarios, beneficiarios directos de esta devaluación. Una alícuota del 14% a las exportaciones realizadas en el primer semestre de porotos y aceite de soja, trigo y maíz (antes de la devaluación) resulta equivalente a \$ 40.000 millones.

## El paquete de medidas anunciado el 14 de agosto

- Aumenta un 20% el piso y la deducción especial a partir de los cuales pagan el impuesto los jubilados y los empleados en relación de dependencia. El nuevo mínimo no imponible del salario bruto queda en 55.376 pesos para un trabajador soltero y en 70.274 pesos para un trabajador con cónyuge y dos hijos.
- Los autónomos recibirán una reducción del 50% en los anticipos que deben pagar el resto del año.
- A los trabajadores en relación de dependencia cuyo salario bruto sea inferior a \$ 60.000, se los exime de los aportes personales (el 11% del sueldo bruto) durante septiembre y octubre, con un tope para el beneficio de \$ 2.000 por mes.
- Los monotributistas no pagarán el componente impositivo de su cuota en septiembre.
- Pagos extra de \$ 1.000 por hijo en septiembre y octubre para los beneficiarios de la asignación universal por hijo.
- Bono de \$ 5.000 a fin de agosto para los empleados de la administración pública nacional, las fuerzas armadas y las fuerzas de seguridad federales.
- Convocatoria al Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo, Vital y Móvil.
- Moratoria de la AFIP de 10 años para las pequeñas y medianas empresas, autónomos y monotributistas), cuyas deudas estén vencidas hasta el 15 de agosto.
- Aumento del 40% en las Becas Progresar.
- Congelamiento del precio de la nafta y el resto de los combustibles por los próximos 90 días



Centro de Investigación y Formación de la República Argentina

---



**ISSN 2314-3975**

Publicación **7** trimestral

CIFRA - Piedras 1065 (C1070AAU), Capital Federal, Argentina