



lunes 18 de junio de 2018

Nº 245

Apoya el Informe Macroeconómico



EL CAMINO AL ACUERDO CON EL FMI 1

En los últimos meses, la cotización del dólar subió fuertemente llevando a las autoridades a tomar una serie de medidas que culminaron en la decisión de recurrir a un acuerdo con el FMI. Analizamos el contexto en el que se produjeron estos hechos.

ACUERDO Y COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA 4

En el corto plazo, la devaluación impactó sobre el ritmo inflacionario y sobre la actividad económica, que comienza a dar signos de deterioro. El acuerdo alcanzado con el FMI es amplio y contiene varias condicionalidades, en esta sección nos enfocamos en las fiscales y cambiarias.

TABLERO MACRO 8

Informe Macroeconómico

Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe

Laura Pederiva
Miguel Fusco

Economista a Cargo

Santiago Giraud

Visite nuestra página Web
www.crea.org.ar

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales.

economia@crea.org.ar

Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ)
Buenos Aires - Argentina.
Tel. (54-11) 4382-2076/79

Acceda a nuestro servicio gratuito de

Base de datos: **AGROSERIES ONLINE**

Acerca de AACREA

Es una Asociación civil sin fines de lucro originada por el Arq. Pablo Hary en 1957 y fundada en 1960. Integrada y dirigida por productores agropecuarios, su objetivo es promover el desarrollo integral del empresario agropecuario para lograr empresas económicamente rentables y sustentables en el tiempo, probando tecnología y transfiriéndola al medio para contribuir con el sector y el país.

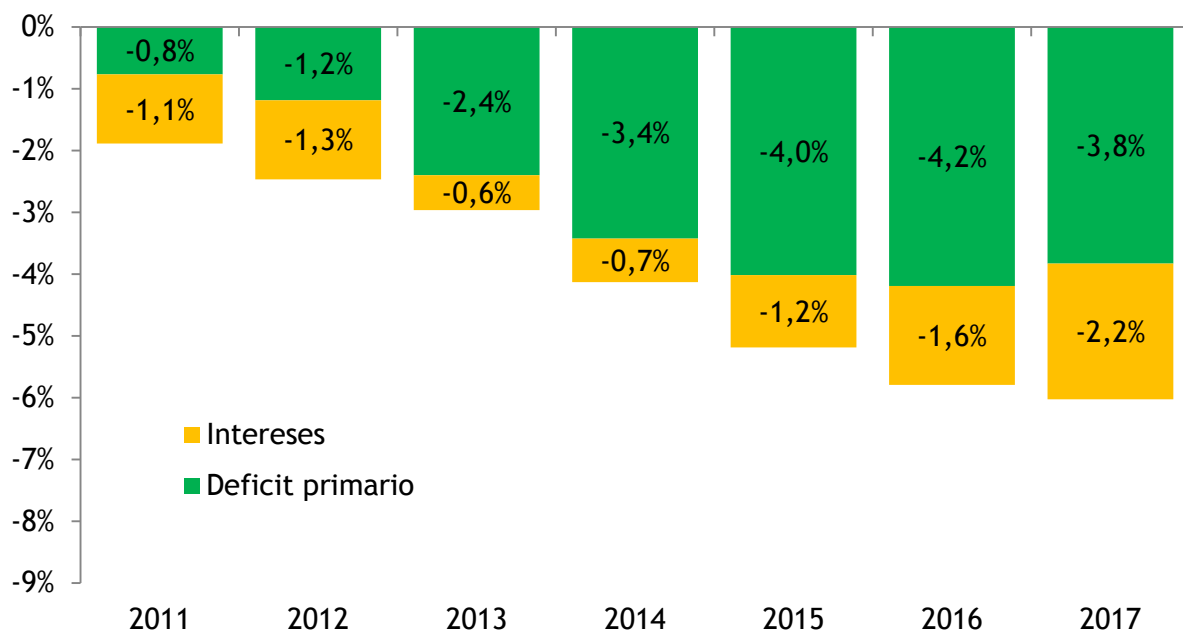


EL CAMINO AL ACUERDO CON EL FMI

En los últimos meses, la cotización del dólar subió fuertemente llevando a las autoridades a tomar una serie de medidas que culminaron en la decisión de recurrir a un acuerdo con el FMI. Analizamos el contexto en el que se produjeron estos hechos.

Desde el 12 de diciembre, fecha en la que aproximadamente se inicia la suba del dólar, la cotización de la divisa norteamericana paso de 17,26 \$ / US\$ a 25,42 \$ / US\$ al momento de escribir este informe (es decir, un incremento de 47%). En esta dinámica confluyeron tanto algunas medidas de política locales, como el relajamiento de las metas de inflación y la baja de tasas, así como un contexto financiero internacional más adverso. Sin embargo, como veremos a continuación, estos cambios impactaron sobre una economía local que presentaba importantes vulnerabilidades.

Déficit Fiscal - % del PBI



Fuente: Movimiento CREA en base a Min. de Hacienda.

Comenzando por los factores de debilidad estructurales, Argentina tiene hoy dos problemas centrales, en buena medida relacionados entre sí. El primero de ellos es el elevado déficit fiscal¹, ya sea que midamos el primario, que no incluye los pagos de intereses, o el financiero, que si los contempla. Puede verse que el déficit de las cuentas del Gobierno ha tendido a crecer en los últimos años y, además, se encuentra en los niveles más elevados desde los años 80. Desde el cambio de Gobierno, se aprecia que el déficit primario ha tendido a disminuir, pero si tomamos el resultado financiero, incluso se ha observado un leve

¹ Es decir, el Gobierno tiene gastos que se encuentran por encima de sus ingresos.



aumento debido a la regularización de los pagos luego del acuerdo los holdouts, pero también por el endeudamiento de los últimos años

Ahora bien, este elevado déficit fiscal debe financiarse de alguna manera, ya sea con mayores impuestos, emisión monetaria u emisión de deuda. La anterior administración privilegio en sus últimos años la emisión, mientras que desde el cambio de Gobierno se optó por el endeudamiento, en gran medida externo. Cualquiera de estos dos caminos no es neutro en términos de su impacto en el frente externo. En efecto, en el primer caso el financiamiento vía emisión tiende a traducirse en tasas de interés locales bajas y una presión en la cotización del dólar, dado el bajo atractivo de los activos en pesos. En el caso de endeudarse directamente en dólares, aumenta la oferta de divisas y la propia expectativa de su ingreso puede ayudar a calmar la cotización del dólar en el corto plazo (algo a lo que se apostó, por ejemplo, anunciando el acuerdo con el fondo por US\$50.000 mill. antes de que ingrese un sólo dólar al país). Cabe señalar que cuando existe una dependencia del aporte de dólares vía endeudamiento, el país es vulnerable frente a un cambio en el contexto local o internacional que cause una reversión de estos flujos.

Balance cambiario - millones de US\$

	2011		2015		2017	
	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos
Balance Comercial	15.041		3.547		4.028	
Endeudamiento Público	7.471		5.112		32.276	
Inversión en Cartera		-122		-47	9.933	
IED	3.502		1.334		2.362	
Otros Conceptos		-1.912	7.997		4.610	
Turismo	349			-7.229		-8.622
Servicios (sin turismo)		-1.438		-1.082		-2.165
Pago de Intereses, Utilidades		-10.397		-6.940		-10.108
Compra de dólares		-18.602		-7.597		-17.757
Saldo (variación reservas)		-6.109		-4.906		14.556

Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

Como puede verse en el cuadro anterior, actualmente se observa para nuestro país una dependencia respecto de los ingresos financieros de dólares. En efecto, el balance cambiario en 2017 fue superavitario, posibilitando el crecimiento de las reservas, principalmente por el ingreso de dólares por US\$32.276 mill. derivados del endeudamiento. Sin estos fondos, se hubiese verificado una importante presión sobre el tipo de cambio. Más aún, en 2017 también fueron importantes US\$9.993 mill. procedentes de la inversión en cartera, que se compone de colocaciones financieras de plazo relativamente corto, en bonos u acciones, lo que termina de configurar un panorama de dependencia respecto de los flujos financieros. Se destaca además la magnitud de los egresos en concepto de turismo y compra de dólares, probablemente para ahorro, por US\$26.419 mill. Pese a que si comparamos con años anteriores el deterioro progresivo de las cuentas externas se observa de manera bastante generalizada, ver por ejemplo la baja del superávit comercial cambiario, en el caso del turismo el retroceso es especialmente notable, pasando de un superávit de US\$349 mill. en 2011 a un rojo de US\$8.622 mill. en 2017.

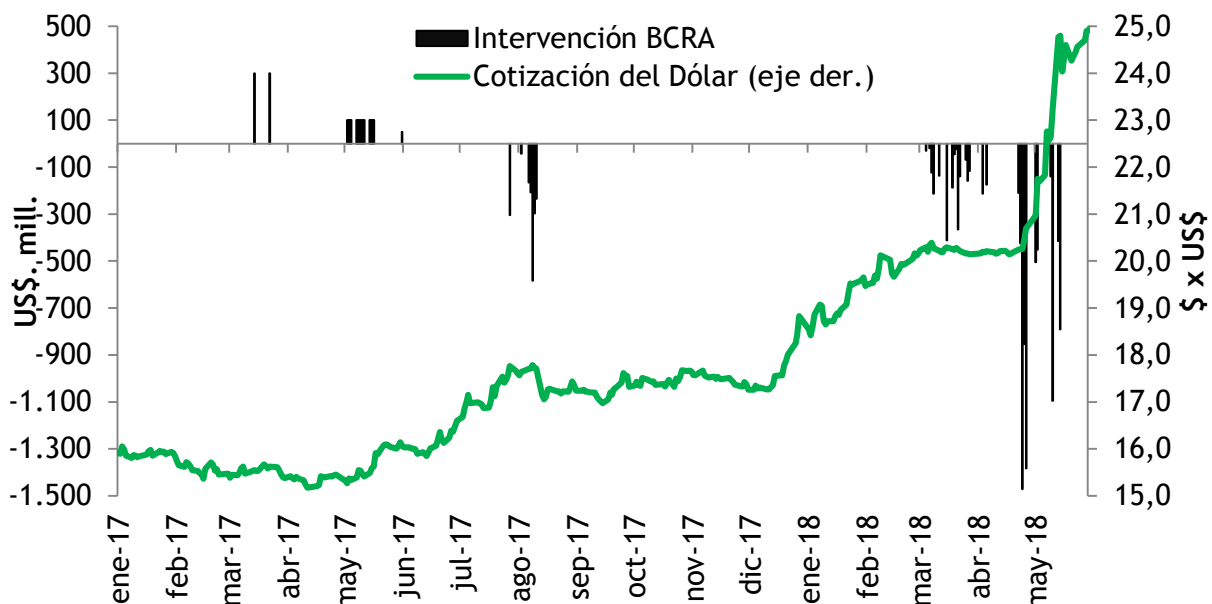


En el marco de estas debilidades estructurales, varios factores, locales e internacionales, podrían justificar la dinámica observada del dólar a partir de diciembre. En primer lugar, el 28 de diciembre último se relajaron las metas de inflación y, asociado a ello, se comenzaron a relajar las tasas de las LEBAC en línea con un objetivo menos exigente. Esta maniobra, sumada a la implementación del impuesto a la renta financiera, redujo la rentabilidad de los activos. Paralelamente, la tasa de interés en Estados Unidos continuó aumentando, pasando el bono del tesoro estadounidense de una tasa de 2,37% anual a inicios de diciembre a 2,96% en la actualidad.

Así, no sólo se redujo el retorno de los activos en pesos, sino que al mismo tiempo, las tasas en el mercado estadounidense se volvieron más atractivas, lo cual produce dos efectos. Por un lado, las colocaciones financieras de más corto plazo (inversión en cartera) tienden a salir de nuestro país. Además, se encarece el acceso al financiamiento externo que, como vimos anteriormente, necesita el Gobierno para encarar la reducción gradual del déficit. Este último comportamiento se produce porque la tasa en Estados Unidos es de referencia a nivel global, porque se entiende que es “libre de riesgo” es decir, con nula probabilidad de incobrabilidad. Por lo tanto, si aumenta la tasa libre de riesgo, la tasa de un país como la Argentina tenderá también a aumentar o, de lo contrario, se volverá menos atractivo.

En definitiva, podemos ver que tanto el cambio del contexto internacional como algunas medidas de política local impactaron sobre frentes vulnerables de la economía, el fiscal y el externo, dificultando la financiación del déficit y reduciendo la oferta de dólares.

Tipo de cambio e intervención - \$ x US\$ y US\$ mill.



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

En este marco, el BCRA inicialmente no intervino para frenar la suba del dólar. En efecto, las primeras ventas de divisas de la autoridad monetaria fueron recién el 5 de marzo, cuando



la suba del dólar había arrancado el 12 de diciembre, probablemente debido a que la magnitud de la corrida no era perceptible en sus inicios. A las ventas de divisas, que hasta el anuncio con fondo totalizó US\$10.116 mill., se sumó además una reversión en el ciclo de baja de tasas que se había iniciado el 28 de diciembre con el cambio de metas de inflación. Puntualmente, el 27 de abril comenzó el BCRA a subir sus tasas de referencia, con miras a aumentar el atractivo de los activos en pesos en relación a comprar dólares u otras alternativas en moneda extranjera. Así, las tasas se encuentran actualmente en niveles del 40% anual para los instrumentos de más corto plazo. Paralelamente, el 4 de mayo el Ministerio de Hacienda anunció el endurecimiento de sus metas fiscales para dar una señal de compromiso en abordar la vulnerabilidad fiscal de la economía.

Cuando la corrida continuó pese a estas medidas el 8 de mayo el Presidente Mauricio Macri anunció la intención del Gobierno de alcanzar un acuerdo con el FMI. El 7 de junio se anunciaron los primeros detalles del acuerdo y el 14 del mismo mes se conoció la carta de intención, que es el documento formal que avala el acuerdo. En la próxima sección analizamos los puntos salientes del compromiso alcanzado así como algunos impactos de la suba del dólar sobre la economía.

ACUERDO Y COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA

En el corto plazo, la devaluación impactó sobre el ritmo inflacionario y sobre la actividad económica, que comienza a dar signos de deterioro. El acuerdo alcanzado con el FMI es amplio y contiene varias condicionalidades, en esta sección nos enfocamos en las fiscales y cambiarias.

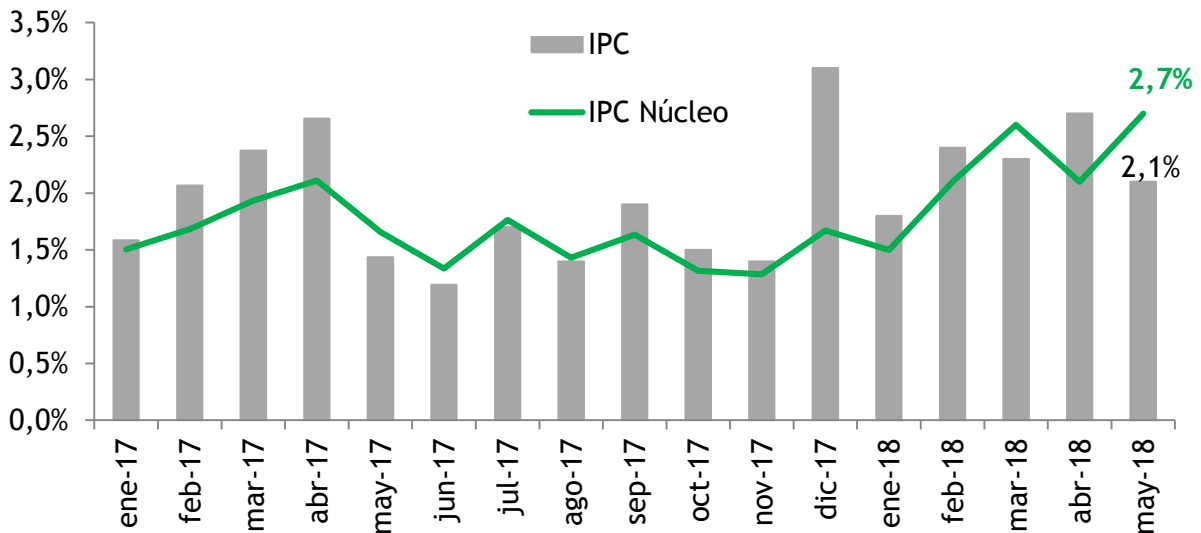
La situación descrita en la sección anterior impactó en la economía por varios canales. En primera instancia, la suba del dólar se tradujo, en una aceleración de la inflación vía el encarecimiento de los productos importados (tanto insumos como bienes de consumo) y de aquellos bienes que pueden exportarse y tienen un precio de referencia internacional. Puntualmente, en mayo los precios se incrementaron 2,1% mensual, marcando así el cuarto mes con incrementos por encima del 2%. Más aún, la inflación subyacente o core, que excluye el efecto de precios regulados por el Gobierno (ejemplo: tarifas, prepagas) y de precios que varían estacionalmente (ejemplo, tomate) fue de 2,7% mensual. Esta dinámica se justificó a partir porque algunos factores puntuales (baja de impuestos provinciales a servicios de luz, tarifa social, entre otros) hicieron bajar algunos precios regulados por el Gobierno. Así, no puede descartarse que, pasados estos factores puntuales, la inflación de junio esté incluso por encima de la de mayo, como expresó el propio BCRA en su último comunicado de política monetaria “*Los indicadores de alta frecuencia muestran una aceleración de la inflación de junio*”.

Esta dinámica se traduce en un deterioro del poder adquisitivo y, por lo tanto en un menor consumo, que en 2017 representó el 65% del PBI. Así, si otros factores, como la exportación o las inversiones, no compensan, la devaluación se traduce en un menor dinamismo de la economía. Vale decir que, dado el importante peso del consumo en las sociedades occidentales en general, las exportaciones y la inversión deberían tener una suba muy



significativa para compensar la caída de este último, ello además en un contexto de tasas muy altas que afectan especialmente a la inversión. En ese sentido, incluso el Gobierno estimó en su memorándum con el fondo que en 2018 habrá un magro crecimiento del PBI de entre 0,4% y 1,4% como resultado de la volatilidad financiera, pero también de la sequía que afectó al sector agropecuario.

Inflación - variación mensual



Fuente: Movimiento CREA en base a INDEC.

En este contexto, la Argentina acudió al FMI para asegurar el financiamiento en dólares para los próximos años, ante un escenario de encarecimiento o mayor dificultad para colocar deuda, y para dar una señal de previsibilidad a los mercados. El acuerdo alcanzado sin embargo no está exento de múltiples condicionalidades, de las cuales analizaremos las más relevantes para el sector. Cabe señalar que el desembolso del monto del acuerdo, US\$50.000 millones aproximadamente, es un cuotas y sujeto al cumplimiento de las condicionalidades.

- **Tipo de cambio:** El acuerdo limita la capacidad de intervenir del BCRA, ya que el Gobierno se compromete a absorber las presiones cambiarias primariamente dejando subir la cotización. Para garantizar esto, se establece un “piso” para las reservas internacionales, la existencia de este “piso” es justamente lo que impide vender las reservas para intervenir en la cotización. También se acota el margen del Banco Nación para intervenir, porque se establece un sistema de subastas que acota la posibilidad de vender por arriba o por debajo del precio de mercado. En caso de que la intervención no cumpla estas pautas “(...) iniciaremos conversaciones con el staff del FMI para analizar las condiciones en los mercados de divisas y nuestra política de respuesta”.
- **Déficit fiscal:** El Gobierno se compromete a alcanzar un superávit primario, más ingresos que gastos sin tener en cuenta los intereses, para 2021. Para alcanzar este objetivo será necesario un importante recorte del gasto público.



- **Gasto público:** se recortará el gasto en 3,7% del PBI en los próximos tres años, en conferencia de prensa el Gobierno precisó que ello se hará según se detalla en el cuadro adjunto. Puede verse que la obra pública es el segmento que más se retrae, aunque según consta en el memorándum se dará prioridad a aquellas obras que mejoren la competitividad por lo que quizás las obras de infraestructura para exportación no se vean tan afectadas. De efectuarse estos planes, el gasto público ascendería a fines de 2020 a 19,1% del PBI, el menor tamaño del estado nacional desde 2008.

Recorte del gasto, según detalle del Gobierno.

	% del PBI			
	2018	2019	2020	Total
Gasto primario	-1,5%	-1,0%	-1,2%	-3,7%
Jubilaciones y otro gasto social	0,1%	0,5%	-0,2%	0,4%
Subsidios (energía y transporte)	-0,3%	-0,4%	-0,4%	-1,1%
Salarios y bienes y servicios	-0,4%	-0,2%	-0,1%	-0,7%
Transferencias corrientes a provs.	-0,2%	-0,3%	-0,1%	-0,6%
Otro gasto corriente	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,1%
Obra Pública	-0,7%	-0,6%	-0,3%	-1,6%

Fuente: Movimiento CREA en base a Min. de Hacienda.

- **Recaudación / derechos de exportación:** Se plantea que el objetivo de reducir el déficit tiene primacía por sobre el de reducir los impuestos. Concretamente, en el memorándum se indica expresamente que se mantiene el compromiso de reducir y eliminar los impuestos distorsivos, pero también menciona que *“(...) podríamos extender el período de implementación de algunas de estas modificaciones si fuera necesario para alcanzar nuestras metas fiscales”*. Si bien el pasaje menciona a la reforma tributaria aprobada por el Congreso, resulta difícil pensar que la rebaja de retenciones esté exenta de esta consideración. De esta manera, la baja de impuestos aparece como un objetivo secundario frente a la tarea de reducir el déficit fiscal y, por lo tanto, no puede descartarse una suspensión en la baja de los derechos de exportación, si la dinámica de la recaudación se mostrara insuficiente para lograr la reducción del rojo fiscal.

En suma, la suba del dólar de los últimos meses, si bien mejorará al menos en el corto plazo la competitividad cambiaria de la economía, trajo aparejada una aceleración de la inflación, y, asociado a ella, un deterioro del poder adquisitivo. El Gobierno acudió al fondo para garantizar el financiamiento en dólares y dar una señal al mercado, a cambio de lo cual se imponen una serie de condicionalidades de las cuales depende el desembolso de dinero.

De estas condicionalidades, las más relevantes para el agro son el menor margen para intervenir el tipo de cambio, el recorte pautado en la obra pública y la posible interrupción de la rebaja de impuestos distorsivos (que podría incluir derechos de exportación). En ese sentido, tal como se menciona en el memorándum del FMI, la postergación de la reducción



de la carga tributaria se daría en caso que los números fiscales no estuvieran en línea con el objetivo prioritario de reducción del déficit.



TABLERO MACRO

VARIABLES MENSUALES

Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Mensual	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	EMAE	-0,1%	1,5%	3,5%	mar-18	Pesos Constantes
	Agro	EMAE -Sector Agropecuario	-	-5,5%	-0,3%	mar-18	Pesos Constantes
	Construcción	ISAC	-	14,0%	14,2%	abr-18	Índice de Cantidades
	Construcción	Despachos de Cemento (Portland)	-3,3%	-4,3%	9,5%	may-18	Toneladas
	Industria	EMI	-	3,4%	3,1%	abr-18	Índice de Cantidades
	Industria	Producción de Autos	2,3%	3,5%	16,0%	may-18	Unidades
	Consumo	Ventas en Supermercados	-	7,0%	1,8%	mar-18	Pesos Constantes
	Consumo	EMAE - Consumo (inc. Mayorista)	-	2,8%	4,5%	mar-18	Pesos Constantes
	Consumo	IVA Real	-	15,1%	14,7%	may-18	Pesos Constantes
Empleo y Salarios	Consumo	Confianza del Consumidor	-10,0%	-21,2%	-4,2%	may-18	Índice
	Nivel General	Empleo Privado Formal	0,2%	1,3%	1,3%	mar-18	Miles de Trabajadores
	Agro	Sector Agropecuario	0,5%	-0,6%	0,0%	mar-18	Miles de Trabajadores
	S. Pub.	Empleo Público Formal	-0,3%	1,1%	1,2%	mar-18	Miles de Trabajadores
Exportaciones	Nivel General	Salario Privado Formal	-	1,1%	-0,1%	mar-18	Pesos Constantes
	Nivel General	Exportaciones Totales	-	6,2%	11,1%	abr-18	Millones de Dólares
	Nivel General	Productos Primarios	-	-13,3%	8,5%	abr-18	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Agrop.	-	4,6%	-0,8%	abr-18	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Ind.	-	17,4%	19,6%	abr-18	Millones de Dólares
Importaciones	Minería / Petróleo	Combustibles y Energía	-	91,0%	80,8%	abr-18	Millones de Dólares
	Nivel General	Importaciones Totales	-	22,7%	21,6%	abr-18	Millones de Dólares
	Inversión	Bienes de Capital	-	8,0%	10,6%	abr-18	Millones de Dólares
Monetarias y Financieras	Consumo	Bienes de Consumo	-	23,8%	18,1%	abr-18	Millones de Dólares
	Precios	IPC Nacional	2,1%	26,2%	11,8%	may-18	Índice de Precios
	Dólar Mayorista	Dólar Mayorista	17,0%	50,8%	31,9%	may-18	Pesos por Dólar
		Índice Merval	-5,2%	37,3%	58,4%	may-18	Puntos Básicos
		Reservas	-11,7%	12,9%	25,6%	may-18	Millones de Dólares
		Prestamos en Pesos	0,7%	19,9%	18,2%	may-18	Pesos Constantes
Prestamos en Dólares (S Privado)	1,9%	43,9%	28,1%	may-18	Millones de Dólares		
Fiscales	Gasto Primario	Gasto Primario	-	17,9%	17,5%	may-18	Pesos Corrientes
	Subsidios Económicos	Subsidios Económicos	-	21,0%	-9,3%	may-18	Pesos Corrientes
	Gasto Social	Gasto Social	-	24,4%	29,1%	may-18	Pesos Corrientes
	Gasto en Infraestructura	Gasto en Infraestructura	-	-10,5%	-20,9%	may-18	Pesos Corrientes
	Recaudación	Recaudación	-	30,2%	19,7%	may-18	Pesos Corrientes
	IVA Neto de Reintegros	IVA Neto de Reintegros	-	49,4%	45,3%	may-18	Pesos Corrientes
	Ganancias	Ganancias	-	14,7%	4,9%	may-18	Pesos Corrientes
Seguridad Social	Seguridad Social	-	21,8%	26,7%	may-18	Pesos Corrientes	

VARIABLES TRIMESTRALES

Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Trimestral	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	PBI	1,0%	3,9%	3,2%	IV-17	Pesos Constantes
	Agro	PBI - Agro	-	3,8%	4,9%	IV-17	Pesos Constantes
	Consumo	PBI - Consumo	1,3%	4,8%	2,7%	IV-17	Pesos Constantes
	Inversión	PBI - Inversión	7,4%	20,7%	5,6%	IV-17	Pesos Constantes
	Agro	Venta de Cosechadoras	-17,7%	-3,8%	-3,8%	I-18	Unidades
	Agro	Venta de Tractores	-37,6%	-0,2%	-0,2%	I-18	Unidades
	Agro	Venta de Sembradoras	-75,8%	-27,4%	-27,4%	I-18	Unidades
	Agro	Venta de Implementos	-38,0%	-22,1%	-22,1%	I-18	Unidades

Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC, Min. de Trabajo, BCRA, Min. de Hacienda y otros.