

# Newsletter INSECAP UCES

## Facultad de Ciencias Económicas

### Editorial

La economía está entrando en su etapa recesiva. Los buenos datos del primer trimestre del año (crecimiento económico del 3,6% y expansión del empleo del 2,7%) quedaron muy atrás. A los efectos negativos de la sequía empiezan a sumarse los coletazos de la corrida cambiaria de mayo. En junio, el semáforo de actividad se mostró mayormente negativo, tras más de un año de indicadores positivos en la mayoría de los sectores. En los próximos meses la economía va a empeorar, en la medida en que la aceleración inflacionaria –que recién podría aflojar en el último trimestre– deteriore el poder adquisitivo, el consumo y las expectativas económicas. Los efectos recesivos de la devaluación se ven redoblados por el ajuste fiscal en marcha, que apaga otro de los motores de la economía: el gasto público. Las exportaciones, si bien podrían responder positivamente a la mayor competitividad cambiaria, difícilmente logren compensar el sesgo contractivo que tendrán el consumo privado y del gasto público. Por su parte, la inversión ya muestra señales de caída, producto del empeoramiento de las expectativas y del freno de mano a la actividad económica.

Dentro de este contexto, recientemente el *staff* del FMI dio a conocer un reporte en el cual se analiza la economía argentina tras el acuerdo con el gobierno. El documento, de 125 páginas, analiza una multiplicidad de cuestiones. De particular interés resultan las proyecciones económicas para 2018 y los próximos años. Dentro del escenario más optimista, recién en 2021 Argentina podría volver al PBI per cápita récord de 2011: la idea de una década perdida empieza a ser una triste realidad. El escenario más pesimista que traza el FMI, en tanto, muestra una economía cayendo en 2018 y con un crecimiento lúgubre en los años que siguen. Si esa fuera la realidad, en 2023 el PBI per cápita sería 5% menor que el de 2011 e incluso inferior al de 2017.

Un tema que se debatió mucho en las últimas semanas tiene que ver con el modo en el cual resolver el déficit fiscal, que el gobierno considera “el” problema macroeconómico a solucionar. Desde nuestro punto de vista, es cuestionable la idea de atacar el déficit fiscal bajando impuestos (como retenciones o contribuciones patronales), dado que exige un recorte draconiano del gasto público, con consecuencias potencialmente muy nocivas en materia de actividad económica y malhumor social. En efecto, el FMI luce más sensato que el gobierno aquí, ya que recomienda frenar la baja de las retenciones a la soja y posponer la reducción de las contribuciones patronales aprobada en la reforma tributaria de fines del año pasado.

En un momento en el cual el grueso de la sociedad sufre la recesión y en el que los sectores exportadores se vieron muy beneficiados por la suba del tipo de cambio, resulta muy cuestionable proseguir en la idea de bajar retenciones a la soja. Por el contrario, sería mucho más razonable discutir la idea de retenciones que fluctúen según el tipo de cambio real: si hay depreciación real, se suben; y si hay apreciación real, se bajan. De esta manera, la rentabilidad del agro se vuelve menos fluctuante ante los vaivenes del tipo de cambio real, y el Estado puede recaudar más en contextos recesivos como los que siguen a las devaluaciones. Ello da más herramientas para hacer política contracíclica (como obras públicas, por ejemplo), con los consabidos efectos positivos en materia de empleo y humor social.

# A. HAY QUE PASAR EL INVIERNO... Y LA PRIMAVERA

En el primer mes de Luis Caputo como presidente del BCRA, el dólar se mantuvo estable en torno de los \$28 (aunque hubo días en los que rozó los \$30). Esta cotización implica un encarecimiento cercano al 40% respecto del valor de mediados de abril (ligeramente superior a los \$20), y del 65% respecto de principios de diciembre, cuando se ubicaba en torno de los \$17.

Si bien todavía es prematuro conocer si la *pax* cambiaria será duradera o un mero espejismo de muy corto plazo, lo cierto es que la economía ha empezado su fase recesiva, la cual se consolidará durante los próximos meses. En el mejor de los casos, la situación podría comenzar a repuntar una vez que empiece el verano: parafraseando a Álvaro Alsogaray, no solo hay que pasar el invierno, sino también la primavera.

La economía venía creciendo hasta el primer trimestre de este año. El dato

oficial de abril (previo a la corrida cambiaria) ya fue malo, producto del efecto de la sequía. La actividad económica cayó 0,9% interanual en abril, lo cual se debe a una merma del 31% en la producción agropecuaria. Quitando al campo, el PBI se hubiera expandido 2,9% interanual en abril.

¿Sabías que... la inflación de junio fue del 3,7% según el INDEC? Se trata de la cifra mensual más alta en dos años. Los alimentos subieron 5,2%.

Sin embargo, a partir de la corrida cambiaria de mayo, los indicadores negativos comenzaron a generalizarse a otras actividades. Como vemos en el Cuadro 1, el semáforo de la actividad económica –que en informes previos estaba mayormente en verde–, ahora se encuentra prácticamente todo en rojo. Veamos más en detalle.

**Cuadro 1: Estimadores de actividad**

| Indicadores de coyuntura (mayo-junio) |                                      |  |  |                                 |                           |
|---------------------------------------|--------------------------------------|--|--|---------------------------------|---------------------------|
| Sector                                | 2017 contra 2015 (promedios anuales) | Acumulado 2018 contra acumulado 2017 (var. interanual) | Mismo período año anterior (var. interanual) | Tendencia interanual mayo-junio | Fuente                    |
| Actividad general*                    | 1.0%                                 | 2.2%   | -2.8%  | -                               | INDEC-Ferreres            |
| Actividad industrial*                 | -3.7%                                | 2.4%   | -1.2%  | -                               | INDEC                     |
| Construcción (índice Construya)       | -4.5%                                | 7.8%   | -5.4%  | -                               | Grupo Construya           |
| Comercio minorista (CAME)             | -7.9%                                | -2.8%  | -4.2%  | -                               | CAME                      |
| Consumo                               | -2.5%                                | 1.8%   | -0.8%  | -                               | ITEGA                     |
| Inversión*                            | 8.3%                                 | 8.5%   | -0.9%  | -                               | INDEC-ITEGA               |
| Exportaciones (cantidades)*           | 6.3%                                 | -0.8%  | -17.0%                                       | -                               | INDEC                     |
| Importaciones totales (cantidades)*   | 18.4%                                | 15.7%  | 4.3%   | +                               | INDEC                     |
| Impto Bs. de consumo (cantidades)*    | 37.0%                                | 15.1%  | 6.5%   | +                               | INDEC                     |
| Inflación nacional                    | 2015: 26.6%<br>2017: 25.7%           | 26.8%  | 29.5%  | +                               | IPC INDEC + Provincias    |
| Salario real (formal)                 | -2.1%                                | -1.5%  | -4.0%  | -                               | INDEC / IET / SIPA        |
| IVA impositivo real                   | -1.6%                                | 11.4%  | 13.4%  | +                               | AFIP / INDEC / Provincias |
| Producción de autos                   | -13.1%                               | 10.0%  | -13.4%                                       | -                               | ADEFA                     |
| Patentamiento de autos                | 40.0%                                | 10.2%  | -18.2%                                       | -                               | ACARA                     |
| Venta de motos                        | 45.0%                                | 10.9%  | -18.2%                                       | -                               | ACARA                     |

\*: dato de mayo

En mayo, según la consultora Ferreres, la actividad económica cayó 2,8% interanual. Si bien en el acumulado anual de los primeros 5 meses se expandió 2,2%, ello se debe a lo ocurrido en el primer trimestre, que –como dijimos– fue bueno. Sin embargo, los próximos meses con total seguridad mostrarán variaciones interanuales negativas, que harán que 2018 cierre en torno del 0%.

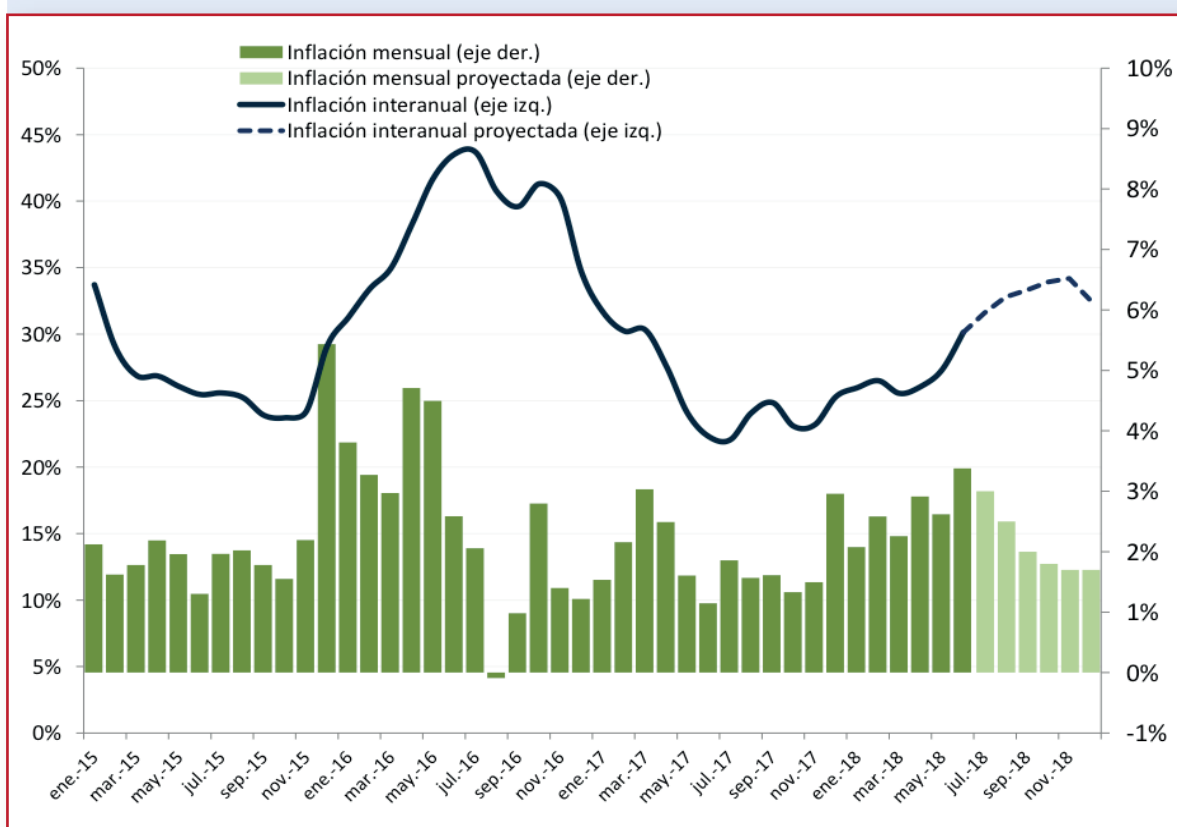
Por su parte, la industria –que venía acumulando un año de variaciones positivas– volvió a contraerse en mayo (–1,2% de acuerdo con el INDEC). Los primeros datos de junio son malos: la producción automotriz (que se estaba recuperando) cayó 13,4% interanual y la de materiales para la construcción –que venía bien– se retrajo 5,4%. La razón de ello es el freno a la obra pública en el marco del ajuste fiscal en curso, más el desplome de los créditos UVA y los permisos de edificación tras la corrida cambiaria, que afec-

tan negativamente a la construcción privada.

El consumo también cayó en junio, de acuerdo con los primeros indicadores –y a pesar del efecto dinamizador del Mundial–. Según la CAME, el comercio minorista se contrajo 4,2% interanual el mes pasado; en tanto, según el Instituto Germán Abdala (ITEGA) el consumo mermó 0,8% interanual. En tanto, las ventas de autos y motos 0km, que eran dos grandes “brotes verdes” del gobierno actual, se desmoronaron tras la devaluación. En junio, ambas cayeron 18,2% interanual.

La principal razón de la caída del consumo es la contracción del salario real como producto de la aceleración inflacionaria (ver Gráfico 1). De acuerdo con el Instituto Estadístico de los Trabajadores (IET), el poder adquisitivo cayó 4% interanual en junio, cifra que llega al –9,1%, si se compara contra noviembre de 2015.

**Gráfico 1: Inflación en Argentina (2015–2018)**



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y estadísticas provinciales.

Otro dato a tener en cuenta es que en mayo –y a pesar de la devaluación– se incrementó sensiblemente el déficit comercial, que llegó a –1.275 millones de dólares. ¿Cómo se explica eso, si la devaluación tiende a mejorar la balanza comercial? Básicamente, por efecto de la sequía, que incidió en nuestra producción exportable. Las cantidades exportadas cayeron 17% en mayo, cifra que alcanza el 36% para el caso de los productos primarios. En contraste, las cantidades importadas crecieron 4,3% interanual en mayo. Se trata de una clara desaceleración –por efecto de la devaluación– respecto de meses previos, en los cuales las importaciones crecían a dos dígitos.

Vale agregar que las importaciones de bienes de capital estuvieron estancadas

en mayo (+0,6% en cantidades), lo cual es un síntoma de que la inversión –que había crecido significativamente en 2017 y los primeros meses de 2018– ha empezado un recorrido descendente. En efecto, según el ITEGA, la inversión cayó 0,9% interanual en mayo, tras un año y medio de subas.

¿Sabías que... por efecto de la sequía, la producción agropecuaria cayó 31% interanual? Son datos del INDEC, correspondientes a la última medición (abril)

## B. ¿QUÉ NOS ESPERA DE CARA AL FUTURO?

Recientemente, el *staff* del FMI mostró dos proyecciones económicas para los próximos años (Cuadro 2). En el escenario base, se prevé que en 2018 la economía cierre con un crecimiento promedio del 0,4%, una inflación interanual del 27%, un resultado fiscal primario del 2,7% (la meta del gobierno), reservas por 65.400 millones de dólares, una tasa de interés nominal del 37,2% y un déficit de la cuenta corriente del 3,6%. A partir de allí, el FMI prevé años de mejoras crecientes en las distintas variables: en

2019 la economía crecería un muy modesto 1,5%, a la vez que la meta de inflación del gobierno del 17% se cumpliría, en un contexto de ajuste fiscal (baja del déficit primario), acumulación moderada de reservas, reducción del déficit de cuenta corriente y moderada apreciación cambiaria. De ahí en adelante, el período 2020–2023 registraría tasas de crecimiento cercanas al 3% (que permitirían retornar al PBI per cápita de 2011 recién en 2021), inflación descendente (de un dígito en 2021), acumulación de reservas, estabilidad del tipo de cambio real y un déficit moderado de la cuenta corriente (en torno del 2% del PBI). Hoy por hoy, en nuestra visión, más que un escenario “base”, esta proyección debería llamarse “escenario optimista”.

**Cuadro 2: Los escenarios económicos que prevé el FMI**

|                                     | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>Escenario base</b>               |       |       |       |       |       |       |        |
| Crecimiento del PBI                 | 2.9   | 0.4   | 1.5   | 2.5   | 3.1   | 3.1   | 3.2    |
| PBI per cápita (2011=100)           | 96.5  | 95.9  | 96.4  | 97.8  | 99.9  | 102.0 | 104.2  |
| Inflación (dic-dic)                 | 24.8  | 27.0  | 17.0  | 13.0  | 9.0   | 5.0   | 5.0    |
| Resultado primario (% del PBI)      | -3.8  | -2.7  | -1.3  | 0.0   | 0.5   | 0.9   | 1.2    |
| Reservas (millones de USD)          | 55100 | 65400 | 69000 | 79700 | 88400 | 96000 | 103800 |
| Tasa de interés nominal (diciembre) | 28.8  | 37.2  | 22.5  | 15.8  | 11.0  | 10.0  | 9.7    |
| Variación del tipo de cambio real   | 5.4   | -18.1 | 3.9   | 0.7   | 0.1   | 0.0   | 0.0    |
| Cuenta corriente (% del PBI)        | -4.8  | -3.6  | -3.2  | -2.7  | -2.2  | -2.1  | -2.1   |
| <b>Escenario adverso</b>            |       |       |       |       |       |       |        |
| Crecimiento del PBI                 | 2.9   | -1.3  | 0.0   | 1.0   | 1.2   | 1.7   | 2.3    |
| PBI per cápita (2011=100)           | 96.5  | 94.3  | 93.3  | 93.3  | 93.5  | 94.2  | 95.4   |
| Inflación (dic-dic)                 | 24.8  | 31.7  | 20.8  | 15.0  | 10.0  | 9.0   | 5.0    |
| Resultado primario (% del PBI)      | -3.8  | -2.0  | -0.9  | -0.2  | -0.1  | 0.2   | 0.4    |
| Reservas (millones de USD)          | 55100 | 54300 | 53600 | 54200 | 57100 | 73700 | 89700  |
| Tasa de interés nominal (diciembre) | 28.8  | 43.0  | 26.8  | 16.5  | 15.3  | 10.8  | 10.3   |
| Variación del tipo de cambio real   | 5.4   | -24.0 | 2.2   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    |
| Cuenta corriente (% del PBI)        | -4.8  | -3.0  | -1.2  | -1.0  | -0.5  | -0.3  | -0.2   |

Fuente: elaboración propia en base a FMI.

Veamos ahora en qué consiste el escenario “adverso” delineado por el FMI. Se trata de un escenario en el cual la confianza de los mercados tarda más en recuperarse, lo cual conlleva una mayor inestabilidad cambiaria, mayor inflación, y mayor ajuste fiscal y de la cuenta corriente. Como consecuencia de ello, el escenario adverso muestra una paupérrima performance económica para este

año (-1,3%) y los próximos, que harían que en 2023 el PBI per cápita fuera 4,6% menor que el de 2011 e incluso menor que el de 2017.

Ojalá las políticas económicas ejecutadas por el gobierno de ahora en más incrementen las chances del escenario “base” antes que del “adverso”. En este sentido, creemos que la marcha del ajuste

fiscal en un contexto de devaluación reciente es doblemente recesiva. Si bien el informe del *staff* del FMI recomienda un recorte muy duro del gasto público, hay cierta sensatez en reclamar bajar el déficit también por el lado de los ingresos. En particular, el FMI recomienda frenar la baja de retenciones a la soja y posponer la baja de contribuciones patronales que dicta la recientemente aprobada reforma tributaria.

Respecto de las retenciones, nuestra visión es que se trata de una discusión demasiado sobreideologizada de uno y

otro lado. Sería razonable que, en momentos de devaluación (y transferencia de ingresos a los sectores exportadores), el Estado incremente sus derechos de exportación que le permitan hacer política contracíclica, y viceversa (en momentos de apreciación cambiaria, bajar retenciones). En particular, pueden ser muy altos los costos de insistir en una política de fuerte transferencia de ingresos hacia un sector en un contexto de malhumor social como producto del ajuste que el grueso de la sociedad está sufriendo.

---

*Editor Responsable*

**Dr. José Basso**

**Staff**

**Instituto de Economía Aplicada**

Director: Mariano de Miguel

**Director Académico**

Diego Coatz

**Coordinador de Publicaciones y Boletín**

Daniel Schteingart

**Colaboradores**

Ignacio Cosentino, Joaquín Escardó, Enrique Aschieri

**Asistentes de Investigación**

Daniela Moya y Leonardo Pataccini

**Facultad de Ciencias Económicas**

Decano: Dr. Eduardo Gherzi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina

Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144

<http://www.uces.edu.ar/>

*Es una publicación periódica de INSECAP*

---