



# INFORME MACROECONÓMICO

---

Septiembre de 2019 / Nº: 260

## Coyuntura Macroeconómica





## SUMARIO

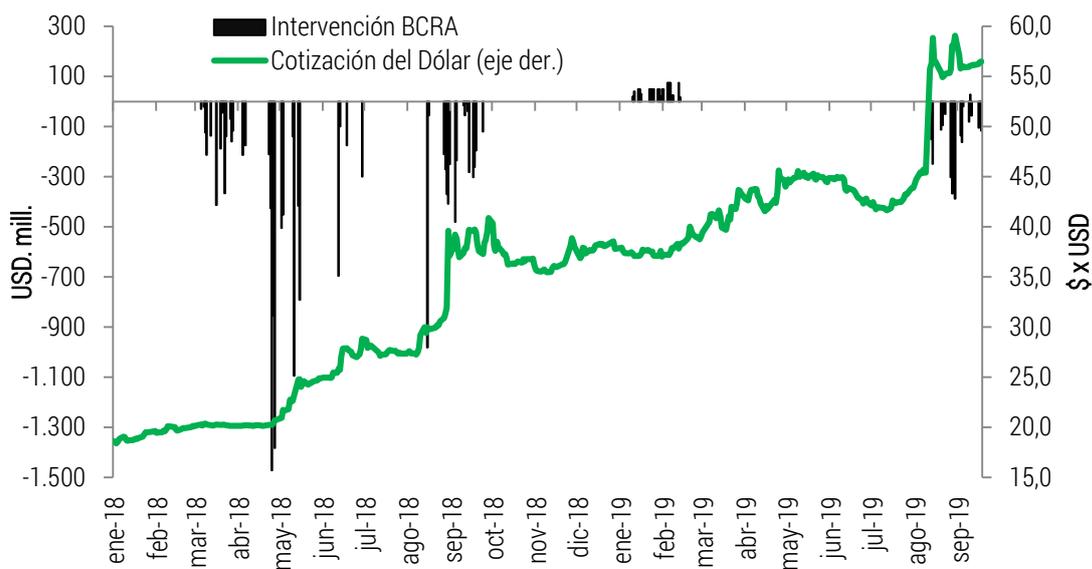
- **SITUACIÓN ACTUAL:** La disparada del dólar luego de las PASO y las perspectivas de un rápido agotamiento de las reservas internacionales liquidas llevaron al Gobierno a implementar restricciones cambiarias y a re perfilar la deuda.
- **IMPACTO A MEDIANO / LARGO PLAZO:** La situación monetaria, financiera y cambiaria genera una nueva aceleración inflacionaria que reducirá el poder adquisitivo del salario y muy probablemente llevara a una caída en el nivel de actividad. Hacia adelante, el margen para dejar que el dólar se aprecie parece acotado.



## SITUACIÓN ACTUAL

La situación macroeconómica continuó deteriorándose desde las PASO, obligando al Gobierno a tomar una serie de medidas, fundamentalmente orientadas a preservar la estabilidad del tipo de cambio. En ese sentido, tras el anuncio del control de cambios y del “re perfilamiento” de la deuda, el Secretario de Finanzas Santiago Bausili declaró en la Cámara de Agentes de Bolsa “(...) hoy en el corto plazo, el objetivo número uno es mantener la estabilidad, la estabilidad cambiaria, la estabilidad financiera y resguardar sobre todo a los ahorristas y que esto no impacte en el sistema bancario. Todas las demás cuestiones son prioridades de segundo orden que obviamente se van a ir atendiendo a medida que esté la capacidad”.

### Tipo de cambio e intervención – ARS x USD y USD millones



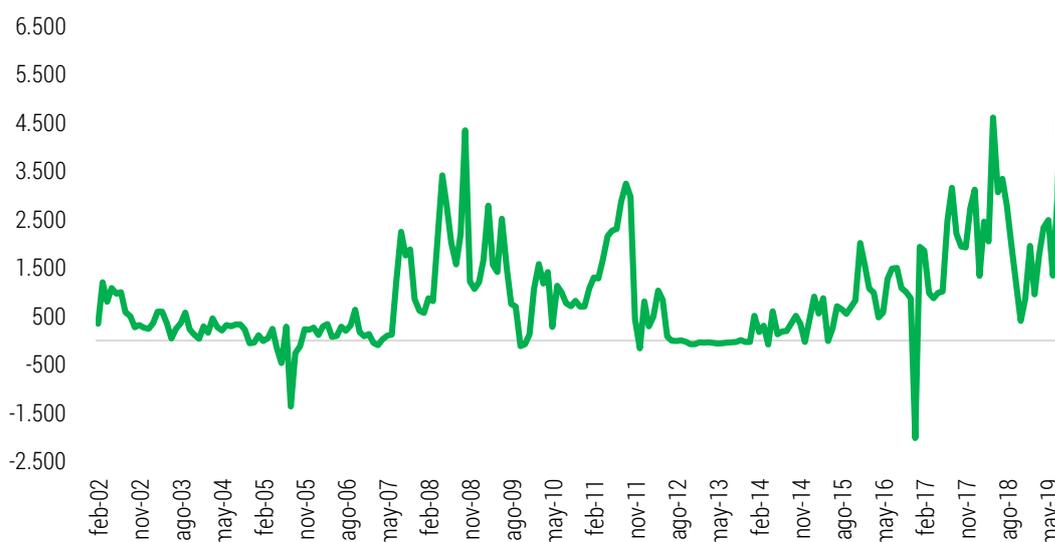
Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

Para entender el contexto de las medidas, un buen punto de partida es observar la situación del mercado cambiario previa a los controles. Más en detalle, como puede verse en el gráfico, desde las PASO a la implementación de los controles cambiarios, el día primero de septiembre, el BCRA llevaba vendidos USD2.038 millones, de los cuales USD1.279 millones fueron en la última semana de agosto. Pese a la importante venta de la última semana de agosto, en ese periodo la cotización del dólar se elevó 6,8%. Además, la intervención no podía sostenerse indefinidamente, teniendo en cuenta que los dólares para vender proceden de las reservas del BCRA, cuyo número es finito y que la presión sobre el tipo de cambio de agosto fue muy importante. En efecto, en el octavo mes del año la adquisición neta de activos



externos por parte del sector privado, incluyendo la compra de dólares billete, alcanzó los USD5.909 millones, siendo la más elevada de la serie que inicia en 2002.

## Compra neta de activos externos por parte de privados (incluye dólar billete) –USD millones



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

Más aún, las reservas internacionales disponibles debían emplearse no sólo para la intervención cambiaria, sino también para afrontar los pagos de deuda en dólares, especialmente aquellos de más corto plazo, dado que Argentina no podía, ni puede, financiarse en el exterior a las tasas vigentes. Los vencimientos más cercanos se componían, mayormente, de LETES, que funcionan de manera muy similar a un plazo fijo, aunque en este caso la contrapartida es el Gobierno Nacional. Es decir, las LETES se suscriben y tras un determinado plazo, siempre inferior a un año, se cobra el monto inicial más los intereses. A su vez, al vencimiento, el Gobierno ofrecía renovar el instrumento, situación que alrededor del 80% de los tenedores venía aceptando previo a las PASO. Sin embargo, en el último vencimiento de agosto (USD1600 millones) nadie optó por renovar los vencimientos dada la complicada situación financiera. Así, el panorama que se abría para el Gobierno era que la totalidad de los vencimientos de LETES que restaban hasta fin de año se iban a tener que pagar con las reservas.

Si a este panorama se añade que las reservas internacionales líquidas no son actualmente muy elevadas, se advierte que la demanda de divisas para la intervención y el pago de la deuda en dólares de corto plazo iba a llevar rápidamente a un agotamiento y a una nueva corrección cambiaria.



## Reservas – USD millones



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

Así, el Gobierno optó por la introducción de los controles cambiarios, que le permiten anclar el valor del dólar sin vender tantas reservas, y por re perfilar la deuda, corriendo los vencimientos de corto plazo hacia el año que viene y permitiendo en el corto plazo ahorrar los dólares que hubieran implicado los pagos. El impacto inicial de las medidas fue una reducción de la cotización del dólar oficial, que cayó 5,3% en la primera semana tras su adopción. No obstante ello, las restricciones a la operatoria en divisas generaron nuevamente la aparición de un mercado paralelo, distanciado de la cotización oficial. Actualmente, la mayor diferencia se da entre el dólar oficial y el "contado con liquidación" que se obtiene mediante la compraventa de determinadas acciones o bonos debido a que la generosa cota superior de compra mensual de dólares (USD10.000) mantiene a los asalariados formales operando en el mercado formal en lugar de en el paralelo o Blue. Adicionalmente, puede verse que el BCRA continuó su operatoria vendiendo divisas incluso posteriormente a la implementación de los controles, aunque con montos menores y manteniendo exitosamente la cotización en torno a los \$56 por USD.

Hay una tercera variable que afecta a las reservas y es una de las razones que explica por qué actualmente no son tan abundantes como surge de tomar su número bruto (USD 49.729 millones). Más en detalle, los encajes que los bancos deben realizar al recibir depósitos en dólares del sector privado se registran como reservas, pero no se trata de un activo líquido disponible para que el Gobierno intervenga en el mercado de cambios o realice pagos de deuda. Además, dado que se contabilizan como un activo, el retiro de los depósitos en dólares, genera que las reservas disminuyan.



## Variación de los depósitos privados en dólares – USD millones



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

En ese sentido, los depósitos en dólares del sector privado vienen cayendo desde las PASO (USD10600 millones), generando una presión sobre el sistema financiero y las reservas brutas, añadiendo un motivo adicional a las autoridades para preservar los fondos en divisas existentes en el BCRA. Es importante señalar que, si bien el retiro de depósitos en dólares es importante y se trata de algo a monitorear, la situación no es análoga a la de 2001 por una serie de razones. La principal de ellas es que, al día de hoy, la potestad de prestar en dólares está limitada a quienes tengan ingresos en esa moneda, por lo que los préstamos ascienden a USD14022 millones frente a depósitos por USD22208 millones. Comparativamente, en 2001 habían USD53706 millones en créditos como contrapartida de USD51908 millones en depósitos. Además, como gran parte del crédito en dólares de 2001 era a privados con ingresos en pesos, era incobrable ante una fuerte devaluación que iba a multiplicar varias veces el peso de la deuda respecto a los ingresos de los tomadores. Con todo, si bien en “la foto” la situación de los bancos es solvente y la merma de los depósitos no tiene ya el ritmo de los peores días que siguieron a las PASO (ver gráfico), se trata de una variable a continuar monitoreando en las próximas semanas.

En este contexto, los bancos optaron por una mayor cautela, privilegiando estar líquidos para afrontar la situación, evitando refinanciar los créditos en dólares o haciéndolo solo a tasas más elevadas. De esta manera, en la actualidad se observa un aumento significativo de la tasa en dólares, que en conjunto a las elevadas tasas en pesos configura un panorama complicado para el financiamiento del sector productivo. En cuanto a las tasas en pesos, como abordamos a lo largo de varios informes, las altas tasas nominales vigentes en la actualidad tienen su origen en la política monetaria del BCRA que, al



ofrecer una TNA del 84% anual por sus letras, genera un derrame hacia el resto del sistema financiero. En efecto, la tasa del BCRA pone un “piso” a lo que se cobrará por un crédito al resto de los agentes de la economía, teniendo en cuenta que se trata de un retorno muy seguro teniendo en cuenta que la autoridad monetaria puede eventualmente pagar sus compromisos emitiendo moneda.

En suma, la política actual está orientada a contener el tipo de cambio, incluso si para ello es necesario adoptar medidas de alto costo económico, como la re introducción de controles cambiarios o el re perfilamiento de la deuda pública. No obstante ello, subsisten signos de “stress” financiero, como la continuidad de las ventas del BCRA que pese a las restricciones, vendió USD718 millones en lo que va de septiembre o la continuidad, si bien a ritmo menor, del retiro de los depósitos en dólares de los bancos. Con todo, la situación se encuentra más estable que previo a las medidas, cuando la presión de los pagos de deuda y de la intervención amenazaba con agotar rápidamente las reservas y derivar en una nueva corrección del tipo de cambio, aunque lo turbulento de la situación financiera desde las PASO promete impactar sobre la economía real por varios canales, a los que nos referiremos en la próxima sección.

## IMPACTO A MEDIANO / LARGO PLAZO

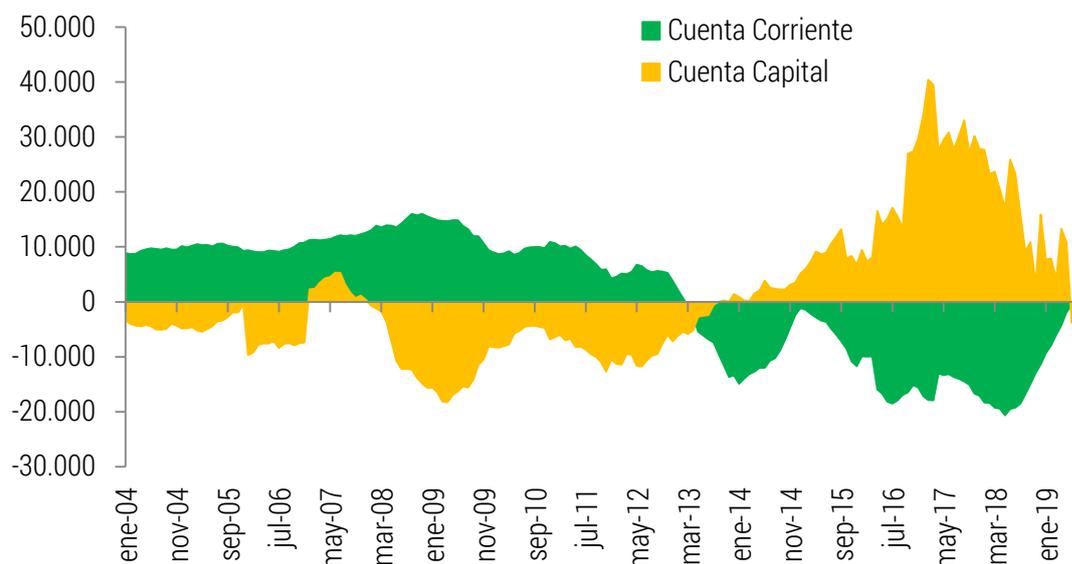
En el corto plazo, la nueva devaluación afectará a la dinámica de la actividad y la inflación, mientras que, a mediano / largo plazo, la pregunta más relevante es si este tipo de cambio estabiliza finalmente la corrida o si subsistirán la presiones sobre el dólar.

Más en detalle, tras los eventos que siguieron a las PASO, la inflación minorista de agosto alcanzó 4% mensual y las consultoras privadas esperan un 5,8% mensual para septiembre. En ese sentido, a pesar de las altas tasas de interés vigentes, el BCRA no pudo retirar de circulación los pesos suficientes como para cumplir la meta de emisión cero pactada con el FMI. Así, la entidad monetaria anunció recientemente la flexibilización de la meta y buscará ahora que la cantidad de circulante crezca por debajo de 2,5% en septiembre y octubre.

En este contexto de aceleración inflacionaria, si bien no se disponen todavía de datos actualizados, continuará cayendo el salario real que, incluso previo a la devaluación de las PASO, no mostraba todavía signos concluyentes de repunte. En efecto, el último dato disponible de junio muestra una retracción de 0,7% del salario en términos reales, que cayó en 16 de los 18 meses transcurridos desde que inició 2018. A su vez, la pérdida de poder adquisitivo de los consumidores locales, sumada a otros factores, como las elevadas tasas de interés vigentes, significará un nuevo golpe para las actividades orientadas al mercado interno, que comprenden a la mayor parte de la economía.



## Cuenta corriente y cuenta capital – USD millones, acumulado 12 meses



Fuente: Movimiento CREA en base a BCRA.

Una cuestión clave para los próximos meses es si el actual tipo de cambio real<sup>1</sup> es lo suficiente alto como para estabilizar la economía o si, por el contrario, subsistirán las presiones cambiarias. Si bien obviamente se trata de una cuestión muy difícil de evaluar, una aproximación puede obtenerse de mirar el estado de las cuentas externas. En ese sentido, los flujos de un país con el resto del mundo pueden agruparse en dos cuentas, la cuenta corriente y la cuenta capital. La cuenta corriente contiene al balance comercial de bienes y servicios, junto con los pagos netos de rentas, intereses y utilidades. Por su parte, la cuenta capital agrupa a los flujos financieros, incluyendo a las inversiones extranjeras, los préstamos (públicos y privados) y la adquisición neta de activos por parte del sector privado. Un punto importante es que típicamente el sector privado argentino es demandante de activos externos para ahorros, entre los que destaca la compra de dólar billete. Así, un signo negativo de la cuenta corriente indica que el país “gasta” más dólares de los que le ingresan, situación que sólo puede mantenerse en la medida que se consigan dólares financieros endeudándose con el exterior. En caso contrario, el gasto excesivo de dólares generará una presión a la suba del tipo de cambio que desalentará las importaciones y otros gastos en el exterior.

<sup>1</sup> Cabe recordar que el indicador se elabora tomando no sólo el tipo de cambio local, sino también el de nuestros socios comerciales, siendo que si un socio comercial devalúa perdemos competitividad si todo lo demás permanece constante. Además, se tiene en cuenta la inflación de Argentina y de sus socios, dado que la mayor alza de precios local respecto al mundo deteriora la competitividad si la cotización del dólar no compensa la diferencia en lo que popularmente se conoce como “inflación en dólares”.



Como puede verse en el gráfico, durante 2017 Argentina se encontraba en esta situación, con un déficit en la cuenta corriente, y un superávit en la cuenta capital, originado fundamentalmente en el endeudamiento público en dólares. Sin embargo, tras la devaluación de 2018, Argentina pasó a tener un superávit de cuenta corriente, en gran parte gracias a la contracción de las importaciones y del gasto en turismo al exterior. A su vez, comenzó a registrarse un déficit en la cuenta capital dado que los mercados financieros, exceptuando el FMI, dejaron de prestarnos y el sector privado demanda fuertemente activos externos. De esta manera, la situación parece ser que Argentina necesitará generar un superávit de cuenta corriente lo suficientemente grande como para enfrentar el saldo negativo de la cuenta capital, a menos que recupere el acceso a financiamiento externo, escenario que hoy no parece probable. Por este motivo, no parece haber margen para una apreciación significativa del tipo de cambio, teniendo en cuenta la necesidad de desalentar las importaciones e impulsar las exportaciones. En ese sentido, dada la necesidad de divisas, fomentar la exportación debería ser una de las prioridades del próximo Gobierno, en la medida que son la fuente de divisas genuina que posee el país.

En conclusión, la devaluación del tipo de cambio que siguió a las PASO promete una nueva aceleración inflacionaria, que derivará en una pérdida de poder adquisitivo y una contracción del nivel de actividad. A mediano / largo plazo, no pareciera haber margen para la apreciación del tipo de cambio teniendo en cuenta la necesidad de generar dólares para el pago de la deuda. No obstante ello, las perspectivas a futuro tienen un importante grado de incertidumbre, teniendo en cuenta que la generación de divisas se ve afectada por factores volátiles, como los precios internacionales o la posibilidad de acceso a los mercados financieros. Por otra parte, el propio monto a pagar de la deuda está en duda, teniendo en cuenta la renegociación que se busca actualmente. De todos modos, y a pesar de estas incertidumbres, parece claro que el fomento de las exportaciones deberá ser una prioridad del próximo Gobierno en caso que se desee lograr una recuperación y un crecimiento sostenidos.



## TABLERO MACRO

### Variables Mensuales

Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Mensual	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	<b>EMAE</b>	-0,4%	0,0%	-2,6%	jun-19	Pesos Constantes
	Agro	EMAE -Sector Agropecuario	-	43,7%	31,7%	jun-19	Pesos Constantes
	Construcción	<b>ISAC</b>	3,3%	-1,7%	-8,3%	jul-19	Índice de Cantidades
	Construcción	<b>Despachos de Cemento (Portland)</b>	4,8%	-6,1%	-5,7%	ago-19	Toneladas
	Industria	<b>IPI</b>	3,0%	-1,9%	-8,4%	jul-19	Índice de Cantidades
	Industria	<b>Producción de Autos</b>	42,4%	-37,5%	-35,9%	ago-19	Unidades
	Consumo	<b>Ventas en Supermercados y Mayoristas</b>	-	-13,2%	-12,8%	jun-19	Pesos Constantes
	Consumo	<b>IVA Real</b>	-	-5,5%	-9,1%	ago-19	Pesos Constantes
	Consumo	<b>Confianza del Consumidor</b>	-5,2%	15,5%	-5,0%	ago-19	Índice
Empleo y Salarios	Nivel General	<b>Empleo Privado Formal</b>	0,0%	-2,4%	-2,3%	jun-19	Miles de Trabajadores
	Agro	Sector Agropecuario	-1,0%	2,3%	1,7%	jun-19	Miles de Trabajadores
	S. Pub.	<b>Empleo Público Formal</b>	0,6%	0,8%	0,4%	jun-19	Miles de Trabajadores
	Nivel General	<b>Salario Privado Formal</b>	-	-9,1%	-9,5%	jun-19	Pesos Constantes
Exportaciones	Nivel General	<b>Exportaciones Totales</b>	-	8,3%	3,3%	jul-19	Millones de Dólares
	Nivel General	<b>Productos Primarios</b>	-	56,2%	19,9%	jul-19	Millones de Dólares
	Nivel General	<b>Manufacturas de Origen Agrop.</b>	-	9,5%	2,6%	jul-19	Millones de Dólares
	Nivel General	<b>Manufacturas de Origen Ind.</b>	-	-17,8%	-9,3%	jul-19	Millones de Dólares
	Minería / Petróleo	<b>Combustibles y Energía</b>	-	-6,3%	10,9%	jul-19	Millones de Dólares
Importaciones	Nivel General	<b>Importaciones Totales</b>	-	-20,6%	-26,8%	jul-19	Millones de Dólares
	Inversión	<b>Bienes de Capital</b>	-	-25,3%	-36,0%	jul-19	Millones de Dólares
	Consumo	<b>Bienes de Consumo</b>	-	-24,9%	-29,2%	jul-19	Millones de Dólares
<b>Precios</b>		<b>IPC Nacional</b>	#N/A	54,7%	30,1%	ago-19	Índice de Precios
Monetarias y Financieras		<b>Dólar Mayorista</b>	23,9%	75,0%	83,9%	ago-19	Pesos por Dólar
		<b>Índice Merval</b>	-15,6%	29,4%	17,1%	ago-19	Puntos Básicos
		<b>Reservas</b>	-6,3%	11,4%	14,3%	ago-19	Millones de Dólares
		<b>Prestamos en Pesos</b>	-2,0%	-35,0%	-31,5%	ago-19	Pesos Constantes
		<b>Prestamos en Dólares (S Privado)</b>	-0,6%	-2,6%	0,0%	ago-19	Millones de Dólares
Fiscales		<b>Gasto Primario</b>	-	42,6%	37,3%	ago-19	Pesos Corrientes
		Subsidios Económicos	-	44,7%	44,9%	ago-19	Pesos Corrientes
		Gasto Social	-	42,0%	39,0%	ago-19	Pesos Corrientes
		Gasto en Infraestructura	-	21,3%	26,5%	ago-19	Pesos Corrientes
		<b>Recaudación</b>	-	57,0%	46,3%	ago-19	Pesos Corrientes
		IVA Neto de Reintegros	-	39,2%	40,3%	ago-19	Pesos Corrientes
		Ganancias	-	27,6%	28,4%	ago-19	Pesos Corrientes
		Seguridad Social	-	39,9%	34,3%	ago-19	Pesos Corrientes

### Variables Trimestrales

Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Trimestral	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	<b>PBI</b>	-0,2%	-5,8%	-5,8%	I-19	Pesos Constantes
	Agro	PBI - Agro	-	7,7%	7,7%	I-19	Pesos Constantes
	Consumo	PBI - Consumo	-2,5%	-10,5%	-10,5%	I-19	Pesos Constantes
	Inversión	PBI - Inversión	-0,9%	-24,6%	-24,6%	I-19	Pesos Constantes
	Agro	<b>Venta de Cosechadoras</b>	-26,7%	8,5%	-3,4%	II-19	Unidades
	Agro	<b>Venta de Tractores</b>	30,6%	-13,3%	-20,8%	II-19	Unidades
	Agro	<b>Venta de Sembradoras</b>	178,0%	25,8%	30,1%	II-19	Unidades
	Agro	<b>Venta de Implementos</b>	27,9%	-2,0%	-1,0%	II-19	Unidades

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



# INFORME MACROECONÓMICO



Informe Macroeconómico  
Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe:  
Laura Pederiva Economista a Cargo Santiago Giraud

Visite nuestra página web: [www.crea.org.ar](http://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](mailto:economia@crea.org.ar)  
Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ) Buenos Aires - Argentina. Tel. (54-11) 4382-2076/79

CREA es una organización civil sin fines de lucro integrada y dirigida por aproximadamente 2.000 empresarios agropecuarios que se nuclean en 218 grupos presentes en todo el país. Cada grupo CREA es coordinado por un presidente y un asesor técnico e integrado por diez o doce empresarios que se reúnen periódicamente con el objetivo de mejorar los resultados de sus empresas a través del intercambio de conocimiento, ideas y experiencias. Asimismo, la institución se destaca por el desarrollo de temáticas relacionadas con el sector; uno de los fines es la transferencia del conocimiento colaborando con su desarrollo. Por su parte, las empresas CREA, integradas a la comunidad, son referentes de innovación