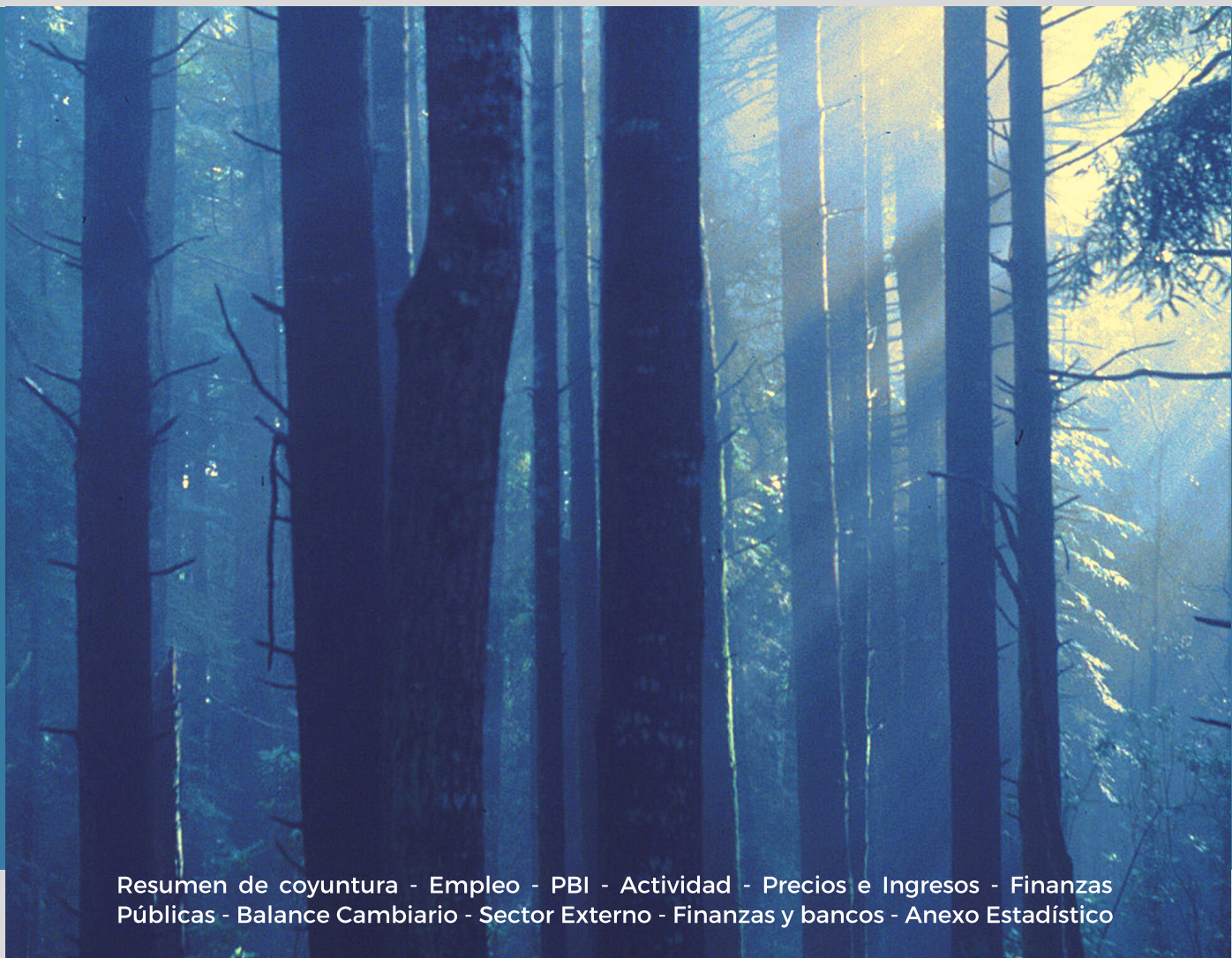




# SALIR DE LA DEPREFLACIÓN



Resumen de coyuntura - Empleo - PBI - Actividad - Precios e Ingresos - Finanzas  
Públicas - Balance Cambiario - Sector Externo - Finanzas y bancos - Anexo Estadístico





**CESO | Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz**  
Informe económico mensual  
[www.ceso.com.ar](http://www.ceso.com.ar)

# La economía argentina – resumen de coyuntura

*enero 2020*

## Salir de la depreflación

El grueso de la política económica aplicada hasta el momento por el nuevo gobierno tiene un horizonte que llega a marzo de este año. El plan verano 2020 se concentra en recomponer los ingresos de la base de la pirámide social en simultáneo con una postura de cautela fiscal y administración de la escasez de divisas. Los bonos para quienes perciben AUH, jubilaciones y pensiones de bajos ingresos y los incrementos salariales de suma fija apuntan a recuperar el consumo desde abajo. La actualización de retenciones, aumento en bienes personales, freno a la rebaja de las contribuciones patronales y el cambio en la fórmula de actualización de haberes apunta a mejorar el perfil fiscal. Por su parte, el impuesto a la compra de dólares turista y ahorro intenta cuidar los escasos dólares durante la temporada de vacaciones.

Mientras se administra la coyuntura y se avanza en la negociación de la restructuración de la deuda, es necesario empezar a delinear los ejes de una política de más largo plazo que permita superar la depreflación - depresión productiva con elevada inflación- que caracterizó la economía durante la gestión Macri. Para ello es necesario no sólo encender los motores de la economía en búsqueda de la reactivación de la producción. Sino también, aprovechar el llamado a un amplio acuerdo social para delinear un programa que ataque la elevada inflación heredada. Detener la inercia en los precios resulta clave para no incentivar la ya importante tendencia al ahorro en moneda extranjera, estabilizar acuerdos distributivos y recomponer cierto grado de previsibilidad en la economía argentina.

### **La batalla contra la inercia**

Lejos de relacionar una elevada inflación con pleno empleo, como postulara la Curva de Phillips de los libros de texto macroeconómicos, todo el proceso de la era Macri estuvo dominado por la depreflación: cada salto inflacionario fue acompañado por una profundización de la recesión económica, caída del salario real, del consumo y la producción. Los shocks devaluatorios y tarifarios resultaron transitorios ya que elevaron

temporalmente la competitividad cambiaria y el valor real de las tarifas, pero al desatar una aceleración de la inflación, generaron nuevos retrocesos en materia de competitividad y tarifas. De esa manera, se cayó en una espiral inflacionaria alimentada por frecuentes shocks cambiarios y tarifarios que terminaron llevando los niveles de inflación a valores récords de las últimas décadas.

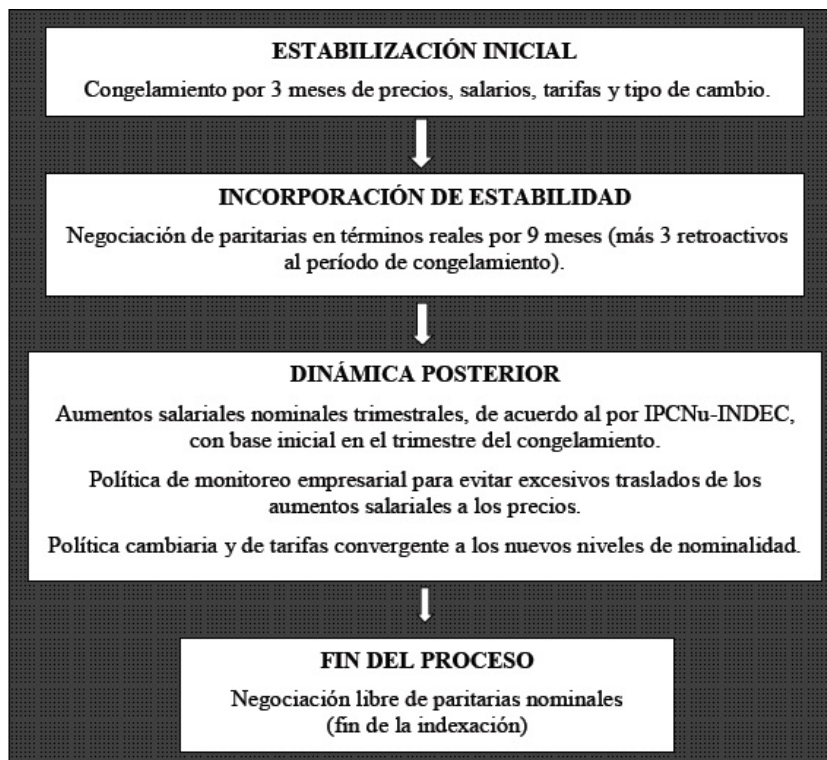
Desde el Centro de Estudios Scalabrini Ortiz (CESO) hemos sostenido que desde el año 2010 la economía argentina tiene un problema de inercia inflacionaria que establecía un piso en torno al 20%, que se mantuvo en torno a ese número hasta el año 2015. La combinación de saltos devaluatorios recurrentes e incrementos tarifarios abruptos de la etapa macrista hicieron escalar esa nominalidad y dejan un piso inercial del 40% para el año 2020. Ese piso inercial se incorpora en los contratos de alquileres, en las tasas de los créditos y funciona como una referencia para los que pretender mantener su posición en la distribución del ingreso (paritarias).



Esa caracterización de la dinámica de los precios e ingresos en la Argentina actual abre la puerta a una política de estabilización que no implique ganadores ni perdedores en materia distributiva. Es decir, si se eliminara ese componente inercial de los aumentos de precios, se abre la posibilidad de lograr una sustancial reducción de las tasas de inflación sin perjudicar a ningún sector. El llamado oficial a un amplio acuerdo social es una oportunidad que no debe desaprovecharse en materia de política de estabilización de precios. Si no logra controlarse la inflación, los acuerdos distributivos alcanzados serán efímeros, ya que deberán requerir su permanente actualización. En cambio, si el acuerdo social incorpora una política que ataque los elementos inerciales de la inflación, permitirá no sólo resolver

uno de los principales problemas de la macroeconomía argentina de los últimos años, sino también, dar mayor estabilidad a los acuerdos distributivos y, de esa manera, a las políticas productivas de mediano y largo plazo.

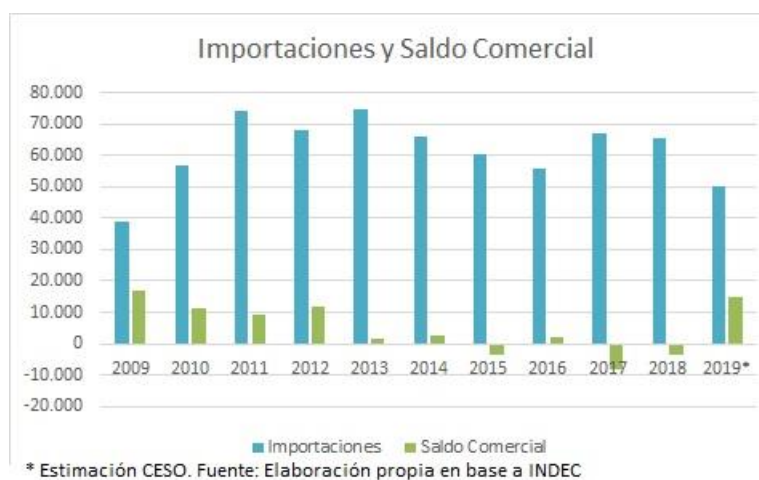
Desde el CESO venimos proponiendo una política heterodoxa que ataca los componentes inerciales de la inflación, ya que desde el año 2014 (ver [“Una propuesta de política heterodoxa para reducir la inflación”](#)). La misma se puede sintetizar en una secuencia de cuatro instancias. En primer lugar, un congelamiento temporario de precios, tarifas y tipo de cambio mientras se negocian las paritarias en salario real. Es decir, se crea artificialmente un período de estabilidad de precios, y se negocian salarios con cláusulas gatillos atadas al período de congelamiento como referencia. De esa manera, se da lugar a la segunda etapa donde la precaria estabilidad inicial de los precios se consolida a través de la dinámica salario-precio, con una activa política de monitoreo de los acuerdos alcanzados para evitar aumentos excesivos. La tercera etapa, es la de consolidación final de la nueva nominalidad, a la que debe converger la política cambiaria, tarifaria y de tasas de interés (con una posible extensión a la de alquileres). Por último, se retorna a la negociación libre de paritarias habiendo logrado reducir la nominalidad y partir de una inflación inercial menor que la inicial.



## Los dólares comerciales también se cuidan

En un escenario dominado por la escasez de divisas y una fuerte dolarización del excedente interno, las primeras respuestas del gobierno de Alberto Fernández apuntaron a desincentivar todavía más los gastos en el exterior en servicios, turismo y el ahorro en moneda extranjera a través del Impuesto PAIS. Sin embargo, el intercambio del sector real también puede convertirse en un canal de excesiva salida de dólares en el corto y mediano plazo, más aún con las restricciones vigentes en el mercado de cambios.

El 2019 cerrará con el nivel de importaciones más bajo con posterioridad a la crisis internacional de 2009, dado que acumuló apenas 46.000 millones de dólares en 11 meses. Si bien la crisis generó un saldo positivo durante el año pasado cercano a los 15.000 millones de dólares, debe tenerse en cuenta que en ese resultado también influye un considerable adelantamiento en la liquidación de exportaciones agropecuarias frente a una obvia actualización de los valores en los derechos de exportación que haría el nuevo gobierno a partir del 10 de diciembre.



En el escenario internacional, es sabido que hay más vendedores que compradores y las estrategias de los distintos países apuntan más a consolidar sus mercados internos que mostrarse abiertos a nuevas importaciones, sobre todo si se trata de bienes manufacturados. Frente a la posibilidad de que no sea tan sencillo generar un rápido ingreso de divisas por la vía de las exportaciones, la administración del comercio se impone como una necesidad. Con este panorama, el Ministerio de Desarrollo Productivo implementó modificaciones en el esquema de Licencias Automáticas y No Automáticas a través de la Resolución N° 1/2020 de la Secretaría de Industria, Economía del Conocimiento y Comercio Exterior del día 8 de enero.

En materia cambiaria, el BCRA también empezó a introducir algunas variaciones en sus intervenciones en el mercado de cambios. Luego de sostener de forma constante una oferta por 50 millones de dólares en \$50,99 en el mercado mayorista, el 14 de enero, por primera vez, la corrió hasta \$60,07 por dólar y dos días después la oferta del Central se ubicó en \$60,09 por dólar. La incógnita es qué tipo de cambio real elije para ir acompañando con pequeñas devaluaciones, qué frecuencia tendrán y en qué momento empieza a aplicarlo de forma sostenida. Es esperable que los deslizamientos del tipo de cambio sean muy leves hasta tanto esté despejado el panorama de la deuda y algunas discusiones salariales clave que sirvan para establecer cierta nominalidad en la economía argentina. Desde que Alberto Fernández sostuvo que “un tipo de cambio de \$60 era razonable” en los días posteriores a las elecciones PASO, la inflación acumulada llega al 18% con una devaluación del 10%. El escenario más probable es que una vez superados temporalmente esos dos mojones, el Gobierno haga más explícita su política cambiaria. Es preciso recordar que incluso la Ley de Presupuesto está atada en la secuencia a la renegociación de la deuda. La duda es si la temporalidad le juega a favor ya que la solución de fondo para la deuda puede demorarse durante algunos meses de alta inflación que fuercen al Banco Central a estar más activo en el mercado de cambios incluso antes de tener despejado el frente del endeudamiento.

### **Otro paso hacia la reestructuración**

El martes 14 de enero se hizo público que la Provincia de Buenos Aires no podría hacer frente al vencimiento de capital por 250 millones de dólares del título BP21 que vence el 26 de enero. La estrategia adoptada, dado que se rige por ley extranjera, fue buscar el consentimiento del 75% de los tenedores de ese título para modificar las condiciones y posponer el pago de capital hasta el 1 de mayo y realizar el pago de interés por 27 millones de dólares en tiempo y forma.

Como hemos advertido los últimos informes, hasta que se realice una propuesta de reestructuración más integral, las alternativas frente a los distintos vencimientos nacionales y subnacionales pueden variar según se trate de moneda local o extranjera y dentro de la moneda extranjera también pueden tenerse estrategias diferenciadas según se trate de legislación nacional o extranjera. A modo de ejemplo, vale recordar el re-

reperfilamiento para las LETEs en dólares con legislación local que se estableció unilateralmente para el 31 de agosto de este año.

A pesar de estas medidas parciales, difícilmente ambos vencimientos se cumplan en las fechas establecidas hasta el momento. En el caso de la Provincia de Buenos Aires, este vencimiento representa cerca del 10% de los vencimientos para todo el año y su postergación por tres meses no hará que la situación de los ingresos fiscales o el acceso al refinanciamiento se modifique radicalmente. Para las LETEs, al haberse concentrado más de 9.000 millones de dólares en un sólo vencimiento, obliga a estimar que entrarán un proceso de reestructuración global junto con otros títulos de deuda. Por lo tanto, ambos episodios se inscriben en pequeños pasos que configuran el escenario en el que se desarrollará la renegociación los próximos meses.

En moneda local se continuó con la realización de nuevas licitaciones de letras y el anuncio de una futura licitación para el día 27 de enero. En la última colocación del 7 de enero, las letras fueron emitidas por plazos de 50 y 140 días a tasas muy cercanas a la BADLAR con márgenes de 100 y 175 puntos básicos respectivamente para cada plazo. A través de estos instrumentos, desde el comienzo de la gestión de Alberto Fernández se hicieron colocaciones en el mercado privado en tres oportunidades por un total de \$56.000 millones.



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

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



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

#### Datos de la Cooperativa:

*COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA*

CUIT: 33-71465731-9

Dirección: Nuñez2172 Piso: PB Dpto.: C

Condición frente al IVA: Responsable Inscripto

Banco Credicoop, cuenta 004-24083/3 CBU 1910004955000402408332

# INFORME ECONÓMICO MENSUAL

NRO. I | ENERO 2020

## Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

### DIRECTOR

Andrés Asiain

### Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowski

### CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Gaspar Herrero

Cecilia Wilhelm


Integran el CESO:

Agustín Crivelli, Anahí Rampinini, Cecilia Olivera, Diego Caviglia, Eric Delgado, Ernesto Mattos, Estefanía Manau, Facundo Pesce, Federico Castelli, Gonzalo Brizuela, Lorena Putero, Mahuén Gallo, María Laura Iribas, Mariela Molina, Maximiliano Uller, Rodrigo López, Nicolás Pertierra, Guillermo Hang, Lisandro Mondino, Nicolás Hechenleitner, Laura Sformo, Julián Ruiz, Cristian Andrés Nieto, María Celina Calore, María Belén Basile, Cristián Berardi, Mateo Bork, Gonzalo Brizuela, Virginia Brunengo, Sol González de Cap, María Alejandra Martínez Fernández, Augusto Prato, Fabio Agueci, Tomas Castagnino, Facundo Leguizamon, Darío Soto Bravo.

**ceso** 

Centro de Estudios Económicos y Sociales  
Scalabrini Ortiz

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

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

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