

**ESEADE**



Informe Semanal  
Económico

Año 2 – N°38

25/07/2024

# Informe Semanal Económico



**Por Iván Cachanosky**

Director Dpto. de Economía y Cs. Sociales ESEADE



## Algunas Señales en la Dirección Correcta

El gobierno había comenzado la Fase II con bastante turbulencia en los mercados. Si bien los bonos, ADRs y el Riesgo País todavía muestran desconfianza con el anuncio de las nuevas medidas, el gobierno comenzó a dar algunas señales interesantes.

La más importante y concreta fue desactivar la bomba de las Opciones de Liquidez (PUTs). También hubo algunos avances en eliminar ciertas restricciones al Cepo cambiario. Por otro lado, el Ministro de Economía Luis "Toto" Caputo, se reunió con Kristalina Georgieva, titular del FMI, para dar señales de diálogo. Finalmente, también se comienzan a dar indicios de que pronto habrá novedades de Federico Sturzenegger, en el avance por la desregulación del Estado.

## Alertas que Continúan

En esta sección, como contrapunto del anterior apartado, resaltaremos dos alertas. La primera vinculada al equilibrio fiscal. La segunda, con respecto a la recesión experimentada durante el primer trimestre del año.

## Algunas Señales en la Dirección Correcta

El gobierno había comenzado la Fase II con bastante turbulencia en los mercados. Si bien los bonos, ADRs y el Riesgo País todavía muestran desconfianza con el anuncio de las nuevas medidas, el gobierno comenzó a dar algunas señales interesantes.

La más importante y concreta fue desactivar la bomba de las Opciones de Liquidez (PUTs). También hubo algunos avances en eliminar ciertas restricciones al Cepo cambiario. Por otro lado, el Ministro de Economía Luis "Toto" Caputo, se reunió con Kristalina Georgieva, titular del FMI, para dar señales de diálogo. Finalmente, también se comienzan a dar indicios de que pronto habrá novedades de Federico Sturzenegger, en el avance por la desregulación del Estado.

### *Desactivando los PUTs*

Recordemos que éstas eran opciones por un monto de \$16 Billones que poseían los bancos y que podían ejercer las opciones en cualquier momento. De ocurrir eso, se hubiera generado una emisión monetaria enorme. Como mencionábamos en nuestro último ISE, Javier Milei planteó tres pasos para eliminar el cepo:

1. Eliminar la Deuda Remunerada del BCRA
2. Solucionar el problema de los PUTs
3. Acumular Reservas

De esta manera, el gobierno de LLA logró dar un importantísimo paso al solucionar el problema de los PUTs, quedando solo el tercer paso a lograr para sacar el cepo. El tratamiento de los PUTs le salió barato al BCRA, ya que pagó \$90.000 Millones y el 80% del monto adhirió a la oferta realizada por el BCRA.

### *Desregulaciones en el Cepo*

El Directorio del BCRA anunció el Martes 23 de Julio en un [comunicado](#), que las personas que habían recibido ayuda del Estado durante la Pandemia o que habían tenido algún tipo de beneficio de subsidios al consumo de servicios públicos, puedan ahora realizar operaciones cambiarias. En concreto, que ahora pueden volver a comprar dólar MEP o dólar CCL.

Si bien la señal va en la dirección correcta, aún resta mucho para hacer para eliminar el Cepo. Es que si el tercer paso consiste en acumular reservas, pero el BCRA ahora opta por vender dólares para intervenir en el dólar CCL para reducir la brecha, el mercado continúa con cierto escepticismo de la salida del cepo. En respuesta, el gobierno intenta mostrar algunas señales en esa dirección. No obstante, el BCRA ha dejado en claro que la prioridad es la brecha.

Además, aún quedan algunas regulaciones que le hacen ruido al mercado. Por ejemplo, quien compra dólar oficial todavía continúa sin poder comprar luego dólar MEP o CCL. Y esto es la esencia del cepo cambiario. Por otro lado, continúa el parking en caso de comprar dólares paralelos.

En concreto, un paso en la dirección correcta, pero hoy al mercado le preocupa más que continúan otras regulaciones y, por sobre todo, el riesgo de que el BCRA deje de acumular reservas.

#### *Nuevo encuentro con el FMI*

El Ministro de Economía estuvo reunido con la máxima autoridad del FMI, Kristalina Georgieva. No faltaron los elogios cruzados entre ambos por las redes sociales. Esto también es una señal positiva para reducir las tensiones que generan las declaraciones del presidente Milei con respecto al chileno Ricardo Valdés, jefe del Departamento del Hemisferio Occidental.

La presencia de diálogo (en lugar de confrontación) con la entidad es una mejor señal. Por su parte el FMI volvió a destacar el sólido trabajo realizado en la lucha contra la inflación, así como también la consolidación fiscal y la atención a sectores vulnerables.

No obstante, nada se ha mencionado de un próximo acuerdo entre la entidad y Argentina. Una nueva negociación es clave para garantizar algún desembolso que facilite el pago de vencimientos (principalmente con la misma entidad). Lo más probable es que el FMI esté esperando una hoja de ruta más específica, especialmente en materia monetaria y cambiaria.

#### *El Nuevo DNU de Sturzenegger*

El flamante Ministro de Desregulación y Transformación del Estado de la Nación Argentina, prepara un nuevo DNU en donde buscará cerrar decenas de Organismos Públicos. Esto intensificaría el protagonismo de la Motosierra, que había quedado en un segundo plano ya que la gran protagonista del ajuste había sido la licuación por inflación.

Sturzenegger deberá moverse rápido ya que el DNU tiene vigencia por un año y las facultades para cerrar organismos tiene fecha de vencimiento. Además, recordemos que varios organismos quedaron vetados en la discusión por la Ley Bases en el Congreso que el ministro no podrá cerrarlos. Algunos de los organismos intocables son: CONICET, INPI, INCAA, CNEA, CONEAU, CNV, INCUCAI, INTI, SENASA, entre otros.

## **Alertas que Continúan**

En esta sección, como contrapunto del anterior apartado, resaltaremos dos alertas. La primera vinculada al equilibrio fiscal. La segunda, con respecto a la recesión experimentada durante el primer trimestre del año.

#### *El Equilibrio Fiscal: "Base Caja" versus "Base Devengado" una vez más...*

El ancla fiscal que propone el gobierno es una de las máximas prioridades. A tal punto, que el relato del gobierno de LLA se centra en el equilibrio fiscal. Han pasado seis meses de gobierno, y el acumulado del primer semestre muestra un

superávit fiscal de \$2.572 MM según anunció el gobierno, mostrando que cumple con su palabra.

En informes anteriores hemos alertado de los desafíos de la sostenibilidad del ajuste fiscal, ya que la licuación había sido el gran protagonista. Si bien eso continúa siendo un desafío, hay una alarma que se volvió a encender.

También hemos señalado en informes anteriores que hay dos metodologías para observar el resultado fiscal. Por un lado, está el denominado “Base Caja” (el que utiliza el gobierno al hacer sus anuncios) y, por otro lado, el “Base Devengado”. Recordemos, el “Base Caja” mide cuanto *cash* efectivamente ingresó y salió por mes. De esta manera, si al gobierno le adelantan pagos correspondientes a meses futuros, ese ingreso se registra en la metodología “Base Caja” porque efectivamente hubo un *cash-in*. Similarmente, si el gobierno patea pagos para más adelante, ese pasivo no se contabiliza, porque no se efectivizó un *cash-out*. Así, tal como su nombre lo indica, el “Base Caja” sigue los ingresos y salidas de dinero.

Por el contrario, el “Base Devengado” sigue las reglas de la contabilidad. Así, si el gobierno recibe mercadería pero que pagará en el futuro, el “Base Devengado” se contabiliza ese pasivo porque la mercadería ya se entregó, independientemente de que no hubo un *cash-out*, en el pasivo queda registrado.

Esta diferenciación la habíamos mencionados en informes anteriores porque tanto Febrero como Marzo habían mostrado que el Resultado Financiero había sido negativo en el “Base Devengado” mientras que positivo en el “Base Caja” (el que anuncia el gobierno). En aquel entonces, encendimos una leve alarma a monitorear. Luego, en el mes de Mayo, esa alarma se apagó ya que el Resultado Financiero había dado muy bien en ambas metodologías y el acumulado de cinco meses no presentaba grandes diferencias entre los enfoques.

Sin embargo, Junio vuelve a encender las alarmas (ver Cuadro I). El sexto mes del año se caracterizó por marcar una diferencia muy fuerte entre el “Base Caja” y el “Base Devengado”, lo que vuelve a encender las alarma nuevamente. Mientras que por metodología de “Base Caja” hubo un superávit de \$238 MM, en el “Base Devengado” se observó un rojo de \$1.819 MM según ASAP. Así, el acumulado del primer semestre es muy distinto según una metodología o la otra. En el “Base Caja” hay un superávit acumulado de \$2.572 MM, mientras que en el “Base Devengado” sólo es de \$314 MM. No obstante, superávit al fin de cuentas también.

Al igual que con la alarma de Febrero y Marzo, nuevamente se vuelve relevante monitorear la diferencia entre las metodologías en los próximos meses. Es que al final del día, el que manda es el “Base Devengado” ya que tarde o temprano las cuentas deben ajustarse a lo que contabilidad manda.

**CUADRO I: RESULTADO PRIMARIO Y FINANCIERO**

En MM de pesos – Base Caja vs Base Devengado

en \$ Millones	Base Devengado		Base Caja	
	Rdo. Primario	Rdo. Financiero	Rdo. Primario	Rdo. Financiero
Enero	2.553	1.207	2.011	518
Febrero	929	-186	1.233	338
Marzo	-73	-367	625	277
Abril	469	155	265	17
Mayo	2.500	1.324	2.332	1.184
Junio	-1.436	-1.819	489	238
<b>Ac. 6 Meses</b>	<b>4.942</b>	<b>314</b>	<b>6.955</b>	<b>2.572</b>

Fuente: Datos propios en base a Ministerio de Economía y ASAP

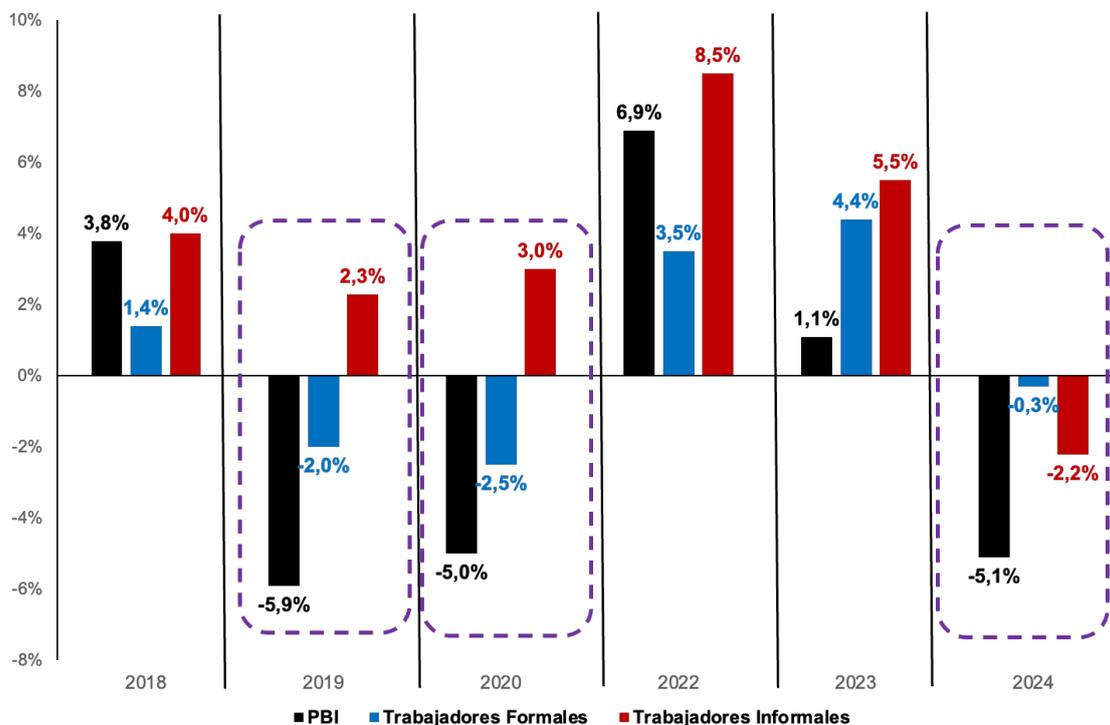
*Una Recesión con Características Distintas*

Los meses de Abril y Mayo parecen ser el piso de la recesión actual. Como siempre mencionamos, ahora vendrá el debate de la velocidad de la recuperación. No obstante, hace unos días, el INDEC dio a conocer los datos oficiales del PBI correspondientes al primer trimestre del año. Por supuesto, al estar en un trimestre recesivo, se observó una caída de la economía, que fue del orden del 5,1% en términos interanuales.

Si comparamos con los primeros trimestres de años anteriores (omitiendo el 2021 por ser el año de la recuperación del Covid-19 con particularidades especiales), podemos observar que hubo algunos años con crecimiento y otros con caída. Lo interesante es concentrarse en los años que también hubo un primer trimestre de caída para comparar con la recesión actual (Ver Gráfico I).

## GRÁFICO I: ACTIVIDAD Y EMPLEO

Primer Trimestre de cada año – Var. % interanual



Fuente: Datos propios en base a INDEC

Tanto el 2019 como el 2020 tuvieron un primer trimestre donde el nivel de actividad obtuvo una caída. En el caso del 2019, el PIB cayó un 5,9% a/a en el primer trimestre, mientras que en el 2020 la caída fue del 5% en los mismos términos.

Es interesante ver lo que sucedió con el empleo formal e informal en cada episodio recesivo. En el 2019, mientras la economía caía un 5,9% a/a, el empleo formal disminuía un 2% en términos interanuales. Sin embargo, el empleo informal mostró un crecimiento del 2,3%. En otras palabras, de alguna manera, los trabajadores informales encontraron la manera de sortear el episodio recesivo.

En lo que respecta al 2020, sucede algo similar. La economía cayó un 5% en el primer trimestre del año en la comparación interanual. Los trabajadores formales sufrieron la recesión ya que el empleo formal se contrajo un 2,5% año a año. Nuevamente, los trabajadores informales le encontraron la vuelta y el empleo informal avanzó un 3%.

En la recesión actual, la situación es distinta. La economía cayó un 5,1% en el primer trimestre del año. Esto afectó al empleo formal, con una reducción del 0,3%. Sin embargo, a diferencia de los episodios recesivos anteriores, los trabajadores informales también sufren la recesión ya que el empleo informal

cayó un 2,2% en el primer trimestre del 2024. Esto no es un dato menor, ya que es un episodio recesivo que afecta al sector informal, que suele ser el más vulnerable. Es decir, es una recesión que estaría incrementando las desigualdades.

Este dato es sumamente importante para tomar nota ya que cada vez urge más un plan de estabilización de la actividad económica debido a que la recesión no tiene las mismas características que recesiones previas en esta ocasión. Este será otro gran desafío de la Fase II durante el segundo semestre del año.

## Iván Cachanosky

Director del Departamento de Economía y Ciencias Sociales

Director de la Maestría en Economía y Ciencias Políticas