



IERAL

Fundación
Mediterránea

BROKERS / AQAF

Revista Novedades Económicas

Año 36 - Edición N° 764 - 30 de Enero de 2014

La economía tras la devaluación: Posible impacto sobre precios, salarios, tipo de cambio real, cuentas fiscales y aspectos distributivos

Marcelo Capello

Marcos Cohen Arazi

Gerardo García Oro

Néstor Grión

Alejandra Marconi

Edición y compaginación
Karina Lignola



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Escenarios relativos al mercado cambiario y las reservas del BCRA 3

Las medidas tomadas por el gabinete económico en los últimos días apuntan en última instancia a frenar la caída en las reservas del BCRA, el problema más urgente a resolver. Para ello, entre otras metas, el gobierno debe lograr disminuir la brecha entre el dólar informal y el oficial.

¿Cuánto de la devaluación del peso podría pasarse a precios? 5

Con la reciente suba del tipo de cambio oficial, ha surgido un debate respecto lo que se conoce como el *pass-through* de una devaluación: qué porcentaje se traspasa a los precios internos.

¿Qué puede pasar con el poder adquisitivo de los salarios en el primer trimestre del año? 11

La devaluación llevada a cabo durante el mes de enero, tendrá un efecto acelerador en la inflación, al menos durante algunos meses. Dado que las negociaciones salariales se llevan a cabo principalmente entre marzo y mayo, durante los primeros tres meses del año el salario real va a resultar negativamente afectado y con ello el consumo de no durables.

Tipo de cambio real tras la devaluación y escenarios a futuro 13

La economía de Argentina presentaba en Octubre de 2013 un tipo de cambio real contra el dólar similar al de fines del año 2001. Si bien ha tenido inicialmente una mejora en este enero que corre, si aumenta la tasa de inflación sus efectos se disiparán en poco tiempo.

Posibles efectos fiscales de la suba del tipo de cambio 18

El deterioro fiscal de los últimos años y su financiamiento inflacionario explican gran parte de los desequilibrios macroeconómicos que condujeron al reciente salto devaluatorio. La cuestión que surge de inmediato es si la devaluación mejora o no la situación fiscal, clave para proyectar si existe la posibilidad de ingresar a un sendero de mayor estabilidad o no.

Apertura parcial del cepo y aspectos relativos a la distribución del ingreso 24

La reciente reapertura parcial del cepo cambiario para el atesoramiento de moneda extranjera por parte de trabajadores formales difícilmente pueda tener un efecto positivo desde el punto de vista distributivo.

Escenarios relativos al mercado cambiario y las reservas del BCRA en el futuro próximo

Las medidas tomadas por el gabinete económico en los últimos días apuntan en última instancia a frenar la caída en las reservas del BCRA, el problema más urgente a resolver. Para ello, entre otras metas, el gobierno debe lograr disminuir la brecha entre el dólar informal y el oficial, y para ello decidió una jugada muy arriesgada, cual es liberar parcialmente el cepo cambiario para que puedan acceder a la compra de divisas una porción de los trabajadores formales.

Al convalidar un tipo de cambio oficial más alto, en torno a los \$8 por dólar, se pretende devolver en alguna medida competitividad de costos a la producción nacional, pero especialmente en el corto plazo lograr un aumento en la oferta de dólares en el mercado oficial de cambios, al incentivar la liquidación de dólares por exportaciones de granos. Para que resulte efectivo, para los exportadores debe resultar creíble el logro de la estabilidad del dólar oficial en torno al nuevo nivel. Por su parte, con la suba de la tasa de interés se pretende descomprimir la demanda por dólares.

Con la liberación parcial del cepo se busca, a su vez, que el aumento de la demanda de dólares en el mercado oficial de cambios reduzca en alguna medida la demanda en el mercado paralelo, a la vez que suba la oferta de divisas en el segundo por operaciones que buscan arbitraje. El costo de esta decisión son las reservas que puede perder el BCRA para responder a esta demanda minorista adicional. La apuesta reside entonces en arriesgar inicialmente más reservas si eso sirve para bajar la brecha cambiaria y genera credibilidad respecto al nuevo nivel del dólar oficial, incentivando así mayor liquidación de exportaciones. Si esto se logra, en el segundo trimestre del año llegarán los dólares de la cosecha que ayudarían a transitar con menores inconvenientes hasta la segunda mitad del año.

Mientras tanto, al no contemplar una política anti inflacionaria integral, las expectativas en el mercado son que aun cuando se logre temporalmente cierta estabilidad en el dólar oficial, la alta inflación subyacente obligará a nuevas modificaciones en los próximos meses, cuando la suba de precios haya licuado el salto cambiario inicial de enero.

Se generan así las siguientes posibilidades y escenarios en el futuro próximo. El más favorable sería uno en que se logre bajar la cotización del dólar blue, a la vez que subir las reservas del BCRA. Brindaría confianza respecto a que se habría logrado estabilizar el dólar oficial en torno al nuevo valor por algún tiempo, de modo que incentive liquidación de exportaciones agropecuarias, a la vez que la caída en el dólar informal ayudaría a evitar la sangría de reservas y a generar también credibilidad. No obstante, si no se contiene la inflación, podría tratarse de una estabilidad cambiaria transitoria.

		Cotización del Dólar <i>Blue</i>	
		↑	↓
Reservas del BCRA	↑	Perspectivas que luego el Blue se contenga	Problema resuelto en el Corto Plazo
	↓	Peor de los mundos	No tan mal, si caída R no es elevada

El escenario más pesimista es uno en que el gobierno sigue perdiendo reservas en el BCRA y no logra frenar la cotización del dólar en el mercado paralelo. Esta situación requerirá rápidamente volver a ajustar a la suba el dólar oficial o cambiar de estrategia.

Existen también escenarios mixtos. Por caso, uno en que se logra inicialmente contener la cotización del blue, pero a costa de pérdidas permanente de reservas en el BCRA. Si la caída en reservas fuera importante, presagiaría también cambios en la cotización del tipo de cambio oficial en un futuro no muy lejano.

En definitiva, aun cuando las medidas recientemente implementadas puedan inicialmente provocar efectos en la dirección buscada por el gobierno (evitar caída de reservas, bajar la brecha entre el dólar oficial y el blue), si no se logra contener la inflación, a mediano plazo resultarán de todos modos soluciones transitorias, que requerirán nuevas correcciones. Si además, como está ocurriendo en estos primeros días después de implementados los cambios, sigue la pérdida de reservas del BCRA y no se logra achicar la brecha cambiaria, el gobierno deberá entonces pensar en una nueva solución. Pero todavía es prematuro arriesgar sobre el escenario más probable.

¿Cuánto de la devaluación del peso podría pasarse a precios?

Con la reciente suba del tipo de cambio oficial, ha surgido un debate respecto a cómo esa situación puede influir sobre los precios internos en Argentina. Se trata de la discusión de lo que se conoce como el *pass-through* de una devaluación: qué porcentaje de ésta se traspasa a los precios internos. Está claro que algún efecto debe tener, aunque su magnitud dependerá principalmente de cuatro factores: a) Cuán abierta sea la economía; b) Las condiciones macroeconómicas iniciales y posteriores a la devaluación de la moneda local; c) la tasa de inflación y las expectativas de inflación existentes al momento de la devaluación; d) La existencia o no de un plan consistente para contener la suba de precios.

Un primer punto a considerar es a qué índices de precios nos estamos refiriendo, si se trata del índice mayorista, el impacto será mucho más rápido y mayor que sobre el índice minorista de inflación, por cuanto el primero está dominado por los bienes transables y el segundo por los no transables. En lo que sigue nos interesa analizar especialmente los precios minoristas.

Mientras más abierta sea la economía, existirá mayor traslación a precios de una suba del tipo de cambio. Resulta claro para los bienes importados, cuyos precios variarán cuasi linealmente con la suba del dólar, y bastante claro para los bienes que se exportan, aun cuando se vendan en alguna porción también en el mercado interno, por cuanto los exportadores exigirán el mismo precio internamente si tienen la posibilidad de exportar. Claro que el gobierno en este caso podría poner trabas a las exportaciones para que los precios de esos bienes no aumenten en el mercado interno (derechos de exportación, restricciones para exportar, etc.), pero eso iría contra las posibilidades de crecimiento a largo plazo de la economía, y en el corto plazo afectaría negativamente el ingreso de divisas, en una situación en que el gobierno las necesita imperiosamente para no perder más reservas en el BCRA.

Pero la devaluación afectará también, aunque posiblemente en menor medida, a los precios de los bienes producidos localmente que compiten con las importaciones. Si el precio del importado sube con el dólar, entonces el productor local tendrá margen para aumentar también su precio en pesos, siempre que con ello no pierda ventas. Esto último tiene mucho que ver con la segunda condición antes planteada, como luego se explicará. Obviamente que también influye el hecho que subirán algunos costos de producción de estos bienes, por sus componentes importados.

Inclusive, los precios de los bienes no transables con el exterior podrían subir con una devaluación, por cuanto para producirlos podrían necesitarse algunos insumos importados. Es más, también puede suceder aunque no ocurra esto último en absoluto. Pensemos, por ejemplo, en un peluquero que en su proceso productivo no

use absolutamente ningún insumo importado. Aunque con la devaluación no varíen sus costos de producción, si el costo de vida de ese peluquero aumenta porque otros precios distintos del corte de pelo varían, muy probablemente decida subir el precio del corte, para no perder calidad de vida. Pero esto dependerá en gran medida de cómo está su mercado, la demanda que enfrenta, y de la situación de la macroeconomía, aspectos estos que dependen del segundo factor antes mencionado, que revisamos a continuación.

Mientras mayor sea el nivel de actividad y empleo previo a la devaluación de la moneda, y mientras más expansiva sea la política fiscal y monetaria, y el aumento de salarios, anterior y posterior a la devaluación de la moneda local, mayor será el impacto sobre los precios de una determinada suba del tipo de cambio. Piénsese, por ejemplo, en el peluquero antes citado, si previo a la devaluación de la moneda su demanda estaba muy firme, y ello parece seguir así tras aquella, el peluquero más probablemente ajuste el precio del corte, para mantener sus ingresos en términos reales, y su poder de compra. Igual conjetura podemos hacer sobre el comportamiento de los productores de bienes locales que compiten con las importaciones.

El tercer factor que incide es la tasa de inflación existente antes de la devaluación, y las expectativas respecto a ella en el tiempo. A mayor inflación y mayores expectativas por inflación inicial, más alta resultará la probabilidad del traspaso a precios de una suba del tipo de cambio. En el ejemplo del peluquero, aunque supongamos que no cuenta con insumos importados en su actividad, si al momento de devaluarse la moneda la inflación ya era alta, y también elevadas las expectativas de que ésta siga siendo alta, lo más probable es que dicho individuo considere ciertos precios de referencia para decidir respecto a su propio precio, y el tipo de cambio es uno de los candidatos más firmes en ese sentido.

El cuarto factor tiene que ver con la existencia o no de una estrategia integral y consistente para contener la inflación, especialmente tras el salto cambiario inicial.

De modo que el impacto sobre los precios de una devaluación de la moneda local será más alto mientras más abierta sea esa economía, mejores sean las condiciones iniciales de actividad y empleo, mayor sea la inflación antes de la suba del dólar y menos consistente resulte la estrategia del gobierno para frenar la suba de precios.

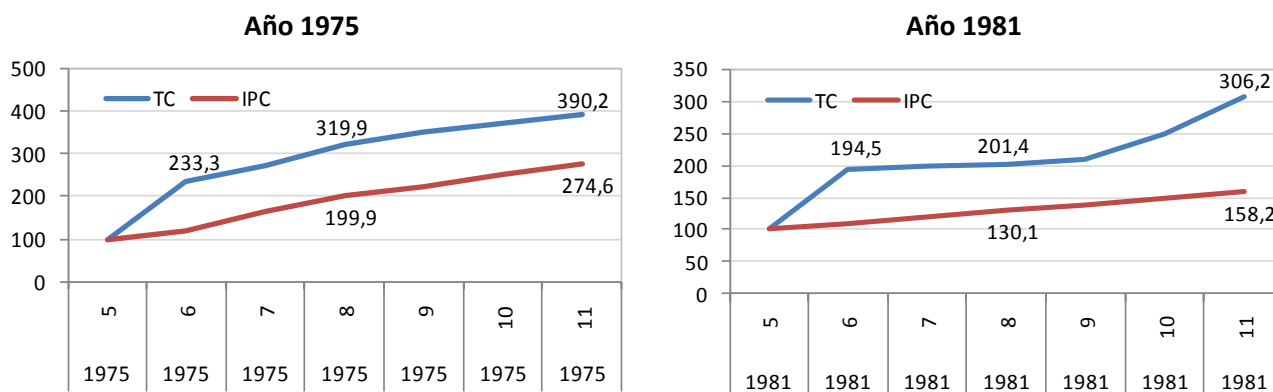
Experiencias pasadas de subas marcadas del tipo de cambio e impacto en precios

El impacto sobre los precios minoristas (IPC) de devaluaciones importantes ocurridas en el pasado ha sido diferente en función de los elementos en juego antes explicados¹. Por ejemplo, en la devaluación de **1975** la variación de precios su ubicó por debajo del

¹ Se advierte que se trata de ejemplos de devaluaciones más importantes que la ocurrida en enero de 2014.

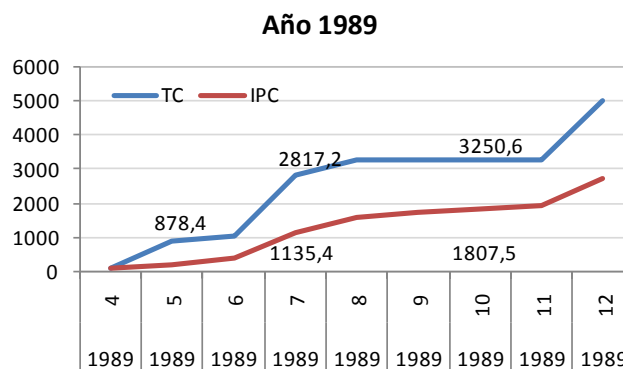
aumento en el tipo de cambio. El *pass-through* en el mes posterior a la variación en el tipo de cambio fue del 37% del shock, llegando hasta 60% seis meses después.

En el año **1981** el efecto sobre precios fue menor. Así, en el mes posterior a la devaluación más fuerte del año, el efecto en precios fue del 21%, mientras que seis meses después había aumentado hasta 28% de la suba del tipo de cambio.



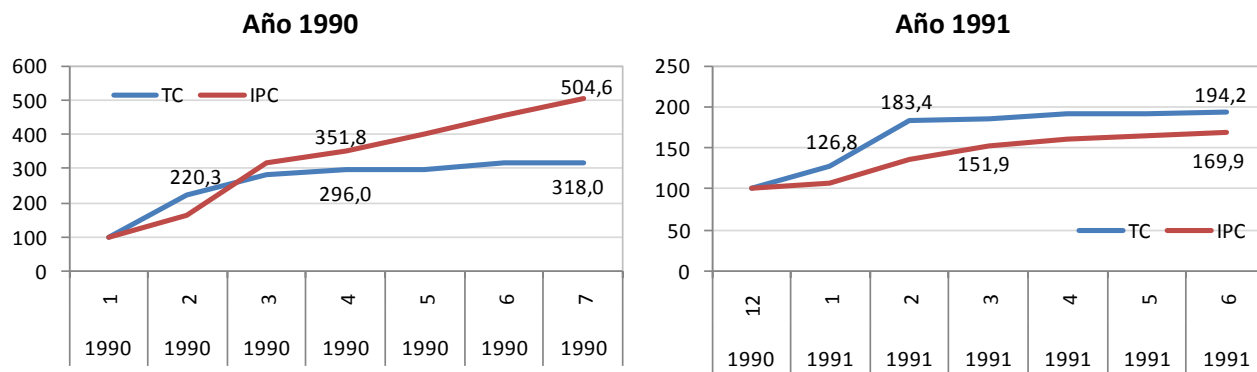
Fuente: IERAL en base a BCRA e INDEC

En **1989** se produjeron dos variaciones de gran magnitud en el tipo de cambio, por lo que sus efectos en precios se superponen. Seis meses después de ambas devaluaciones, el traslado a precios rondó el 54%.



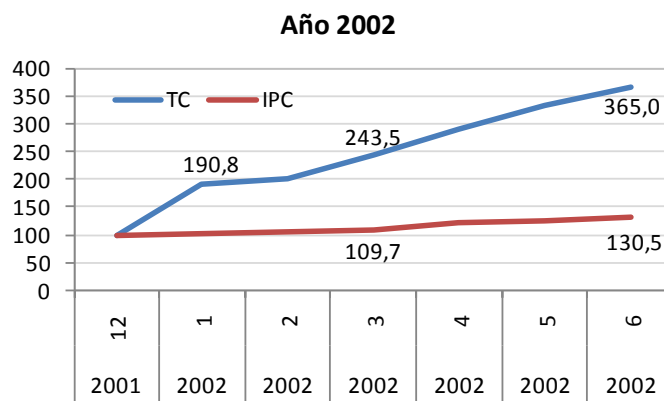
Fuente: IERAL en base a BCRA e INDEC

Distinto fue el caso de **1990**. Con episodios de hiperinflación frescos en la economía (y las devaluaciones llevadas a cabo durante el año anterior), un aumento de aproximadamente el 120% en el precio del dólar provocó, junto a otros factores, una estampida de precios, que al mes siguiente ya se habían disparado 17% por encima del shock devaluatorio. Envuelta la economía en una espiral inflacionaria, la estabilización del tipo de cambio en los meses subsiguientes no fue suficiente para frenar el aumento de precios, que 6 meses después ya se encontraban un 85% por encima del mismo efecto devaluatorio. En esta situación, el tipo de cambio real bajó en lugar de subir, tras el aumento en la tasa nominal de cambio.



Fuente: IERAL en base a BCRA e INDEC

En el último caso revisado, el año **2002**, la devaluación llevó el valor del dólar inicialmente desde \$1 a \$1,4, pero luego subió hasta superar los tres pesos. Tal suba se dio en un contexto sumamente recesivo y de alto desempleo, que no ayudaban para el traslado a precios en el caso de bienes no transables y de los que compiten con importaciones. Por tales motivos los precios minoristas se movieron apenas un 30% seis meses después de la salida de la convertibilidad, mientras el tipo de cambio se había más que triplicado. Esto es, el traspaso de la devaluación a los precios, en ese contexto, resultó sólo del 11%.



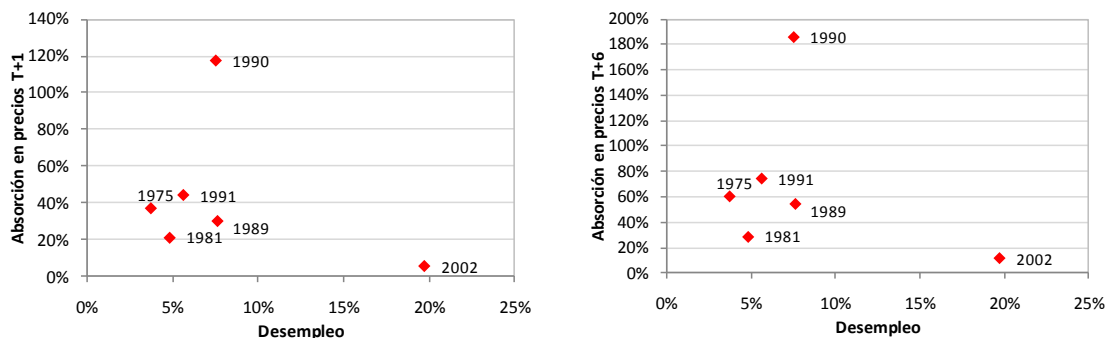
Fuente: IERAL en base a BCRA e INDEC

Como se explicó, cuánto del shock en el tipo de cambio se traslada a los precios minoristas se ve condicionado por variados factores. En un contexto de pleno empleo y demanda pujante, es más fácil trasladar a precios, lo mismo si ya existía una alta inflación inicial. Por el contrario, en una economía con alto desempleo y recesión inicial, los precios no siguen tan de cerca al tipo de cambio, por cuanto la demanda ya se halla resentida y no absorbe subas de precios.

Estos factores pueden observarse en el gráfico que sigue, donde se muestra el grado de traspaso a precios del shock devaluatorio (al mes y a los seis meses), contra la tasa de desempleo promedio del año en cuestión. Se concluye que a menor tasa de

desempleo menor traspaso a precios, con casos en que el efecto acumulado seis meses después de la devaluación va del 11% en 2001 a cerca de 180% en 1990, pasando por niveles cercanos al 60% en 1975 y 1989.

Absorción a precios de una devaluación vs tasa de desempleo observada en la economía a 1 mes y 6 meses de la suba del tipo de cambio



Fuente: IERAL en base a BCRA e INDEC

Resumen de variables en algunas experiencias pasadas de devaluación variaciones interanuales, excepto inflación (mensual)

	Desempleo promedio anual	Variación del PIB	Inflación mes anterior	Crecimiento de la Base Monetaria	Resultado Fiscal en % del PBI
1975	3,7%	-0,6%	3,9%	226%	-2,38
1981	4,8%	-5,4%	7,5%	117%	-1,05
1989	7,6%	-6,9%	33,4%	5169%	0,68
1990	7,5%	-1,8%	79,2%	881%	0,56
1991	5,6%	10,6%	4,7%	109%	1,85
2002	19,7%	-10,9%	-0,1%	143%	2,97

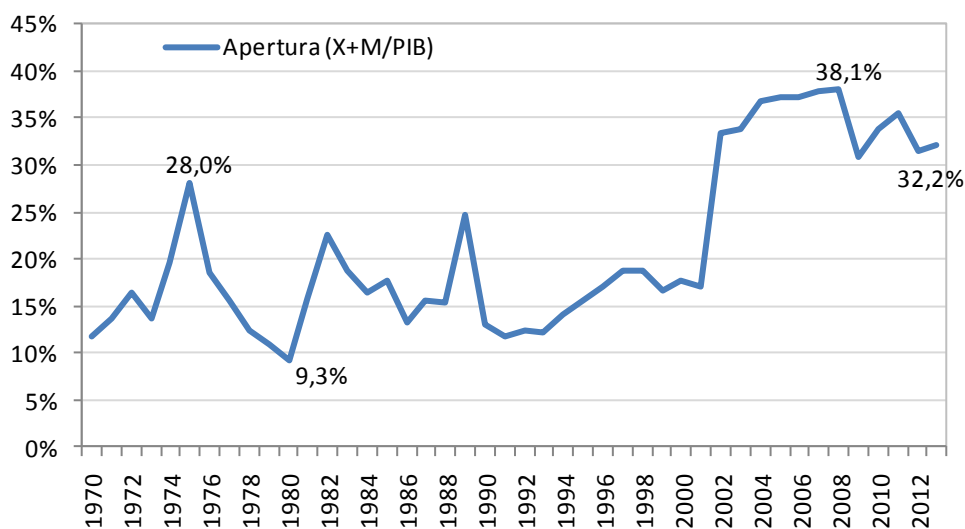
¿Qué puede ocurrir con los precios minoristas en 2014 tras una suba del 22,2% en el tipo de cambio oficial durante enero? En primer lugar, se debe tener en cuenta que el grado de apertura de la economía, medido por el cociente entre exportaciones e importaciones en el PIB, se ubica entre los más altos de las últimas tres décadas². En ese sentido, aporta a que el pase a precios resulte mayor. Por su parte, la devaluación de enero toma a la economía tras un 2013 con niveles relativamente altos de producción en muchos sectores, aunque con bajo crecimiento (alrededor del 3% en el año), y con tasas relativamente bajas de desempleo. La devaluación de enero encuentra además a la economía con una tasa de inflación previa relativamente alta, que se había ubicado en diciembre en algo más del 3% mensual, y con expectativas crecientes de subas de precios, sin que exista un plan anti inflacionario consistente.

² Si bien la economía argentina no puede considerarse “abierta” en la última década en términos de las restricciones existentes sobre exportaciones e importaciones, sí lo es si se usa la medida estadística $(X+M) / PIB$, principalmente a causa de los altos precios existentes para nuestras exportaciones.

Se estima entonces que en esta oportunidad podría tratarse de una situación intermedia en términos de *pass-through*, que al cabo de medio año podría ubicarse en alrededor del 50% de la devaluación inicial, es decir, alrededor de 10 puntos adicionales de inflación, que podrán sumarse o no a la inercia que ya traía la inflación, dependiendo cómo siga la política fiscal, monetaria y cambiaria hasta fin de año.

Apertura de la economía. 1970-2013*

En dólares corrientes



Fuente: IERAL en base a OJF (2010) e INDEC

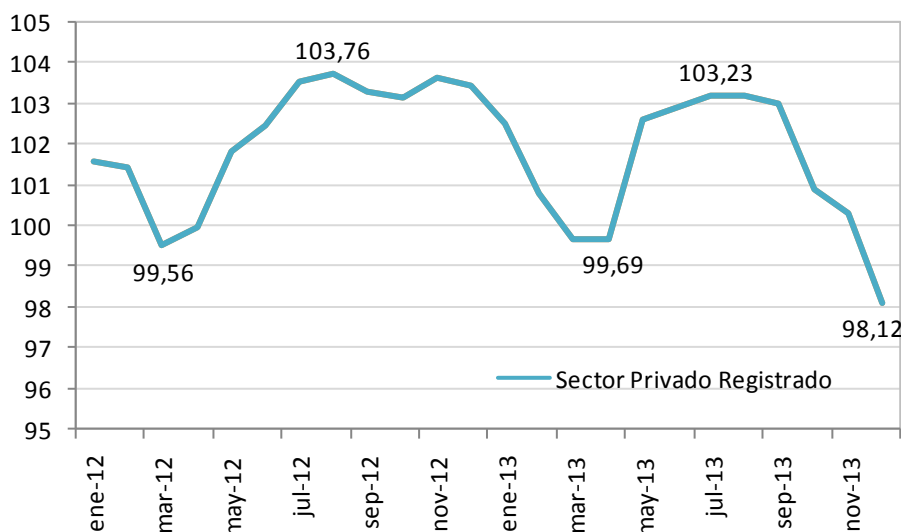
¿Qué puede pasar con el poder adquisitivo de los salarios en el primer trimestre del año?

Como antes se explicó, la devaluación del 22,2% llevada a cabo durante el mes de enero, tendrá un efecto acelerador en la inflación, al menos durante algunos meses. Dado que las negociaciones salariales se llevan a cabo principalmente entre marzo y mayo, teniendo mayor impacto en el segundo trimestre del año, durante los primeros tres meses el salario real va a resultar negativamente afectado. No obstante, ello podría ser compensado si se llevan a cabo negociaciones previas o pagos a cuenta de futuras negociaciones.

El gráfico siguiente muestra la evolución del salario real promedio de un trabajador formal privado en los últimos dos años (se presenta el índice de evolución, con base 100 en abril 2012), donde queda claro que entre marzo de 2012 y 2013 no hubo prácticamente cambios en el poder adquisitivo del salario, y que a diciembre de 2013 el salario se hallaba un 1,6% abajo respecto a marzo 2013, mostrando que los incrementos logrados en paritarias ya se han licuado al calor de la inflación vigente.

Evolución del Salario real privado registrado.

Base Abril 2012=100

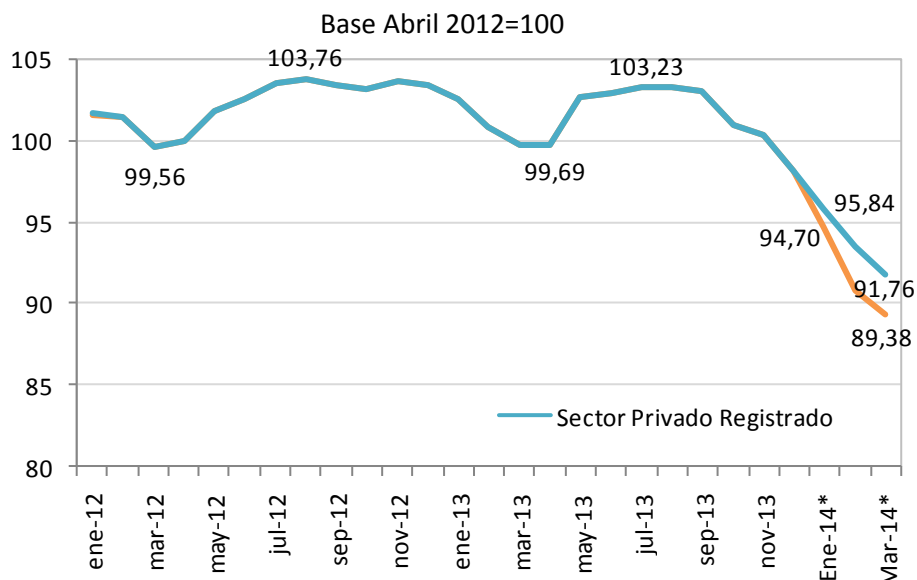


Fuente: IERAL en base a Mecon, INDEC y DPEyC-San Luis

Esta situación puede agravarse debido a la aceleración de la inflación que va a producirse en estos primeros meses del año, debido al efecto que tendrá la devaluación en los precios. Teniendo en cuenta dos escenarios posibles de inflación, el primero (menos probable) en el cual la inflación mensual en cada mes del primer trimestre resulta la misma que en diciembre de 2013, acumulando 10,1% en tres meses, y otro más pesimista en que la inflación sube algún escalón (más probable), y los precios aumentan 13% en dicho período. Ante estas perspectivas se tiene que el

salario real de un trabajador formal privado podría caer entre 6,5% y 8,9% en el primer trimestre de 2014, si no existen ajustes nominales de salarios en el período mencionado. Esta situación afectaría especialmente al consumo masivo.

Evolución del Salario real privado registrado.



Fuente: IERAL en base a Mecon, INDEC y DPEyC-San Luis

Escenarios de inflación y caída del salario real (trabajador formal privado)

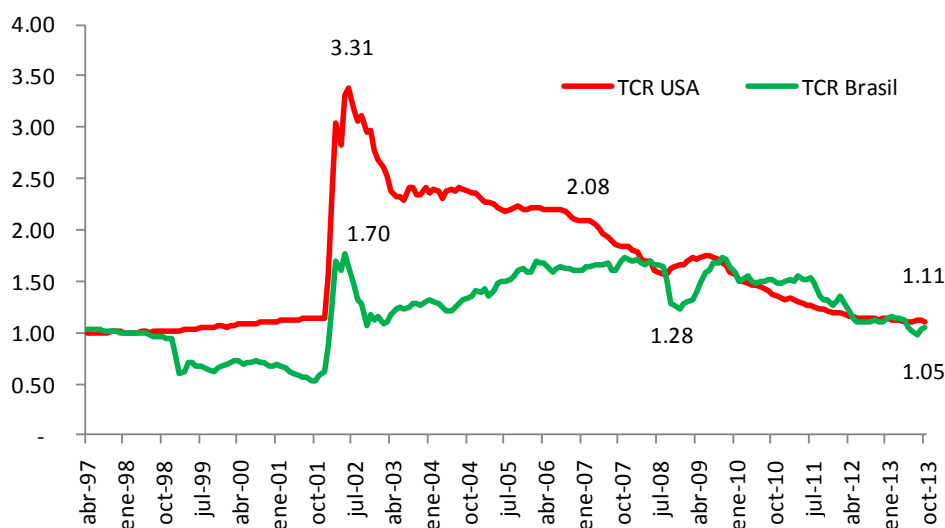
	Inflación 1	Caída SR	Inflación 2	Caída SR
Ene-14	3,3%	-2,3%	4,5%	-3,5%
Feb-14	3,3%	-2,4%	5,0%	-4,0%
Mar-14	3,3%	-1,9%	3,0%	-1,7%
Acum I trim	10,1%	-6,5%	13,0%	-8,9%

Tipo de cambio real tras la devaluación y escenarios a futuro

La economía de Argentina presentaba en Octubre de 2013, mes previo al recambio ministerial, un tipo de cambio real contra el dólar equivalente a 1,11 pesos, comparado contra 1,0 en Enero de 1998 y 1,14 en Diciembre de 2001. Medido con el Real de Brasil, las cifras eran 1,05 en Octubre 2013, 0,62 en Diciembre 2001 y 1,0 en Enero 1998. Si se acepta que la economía de la convertibilidad presentaba un problema de competitividad de costos a fines de 2001, se debe reconocer que también existía este problema en Octubre de 2013.

Tipo de cambio real contra dólar y real brasileiro

Índice base Ene-1998=1



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de BCRA, BLS, IBGE

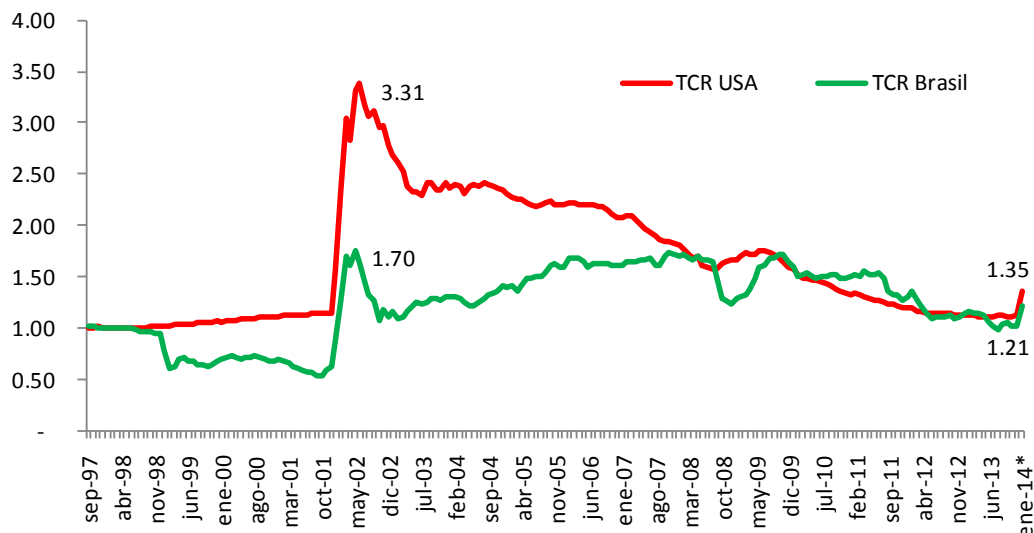
Con el recambio de gabinete en Noviembre, ante el problema de competitividad cambiaria, la brecha con el dólar *blue* y la consecuente pérdida de reservas en el BCRA, la nueva conducción del Ministerio de Economía y el organismo rector en lo monetario decidieron acelerar las depreciaciones diarias de la moneda local, y en enero último permitieron un salto discreto del 22%, ubicándose el tipo de cambio oficial contra el dólar en torno a los \$8 en los días que corren. Acto seguido, una pregunta obligada es la siguiente: ¿Cuánto se ha recuperado el tipo de cambio real versus el dólar americano y el real de Brasil tras ese movimiento inicial en la tasa nominal de cambio?

Teniendo en cuenta el tipo de cambio nominal de finales de enero, de \$8 por dólar, se tiene que el tipo de cambio real contra el dólar resulta ahora 22% mayor que en Octubre de 2013, un 19% más alto que en Diciembre de 2001 y 35% superior al de Enero de 1998. Medido contra el Real de Brasil, las cifras implican un tipo de cambio real en enero que resulta 15% superior al de Octubre 2013, un 94% mayor al de

Diciembre 2001 (Brasil ya había devaluado su moneda este último año) y un 21% más elevado que en Enero 1998.

Tipo de cambio real contra dólar y real brasileiro tras cambios de enero 2014

Índice base Ene-1998=1

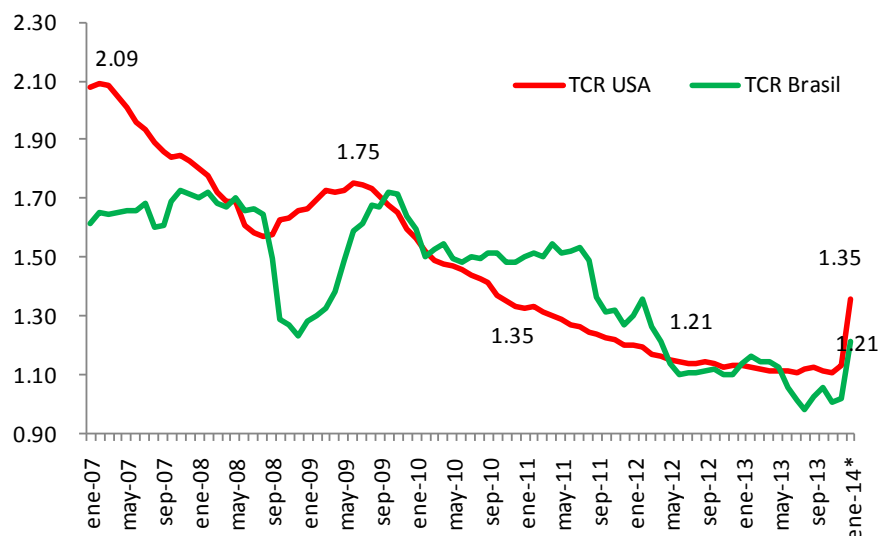


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de BCRA, BLS, IBGE y estimaciones

En términos comparativos, la mejora respecto al ámbito del dólar implica que el TCR actual es similar al de noviembre 2010, es decir, que corregiría algo más de 3 años de atraso. Por su parte, respecto a Brasil la mejora implica equiparar el TCR actual con el nivel existente en abril de 2012, habida cuenta que el vecino país también depreció su moneda.

Tipo de cambio real contra dólar y real brasileiro

Índice base Ene-1998=1



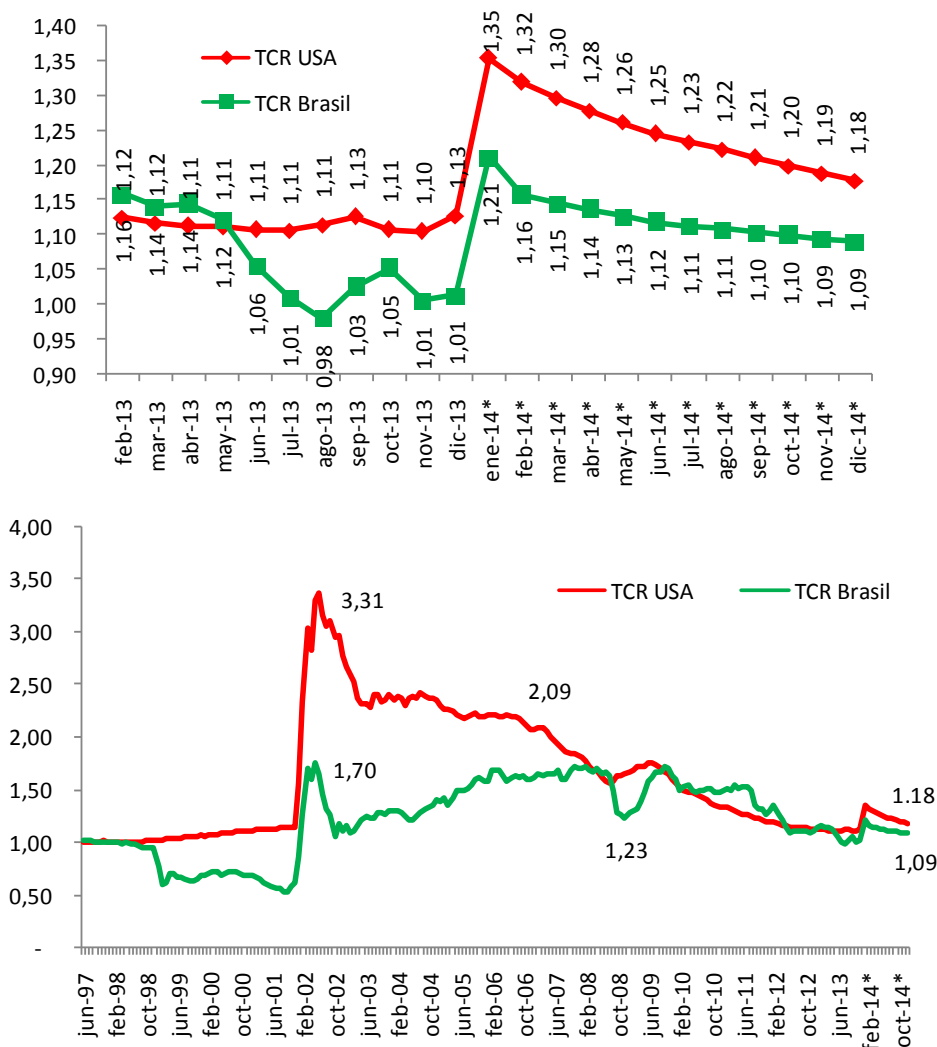
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de BCRA, BLS, IBGE y estimaciones

La mejora inicialmente obtenida, sin embargo, podría ser eclipsada en pocos meses si el tipo de cambio nominal (TCN) quedara virtualmente fijo en el nuevo nivel y la inflación se mantuviera en los niveles actuales, y obviamente la situación sería más preocupante si esta se acelera.

Teniendo en cuenta que el tipo de cambio nominal dio un salto en la segunda mitad de enero, y que las referencias oficiales apuntan a mantenerlo estabilizado, a continuación se analiza el impacto que tendría esta situación en el caso que su valor oscile en torno a \$8 por dólar el resto del año, y en que la inflación siga uno de dos senderos: a) Resulte 5 puntos porcentuales por arriba de 2013; b) Se ubique 10 puntos porcentuales por arriba de 2013.

En el primer escenario planteado, se tiene que en diciembre de 2014 el tipo de cambio real contra el dólar sería apenas 4% superior al de igual mes de 2013, y 3% superior al de diciembre de 2001. Comparado con el mes de enero de 2008, el relativo de precios sería 35% menor, evidenciando una desventaja para la producción nacional de bienes exportables. En el caso del tipo de cambio real con Brasil, en diciembre de 2014 tendría un valor 7% más alto que en igual mes de 2013 y 75% superior al de 2001, aunque 36% inferior al de enero de 2008.

Tipo de cambio real, escenarios hasta fin de año
Escenario de inflación: 30,9% (igual a 2013 más 5 p.p.)
 Índice base Ene-1998=1



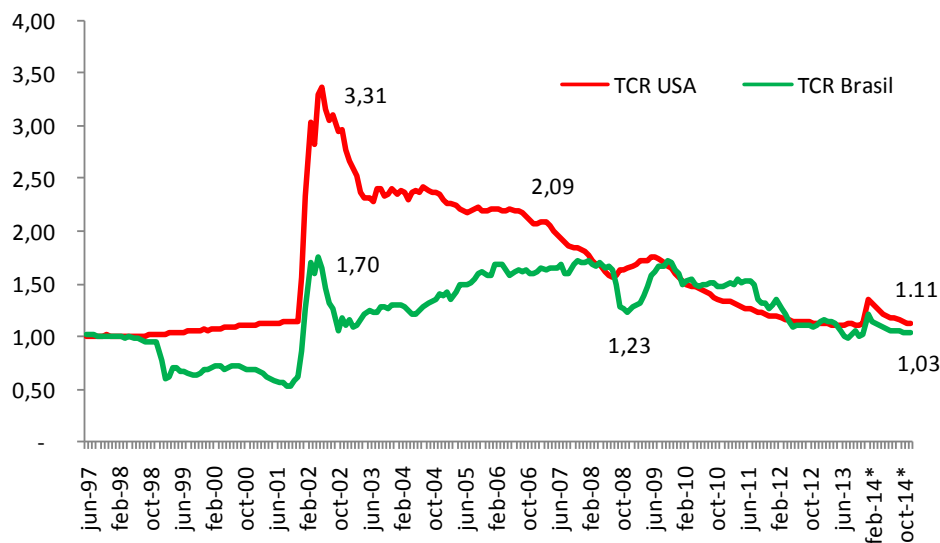
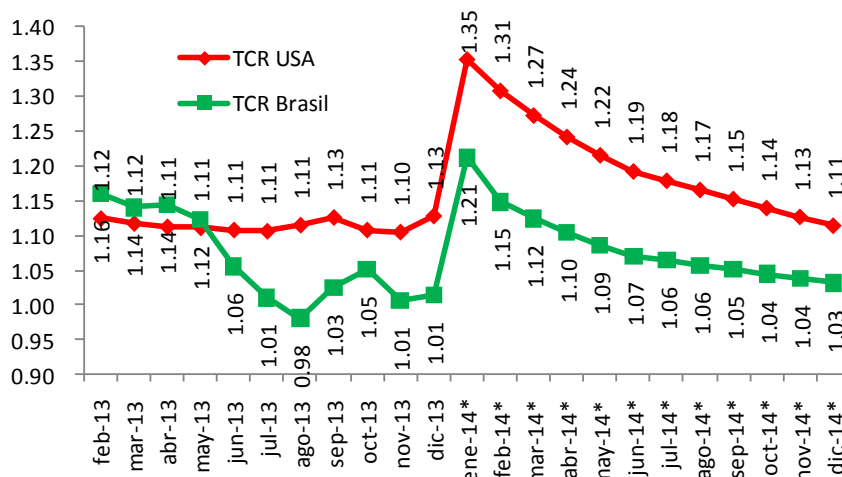
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de BCRA, BLS, IBGE y estimaciones

En el segundo escenario planteado, con 10 puntos de inflación adicionales a 2013, cuando finalice el año 2014 el tipo de cambio real contra el dólar sería levemente inferior al de igual mes de 2013 (-1%) y al de diciembre de 2001 (-2%). Comparado con el mes de enero de 2008, el tipo de cambio real resultaría 38% menor. En el caso del tipo de cambio real con Brasil, en diciembre de 2014 tendría un valor 2% más alto que en igual mes de 2013 y 65% superior al de 2001, aunque 39% inferior al de enero de 2008.

Por lo tanto, en la medida que no se establezcan acciones para frenar la inflación, el oxígeno cambiario logrado en enero irá perdiendo efectividad rápidamente a lo largo del año 2014, hasta neutralizarse hacia el final del año. Al mismo tiempo, la mejora

experimentada lejos estará de compensar la caída en el tipo de cambio real respecto a períodos en que las variables macroeconómicas resultaban más consistentes, como 2007 o 2008.

Tipo de cambio real, escenarios hasta fin de año
Escenario de inflación: 35,9% (igual a 2013 más 10 p.p.)
Índice base Ene-1998=1



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de BCRA, BLS, IBGE y estimaciones

Posibles efectos fiscales de la suba del tipo de cambio

El deterioro fiscal de los últimos años y su financiamiento inflacionario explican gran parte de los desequilibrios macroeconómicos que condujeron al reciente salto devaluatorio. La cuestión que surge de inmediato es si la devaluación mejora o no la situación fiscal, cuestión clave para proyectar si existe la posibilidad de ingresar a un sendero de mayor estabilidad o no. Hay que recordar que Argentina tiene aún vedado el acceso a los mercados voluntarios de crédito a tasas razonables, por lo que alcanzar un equilibrio genuino (sin financiamiento inflacionario) en su saldo fiscal constituye una condición necesaria.

Devaluación y Estructura del Sector Público

Para evaluar el impacto fiscal de la devaluación hay que considerar la estructura de la ejecución presupuestaria, así como los compromisos de deuda. Cuatro elementos deben principalmente tenerse en cuenta. En primer lugar, la devaluación aumenta proporcionalmente el importe en pesos de las cuentas dolarizadas, ya sean de ingresos (derechos sobre el comercio exterior) como de egresos (subsidios energéticos, servicios de la deuda en moneda extranjera). En segundo lugar, la devaluación se traslada, al menos parcialmente, a precios, y por esa vía puede subir la recaudación de los impuestos relacionados con ventas e ingresos nominales (IVA, Ganancias, etc.), aunque también puede compensar negativamente si la suba del tipo de cambio hace caer el nivel de actividad. No obstante, el efecto nominal es normalmente positivo (precios suben más que lo que eventualmente pueda caer la actividad). En tercer lugar, existen erogaciones del Estado que aumentan automáticamente con la inflación, y otras que dependen de decisiones administrativas. Ejemplos de las primeras son las compras de bienes y servicios, que pasan a realizarse a valores mayores. Ejemplos de los segundos son el gasto en salarios y en subsidios (a familias o empresas). Si bien tras una suba de la inflación existe presión para que también lo hagan los salarios públicos, lo que ocurra con estos dependerá en definitiva de una negociación, y de la postura más o menos flexible que tenga el gobierno en la misma. Respecto a los subsidios, componente fundamental en el gasto público actual, se requiere también de decisiones administrativas para aumentarlos.

Del resultado de lo que ocurra con los tres elementos anteriores surge un cuarto, referido a la magnitud de la asistencia financiera que debe proveer el Banco Central al Tesoro, tanto en pesos como en dólares. El siguiente gráfico resume lo señalado.

Estructura Simplificada del Sector Público Nacional
Proyección 2014 previa a la devaluación
 En Millones de Pesos

	Ingresos Totales + Financiamiento			Gasto Primario + Servicios de la Deuda			Saldo	
Dolarizados	Comercio Exterior	110.363	10,4%	Subsidios Energéticos	124.497	11,7%	-82.846	-7,8%
				Servicios en Moneda Extranjera	68.712	6,5%		
Dependientes de la Inflación	Impuestos	413.653	39,0%	Resto subsidios económicos	70.002	6,6%	76.711	7,2%
				Otras transf. Ctes a privados	13.031	1,2%		
				Resto de Gastos	253.909	23,9%		
Dependientes de la política de Ingresos	Seguridad Social	286.583	27,0%	Remuneraciones	127.084	12,0%	-190.245	-17,9%
				Seguridad Social	349.744	33,0%		
Otros	Resto de Ingresos	12.110	1,1%	Servicios en Pesos	53.727	5,1%	-41.618	-3,9%
Financiamiento	Rentas de la Propiedad	76.987	7,3%				237.997	22,4%
	BCRA y otros (Org. Int.)	161.011	15,2%					
Total	Total Ingresos	1.060.706	100,0%	Total Erogaciones	1.060.706	100,0%	-	0,0%

Nota: Los servicios de la deuda incluyen pago de cupón PIB y excluyen Letras del Tesoro y Adelantos del BCRA.

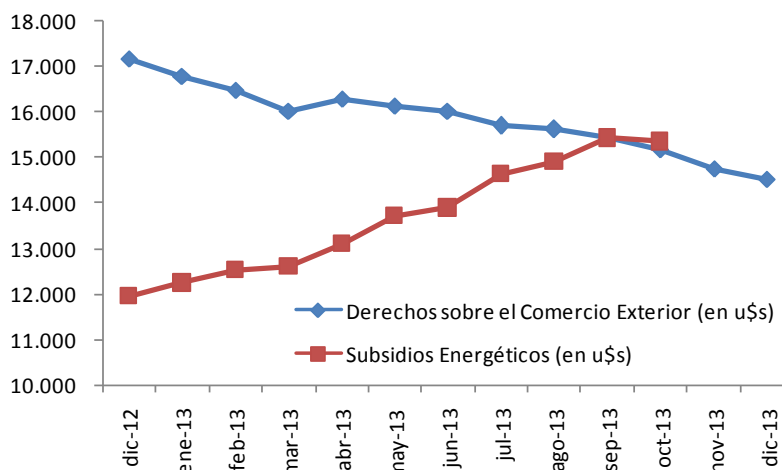
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Se destacan varios aspectos de la anterior tabla.³ Considerando variables dolarizadas, se advierte la gran importancia de los subsidios energéticos, que en 2013 superaron a los ingresos derivados de los derechos que se aplican sobre el comercio exterior (ver siguiente gráfico). La consecuencia es que una devaluación inicialmente tiene un impacto neutro sobre el saldo fiscal primario, y ya no positivo por la existencia de los Derechos al Comercio Exterior. De modo que el efecto fiscal neto de una devaluación pasa ahora a depender fundamentalmente de si el gobierno decide autorizar aumentos de remuneraciones en el sector público similares o por debajo de la inflación. Dado que lo más probable es que los salarios del sector público se muevan similares a los del sector privado, tanto para evaluar el posible impacto fiscal de la devaluación de enero, como para monitorear lo que pueda ocurrir con la inflación, resultará fundamental observar la actitud que tome el gobierno respecto a las negociaciones salariales, tanto en el sector público como privado.

³ Con varios supuestos simplificadores para facilitar la exposición.

Relación entre Subsidios a la Energía y Derechos sobre el Comercio Exterior

Acumulado 12 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON y ASAP.

Los ingresos relacionados más directamente con la inflación representan el 39% del total considerado y muestran un efecto positivo sobre el saldo fiscal. Algunos factores pueden mejorar más su desempeño (impuestos "atados" al comercio exterior, nuevos impuestos, no ajuste por inflación), pero también hay que tener presente que una devaluación puede tener efectos recesivos (y caída en el nivel de cumplimiento).

De gran importancia son las cuentas dependientes de la política de ingresos (remuneraciones y jubilaciones) que logre establecer el gobierno. Dado su efecto negativo sobre el saldo fiscal, de si se logra o no contener subas de remuneraciones en el sector público por debajo de la suba en la recaudación fiscal dependerá en gran medida el efecto neto de la devaluación del peso sobre las cuentas públicas del gobierno nacional.

Como las erogaciones superan a los ingresos genuinos y no se recurre al endeudamiento en los mercados privados, el grueso del financiamiento necesario en pesos y dólares proviene del BCRA. Esta dinámica de alta emisión y de pérdida de reservas es el nexo entre una política fiscal imprudente y los actuales desequilibrios macroeconómicos. Tras la devaluación de enero, para cortar el mencionado vínculo se debiera morigerar la suba del gasto allí donde es posible, racionalizando también los subsidios económicos. No obstante, estas decisiones en lo inmediato tenderían a empeorar el nivel de actividad y la inflación, por lo que la presentación de un plan integral que devuelva credibilidad a la estrategia pública deviene altamente necesario.

Escenarios fiscales para 2014

A continuación se plantean tres escenarios fiscales para el año 2014. El primero o base sirve como referencia y refleja la situación proyectada para este año antes de la

devaluación de enero. Se aprecia un crecimiento del tipo de cambio algo superior a la inflación, pero en niveles similares a los de 2013. Luego se construye un escenario "optimista" en términos fiscales, en donde se reflejan los impactos sobre los ingresos de la devaluación que ya tuvo lugar, se agrega dentro de las erogaciones al plan PROGRESAR y se supone que el gobierno contiene las demandas salariales (subas menores a la inflación). El escenario fiscalmente "pesimista" supone que salarios y jubilaciones crecen a la par de la inflación real, que en este caso sería del 36,4%. En cualquier caso se está suponiendo que la situación macro seguirá siendo compleja pero no se necesitarán nuevos saltos discretos en el tipo de cambio, sino que se vuelve a una senda de subas diarias marginales.

Supuestos macroeconómicos

	2014		
	Base	Optimista	Pesimista
Tipo de Cambio (dic)	8,261	9,971	9,971
Var % a	30,3%	57,3%	57,3%
IPC (var % a)	26,6%	36,4%	36,4%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

El siguiente cuadro resume los posibles efectos de la devaluación de enero en las cuentas públicas de 2014. En primer lugar debe decirse que sin el salto en el tipo de cambio de enero, lo más probable hubiese sido que se presentase un déficit primario en 2014 por \$38.572 millones (1,1% del PIB), cuando el de 2013 se estima en \$26.315 millones (1,0% del PIB). En ambos escenarios que incluyen la devaluación de enero aumentan los ingresos y los gastos medidos en moneda doméstica. En el escenario fiscalmente optimista, en que el gobierno logra contener las subas salariales casi 7 puntos por debajo de la inflación del año, el resultado primario es negativo en \$32.352 millones (0,9% del PIB), mejorando \$6.200 millones respecto al caso base (sin devaluación de enero), aunque empeorando también alrededor de \$6.000 millones con relación a 2013. En el escenario fiscalmente pesimista en que el gobierno no logra contener las subas salariales, y estas resultan similares a la inflación, el déficit primario asciende hasta \$57.819 millones (1,6% del PIB), implicando un deterioro de \$19.247 millones sobre el caso base.

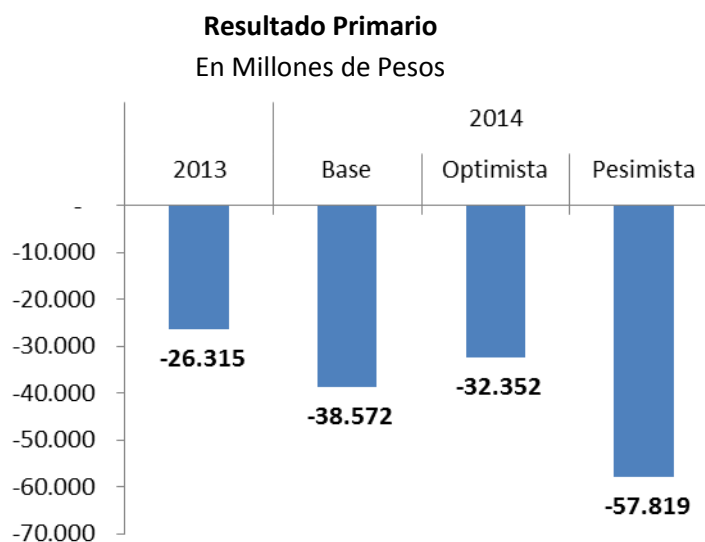
Así las cosas, el salto devaluatorio podría llegar a aportar alrededor de \$53 mil millones extras por el lado de los ingresos, pero la elevada importancia de los subsidios a la energía implica que las cuentas dolarizadas puedan contrarrestar con un aumento del gasto por cerca de \$17 mil millones. Ante esta situación lo que ocurra con las cuentas fiscales pasará a depender de cual resulte la política respecto a remuneraciones y seguridad social, dichas partidas crecen en línea con la inflación o no, o que finalmente el sector público se decida por racionalizar los subsidios económicos, cuyo gasto en 2013 resultó de aproximadamente \$140 mil millones.

La Devaluación de enero y los escenarios fiscales en 2014

	2013	2014			Var 2014		
		Base	Optimista	Pesimista	Base	Optimista	Pesimista
Ingreso Total	716.704	899.695	953.020	953.020	25,5%	33,0%	33,0%
Impuestos	327.020	413.653	437.500	437.500	26,5%	33,8%	33,8%
Comercio Exterior	79.016	110.363	132.963	132.963	39,7%	68,3%	68,3%
Comercio Exterior u\$s	14.530	14.966	14.966	14.966	3,0%	3,0%	3,0%
Seguridad Social	229.266	286.583	293.461	293.461	25,0%	28,0%	28,0%
Rentas de Propiedad	57.027	76.987	76.987	76.987	35,0%	35,0%	35,0%
Resto de Ingresos	9.845	12.110	12.110	12.110	23,0%	23,0%	23,0%
Gasto Primario	743.019	938.267	985.372	1.010.838	26,3%	32,6%	36,0%
Remuneraciones	101.667	127.084	132.167	139.004	25,0%	30,0%	36,7%
Seguridad Social	273.238	349.744	355.209	373.839	28,0%	30,0%	36,8%
Transf. ctes al sector privado	156.523	207.530	244.087	244.087	32,6%	55,9%	55,9%
Energía	87.764	124.497	150.054	150.054	41,9%	71,0%	71,0%
Energía en Dolares	15.770	16.559	16.559	16.559	5,0%	5,0%	5,0%
Resto subsidios economicos	58.335	70.002	70.002	70.002	20,0%	20,0%	20,0%
Resto de transf. Ctes a priv.	10.425	13.031	24.031	24.031	25,0%	130,5%	130,5%
Resto de Gastos	211.591	253.909	253.909	253.909	20,0%	20,0%	20,0%
Resultado Primario	-26.315	-38.572	-32.352	-57.819	46,6%	22,9%	119,7%
Servicios		122.439	136.662	136.662			
En Pesos		53.727	53.727	53.727			
En Dólares (\$)		68.712	82.935	82.935			
En Dólares		8.826	8.826	8.826			
Necesidades (RP+Servicios)		161.011	169.014	194.481			

Nota: Los servicios de la deuda incluyen pago de cupón PIB y excluyen Letras del Tesoro y Adelantos del BCRA.

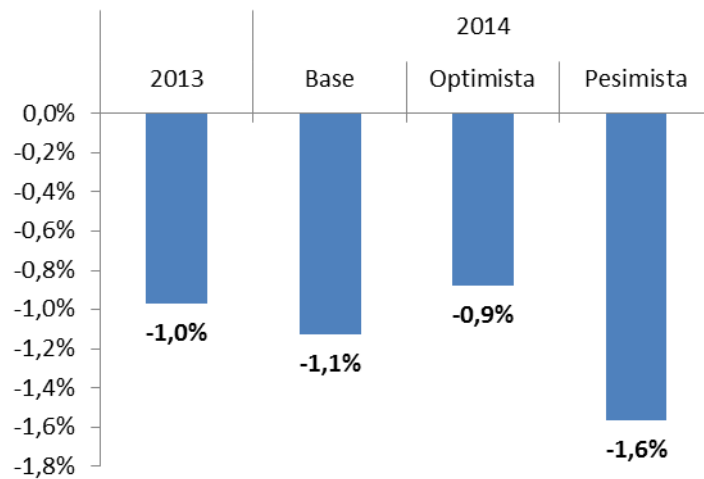
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON y ASAP.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Resultado Primario

En % del PIB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Apertura parcial del cepo y aspectos relativos a la distribución del ingreso

La reciente reapertura parcial del mercado cambiario para el atesoramiento de moneda extranjera implicó un sinnúmero de variadas especulaciones, entre otras respecto al beneficio que podría significar para diferentes estratos de la población.

Como es de público conocimiento, la nueva medida dispone que toda persona que haya percibido un ingreso declarado promedio (a lo largo de los últimos doce meses) de \$7.200 mensuales (dos veces el salario mínimo, vital y móvil fijado para 2014), sin distinción de su estatus laboral (asalariado, autónomo o monotributista) puede destinar hasta el 20% de dicho ingreso para comprar moneda extranjera al tipo de cambio minorista, con un tope mensual fijado en US\$ 2.000, y pagando un recargo del 20% que se puede considerar adelanto de otros impuestos. Para realizar estas operaciones, la persona física debe tramitar la correspondiente habilitación a través del sitio web de la AFIP.

Si bien nada puede afirmarse respecto a la proporción de personas que harán uso de la opción y la proporción de sus ingresos que podrán volcar a la compra de moneda extranjera, algunas estimaciones basadas en la declaración de ingresos de trabajadores formales a la AFIP dan cuenta de que esta medida podría implicar poner en juego unos US\$ 1.800 millones mensuales, esto es, US\$ 21,6 mil millones al año, cuando el actual nivel de reservas del BCRA resulta algo menor a los US\$ 30 mil millones.

La Encuesta Permanente de Hogares (EPH) relevada por el INDEC trimestralmente presenta información rica y sustanciosa respecto a la caracterización de los trabajadores que, eventualmente (como un antecedente preliminar), podrían volcarse a la compra de moneda extranjera. Si bien la última base de microdatos disponible para tal encuesta corresponde al segundo trimestre de 2013, la caracterización de trabajadores según su situación laboral no habría sufrido mayores cambios, a la vez que la declaración de ingresos que éstos efectúan (aun previendo que pudiera resultar sub-declarados) pueden actualizarse de acuerdo a la evolución reciente de los ingresos de trabajadores formales. Cabe aclarar aquí que, tanto los asalariados informales como trabajadores autónomos cuyos emprendimientos no se encuentren declarados a la AFIP, así como asalariados formales de escasos ingresos, se encuentran excluidos de la opción de compra de divisas. Tales restricciones resultan un contrasentido si se tiene en cuenta que la adquisición de moneda extranjera en un contexto inflacionario se realiza con el fin de intentar preservar ahorros, y que la inflación como impuesto castiga proporcionalmente más a trabajadores informales en general (sus salarios son más vulnerables a la inflación que los de los trabajadores sindicalizados) y a trabajadores formales de bajos ingresos.

En base a la EPH, unos 7,1 millones de trabajadores formales reunirían las condiciones exigidas para obtener la correspondiente autorización, entre los cuales 6,7 millones (93%) son asalariados, 296 mil son cuentapropistas (casi todos profesionales) y cerca de 191 mil son patrones en establecimientos productivos.

Entre éstos, en función de sus retribuciones individuales por su ocupación principal, podrían llegar a adquirir un máximo de US\$ 1,6 mil millones mensuales, lo que totaliza poco más de US\$ 20 mil millones en un año. Cifra que resulta similar a la de otras estimaciones basadas en declaraciones de AFIP y que alcanzarían a representar alrededor de dos terceras partes del nivel de reservas disponibles en el Banco Central.

No obstante ello, es posible que no todas las personas en condiciones de hacerlo lleguen a adquirir el nivel de divisas máximo permitido (por decisión o capacidad de ahorro), por lo que vale la pena imaginar otras alternativas, que podrían alcanzar a unos US\$ 10 mil millones al año en el caso de que aquellos tomaran la decisión de adquirir un 50% del nivel permitido, en promedio, o tal vez US\$ 5 mil millones, si sólo tuvieran la capacidad individual de atesorar el 25% de sus ingresos en divisas.

Por otro lado, algunos de los condicionamientos para la compra de moneda extranjera tienen que ver con cuestiones intrínsecas a la situación de cada trabajador. Por ejemplo, observando la distribución entre asalariados formales que potencialmente podrían acceder a la compra de moneda extranjera para el atesoramiento, se tiene que prácticamente la mitad de ellos (3,3 millones) podrían alcanzar a comprar como máximo unos US\$ 200 dólares mensuales, a la vez que el 97% (añadiendo otros casi 3,2 millones) podrían comprar hasta US\$ 500 por mes. Sólo en unos pocos casos excepcionales la adquisición mensual de moneda extranjera podrá superar dicha cifra. La adquisición del monto máximo mensual (US\$ 2000 mensuales) sólo podría ser alcanzada por un 0,02% de los asalariados formales.

**Posibilidad de adquisición de divisas entre asalariados formales
según las restricciones impuestas por el gobierno**

Dólares autorizados	Cantidad de asalariados (miles)	%
Hasta 200 dólares	3.326,2	49,75%
201 a 500 dólares	3.168,0	47,38%
501 a 1000 dólares	183,1	2,74%
1001 a 1500 dólares	7,7	0,11%
1501 a 2000 dólares	1,1	0,02%
Total	6.686,1	100,00%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de EPH – INDEC y MECON.

A su vez, cabe destacar que la medida ha sido planteada inicialmente por autoridades de gobierno como una apertura a las oportunidades de ahorro basada en importantes

dosis de progresividad, lo que hubiera implicado en un esquema favorable a pequeños ahorristas.

Una manera de contrastar esta hipótesis discursiva es tomando en consideración la distribución de asalariados formales que podrían acceder a la compra de divisas en términos del quintil de ingreso per cápita familiar del hogar que éstos habiten. Esto resulta relevante dado que un trabajador formal puede ser el principal sostenedor de un hogar con mayor cantidad de miembros, lo cual implica que pese a éste obtener altos ingresos (provenientes de un empleo productivo y formal) el hogar que habita se encuentre entre los quintiles más bajos de ésta distribución.

En este sentido, la información da cuenta de que sólo el 5,4% de los asalariados habilitados (unos 361 mil) a comprar divisas pertenece al primer quintil de la distribución del ingreso por hogares - el 20% de los hogares de menores recursos, mientras que uno de cada tres asalariados habilitados corresponde al último quintil (33,6% - unos 2,2 millones). Claro está que considerando la distribución de divisas que potencialmente cada uno de éstos estratos podría llegar a adquirir las brechas se profundizan notablemente.

**Posibilidad de adquisición de divisas entre asalariados formales
según quintil de ingreso per cápita familiar del hogar**

Quintil de ingreso per cápita familiar	Habilitados a comprar divisas		Total de asalariados formales (en miles)	% Habilitados por quintil
	Total (en miles)	%		
I	361	5,4%	833,6	43,3%
II	1.041	15,6%	1.601,3	65,0%
III	1.230	18,4%	1.607,3	76,5%
IV	1.807	27,0%	2.270,4	79,6%
V	2.248	33,6%	2.408,9	93,3%
Total	6.686,1	100,0%	8.721,5	76,7%

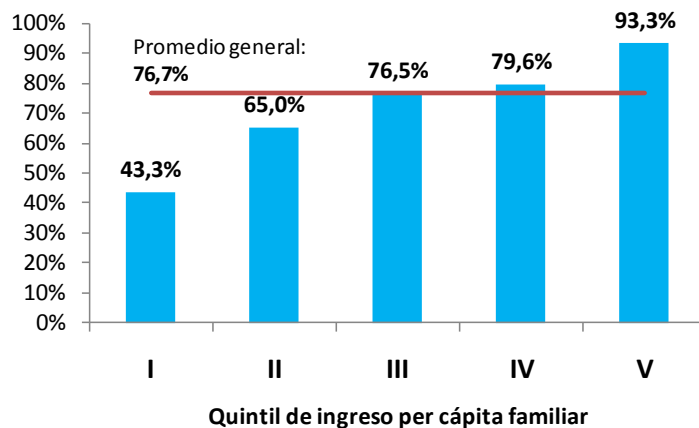
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de EPH – INDEC y MECON.

Por otro lado, estas diferencias también pueden observarse si se toma como referencia la proporción de trabajadores que resultan habilitados a comprar divisas respecto al total de asalariados formales correspondientes a cada quintil.

Así, se encuentran importantes deficiencias de la medida, en términos de progresividad. Mientras que entre los asalariados del quintil más alto (20% de hogares de mayores recursos) casi todos (93%) se encuentran habilitados para la compra de divisas, en el quintil más bajo de la distribución la cifra alcanza a menos de la mitad (43%), mientras que en el promedio general 77 de cada 100 asalariados formales se encontrarían habilitados bajo el esquema utilizado.

Posibilidad de adquisición de divisas entre asalariados formales según quintil de ingreso per cápita familiar del hogar

(en % del total de asalariados formales pertenecientes a cada quintil)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de EPH – INDEC y MECON.

En suma, la utilización de fuentes alternativas de información puede permitir observar particularidades de las medidas adoptadas en torno a la flexibilización parcial del cepo cambiario, en este caso, respecto al alcance y progresividad en las oportunidades de adquisición de moneda extranjera. Los resultados muestran que la medida tomada no resulta precisamente progresiva en términos de la cantidad de personas elegibles según su nivel de ingresos.