


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

26° | Julio 2018

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

Las estadísticas oficiales empezaron a reflejar las consecuencias de la sequía y la corrida cambiaria, de modo tal que la economía ya comenzó a procesar los efectos de la crisis. **La perspectiva de dos años seguidos de crecimiento quedó frustrada, y la discusión económica giró hacia la duración y profundidad de la recesión.**

A la debilidad del consumo masivo se sumó la caída del consumo durable. La construcción seguirá en baja de la mano del ajuste en la obra pública, y la retracción del gasto en equipo durable de producción pondrá un techo a uno de los componentes de la demanda de mayor tracción: la inversión. **El desplome del sector inmobiliario ocasionado por la devaluación marcó el fin del *boom* de acceso a la vivienda.**

Las pocas señales positivas que enviaba el mercado de trabajo previo a la crisis están desapareciendo de manera prematura, y las primeras estadísticas encienden luces amarillas. No solo se profundiza el deterioro de los ingresos reales, sino que incluso el empleo precario, que había compensado el deterioro de los puestos de trabajo de calidad, se estaría viendo afectado.

De cara a una discusión de suma importancia como la del Presupuesto 2019, las finanzas públicas han sintetizado los efectos de dos años y medio de gobierno de Cambiemos. La fuerte presencia de los intereses de la deuda y el rol protagónico que está teniendo la seguridad social en el programa de ajuste son dos elementos clave. **La pretensión que tiene el FMI de acotar las fuentes de financiamiento no hace más que agravar las perspectivas de sostenibilidad de la deuda pública.**

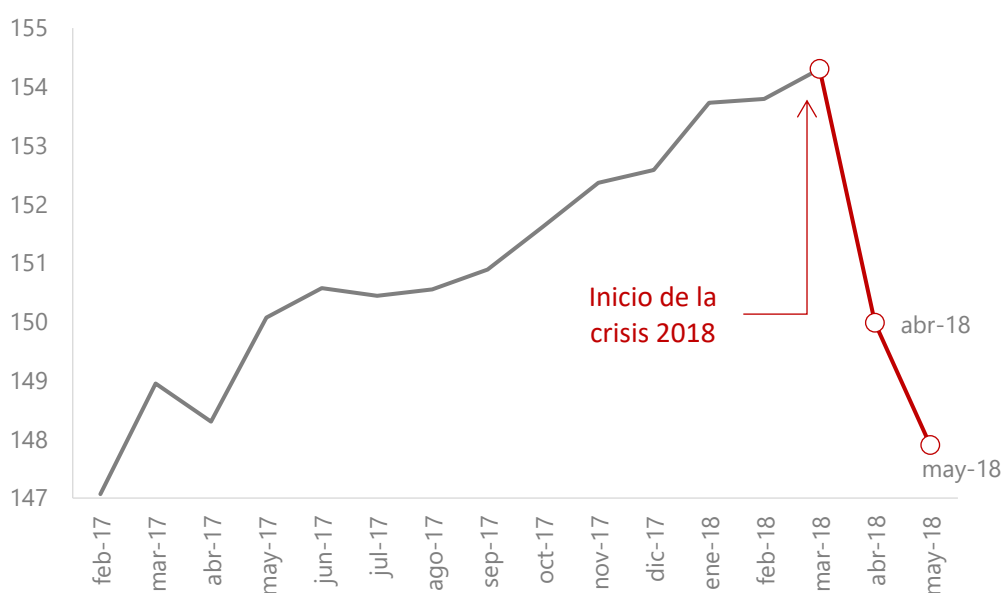
La viabilidad de la contención inflacionaria sigue estando supeditada a la posibilidad sostener en el tiempo la estabilidad del tipo de cambio lograda en las últimas semanas. El activismo del banco central se vio reforzado con el cambio de autoridades, pero hasta el momento los fundamentos de la economía tuvieron modificaciones marginales. **A pesar de la devaluación, la posición del sector externo es todavía frágil.** De materializarse un escenario más adverso para el tipo de cambio, los riesgos de una crisis de mayores proporciones no deberían despreciarse.

LA SEQUÍA Y LA CORRIDA GOLPEAN DE LLENO A LA ACTIVIDAD

Como anticipábamos en nuestro [Informe de Coyuntura de Junio](#), las estadísticas oficiales del segundo trimestre del año comenzaron a reflejar los efectos de la sequía y la corrida cambiaria. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) se desplomó -5,8% anual en mayo, la mayor caída desde julio de 2009. Además, en la comparación con abril cayó -1,4% mensual (serie sin estacionalidad), acumulando la segunda caída mensual consecutiva. De esta forma, en solo dos meses, la economía perdió todo lo ganado en los quince previos. **Si se supone que la economía se mantiene en el nivel alcanzado en mayo, el año 2018 cerraría con una caída del PIB de -0,4%**. Sin embargo, para junio ya se espera una nueva contracción del nivel de actividad.

La actividad retrocede rápidamente

Serie sin estacionalidad base 2004=100



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a INDEC

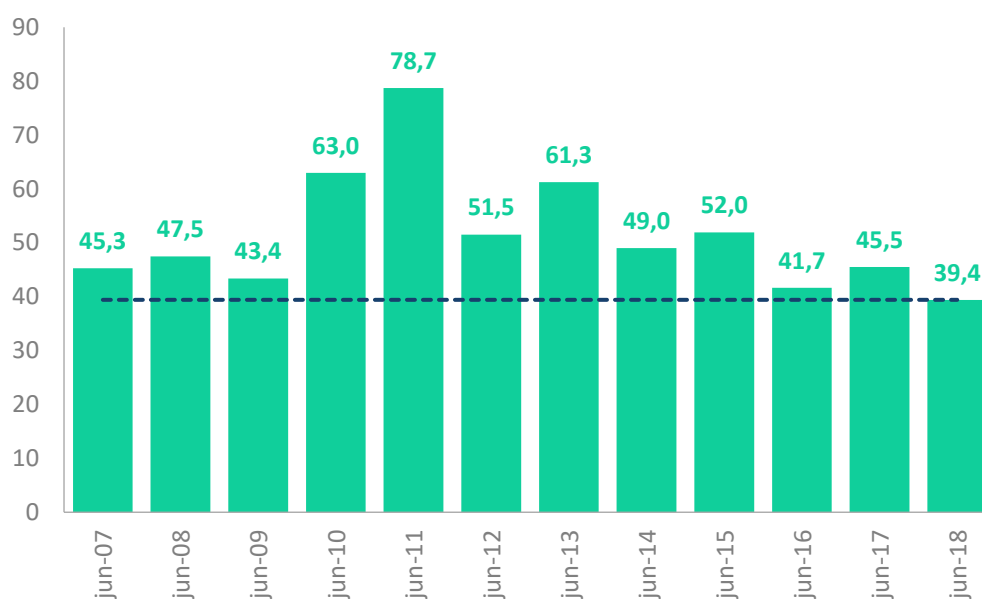
Más allá de la sequía, que afectó de directamente al sector agropecuario, el resto de los sectores también mostró un mal desempeño en mayo. Muchos de los que venían creciendo se sumaron a la caída del agro. Entre ellos se encuentran pesca, que cayó -29,2% luego de varios meses en alza, y transporte y comunicaciones, que se contrajo -

4,9%, acompañando en parte la caída del agro. También la industria se sumó al grupo de los sectores que mostraron un retroceso, con un descenso de -1,4% anual, luego de un año consecutivo en alza. Además, otros sectores desaceleraron fuerte su crecimiento en mayo. El comercio sólo aumentó 0,6% anual, luego de varios meses creciendo al 7%.

En junio, nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA)¹ **registró la caída más importante de los últimos cuatro años**, con una baja de -1,6% mensual, profundizando de esta forma el episodio recesivo.

La producción automotriz en su peor nivel desde 2006

En miles de unidades



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a ADEFA

Varios indicadores industriales privados confirman esta contracción en el sexto mes del año. El desplome de la actividad industrial es generalizado a nivel sectorial. Las industrias más golpeadas siguen siendo la textil, la química y del plástico, tabaco, alimentos y bebidas y metalmecánica. Además, se suma a la caída la producción automotriz, que en junio se contrajo -13,4% anual y exhibió la menor producción de vehículos para el mes en doce años, desde junio de 2006.

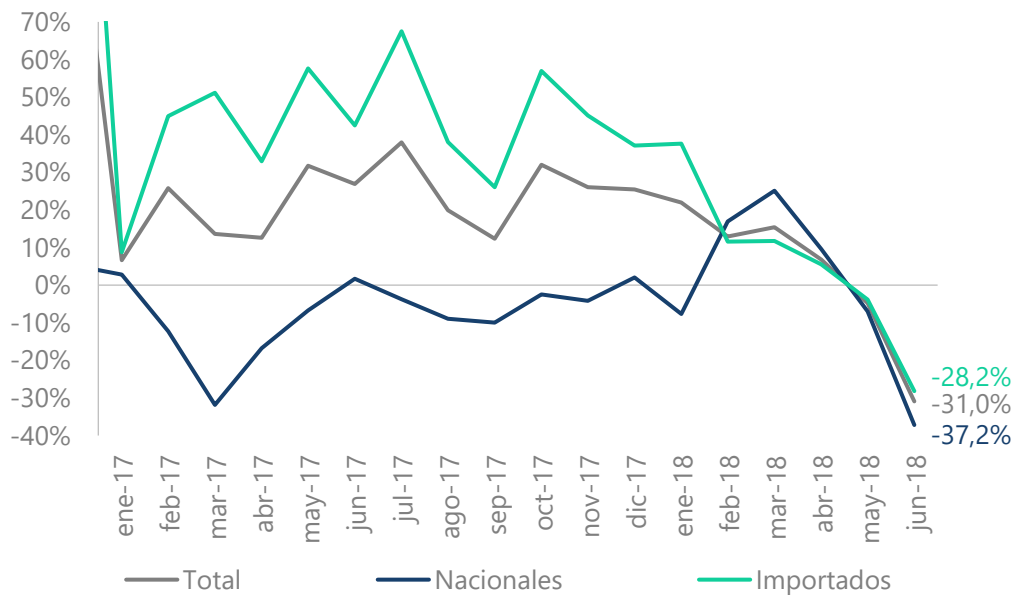
¹ Como ya advertimos en nuestro anterior informe de coyuntura, la diferencia entre el EMAE y el IMA se explica porque este último capta el desempeño del agro de manera indirecta, a través de la medición de la evolución de las exportaciones totales en cantidades, cuya caída no fue tan abrupta.

Además, los primeros datos adelantan una caída de la actividad de la construcción. Los despachos de cemento al mercado interno cayeron -3,0% anual en junio, mientras que el Índice Construya, que mide la evolución de las ventas de varios insumos de la construcción, cayó -5,4% anual en el mismo período y cortó con quince meses consecutivos de crecimiento.

Por el lado de la demanda la recesión también comenzó a sentirse. En junio nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) cayó -0,8% anual y -1,5% mensual sin estacionalidad, la sexta caída consecutiva. De esta forma, el IMC acumula desde diciembre una contracción de -4,0% y muestra que el consumo entró en estado crítico. Mientras que el IVA Neto y el crédito real siguen en terreno positivo, pero por debajo del promedio de los meses previos, según CAME las ventas minoristas muestran un visible deterioro.

El mercado automotor local se desplomó en junio

Variación anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a ADEFA

El consumo de durables, uno de los segmentos más dinámicos de los últimos dos años, también comenzó a sentir la crisis. El mercado automotor local se desplomó en junio. Las ventas de vehículos a concesionarios cayeron -31,0% anual, con un fuerte retroceso tanto de los vehículos nacionales (-37,2% anual) como de los importados (-28,2%

anual). Esto también se vio en las ventas minoristas, aunque con una caída de menor magnitud (-18,2%), registrándose bajas en todos los segmentos.

Por su parte, el mercado inmobiliario comenzó a frenarse en mayo, cuando las escrituras exhibieron un crecimiento mucho menor al que venían registrando los últimos meses. **Para junio, el Colegio de Escribanos de la Ciudad informó un desplome en las escrituras, con una caída aproximada de -22,2% respecto de mayo y de -11,3% en la comparación anual.**

La compraventa de inmuebles realizada con hipoteca bancaria también cayó (-25%), alcanzando estas operaciones una participación del 16,6% sobre el total de las escrituras, contra el 36% promedio de los primeros cinco meses del año.

La crisis también comenzó a sentirse por el lado de la inversión, ya que en mayo nuestro Indicador Mensual de Inversión (IMI) descendió -0,9% anual y registró la primera caída en 18 meses. En términos mensuales, la inversión cayó -3,2% en la serie sin estacionalidad.

La caída del mes responde principalmente al mal desempeño del Equipo Durable de Producción (EDP), que cayó -6,8% anual con retrocesos tanto en la inversión en Equipo Durable de Producción Nacional (EDPN) como en Equipo Durable de Producción Importado (EDPI). El primero se redujo nuevamente -9,0% anual, y sigue en recesión desde octubre de 2017, mientras que el último tuvo un descenso de -5,6% anual, después de 18 meses de crecimiento consecutivo. El fuerte ajuste que se observa en el EDPI se explica en gran medida por la depreciación del tipo de cambio y la finalización del recambio de maquinarias en el sector agropecuario.

En conclusión, se puede decir que la economía ha ingresado en un nuevo período recesivo, impulsado en parte por el efecto de la sequía en el sector agropecuario, pero también con una caída generalizada en el resto de los sectores económicos y en los principales componentes de la demanda. De esta forma, **la gestión de Cambiemos enfrenta la posibilidad de no poder alcanzar uno de sus principales objetivos declarados: crecimiento de la actividad económica por dos años consecutivos.**

EMPLEO E INGRESOS: ESA ESTRELLA SE AGOTÓ

Los datos recientes muestran que se consolida la caída del salario real que empezó a fines del año pasado. **Desde noviembre de 2017 y hasta junio 2018 (estimado), el salario real de los trabajadores privados registrados perdió -3,5%, y acumula -6% desde que asumió el gobierno de Cambiemos.**

Los aumentos de precios se aceleraron con la corrida cambiaria, alcanzando un incremento de 4% en junio de acuerdo con nuestro Índice de Relevamiento de Precios (29,6% anual), valores similares a los registrados por el INDEC. En tanto, los precios mayoristas subieron 6,5% en junio (44% anual).

De esta forma, durante los meses de junio y julio quedó completamente archivada la pauta salarial del 15%. También se frustró la nueva pauta del 20% que, en un hecho inédito, intentó impulsar el PEN por medio de un decreto presidencial. En los hechos, **luego de los acuerdos de los sindicatos de alimentación y camioneros, el nuevo piso de discusión quedó establecido en 25%**, cosa que fue refrendada políticamente por el gobierno nacional con la homologación de la renegociación del acuerdo del sindicato de comercio, que agregó 10 puntos de aumento a la pauta original del 15%.

A la moderada evolución de los salarios, debe sumarse que los ingresos no laborales tampoco crecieron por encima de la inflación. Por un lado, las asignaciones y jubilaciones subieron solo 9% anual en el primer semestre del año. En tanto, la Canasta Básica Alimentaria (CBA) y la Canasta Básica Total (CBT) -que miden los ingresos mínimos para no pertenecer a la indigencia o a la pobreza- subieron 13% y 16%, respectivamente.

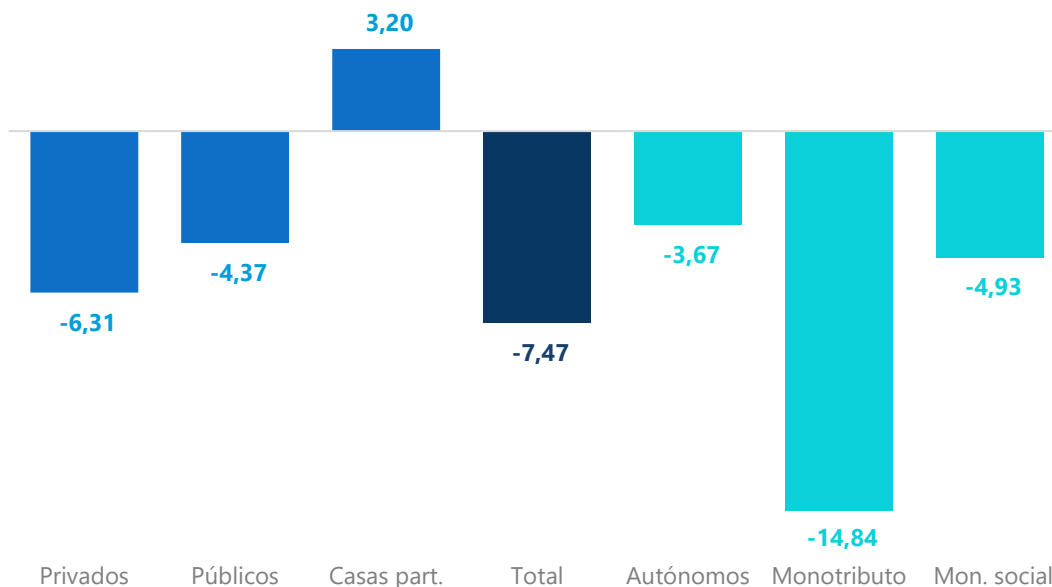
Mientras los ingresos continúan cayendo, el empleo está evidenciando los efectos directos de la política económica. **En lo que va del año y hasta el mes de mayo se perdieron 6.300 puestos de trabajo privados registrados y, a diferencia de lo que sucedió en 2016, el sector público dejó de actuar como contrapeso y también se volvió expulsivo.** Desde diciembre del año pasado se destruyeron 4.300 empleos registrados públicos (14 mil si se considera desde enero 2018). La destrucción del

empleo público es una consecuencia directa de la política de ajuste fiscal que está llevando adelante el gobierno nacional y que ha impuesto a los gobiernos provinciales a través del llamado Pacto Fiscal.

El empleo registrado en terreno negativo

Variación entre diciembre 2017 y mayo 2018

Sin estacionalidad, en miles de trabajadores



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a MTEySS

Otra novedad es la notable reducción que están teniendo los inscriptos en autónomos y monotributo². En este sentido, es posible que la caída de inscriptos en este régimen esté asociada al ajuste sobre el empleo público que viene promoviendo el gobierno nacional. En el caso del monotributo social esta relación es todavía más clara, ya que están asociados a diferentes programas sociales con trabajo del gobierno nacional.

Ahora bien, estos no son los únicos datos del mercado de trabajo que generan preocupación. La Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) que desde 2001 lleva adelante el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS), arrojó en junio resultados preocupantes.

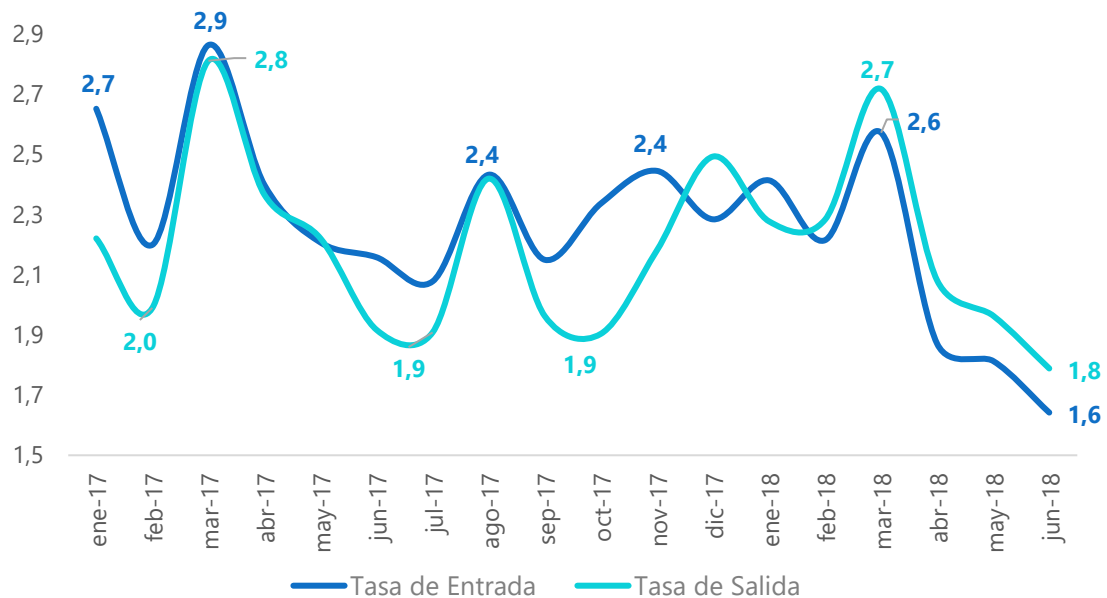
² Como hemos destacado en diversas oportunidades, estos empleos se corresponden con regímenes tributarios y no con modalidades ocupacionales. En este sentido, el hecho de que una persona este inscripta no necesariamente implica que se encuentre ocupada. En particular, cabe destacar que el monotributo suele ser una forma que se utiliza para encubrir relaciones laborales no registradas, muchas veces asociadas al sector público.

Desde marzo de este año se observa una fuerte caída de la tasa de entrada laboral (el porcentaje de altas laborales sobre el total de ocupados), que tocó en junio un piso de 1,6%. **De los 203 meses en lo que la encuesta estuvo vigente (inicia en agosto 2001), solo en 12 meses tuvieron lugar tasas menores a la observada en junio 2018 y la última vez que hubo un valor semejante fue en octubre 2002.**

Como en cada episodio de crisis o inestabilidad laboral, la caída de la tasa de ingreso laboral fue acompañada por una reducción de la tasa de salida laboral, lo que significa que frente a una situación de mayor complejidad los ocupados se vuelven más conservadores y no renuncian a sus puestos de trabajo.

La tasa de entrada laboral está en un piso histórico

Como porcentaje de los ocupados del mes anterior



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a MTEySS

En definitiva, **el primer semestre del año se cierra con un balance sumamente negativo para los trabajadores, cuestión que debería confirmarse cuando se conozcan los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del 2° trimestre de 2018.**

LOS INTERESES DE DEUDA AVANZAN SOBRE EL PRESUPUESTO

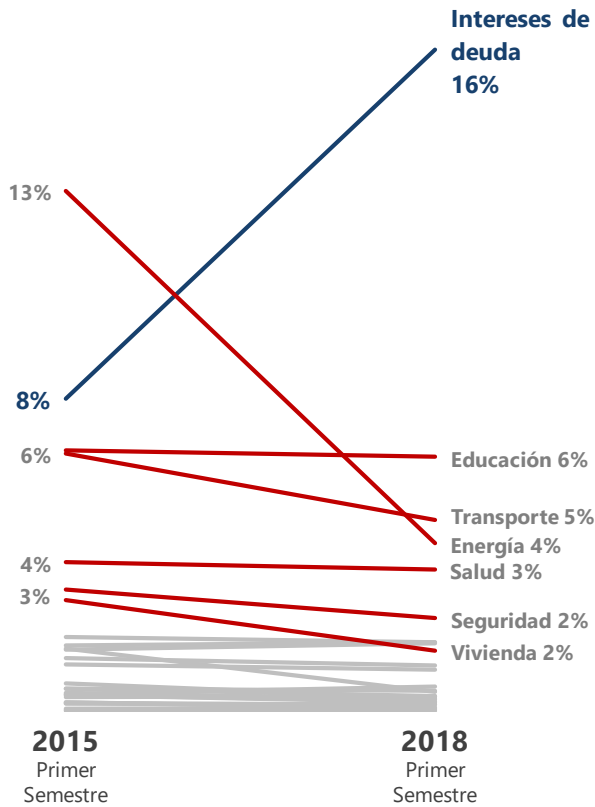
En los últimos años se han producido tres importantes cambios en el presupuesto público. Uno ha sido el fruto de una política deliberada, otro una consecuencia del modelo macroeconómico y el tercero un intento posiblemente exitoso de inducir una crisis que lleve a reformas estructurales.

En el primer caso hablamos del ajuste en las tarifas a los servicios públicos (principalmente energía, gas y transporte), que implicó un notable incremento en el precio final que pagan los consumidores³. De este modo, **la participación del gasto en energía y gas pasó de explicar el 13% del presupuesto público durante el primer semestre de 2015 a solo el 4% para el primero de 2018.**

En segundo lugar, la apertura irrestricta del mercado de cambios al comienzo de la gestión de Cambiemos expuso a la economía nacional a un panorama externo incierto e inestable. En un escenario en que no se cuenta con la capacidad de generar las divisas necesarias para compensar la demanda de dólares, la apertura requería un abrupto ajuste en el gasto externo que el gobierno intentó evitar iniciando un acelerado proceso de endeudamiento (ver [acá](#), [acá](#), [acá](#) y [acá](#)).

Así, **el crecimiento en los pasivos públicos dio paso a una creciente incidencia de los intereses de deuda por sobre la mayoría de las partidas del gasto público. En estos últimos tres años, su participación se llegó a duplicar**, colocándose en segundo lugar luego del principal componente del presupuesto público, la seguridad social.

³ El aumento en el costo de los servicios permitió reducir subsidios y al mismo tiempo, incrementar notablemente la rentabilidad de las empresas prestadores de esos servicios.



Los intereses de deuda duplicaron su participación entre 2015 y 2018

En % del gasto total devengado en cada semestre

Nota: se omite la línea de Seguridad Social ya que su incidencia supera el 40% y no permite visualizar el resto de las funciones. Entre 2015 y 2018 pasó del 43% al 50%

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

El tercer componente que logró ganar participación, aunque en menor medida que los intereses de la deuda, fueron las partidas que integran la seguridad social. Si bien en parte se debió a los efectos de la Ley de Movilidad jubilatoria “heredada” del gobierno anterior, los cambios más relevantes se producen con la incorporación del pago de juicios previsionales mediante lo que el gobierno denominó “Reparación Histórica”.

Como ya mencionamos en el [Informe de Coyuntura de Junio](#), **las consecuencias de este programa se extienden más allá del corto y mediano plazo, e inducen al consumo casi completo del Fondo de Garantía de la Seguridad Social.**

Con estas proyecciones sobre la seguridad social sobre la mesa es que el gobierno intentará impulsar en 2019 una reforma previsional. Aumento de la edad jubilatoria, incremento en la cantidad mínima de años de aportes, nuevas reglas (mucho más austeras) de movilidad y cambios en el tipo de administración del sistema conforman un sombrío programa de reforma que se discutiría el año que viene.

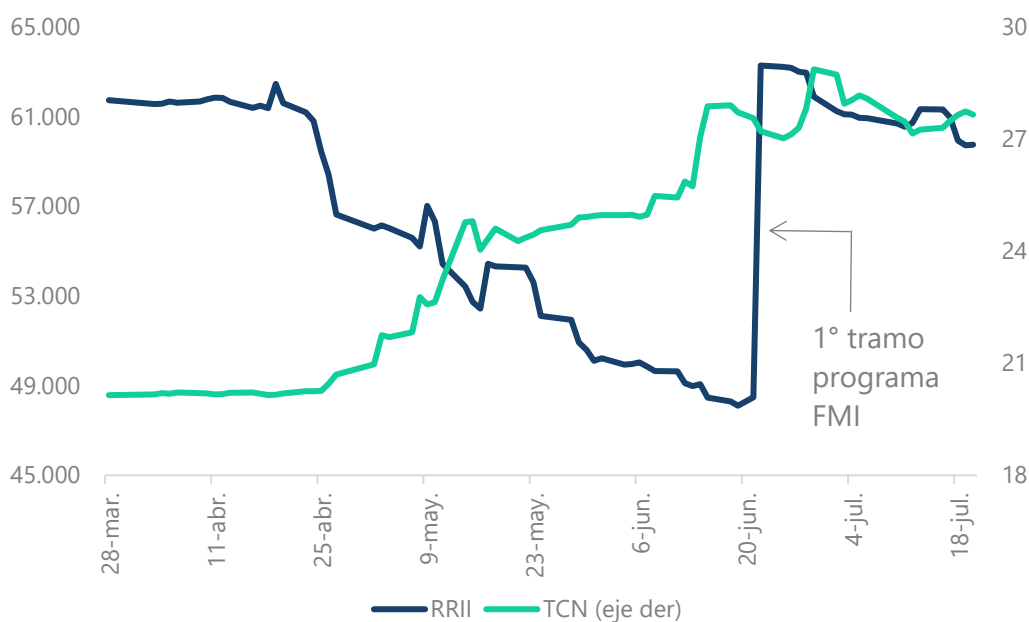
EL MERCADO DE CAMBIOS EN UN EQUILIBRIO INESTABLE

Las nuevas autoridades del BCRA han comenzado a dar señales de una aproximación más pragmática de la política monetaria. Como mostramos en el [Informe Mensual de Junio](#), habiendo entrado en crisis el esquema de Metas de Inflación, el BCRA empezó a ejecutar la política monetaria utilizando una mayor variedad de instrumentos, con el objetivo primario de estabilizar la situación cambiaria.

Aunque todavía persisten elevados niveles de fragilidad, durante julio la corrida cambiaria tendió a estabilizarse. **La fuerte devaluación del tipo de cambio, junto con el programa de venta de divisas del Tesoro y un contexto global más benigno para las monedas emergentes, fueron las principales causas detrás de la pax cambiaria.**

Un oasis en el medio de desierto

En millones de dólares y en \$/USD



Fuente: elaboración propia en base al BCRA

Si bien las consecuencias macro del salto cambiario ya están empezando a reflejarse en las estadísticas del INDEC (ver sección Empleo e Ingresos), la tarea de contener el incremento del nivel de precios, que es uno de los objetivos del acuerdo firmado con el FMI, solo podrá abordarse cuando se pueda confirmar que la corrida cambiaria ha quedado atrás.

Por otro lado, **las autoridades mostraron un mayor activismo en materia monetaria y cambiaria, con el objetivo de transmitir más firmeza en su pretensión de contener la corrida contra el peso.**

El BCRA debió actuar en un contexto en el cual el stock de LEBAC sufrió uno de los mayores retrocesos desde que existe este instrumento (el ratio LEBAC / Base Monetaria cayó un 20% anual en julio), lo cual implica un desafío adicional a la hora de tratar de contener la demanda de activos externos por parte del sector privado.

Entre las principales medidas tomadas, se destacan el nuevo incremento de 700 p.b. en la tasa de interés de la LEBAC de corto plazo, hasta llevarla al 47% nominal anual, y el canje de LEBAC por LETES, además de los sucesivos incrementos de los encajes de los bancos, parte de los cuáles podrán integrarse con Bonos del Tesoro Nacional en pesos.

Uno de los aspectos novedosos fue la licitación de los bonos “duales” de corto plazo (con vencimiento en 2019 y 2020), que se pagan en pesos al tipo de cambio del día del vencimiento, con un rendimiento similar al de las LETES (TNA del 4,5% a calcularse sobre el valor nominal, según la última emisión), pero que tienen la particularidad de incluir un seguro contra la apreciación del tipo de cambio: si la suma de la devaluación y la tasa en dólares resulta ser menor al 32,1% efectivo anual (2,35% mensual capitalizable), el tenedor del bono cobrará esta última tasa de interés en pesos en vez de la tasa en dólares.

Además de intentar frenar la dolarización de carteras, **la implementación de esta serie de medidas tiene que ver con la necesidad de otorgar una mayor importancia al mercado local como fuente de financiamiento del programa financiero**, en vista de las restricciones con que cuenta Argentina para acceder al crédito externo. Como mostramos [acá](#), esta estrategia no está exenta de riesgos en lo que a la estabilidad financiera doméstica se refiere.

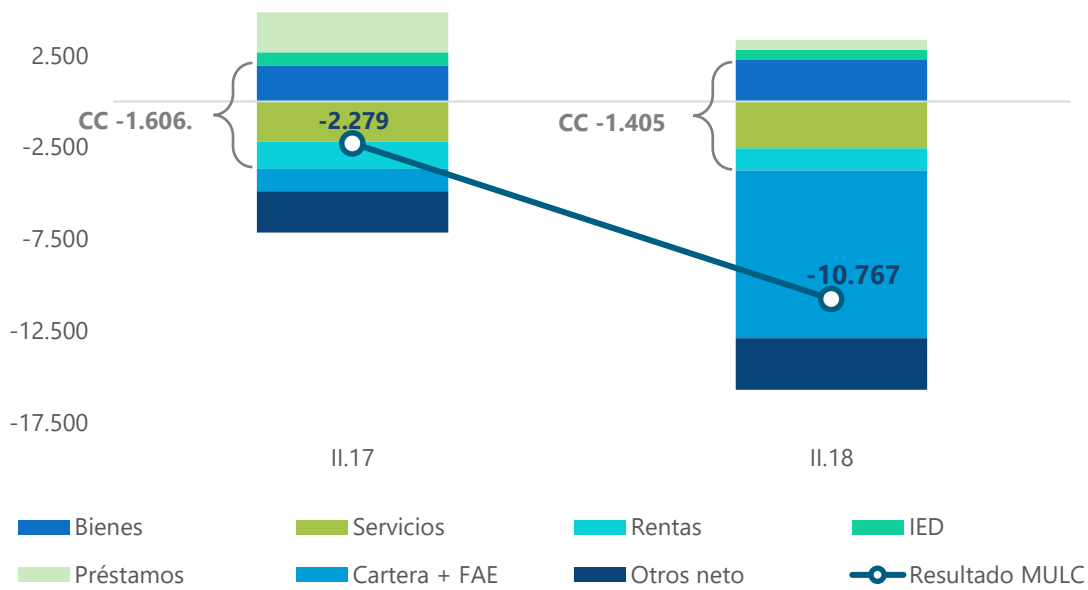
El mercado de cambios en la mira

La devaluación ya comenzó a impactar en la cuenta corriente del balance cambiario, sobre todo en los meses de mayo y junio, y principalmente con motivo de la caída de las importaciones de bienes, aunque el resto de las cuentas (servicios y rentas) también mostraron un menor déficit.

Sin embargo, **si Argentina no logra recomponer en el mediano plazo las fuentes de financiamiento externo del balance de pagos, la corrección de la cuenta corriente habrá sido incompleta y las tensiones cambiarias podrían volver a recrudecer.** El hecho de que el mayor castigo relativo a los bonos argentinos no haya logrado revertirse de un modo sensible en las últimas semanas (a pesar del desembolso del primer tramo del acuerdo con el FMI), sugiere que las turbulencias pueden retornar sin previo aviso.

El mercado de cambios bajo tensión

En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base al BCRA

Estas circunstancias se ven reflejadas en los precios de algunos de los instrumentos de deuda emitidos por el gobierno, entre los cuales se destacan los bonos duales.

Como se muestra en la siguiente tabla, a partir de las tasas de interés de las últimas licitaciones de estos bonos, en sus versiones 2019 y 2020, es posible extraer el tipo de cambio que hace que la opción de pago en pesos sea equivalente a la opción dolarizada.

Asumiendo que ambas opciones están bien valuadas (es decir, que son consistentes con los valores de mercado), **el tipo de cambio esperado para las respectivas fechas de vencimiento (21 de junio de 2019 y 13 de febrero de 2020) será de \$/USD 35,17 y 39,81.**

Haciendo una proyección lineal a partir de estos valores se obtiene que el tipo de cambio esperado para fines de 2018 se ubica en un rango de \$/USD 30,9 – 31,6 y en un rango de \$/USD 38,9 – 39,2 para fines de 2019. **Esto quiere decir que la devaluación esperada para el año próximo es de entre 24 – 26%.**

La deuda pública y las expectativas de devaluación

	Dual 2019	Dual 2020		Dual 2019	Dual 2020
Fecha de emisión	21/6/2018	13/7/2018	TC cierre 2017	18,7742	18,7742
TC emisión	27,55	27,25	Var. diaria TC (\$)	0,02	0,02
TC vencimiento (p)	35,17	39,81	Cierre 2018	31/12/2018	31/12/2018
Vencimiento	21/6/2019	13/2/2020	Días al 31/12/2018	193	171
Plazo (días)	365	580	TC 31/12/2018	31,6	30,9
Tasa mensual	2,40%	2,35%	Cierre 2019	31/12/2019	31/12/2019
Tasa efectiva \$	33,4%	56,7%	Días al 31/12/2019	558	536
TNA dólares	4,5%	4,5%	TC al 31/12/2019	39,2	38,9
Tasa efectiva USD	4,6%	7,3%	Var. TC 2018	68%	65%
Var. TC implícita	27,6%	46,1%	Var. TC 2019	24%	26%
Var. TC Anualiz.	27,2%	26,5%			

Fuente: elaboración propia en base a INDEC y Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas

Este último no es más que otro indicio de que **la corrección del tipo de cambio real ocurrida hasta el momento (+20% en el acumulado anual) todavía es percibida como insuficiente por el mercado**, lo cual deja expuesta la vulnerabilidad del equilibrio cambiario alcanzado.