


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

28° | Septiembre 2018

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La economía argentina sigue sin poder escapar del estado permanente de tensión cambiaria. Las mejoras de las últimas semanas en materia de estabilidad cambiaria y el retroceso del riesgo argentino pueden terminar revirtiendo nuevamente, en vista del nuevo y abrupto giro que dio el marco para la política monetaria y cambiaria en los últimos días.

La renuncia de Luis Caputo a la presidencia del Banco Central puso sobre la mesa el conflicto que subyace al doble comando PEN – FMI. A su vez, el acuerdo con el Fondo y el nuevo esquema cambiario, dotado de una mayor flexibilidad para el tipo de cambio, deja en evidencia una **nueva victoria del ala de la conducción económica que aboga por la libre flotación del tipo de cambio y el blindaje del déficit público como estrategia primaria para enfrentar la crisis.**

Como muestra la experiencia de los años previos a la caída de la convertibilidad, **el ajuste del déficit primario puede no ser suficiente para restaurar la confianza en el presupuesto público, ya que la deuda asumida en el pasado carga en la mochila del programa financiero los pesados intereses de la deuda.** Si bien el arreglo monetario/cambiario de la actualidad nada tiene que ver con el de los 90', cabe preguntarse si concentrar los esfuerzos en una receta de las mismas características es la mejor y única repuesta posible para la crisis.

En tanto, la actividad y el empleo están empezando a sentir los primeros coletazos de la crisis. La fuerte caída del salario real ha comenzado a reconfigurar el mercado de trabajo. Por otro lado, los indicadores que dan cuenta de la precarización del empleo privado muestran que el sector informal de la economía ha empezado a actuar como refugio, en un contexto de marcado deterioro de las condiciones laborales e incremento en el nivel conflictividad.

A pesar de la duración que lleva la crisis, todavía no es posible vislumbrar el sendero que tomará la economía argentina. Si bien en los próximos meses se espera una profundización de la recesión, **el hecho de que el gobierno no haya logrado aun pisar en terreno firme dificulta la posibilidad de proyectar tanto el alcance como la magnitud que tendrá esta nueva “última” crisis.**

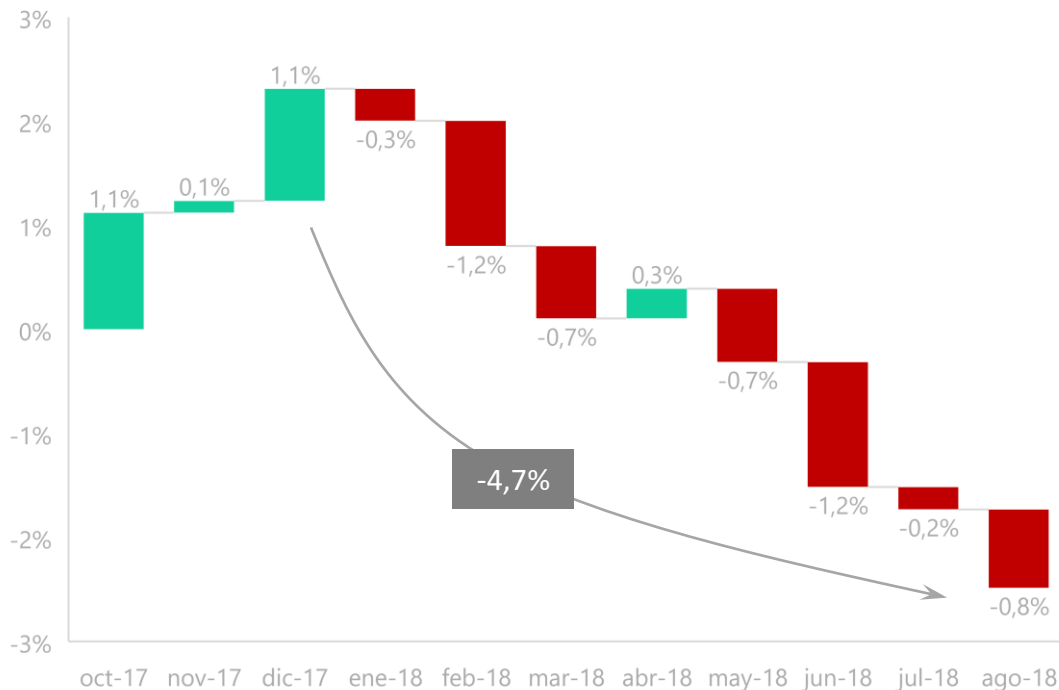
ARRIBA LOS PRECIOS, ABAJO LOS SALARIOS Y EL CONSUMO

La actividad económica sigue en plena contracción y ya no es posible atribuir este comportamiento a la sequía, sino al principal componente de la demanda agregada: el consumo. **La crisis cambiaria impactó de lleno en la inflación, la cual según nuestro IRP alcanzó 3,8% mensual en agosto y 6,4% en septiembre, lo que implica un alza anual superior al 39%.**

El traspaso del tipo de cambio a la inflación continúa afectando al consumo, que ya venía mostrando un débil desempeño desde principios de año. Nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) registró en agosto una caída de -2,9% anual y acumula desde diciembre una baja de -4,7%.

El consumo continúa en franca caída

Variación % mensual sin estacionalidad y acumulada desde dic-17



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía

Las ventas de autos nacionales cayeron un -31,0% anual, mientras que el IVA Neto subió un 9,1%. Por su parte, de acuerdo a CAME, las ventas minoristas se desplomaron un -8,0%, con caídas de dos dígitos en bienes

no esenciales como juguetes, muebles, artículos deportivos y electrodomésticos.

Finalmente, el crédito real en pesos creció un 8%, aunque respecto a julio cayeron todas las líneas: adelantos (-2,4%), documentos (-4,9%), hipotecarios (-1,5%), personales (-2,3%), prendarios (-3,4%) y tarjetas (-2,1%).

En septiembre, la inflación núcleo se ubicó incluso por encima del nivel general (7,1% mensual), observándose subas de dos dígitos en bienes de primera necesidad y alimentos. **De esta forma, en tan solo un mes se evaporó la suba trimestral de 6,68% otorgada para jubilaciones y asignaciones familiares.** La baja de los ingresos reales de los jubilados, ocasionada por la modificación de la Ley de Movilidad implementada por la gestión de Cambiemos, tiene a la suba de precios de los medicamentos como agravante. En los últimos dos meses, los productos medicinales exhibieron un alza cercano al 15%, impactando especialmente en el consumo de los adultos mayores.

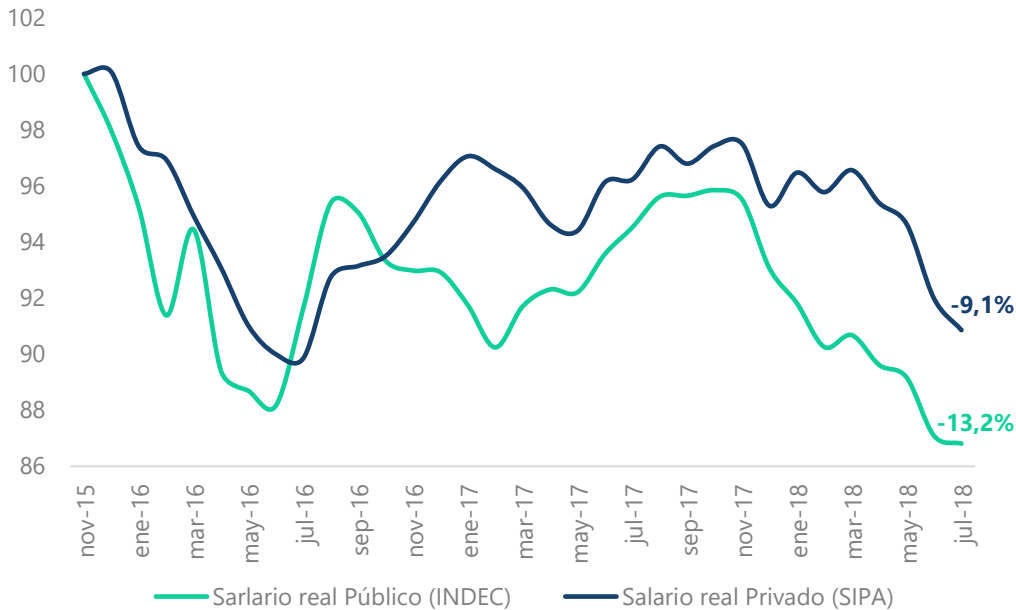
La gestión de Cambiemos parece no haber tomado nota de este fenómeno y continúa con su cronograma de subas en los bienes y servicios regulados como transporte público, tarifas de gas y luz, al mismo tiempo que convalida alzas en prepagas y combustibles.

La crisis empieza a golpear al empleo

El deterioro del empleo, junto con la aceleración inflacionaria y una política de represión salarial, redundaron en una fuerte caída del poder adquisitivo de los trabajadores registrados, tanto privados como públicos. Desde la asunción de Cambiemos y hasta julio de 2018 los salarios reales privados cayeron -9,1%, y los de los trabajadores públicos se contrajeron un -13,2%. Esta tendencia seguramente se profundizará en la segunda mitad del año.

El poder adquisitivo de los salarios no encuentra piso

Salarios reales (base noviembre 2015= 100)



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a INDEC, SIPA e IRP

La caída de los ingresos reales generó que nuevos miembros del hogar se incorporen a la búsqueda laboral, lo que se conoce como efecto trabajador adicional. Esto se debe a que, con la caída de los ingresos del hogar -ya sea por la pérdida de trabajo de uno de sus miembros (en general el jefe de hogar) o por una reducción del poder adquisitivo de los ingresos percibidos- el resto de los miembros de la familia sale a buscar trabajo, lo que genera un incremento de la tasa de actividad.

Si los nuevos miembros que abandonan la inactividad y se suman a la búsqueda laboral no consiguen un empleo, ello conlleva un aumento del desempleo (aunque no se hubiera reducido la cantidad de personas ocupadas)¹.

La última información publicada por el INDEC muestra un incremento en la tasa de desempleo. En efecto, la desocupación alcanzó un 9,6% de la PEA (10,8% para las mujeres y 8,7% para los varones), valor que no sólo se ubica por encima los guarismos del mismo periodo de 2017 (8,7%) sino que también es ligeramente superior al alcanzado en el 2016.

¹ Dicho de otro modo, el aumento del desempleo puede darse porque hay una caída en las personas ocupadas (*tasa de empleo*), porque hay un aumento de las personas que buscan trabajo (*tasa de actividad*) o una combinación de ambas.

Las mujeres son las que más sufren el impacto de la crisis en el mercado de trabajo: la tasa de actividad entre las mujeres se incrementó desde 46,8% (2° trimestre de 2017) a 48,5% (2° trimestre de 2018). Esto refuerza la hipótesis de variaciones en la oferta de trabajo producto del *efecto trabajador adicional*.

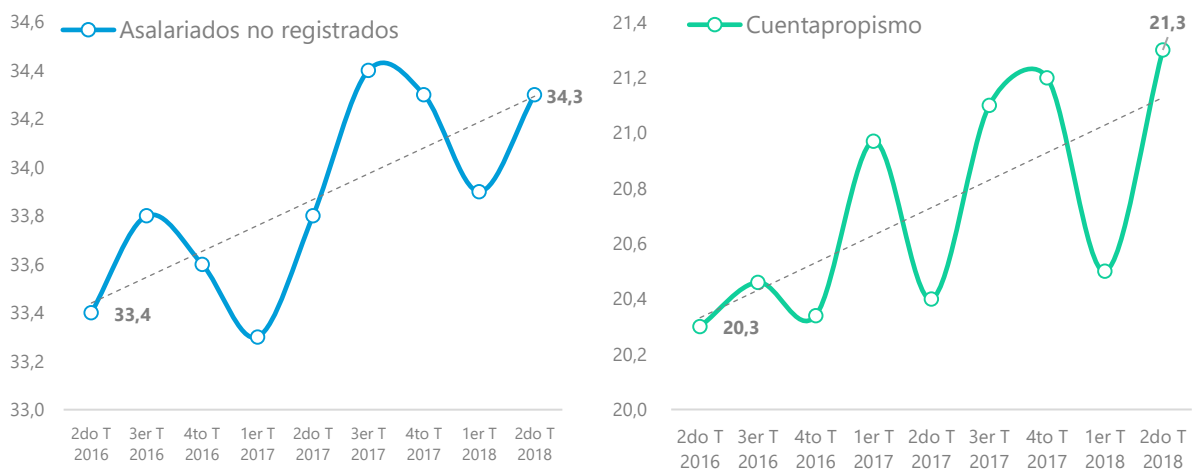
Por su parte, la desocupación dentro de las mujeres pasó desde 9,5% a 10,8% en el mismo período. Corresponde destacar, a su vez, que las tasas de actividad y desocupación entre los varones tuvieron cambios menores.

Por otra parte, **a la par que nuevos miembros de la familia se suman a la búsqueda laboral -muchos de los cuáles no consiguen empleo- la creación del empleo registrado pierde dinamismo.** Esto implica que quienes consiguen trabajo lo hacen en empleos precarios no registrados o en actividades informales de refugio laboral, lo que da lugar un proceso de precarización laboral "por goteo".

En efecto, más allá de las fluctuaciones producto de la estacionalidad, entre el 2° trimestre de 2016 e igual periodo de 2018 se observa una tendencia de crecimiento de la tasa de trabajo asalariado no registrado, que pasó de representar el 33,4% de los asalariados totales en 2016 al 34,3% en 2018. Algo similar sucedió con los trabajadores que se desempeñan por cuenta propia, que pasaron de ser el 20,3% de los ocupados totales en el 2° trimestre de 2016 a representar el 21,3% en el mismo periodo de 2018.

Avanza la precarización en el mercado de trabajo

En porcentaje de los asalariados totales



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a INDEC

Del total de empleos que se crearon en el periodo que va desde el 2° trimestre de 2017 hasta igual periodo de 2018, el 88% fueron en modalidades precarias (asalariados no registrados y trabajadores por cuenta propia). En particular, resulta preocupante que el mayor dinamismo se haya observado en los empleos por cuenta propia (62,8%) dado que, dentro del universo de la precariedad laboral, este tipo de posiciones tiende a concentrarse en actividades en las cuales el ocupado no cuenta con un ingreso fijo, lo cual refuerza la fragilidad en los ingresos.

LA OBSESIÓN POR EL RESULTADO FISCAL PRIMARIO

Hace unos días se presentó el presupuesto 2019. Atravesado por la crisis económica que el propio gobierno generó, este presupuesto devino en la punta de lanza del programa económico para el año que viene. La madre de todas las batallas es y ha sido siempre para el macrismo el déficit fiscal (primario). **En su simplificada interpretación de la crisis (al menos desde la retórica), el macrismo y el FMI resolvieron que el equilibrio fiscal es condición necesaria y suficiente para emprender un nuevo sendero de crecimiento.** Sin embargo, al mirar unos años hacia atrás se vuelve a configurar una historia que tuvo un dramático desenlace.

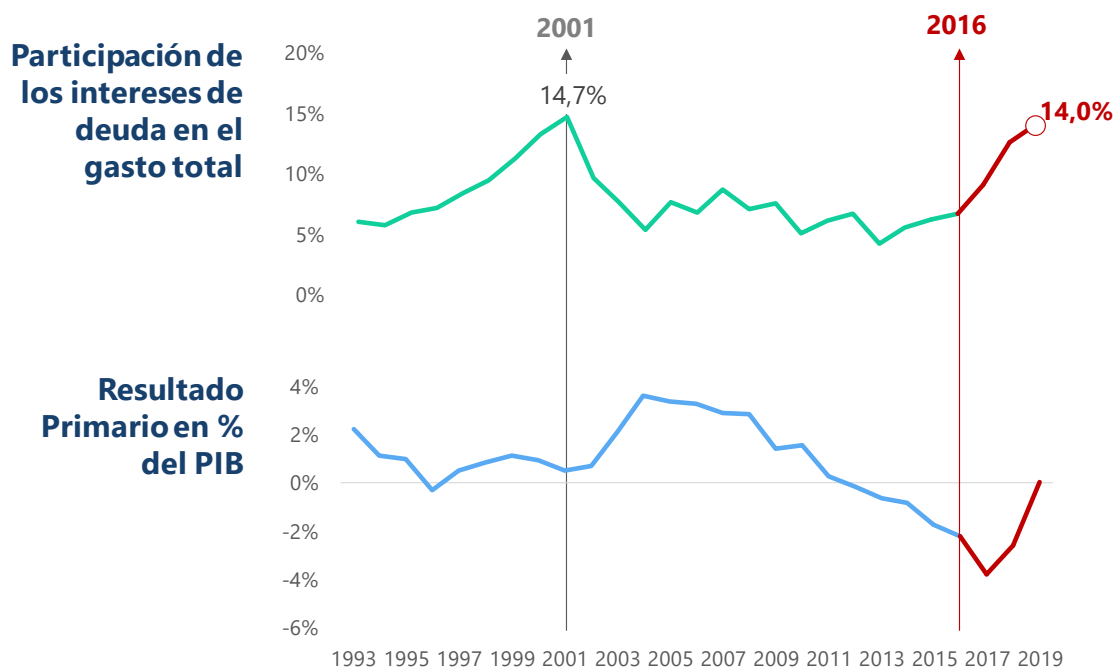
En materia de política fiscal los primeros dos años de gestión combinaron reducciones de impuestos y de gastos que no llevaron precisamente hacia el equilibrio primario. Como hemos mencionado en informes previos, **entre 2016 y 2017 el macrismo llevó a cabo una alquimia fiscal en la que el ahorro por el ajuste en subsidios se vio compensado por la reducción de retenciones al agro, las mineras y eliminaciones parciales de otros impuestos.**

Es por ello que, si se compara la “pesada herencia” fiscal con el resultado primario de 2017, no se observaban cambios significativos. Promediando el 2018, con la crisis cambiaria propagándose y conduciendo a una preocupante combinación de aceleración inflacionaria y recesión, el macrismo interpretó que una cuota importante de las causas de la crisis se encontraba en su “excesivo gradualismo fiscal”.

Es en este contexto que, de la mano del FMI se decidió acelerar el camino al equilibrio fiscal primario (es decir, sin considerar el pago de intereses). En mayo se cambiaron las metas fiscales para el déficit primario de 2018 de -3,2% del PIB a -2,7%, manteniendo la de 2019 en -2,2% del PIB. La crisis se profundizó y el macrismo interpretó que hacía falta un esfuerzo mayor. Es así que, hacia agosto, informó que se cambiaría la meta para 2019 proponiendo un déficit de 0% del PIB, alcanzando de esta manera el "déficit cero". En el comunicado de Casa Rosada de mayo se sintetizaba el dogma macrista: "estamos construyendo la solidez fiscal que necesitamos para crecer muchos años".

¿Es el resultado primario el responsable de todas nuestras desventuras? Para poder entender un poco mejor este problema podemos analizar cómo fue la evolución del resultado primario en las últimas tres décadas. Si homogeneizamos las series estadísticas para el período 1993-2017 y le sumamos las proyecciones del gobierno para 2018-2019, descubrimos dos puntos que cuentan una historia bastante diferente a la interpretación macrista.

¡Es el peso de los intereses, estúpido!



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a Ministerio de Hacienda

Lo primero que advertimos es que **a lo largo de la década del noventa el déficit primario no fue un problema**. Con la excepción de 1996 cuando se registró un déficit de -0,3% del PIB, el resto de los años mostraron un superávit primario. Por lo tanto, contar con equilibrio fiscal no evitó llegar en 2001 a la crisis económica más profunda de la que se tenga registro.

Entonces, ¿cómo se puede explicar la “Ley de déficit cero” y el recorte de 13% a jubilados y trabajadores del Estado en 2001? Esto nos conduce al segundo punto. **El principal problema en materia fiscal hacia finales de la década del noventa no era el resultado primario, sino el peso de los intereses**. Lo que se observa es un crecimiento acelerado entre 1998 y 2001, hasta representar un 14,7% del gasto total. Es el avance de esta partida la que comenzó a presionar al resto del presupuesto y llevó al gobierno de la Alianza a recortar los haberes a jubilados y empleados públicos.

La historia se repite. De cumplirse el programa fiscal de 2019, con las propias proyecciones del gobierno llegaríamos a prácticamente la misma incidencia de los intereses sobre el presupuesto público. **El año que viene un 14% del gasto del sector público nacional se iría en pagar intereses de deuda**.

De hecho, de acuerdo con las proyecciones del gobierno a pesar del ajuste fiscal y como consecuencia del elevado endeudamiento, **en 2019 se alcanzaría un déficit financiero (primario más intereses) similar al observado en 2015**. La diferencia: la totalidad del déficit se explicaría solo por los intereses de la deuda. De esta manera, se desvanece el único logro que el gobierno tenía pensado presentar al final de su gestión.

El acelerado proceso de endeudamiento que se observa en estos meses con la llegada del FMI y su “ayuda financiera” lleva a pensar que la carga de intereses se irá acentuando más allá de 2019.

Más temprano que tarde, el gobierno buscará avanzar con ajustes en otras partidas para darle el “espacio fiscal” a los intereses de deuda. Como parece quedar claro, **la búsqueda del equilibrio primario solo garantiza una mayor contracción de la actividad en el corto plazo**, y nada podrá resolver si no se corrigen los desequilibrios externos, derivados de un esquema de plena desregulación del mercado de cambios y de un endeudamiento constante a tasas de interés elevadas.

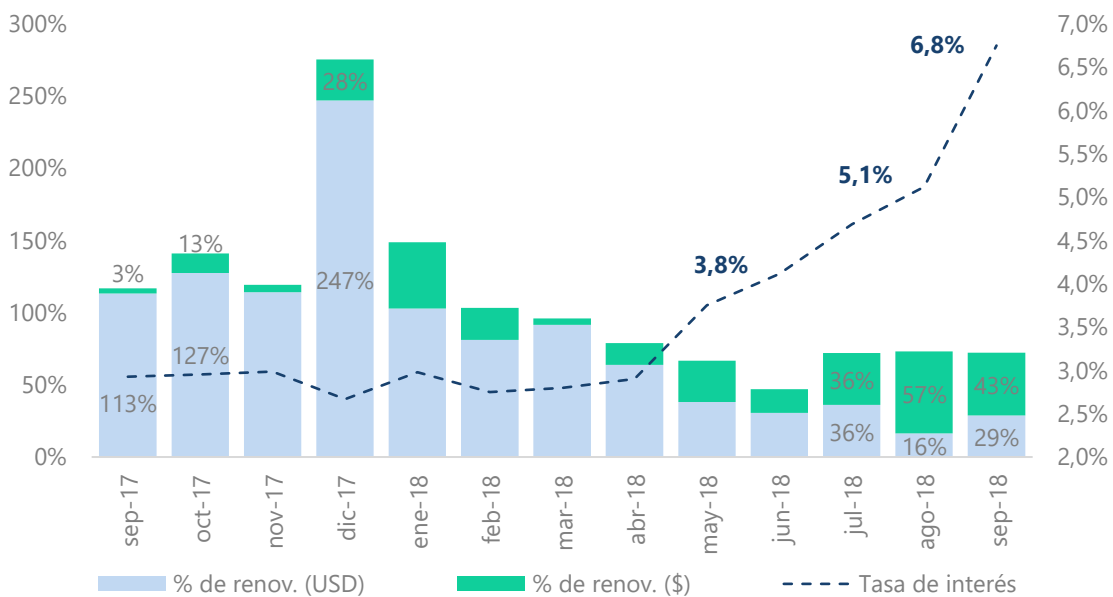
LAS LETRAS DEL TESORO QUE NO VES

Como mostramos en nuestro último informe del [Observatorio de la Deuda](#) de agosto, **por primera vez en lo que va del año el gobierno no llevó a cabo ninguna emisión/ampliación de deuda que no sea a través de instrumentos de corto plazo**, reflejando el cierre casi total de los mercados de crédito para el sector público.

Como correlato de lo anterior, **el gobierno también está teniendo dificultades para sostener la renovación de las Letras del Tesoro en moneda extranjera**, una de las pocas modalidades de financiamiento que se están sosteniendo. Esta dificultad se puede apreciar a partir de tres planos diferentes: la cantidad renovada, la moneda de suscripción y la tasa de interés convalidada.

Cada vez cuesta más renovar las LETES

Porcentaje de renovación por moneda de suscripción (eje izq.) y tasa de interés promedio de las letras del tesoro en moneda extranjera (eje der.)²



Fuente: Observatorio de la Deuda del Instituto de Trabajo y Economía

Como se desprende del gráfico anterior, **en los últimos meses no solo no se logró renovar buena parte de los vencimientos, sino que se tuvo que convalidar tasas de interés crecientes para mantener las**

² Vale aclarar que los plazos de emisión de los instrumentos son similares, y por ende, comparables respecto de la tasa promedio.

renovaciones en el orden del 70%, que además fueron hechas en su mayoría en moneda local.

Como único dato que puede despertar cierto optimismo se destaca que, en la última licitación del 26 de septiembre, se logró renovar un porcentaje muy similar al de los últimos meses (75%) con una tasa levemente más baja respecto de la anterior (6,5% vs 7,0%) y con un plazo de vencimiento idéntico. Sin embargo, con el resurgimiento de la inestabilidad ocasionada por la renuncia del presidente del BCRA y la implementación de un nuevo esquema monetario/cambiario (ver próxima sección), **debe todavía esperarse un tiempo más para poder garantizar una baja sensible en el riesgo argentino.**

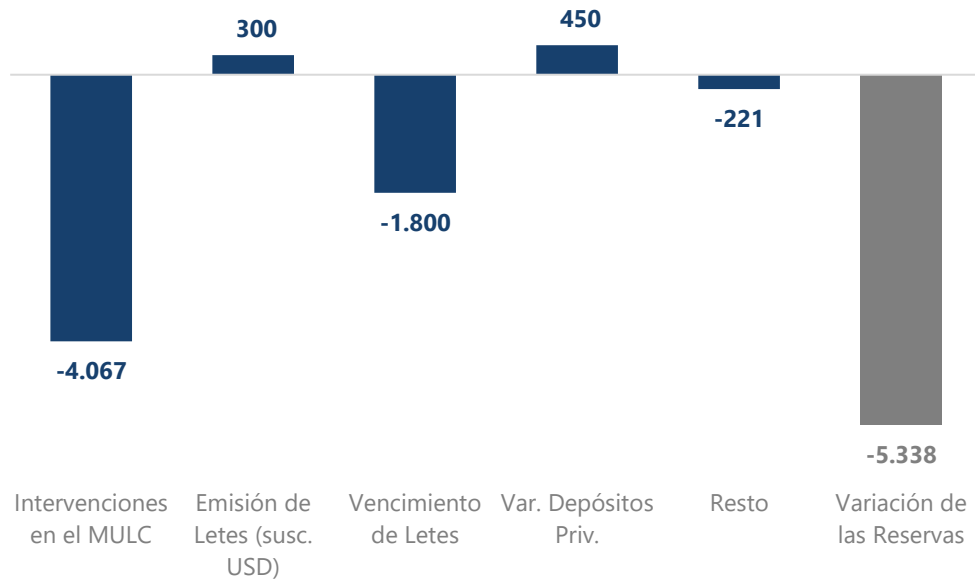
Ahora bien, ¿por qué el gobierno está convalidando este nivel exorbitante de tasas en dólares? Además de la necesidad de cerrar el programa financiero de este año, es probable que las autoridades tengan escasa tolerancia a la pérdida de divisas en un contexto en el cual el panorama externo no luce despejado. En efecto, la caída en la tasa de renovación de las LETES y su moneda de suscripción se traducen en pérdidas de reservas internacionales, a menos que los tenedores decidan mantener esas divisas en forma de depósitos en el sistema financiero local.

Al analizar los últimos datos del informe mensual del balance cambiario (pág. 5), se observa que el Tesoro tuvo que desembolsar USD 1.800 millones por las LETES que vencían, que fueron parcialmente compensados por USD 300 millones que ingresaron en calidad de nuevas LETES -aquellas suscriptas en dólares-, sumado a USD 450 millones por nuevos depósitos en moneda extranjera del sector privado -que, en mayor medida, son la contrapartida del pago de las LETES de aquellos que decidieron mantenerlas dentro del sistema financiero local-.

De este modo, un 20% de la caída de unos USD -5.300 millones que sufrieron las reservas internacionales durante el mes de agosto estuvo explicado solo por el comportamiento de las LETES.

Factores de explicación de las reservas internacionales

En millones de dólares



Fuente: Balance Cambiario del BCRA

ALL IN

Tal como fue explicado en detalle en el [Informe Mensual de Agosto](#), el **esquema de política monetaria y cambiaria se encuentra procesando de forma irregular e incierta las implicancias de una arriesgada apuesta que realizó el BCRA al anunciar una agresivo y unilateral programa de cancelación de sus pasivos remunerados (LEBAC).**

Al comunicado del 14/8³, se sumó una segunda etapa el 14/9⁴ en la misma línea: entre otros anuncios, la autoridad monetaria indicó que solo renovarían el 50% de las LEBAC en poder de tenedores no bancarios⁵. Al igual que en el anuncio anterior, se indicó que "el BCRA y el FMI han acordado modificaciones al programa que permiten la **disponibilidad de**

³ <https://goo.gl/g1naRi>.

⁴ <https://goo.gl/miDnLA>.

⁵ En el acumulado desde que se inició esta estrategia, la cancelación unilateral de LEBAC generó un incremento en la Base Monetaria equivalente a \$650.100 millones (equivalen a un 40% del stock de base observado al inicio del programa). Este monto equivale a USD 19.400 millones cuando se realiza una valuación diaria. En cambio, si se toma el tipo de cambio vigente el 14/8, es decir, antes del comienzo del programa, esos pesos equivalían a USD 22.100 millones, de forma tal que el aumento del dólar licuó unos USD 2.700 millones de las deudas del BCRA.

recursos adecuados en moneda extranjera para asegurar el buen funcionamiento del mercado de cambios a lo largo de esta operación”.

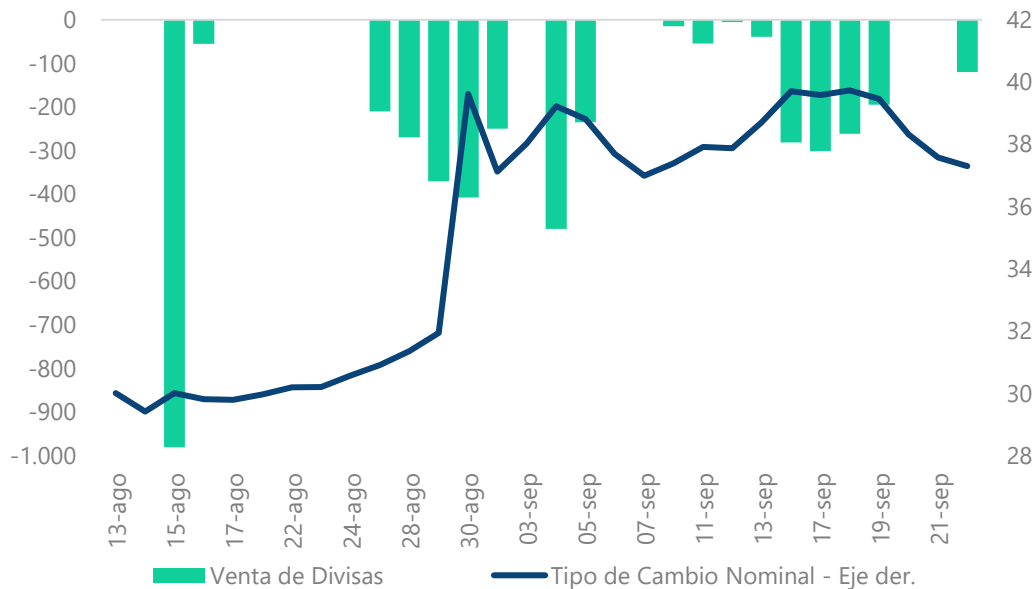
En agosto, el BCRA debió vender casi USD 1.000 millones luego de la licitación para sostener la cotización de la divisa en torno a los \$/USD 30. En los días sucesivos la autoridad monetaria no realizó operaciones hasta que, **a fines de agosto, se produjo una devaluación de casi 30% sin que el BCRA cumpliera la promesa de ofrecer las divisas demandadas.**

En este segundo vencimiento, la respuesta de los agentes parece haber sido diferente. Por un lado, el día donde se produjo la expansión de BM - 19/9- el BCRA operó en el mercado de cambios con ventas de unos USD 200 millones, en un contexto en el cual el dólar cayó un 6% entre el 18 y el 24 de este mes.

A su vez, el mismo 19/9 el Ministerio de Hacienda⁶ anunció la colocación de LECAP (Letras del Tesoro Capitalizables en Pesos) por unos \$110.000 millones, con tasas cercanas al 50% nominal anual. Este monto equivale a algo más del 70% de las LEBAC que el BCRA canceló con tenedores no bancarios.

Una apuesta arriesgada

Venta de Divisas (mil. USD) y Tipo de Cambio Nominal (\$/USD)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

⁶ <https://goo.gl/qbSZaY>.

De acuerdo con información de prensa⁷, **habrían ingresado unos USD 1.000 millones del exterior en la suscripción de LECAP**, lo que habría sido clave para la menor demanda de activos que experimentó el BCRA en el mercado de cambios.

De confirmarse este dato, **la estabilización observada en estas jornadas estaría sugiriendo, nuevamente, una elevada dependencia de capitales de muy corto plazo para sostener la consistencia del mercado**. Como lo probaron estos meses, la reversión abrupta de este tipo de capitales en un esquema de completa desregulación en las operaciones del sector externo induce un factor de inestabilidad, que atenta contra el propio mandato legal que debe cumplir el BCRA.

Una nueva fuente de incertidumbre autoinfligida

En los últimos días, el escenario para la situación cambiaria ha dado nuevamente un giro abrupto. En primer término, **el gobierno cerró un nuevo acuerdo con el FMI, que incrementa en USD 7.100 millones la disponibilidad de fondos y adelanta desembolsos adicionales por el equivalente a USD 19.000 millones para el período 2018/2019**. El objetivo del gobierno, que se comprometió a alcanzar un déficit primario de 0% del PIB el año que viene (ver sección Fiscal), es blindar el programa financiero hasta el fin de su mandato, así como también reforzar las reservas internacionales.

La otra novedad es la **renuncia de Luis Caputo a la presidencia del BCRA, en un contexto de rumores sobre supuestas diferencias con el FMI en cuanto al manejo de la crisis**. El flamante presidente del BCRA, Guido Sandleris, anunció el abandono formal del régimen de Metas de Inflación (MI), y su reemplazo por un esquema que consiste en: a) el establecimiento de un intervalo de libre flotación para el tipo de cambio, que va desde \$/USD 34–44, fuera del cuál el BCRA se reserva el derecho de intervenir hasta con un máximo de USD 150 millones diarios. Esta banda se ajustará a una tasa del 3% mensual hasta diciembre de 2018; b) una meta de crecimiento nulo de la Base Monetaria (BM) hasta junio de 2019.

⁷ <https://goo.gl/kkSqsq>.

Más allá del hecho trascendente de que un país abandone el régimen de MI, lo cierto es que poco se conoce sobre el funcionamiento de este nuevo arreglo monetario/cambiario experimental. **En los hechos, el esquema de bandas implica una mayor flexibilidad cambiaria respecto del régimen de total discreción que prevaleció desde el inicio de la crisis cambiaria,** que atravesó tanto etapas de libre flotación como de fuerte intervención, combinadas con operaciones en futuros, modificaciones en los encajes y cambios en las normativas de liquidez y tenencia de activos externos.

Pero además la meta cuantitativa estricta sobre la BM abre un terreno desconocido para la política monetaria⁸. **Uno de los aspectos a destacar es la necesidad de admitir una mayor fluctuación de las tasas de interés**⁹. En todo caso, la apuesta del gobierno parece ser anclar las expectativas de devaluación con el refuerzo del paquete negociado con el FMI -junto con el adelantamiento de parte de los fondos- y que las tasas de interés reaccionen lo necesario para equilibrar la “condición de paridad de tasas de interés”.

De ser efectiva la estrategia del gobierno -pero sobre todo, si no se abandona a mitad de camino- **el anclaje de las expectativas cambiarias permitiría salir paulatinamente del estado de tensión cambiaria permanente y desacelerar en alguna medida la inflación,** lo cual tendría como correlato una caída moderada de la BM en términos reales y un gradual acomodamiento a la baja de las tasas de interés.

Sin embargo, **si la estrategia del gobierno es inefectiva y las tensiones cambiarias continúan, las tasas de interés pueden alcanzar un nivel y una volatilidad que afecte de manera significativa al crédito** -y a las relaciones financieras en general-, sumando otro factor contractivo a la ya de por sí golpeada economía argentina.

⁸ Argentina tuvo un programa monetario desde los primeros años posteriores a la convertibilidad hasta la sanción de la nueva Carta Orgánica de 2012, aunque las metas se establecían sobre el agregado monetario M2.

⁹ Aunque el BCRA se comprometió a no dejar que la tasa de política monetaria se ubique por debajo de 60% anual hasta fines de 2018 (ver <https://goo.gl/1wSE6c>). Además, el banco central también se reserva la posibilidad de intervenir en el mercado de futuros, lo cual puede impactar en las tasas de interés indirectamente.