


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

30° | Noviembre 2018

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

El cuarto trimestre del año será un nuevo período bisagra para la economía argentina. Según las proyecciones oficiales (y también las del mercado), la caída de la actividad debe alcanzar un piso sobre el final de 2018 para después comenzar una recuperación rápida, en forma de "V", que encuentre a la economía en pleno crecimiento para la campaña electoral del año que viene.

Sin embargo, **el ajuste fiscal y monetario en curso hacen que el margen de maniobra del gobierno para ejecutar políticas del lado de la demanda que estimulen el crecimiento sea muy acotado.** En efecto, el ajuste en la obra pública y en el financiamiento al sector privado imponen un contexto fuertemente recesivo para el mercado interno.

Es en este escenario que el gobierno empezó a intentar aplicar políticas de ingresos, como el pago del bono a los trabajadores del sector privado o el incremento de una vez y en dos tramos del monto de la AUH, con el objetivo de ponerle un piso a la caída del consumo y la recesión. Sin embargo, **dado que estas iniciativas son de alcance acotado y de carácter transitorio, no esperamos un impacto significativo en términos de actividad.**

Consideramos que, como mínimo, **una recuperación extendida de la actividad dependerá de que la contención del tipo de cambio se sostenga en el tiempo y logren recuperarse los ingresos reales de los sectores asalariados.**

No obstante, el equilibrio cambiario es muy endeble. **Los niveles de riesgo argentino, que siguen elevados a pesar de la estabilización cambiaria y la renegociación con el FMI, reflejan la escasa confianza en la gestión económica.**

En gran medida, es la propia incertidumbre generada por la inestabilidad de la política monetaria y cambiaria la que reduce las posibilidades sortear exitosamente el escenario pre-electoral. De esta forma, **no debe descartarse que el contexto recesivo se extienda más allá del rebote puntual que generará la producción agropecuaria en el segundo trimestre de 2019.**

LO QUE VIENE, LO QUE VIENE: ¿L, U, V?

La actividad económica finalizó el tercer trimestre en plena contracción. En septiembre, el EMAE cayó un -5,8% anual y acumula en el año una baja de -1,5%. La industria y el comercio exhibieron caídas de dos dígitos, impulsando una disminución cercana al -2% mensual en la comparación sin estacionalidad.

Por su parte, y tal como describimos [acá](#), **el consumo se desplomó ante una inflación que superó el 6% mensual.** Los datos del INDEC dados a conocer recientemente confirman la delicada situación por la que atraviesan las ventas minoristas. En efecto, en septiembre las ventas en supermercados cayeron un -7,9% anual real, mientras que las ventas en shoppings lo hicieron un -15,1%.

La inversión sobre reaccionó a la baja del consumo. Nuestro Indicador Mensual de Inversión (IMI) registró un descenso de -18,9% anual, cerrando el tercer trimestre del año con un retroceso de -11,8% respecto de igual período del año pasado. En términos mensuales desestacionalizados, la inversión presentó una caída de -7,7%.

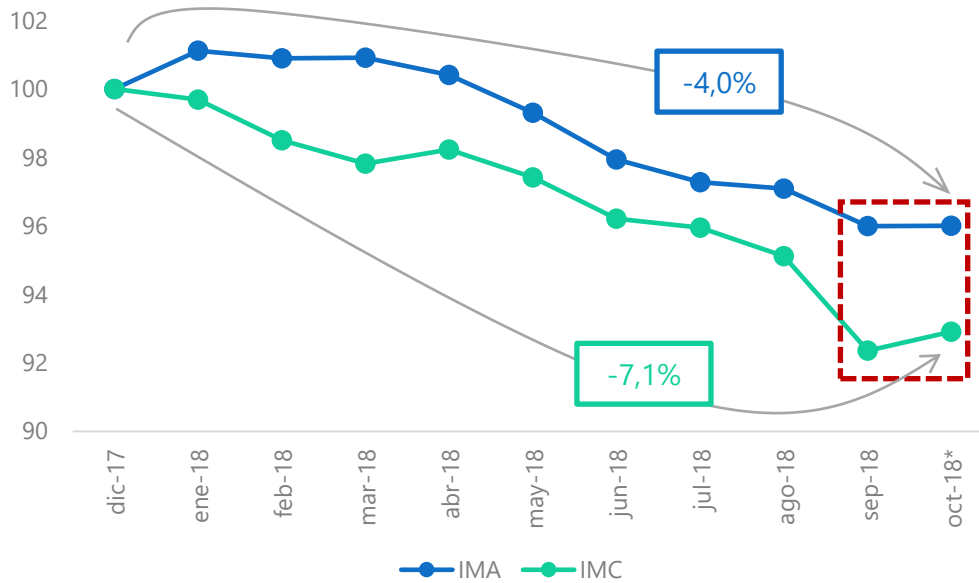
A nivel desagregado, la construcción tuvo un retroceso de -4,1% anual. A la caída que se venía observando en la obra pública, que comenzó en septiembre de 2017, se le sumó el freno en la obra privada. Por su parte, el Equipo Durable de Producción (EDP) tuvo una caída de -33,4% anual, con una reducción de la inversión en EDP nacional de -15,8% anual.

Los indicadores adelantados del mes de octubre indican que la contracción económica se habría tomado una pausa al comienzo del último trimestre del año. Nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA) se contrajo un -3% respecto del mismo mes de 2017, aunque al observar la frecuencia mensual sin estacionalidad se advierte que en octubre la economía se mantuvo sin cambios respecto del mes previo. Por su parte, el consumo medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -6,2% anual, la quinta baja consecutiva, pero la serie sin estacionalidad arrojó una suba de 0,6% mensual.

Esta estabilización no debe confundirse con un repunte. En efecto, la actividad económica ya se ubica un -4,0% por debajo del nivel de diciembre 2017, mientras que el consumo lo hace en un -7,1%. Por otro lado, en el corto plazo, no existen factores que permitan vislumbrar una recuperación sostenida de la actividad económica.

La actividad se tomó un respiro en octubre

IMC e IMA, Índices sin estacionalidad Base 100 = dic-17



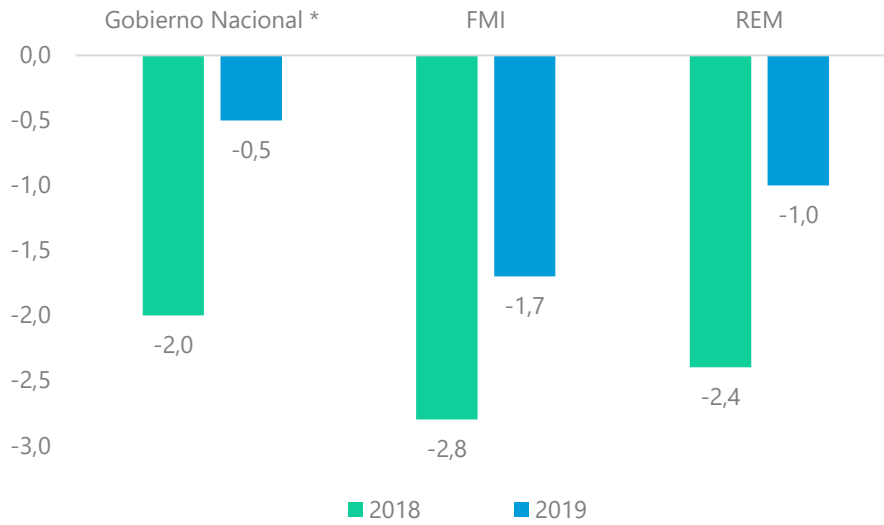
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE)

La fragilidad de la actividad económica pareciera no verse reflejada en las proyecciones oficiales, las cuales descuentan una robusta recuperación. De acuerdo con el Memorándum de Políticas Económicas y Finanzas elaborado por la gestión de Cambiemos y presentado ante el FMI, se estima que hacia el cuarto trimestre de 2019 la actividad económica se expanda a una “tasa china” de 8,5% anual. De todas formas, incluso este rebote sería insuficiente para evitar que el PIB promedio de 2019 caiga, aunque dejaría un significativo arrastre positivo para 2020.

En cuanto a la dinámica trimestral del producto, **el Presupuesto 2019, el escenario base del FMI y la mediana del Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) establecen escenarios de fuerte recuperación en forma de “V” o “U” a partir del segundo trimestre de 2019.**

Dos años de recesión

Proyecciones de actividad económica, variación % anual

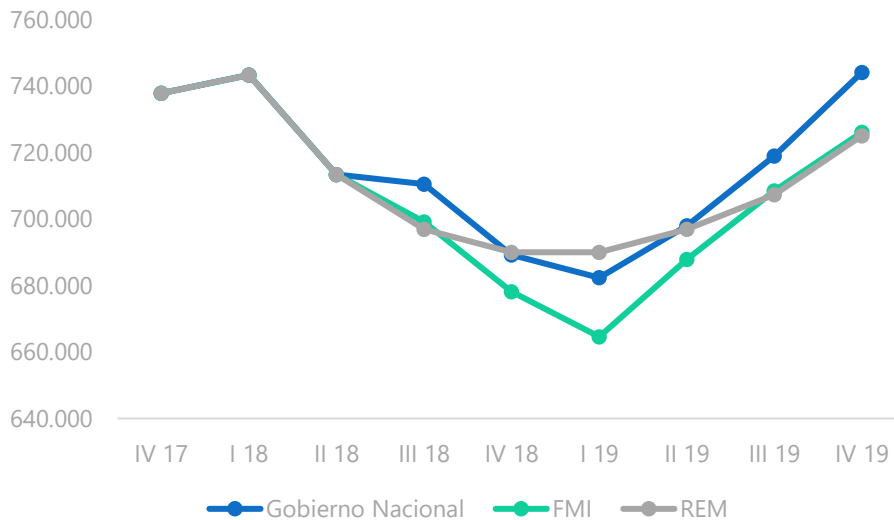


(*) Escenario cota superior presentado en Memorándum de Políticas Económicas y Finanzas

Fuente: Fondo Monetario Internacional y BCRA

Los optimistas de siempre

Proyecciones de actividad económica, mill. de pesos constantes de 2004



Fuente: elaboración propia en base a REM y FMI

Así, las tres estimaciones coinciden en que quien gane las elecciones presidenciales de 2019 asumirá con una economía expandiéndose entre un 5% y un 8,5% anual.

El optimismo es claro en los papeles, pero parecería no estar debidamente fundado al momento de identificar los *drivers* del crecimiento. El único sector sobre el cual existen expectativas con cierto fundamento resulta el agro. Luego de la sequía experimentada el corriente año, el gobierno estima que la cosecha alcanzará un nuevo récord histórico, superando las 140 millones de toneladas. Estas 27,5 millones de toneladas adicionales podrían implicar exportaciones extra por entre USD 5.500 y USD 7.000 millones, dependiendo de los precios.

Estimaciones de producción agrícola

En millones de toneladas. Estimaciones 2018/2019 al 9 de nov.

Producto	2016/2017	2017/2018	2018/2019	Var 18/19
Soja	55.0	37.8	54.3	16.5
Trigo	18.4	18.5	20.1	1.6
Maíz	49.5	43.3	49.7	6.4
Girasol	3.6	3.5	3.8	0.3
Cebada	3.3	3.7	4.5	0.7
Sorgo	2.5	1.6	3.7	2.2
Otros	4.4	4.3	4.0	-0.2
Total	136.7	112.7	140.1	27.5

Fuente: elaboración propia en base a MINAGRI

A pesar del optimismo que estas cifras despiertan, es necesario tomar en cuenta diversos factores. El primero de ellos resulta de la volatilidad en la producción agrícola causada por factores climáticos, con el agravante de la lentitud con la que la gestión actual pareciera reflejar dichos sucesos en las estimaciones oficiales.

En efecto, las cifras oficiales resultan más optimistas que otras privadas, que alertan sobre el daño climatológico sobre la cosecha de trigo. En esta línea, la Bolsa de Cereales de Rosario redujo sus proyecciones a 19,2 millones de toneladas, es decir, cerca de 1 millón menos que las estimaciones oficiales.

De manera similar, aún resta ver cómo evoluciona la siembra de maíz, máxime teniendo en consideración que la misma se encuentra muy demorada con relación al promedio de las últimas cinco temporadas (solo un 36,7% contra 60% histórico).

Un segundo factor a considerar es que, aun si se cumplen las perspectivas de cosecha oficiales, el volumen producido sería apenas un 2% superior al alcanzado en 2016/2017, mientras que la situación financiera continúa

siendo sumamente vulnerable¹, lo cual implica que no puedan descartarse de modo alguno nuevos episodios de inestabilidad (ver sección “Una víctima casi perfecta”). **En los hechos, el nuevo “blindaje” del FMI podría no ser suficiente ante una renovada corrida cambiaria, sobre todo en un contexto de incertidumbre electoral.** En un escenario de este tipo, se reduciría prácticamente a cero la posibilidad de una recuperación en forma de “V”.

Finalmente, **el propio programa de ajuste negociado con el FMI impone serias limitaciones para que el gobierno pueda estimular la demanda agregada en un contexto recesivo.** Esto último implica cargar sobre la política de ingresos todo el peso de moderar la caída del producto, lo cual reduce la potencia de cualquier política anticíclica (ver próxima sección).

De este modo, **la matriz de riesgos que acompaña al escenario base proyectado por el gobierno luce compleja destacándose, por sobre todo, la ausencia de motores de crecimiento genuinos.** En este sentido, no podemos descartar que el esquema de ajuste que propone tanto la política fiscal como la monetaria, en el contexto de un proceso electoral incierto, tengan como resultado una ralentización de la actividad pasado el segundo trimestre de 2019, con una dinámica de “L” en la actividad.

¿Podrá el bono mejorar el cierre del año?

El gobierno firmó un decreto donde establece el pago por parte de las empresas de un bono de \$5.000 para los trabajadores del sector privado. El bono sería pagado en dos meses (\$2.500 en noviembre a cobrar en diciembre y \$2.500 en enero a cobrar en febrero 2019).

Esta modalidad de suma fija por decreto fue muy utilizada en el periodo 2002-2005 cuando, pese al fuerte aumento del costo de vida producto de la devaluación en 2002, los empresarios y sindicatos eran aún reacios a juntarse a discutir aumentos salariales.

¹ Por ejemplo, entre 2016 y 2019 los pasivos externos se incrementarían desde un 34,2% del PIB a un 60,6%, de acuerdo con el escenario “optimista” del FMI.

En ese contexto, los aumentos por decreto tenían una doble finalidad: por un lado, dinamizar el mercado interno y, por otro, impulsar la negociación colectiva.

La incorporación también por decreto de estas sumas –al principio no remunerativas– al salario de convenio impulsó la apertura de un espacio de negociación entre empresas y sindicatos. A partir de 2004, con la sanción de la Ley de Ordenamiento Laboral, que entre otras cosas reivindicaba la negociación colectiva a nivel de rama, la negociación tomó un fuerte impulso.

El bono 2018 ordenado por decreto tiene algunas particularidades que socavan su eficacia. El artículo 3 establece que se podrá adecuar la implementación del bono “en materia de plazos y montos para aquellas actividades o sectores que se encuentren especialmente en crisis o declinación productiva”. **No hay una definición concreta de lo que significa “crisis o declinación productiva”.** En el último dato de actividad publicado por el INDEC para septiembre, 10 ramas de la economía presentaron caídas sobre un total de 15². En la industria la recesión es casi completa: de 11 sectores industriales, 10 cayeron en septiembre.

Por otro lado, el decreto establece que quienes ya hubiesen negociado una reapertura/revisión de la paritaria oportunamente pactada para 2018 podrán contabilizarlo a cuenta del bono. Esta redacción, que es habitual para no “castigar” a aquellas ramas o empresas que adelantaron aumentos, pierde sentido en el contexto actual.

Muchos sindicatos pactaron aumentos de 15%. Rápidamente, quedó en evidencia que estos valores eran insuficientes. Algunos gremios reabrieron paritarias o activaron cláusulas de revisión, alcanzando aumentos –en lo formal– de hasta 25%. **Aún con esta reapertura, las subas otorgadas quedarán muy por debajo del aumento de precios, estimado en 47,5% para este año.**

A pesar de esto último, la “reapertura” habilitará a los empresarios a no otorgar el bono. En cambio, gremios que inician su paritaria a mediados de

² Los cinco que no presentaron caídas son agricultura, pesca, intermediación financiera, salud y educación.

año o que retrasaron la negociación y pactaron aumentos directamente cercanos a 25%, sí estarían habilitados a recibirlo.

De acuerdo con el CETyP³, de 17 convenios colectivos que representan aproximadamente el 70% de los asalariados del sector privado, solo uno cumple con ambas condiciones (no tener una crisis o caída de producción y no haber renegociado la paritaria), mientras que otros tres podrían estar en condiciones por no haber reabierto la paritaria, aunque no se tiene un indicador específico de actividad para el sector. Se trata de los trabajadores de la salud en el primer caso y de los convenios de seguridad privada, comidas rápidas y maestranza en el segundo.

Teniendo en cuenta las dificultades para que el bono se convierta en un instrumento de amplio alcance, es poco probable que esta medida sea suficiente para recuperar el nivel general de consumo en la última parte del año, aunque podría motivar a empresarios y sindicatos a reunirse para negociar algún incremento adicional, como sucedió con el gremio de Comercio.

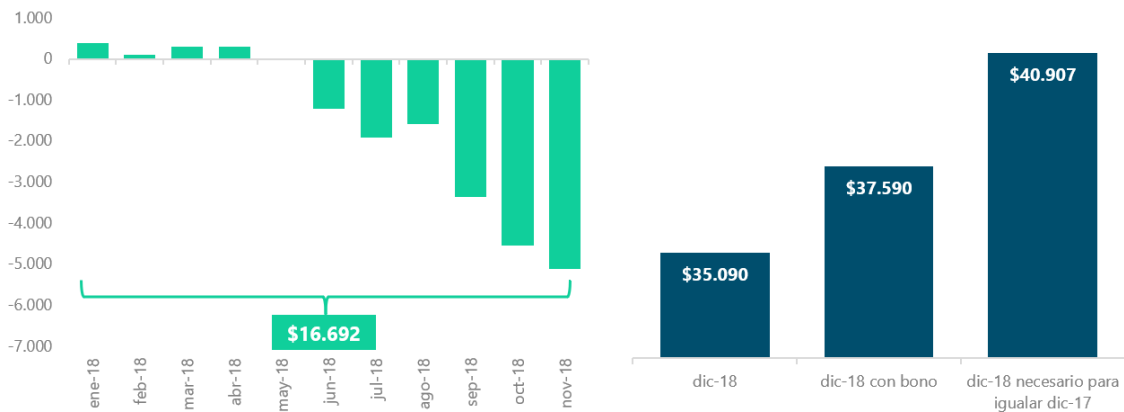
No obstante, aún si lo cobraran todos los trabajadores, el bono no sería suficiente para recuperar el poder adquisitivo de la población. **Para compensar todo lo perdido a lo largo del año, el bono debería ser de \$16.700 (para el salario promedio)** y el salario de diciembre debería aumentarse en al menos \$6.000 de forma permanente para no seguir perdiendo en los próximos meses.

La pérdida del salario real alcanzará el 14% entre puntas en 2018. Si se compara diciembre 2018 contra diciembre 2017 incluyendo el medio bono de \$2.500, la caída se achica al -8% real. Sin embargo, como el bono es de una sola vez, corresponde computarlo solo parcialmente a diciembre (es decir, asumiendo que el trabajador lo ahorra para meses venideros o paga deudas de los meses en los cuales no cobró el bono). En este caso la caída entre puntas pasa del -14% al -13%.

³ El informe completo puede consultarse en <https://goo.gl/g7TY8i>.

Pérdida de salario real a lo largo del año

En pesos de diciembre 2018, respecto a diciembre 2017



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a Secretaría de Trabajo, IRP-ITE y REM

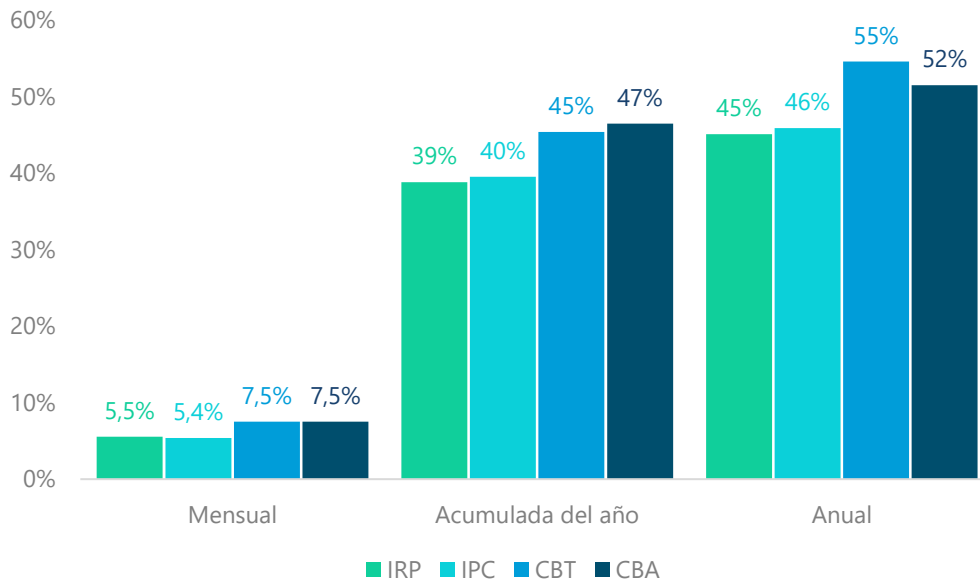
En diciembre también cobrarán un adicional los titulares de derecho de la Asignación Universal por Hijo (AUH).

Al contrario de lo ocurrido en 2016, cuando se otorgó un bono de \$1.000 por el primer hijo/a y \$250 por cada uno de los otros hijos/as, esta vez se otorgará en diciembre una suma de \$1.500 para cada uno de los niños, niñas y adolescentes (el 28% de quienes perciben la asignación tiene dos hijos/as y el 20% tres o más, mientras que el 52% tiene un solo hijo/a). Esto se suma a los \$1.200 ya otorgados en septiembre. También debe adicionarse en diciembre el aumento por movilidad de 7,8%, ya que la nueva fórmula contempla aumentos en marzo, junio, septiembre y diciembre.

De esta forma, la Asignación Universal alcanzará los \$1.815 (sin contar el bono). Este monto es apenas un 28,5% superior al de diciembre del año pasado (es decir, una pérdida real proyectada de -13%). Sin contar las sumas adicionales, la AUH perdió algo más de un 8% de su poder de compra en promedio en el año. Respecto a noviembre de 2015, la pérdida podría alcanzar al -18%. Esto explica, en parte, porqué el 67% de los padres, madres y tutores tienen un crédito de la ANSES, que se descuenta directamente cada mes de la Asignación.

Índices de precios

Variación porcentual al mes de octubre



Fuente: INDEC

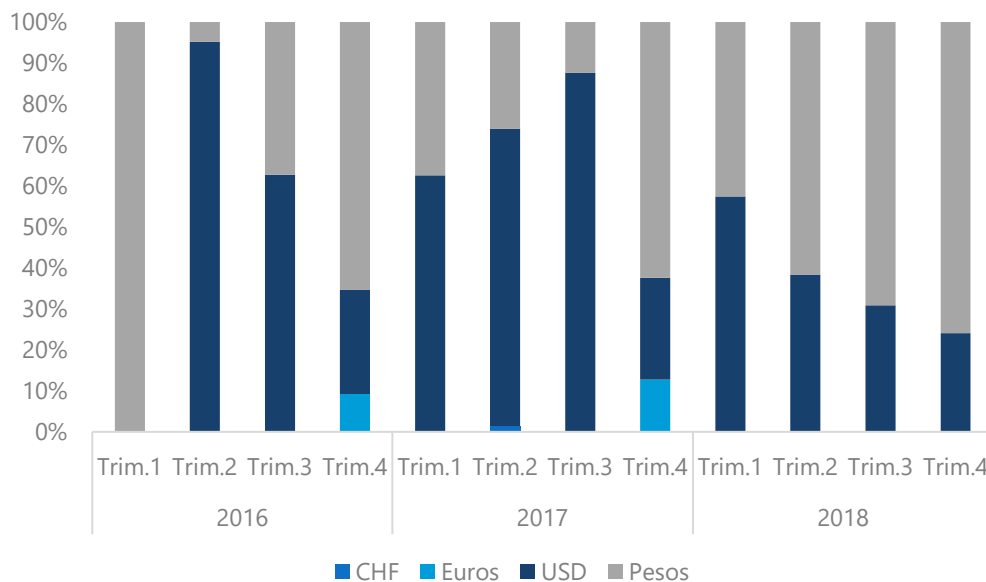
No obstante, con las dos sumas adicionales, en el promedio del año la asignación le ganará a la inflación. Esto es un alivio temporal, ya que se espera una fuerte baja real del gasto en la Asignación Universal para el año que viene (-10,7% tomando en cuenta la inflación proyectada por el propio presupuesto), lo que muestra que no está previsto incorporar el valor del bono de forma permanente. Además, hay que tener en cuenta que la Canasta Básica, asociada al consumo de los más vulnerables, viene presentando subas más altas que el nivel general de precios.

¿HACIA UN MERCADO DE DEUDA EN PESOS?

La dinámica de colocaciones de deuda por parte del gobierno nacional ha tenido, por distintos motivos, una importancia central en la gestación de la crisis cambiaria. **Quizás una de las características más sobresalientes del proceso de endeudamiento tenga que ver con la elevada participación de las emisiones de deuda en moneda extranjera**, en particular aquellas colocaciones a no residentes.

¿Hacia un mercado de deuda en pesos?

Emisiones del gobierno nacional por moneda, en % del total



Fuente: elaboración propia en base al Observatorio de Deuda de ITE

Como se muestra en el gráfico anterior, elaborado a partir de nuestro [Observatorio de Deuda](#), luego de firmado el acuerdo con los fondos buitres durante el 2° trimestre de 2016, las colocaciones en moneda extranjera comenzaron a cumplir un rol protagónico en el proceso de endeudamiento doméstico. Las causas de esta estrategia pueden ser varias, aunque las más evidentes son la baja exposición inicial de los fondos de inversión extranjeros al riesgo argentino, el reducido tamaño del mercado de deuda pública doméstico⁴ y la "pertinencia financiera" de endeudarse en dólares

⁴ Un capítulo aparte merece en este caso las LETES en moneda extranjera, instrumentos de corto plazo orientados al inversor averso al riesgo y dolarizado, cuyo repago, de todos modos, no quedó exento de dudas antes del segundo acuerdo firmado con el FMI. Como mostramos [acá](#), en los

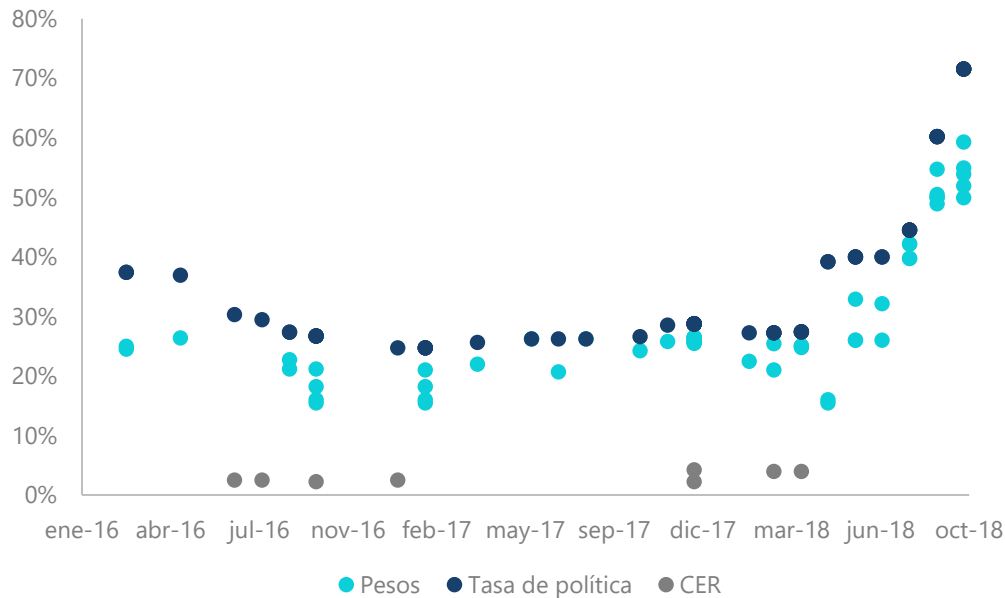
en un contexto en el cual las expectativas de depreciación están contenidas, además de la decisión del gobierno de reducir la importancia del financiamiento directo del banco central.

A medida que el proceso de endeudamiento fue madurando y los desequilibrios macro se hicieron evidentes (ver [acá](#)), el gobierno comenzó a implementar un viraje en su estrategia de financiamiento, aumentando la participación de las colocaciones en pesos. En el último trimestre de 2017, el gobierno empezó a emitir a una mayor escala bonos en pesos a tasa fija (BONAR) y ajustables por inflación (BONCER), junto con la aplicación de normativas tendientes a “hacer espacio” en los balances de algunos inversores institucionales (ver [acá](#)).

De hecho, como mostramos [acá](#), el 24-D (y la consecuente flexibilización de la política monetaria) no solo puede interpretarse como un intento (fallido) de permitir una mayor devaluación controlada de la moneda, sino también como una pretensión por moderar el costo financiero del sector público, dada la importancia de la tasa de referencia del BCRA como techo para la tasa de las emisiones de deuda pública en pesos.

Política monetaria y financiamiento del Tesoro

Tasa de interés, en % nominal anual



Fuente: elaboración propia en base al Observatorio de Deuda de ITE

últimos meses el gobierno tuvo dificultades para renovar estos instrumentos, viéndose reducido el stock de LETES en dólares respecto de los valores registrados a fines de 2017.

En el 2018, cuando las tensiones cambiarias finalmente se materializaron, comenzaron a emitirse una serie de bonos de ajuste mixto, que pagaban el máximo entre una tasa fija y el CER, en un caso, y el máximo entre una tasa fija en pesos y la devaluación, en el otro (en este último caso, los llamados “bonos duales”, oportunamente analizados [acá](#)).

Finalmente, en el epicentro de la corrida cambiaria, y ante el virtual cierre de los mercados de crédito externos, las emisiones puntuales de BOTES y más adelante las LECAP -que intentaron reemplazar a las LEBAC, sobre todo en el caso de los bancos⁵- fueron los instrumentos de deuda en pesos que comenzaron a ocupar la escena doméstica.

La depreciación del tipo de cambio tuvo una incidencia directa no solo en los ratios de deuda pública -que estimamos en 93,2% del PIB para septiembre de 2018- sino también en su costo financiero -según la Ley de Presupuesto 2019, aún con equilibrio primario el déficit financiero ascenderá a 3,2% del PIB el año que viene-, poniendo en evidencia los **riesgos detrás de una estrategia de endeudamiento basada en una percepción equivocada sobre la sostenibilidad del tipo de cambio**.

En el corto plazo, las perspectivas para el desarrollo de un mercado para la deuda en moneda doméstica no son alentadoras, a pesar del punto de partida -una fuerte devaluación del tipo de cambio y altas tasas de interés (ver siguiente sección)-. El *trade off* negociado entre gobierno y FMI para adelantar los fondos del acuerdo no logró despejar las dudas sobre el programa financiero post-electoral, lo cual se ve reflejado en un riesgo argentino que no puede perforar los 600 puntos básicos.

Esto último genera un elevado nivel de incertidumbre para el panorama externo del año que viene, lo que -paradójicamente- obliga al gobierno a seguir dependiendo de la deuda en moneda extranjera (ver [acá](#)). De este modo, **se reproduce el esquema de fragilidades que, a partir de la crisis cambiaria, generó un empeoramiento de las condiciones de solvencia del sector público**.

⁵ La voluntad del BCRA de reemplazar las LEBAC por instrumentos en pesos emitidos por el gobierno nacional queda manifiesta por ejemplo [acá](#).

UNA VÍCTIMA CASI PERFECTA

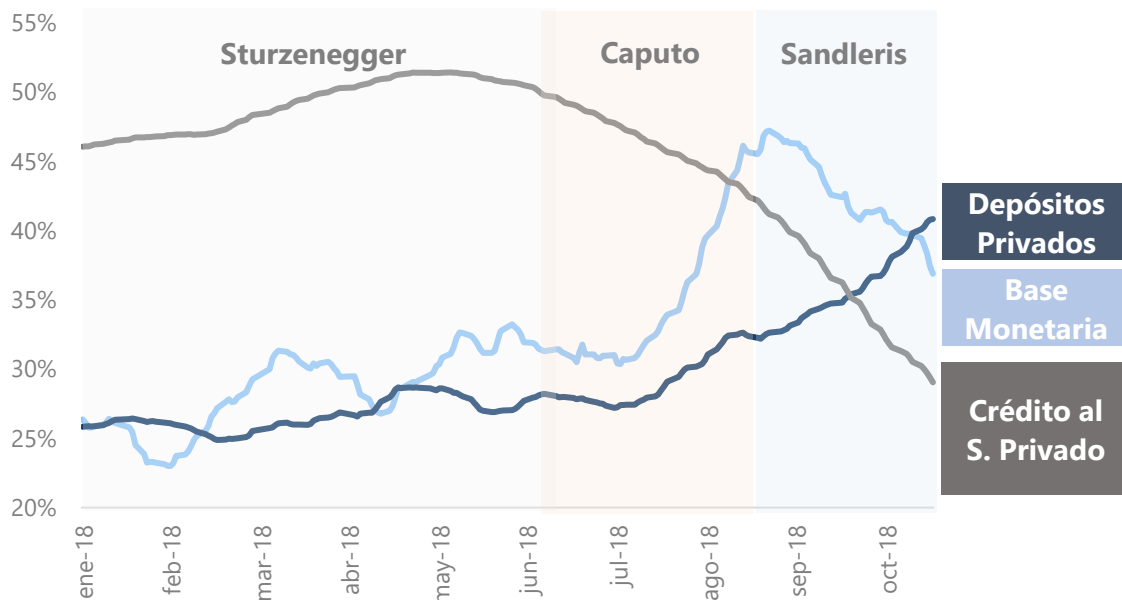
Al menos en materia monetaria, lo que va de 2018 estuvo signado por la aplicación de sucesivos esquemas de gestión, inconsistentes entre sí, que por sí solos podrían explicar la elevada volatilidad financiera que experimentó el mercado local este año.

El fracaso de las Metas de Inflación (MI)⁶, la cancelación unilateral del stock de pasivos no remunerados del BCRA (vgr. LEBAC) y la instrumentación de un programa monetario *vintage* con bandas de no intervención cambiaria⁷ tuvieron consecuencias inmediatas sobre el conjunto del sistema financiero, con una víctima inmediata y evidente: el financiamiento al sector privado.

De acuerdo con la última información disponible (noviembre de 2018), el crédito está creciendo a un ritmo anual inferior a 30%, en un contexto en el cual la inflación toca el 50% según indicadores de alta frecuencia, sugiriendo una marcada contracción del financiamiento en términos reales en un escenario de aguda recesión económica.

Apretón Monetario

Variación % anual, promedio 30 días



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

⁶ Ver <https://goo.gl/kdz3Bv> para un balance preliminar sobre la aplicación de MI en Argentina.

⁷ Para un análisis al respecto, consultar nuestro [Informe Mensual de Septiembre 2018](#).

En este sentido, **las marchas y contramarchas de la política monetaria explican buena parte de la abrupta reversión que experimentó el ciclo de crédito en lo que va de 2018**. Si bien hacia mayo, el financiamiento privado crecía por sobre el 50% anual, las sucesivas corridas cambiarias dinamitaron el proceso.

En particular, para el programa monetario actual la contracción observada en el crédito es un objetivo buscado como mecanismo para limitar la liquidez de la economía y por esta vía, poner un freno a la depreciación del peso.

En los hechos, la estabilización externa implicó una suba en la Tasa de Política Monetaria que actualmente se ubica por sobre el 60%. Dado este nivel de rentabilidad, los bancos asignaron su liquidez hacia LELIQ al tiempo que impulsaron al alza las tasas de interés pasivas⁸, de forma tal de obtener recursos para posicionarse en este segmento. Así, la suba de tasas y la reasignación de los activos de los bancos hacia deuda del BCRA impusieron un duro freno al mercado de crédito.

Como contra cara de este proceso, se observa un acelerado incremento en los depósitos privados en el sistema financiero, principalmente en las colocaciones a plazo privadas, que actualmente representan cerca del 55% de los depósitos totales, valor máximo desde la salida de la crisis de 2001-2002.

El contexto de altas tasas de interés, y la eliminación de las LEBAC como alternativa de inversión, pueden explicar una parte importante de este fenómeno, aunque dejan expuesto un factor de inestabilidad financiera. Como muestra la experiencia histórica y reciente, **las reversiones en la demanda de pesos son particularmente abruptas en el mercado doméstico**, y la creciente masa de pasivos de corto plazo en el sistema financiero debe ser debidamente incorporada al esquema de decisiones de la autoridad monetaria si lo que se busca es evitar nuevos episodios de crisis externa.

⁸ Desde la instrumentación del nuevo esquema monetario, la tasa por depósitos a plazo fijo para 30 días aumentó cerca de 1.400 puntos básicos.