



# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

42° | Noviembre 2019

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

# CLAVES DE LECTURA

**Los rígidos controles de cambio impuestos por el gobierno luego de las elecciones generales han comenzado a hacer su trabajo.** En las últimas semanas, el estrés cambiario ha tendido a disminuir, el deterioro de las reservas internacionales se detuvo y el Banco Central volvió a asumir una posición compradora en el mercado de cambios.

Estas circunstancias permitieron **moderar el sesgo contractivo de la política monetaria**, lo cual se materializó en una baja de las tasas de interés y en una flexibilización de las metas monetarias.

La *pax* cambiaria, junto con el hecho de que se haya aflojado parcialmente el torniquete que el Banco Central puso al crédito desde el último trimestre del año pasado, **reducen el peso de la mochila que venía cargando la economía real.**

Sin embargo, **los riesgos que deben enfrentar las autoridades entrantes en el muy corto plazo no son menores.** En primer término, la efectividad de los controles de cambio que recibirán como herencia es decreciente, lo cual eventualmente planteará la necesidad de adecuarlos.

A lo anterior debe sumarse el hecho de que, con los mercados de deuda cerrados, **el Banco Central volverá a tener que recurrir a la emisión monetaria como vía de financiamiento**, lo cual podría presionar sobre la brecha cambiaria y acelerar la necesidad de reconfigurar los controles.

En segundo lugar, en la medida en que la renegociación de la deuda se mantenga abierta, **las reservas volverán a entrar en tensión en los primeros meses del año que viene.**

En este sentido, cualquier estrategia que tienda a redefinir el perfil de la deuda deberá ser consistente no solo con los fundamentos financieros de la economía -nivel de deuda, precio de los bonos, etc.- sino también con la política fiscal, que a su vez va a estar condicionada por el **fuerte deterioro que han sufrido en los últimos años las condiciones de vida de la población.**

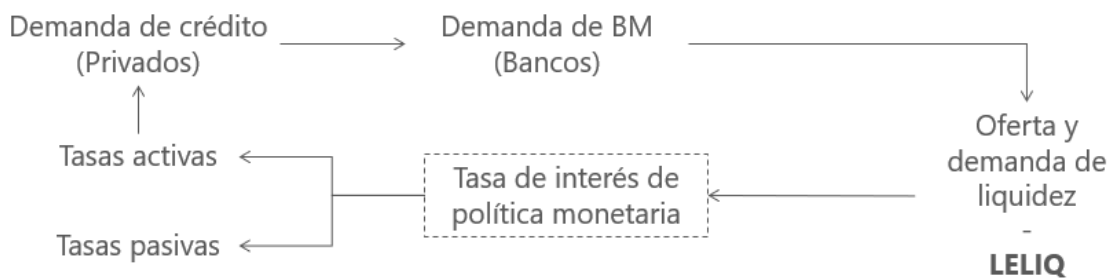
En los primeros meses del gobierno entrante, la gestión de este fino equilibrio será clave para lograr retomar un **sendero de crecimiento económico sólido en la primera mitad del mandato presidencial.**

## El cepo en su luna de miel

**El endurecimiento del cepo cambiario instrumentado luego de las elecciones generales llevó tranquilidad a la situación cambiaria.** Como lo muestra la experiencia argentina, los torniquetes cambiarios son generalmente muy efectivos para contener el tipo de cambio en el corto plazo.

Tal es así que **el BCRA decidió relajar su política de metas monetarias.** Como mostramos [acá](#), la meta de crecimiento cero de la Base Monetaria (BM) tenía como principal objetivo fijar un piso elevado para la tasa de interés en pesos, tal como se ilustra en el siguiente diagrama:

### ¿Cómo funcionan las metas monetarias?



*Fuente: elaboración propia*

En este sentido, bajo este esquema el nivel de tasa de interés de política que tenga vigencia será el que logre encarecer tanto la BM como para que el crédito al sector privado no crezca. **Con el fortalecimiento del cepo cambiario, el BCRA tomó dos medidas el 30 de octubre:** a) dispuso que solo el encaje correspondiente a los plazo fijo pueda ser integrado con LELIQ -lo que implica un aumento de la demanda de base de \$154 mil millones (MM) según el BCRA-; b) proyectó un incremento mensual de 2,5% de la demanda de dinero, a aplicarse sobre la meta de BM de octubre.

De este modo, sin intervención por parte del BCRA en el mercado de cambios, la meta de la BM subiría desde \$1.391 MM hasta \$1.591 MM, lo que equivale a un **crecimiento de +14,4% en un solo mes.**

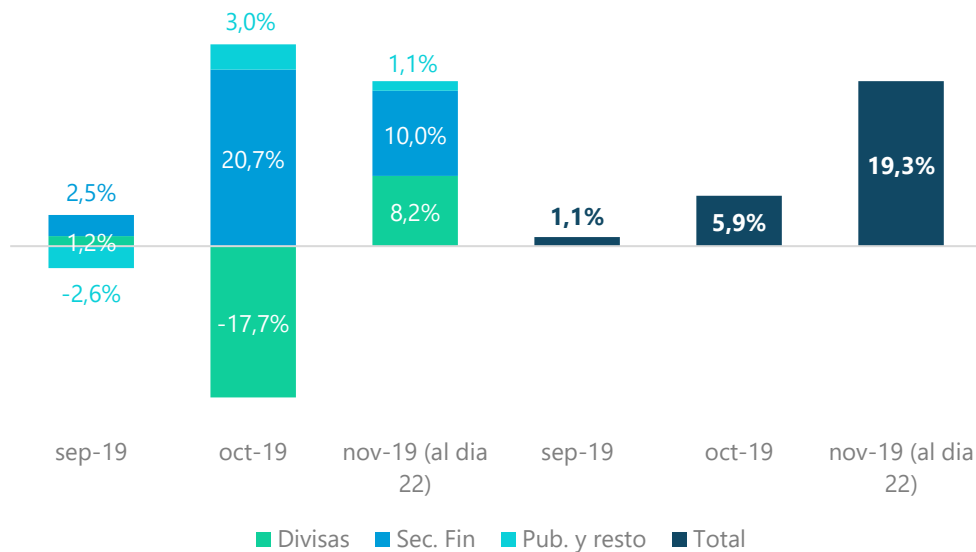
No obstante, desde el 28 de octubre -lunes posterior a las elecciones- el BCRA comenzó a comprar divisas en el mercado de cambios como consecuencia del cepo, lo que al día de la fecha (22 de noviembre) generó un efecto monetario expansivo de \$122,8 MM. En los términos de la

propia política de metas monetarias, este salto en la BM no debe ser esterilizado. **Esto imprimió un salto adicional a la meta mensual del BCRA, que al 22 de noviembre creció hasta \$1.659 MM.** Lo anterior llegó justo a tiempo, ya que el 21 de noviembre el BCRA emitió los primeros \$20 MM de adelantos transitorios para financiar la brecha fiscal de fin de año (ver próxima sección).

Por otro lado, el BCRA bajó en 500 p.b. el piso para la tasa de política respecto de octubre, llevándolo a 63% nominal anual en noviembre. Como queda en evidencia, **este es un piso que en los hechos implica la sobre determinación de la política monetaria:** en presencia de un esquema de metas monetarias, es este último el que determina el piso de tasa de interés.

### La Base Monetaria comienza a tomar vuelo

En % de la Base Monetaria



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Como consecuencia de todo lo anterior, **la BM abandonó finalmente su letargo, y después de haber aumentado un 10,7% promedio entre octubre 2018 y 2019, en lo que va de noviembre (14 días hábiles), ya acumula un crecimiento de 11,4%.**

## El futuro del cepo

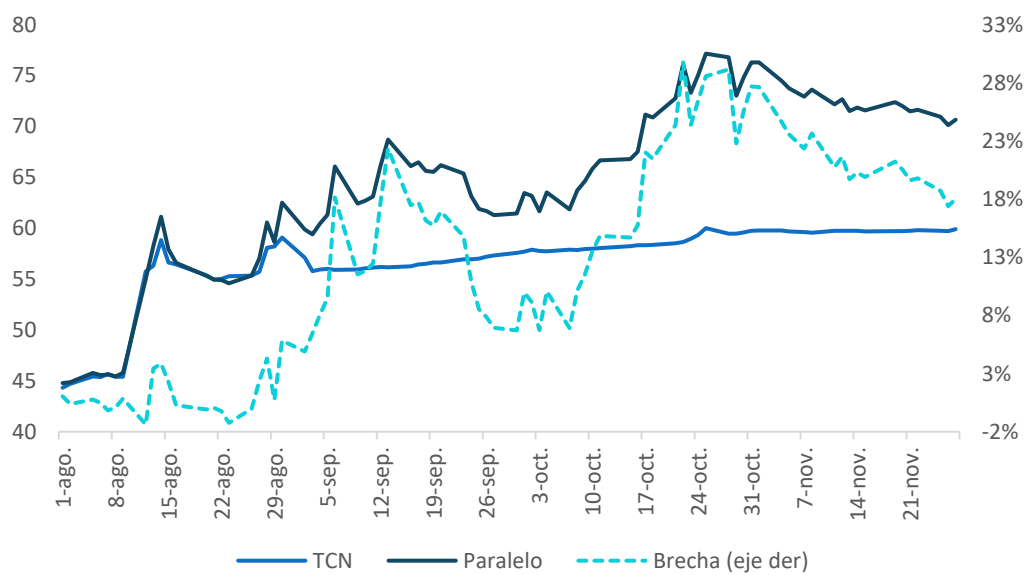
**Si bien el cepo crea en el corto plazo una demanda cautiva de pesos, eso no quiere decir que la economía se vuelva totalmente inmune a los shocks.** Como mostramos [acá](#), el último bimestre del año exhibe vencimientos en pesos por \$318,7 MM que, en ausencia de acceso a los mercados voluntarios de deuda, deberá financiarse al menos parcialmente mediante emisión monetaria. Esto va a generar un aumento de la BM que porcentualmente puede ser elevado – recordar que la meta de crecimiento de 0% de la BM no busca más que un efecto psicológico-.

En este sentido, **el crecimiento de la BM de las últimas semanas logrará que el efecto base de comparación se vea moderado.** Por ejemplo, el *gap* de pesos de acá a fin de año representa un 22,9% de la meta para la BM de octubre, mientras que respecto de la meta para el 22 de noviembre este guarismo alcanza un 19,2%.

**Esta situación cambiaría, no obstante, conlleva una serie de riesgos de cara a un futuro no muy lejano.** Por un lado, el cepo cambiario está generando un desacople entre el peso y las principales monedas de la región. Sin ir más lejos, en los últimos días el real alcanzó su máximo valor histórico, al ubicarse en R/US\$ 4,2386 el 26 de noviembre.

## La brecha cambiaria vuelve al centro de la escena

En pesos/dólar y en porcentaje<sup>1</sup>



Fuente: elaboración propia en base a BCRA y sociedades de bolsa

<sup>1</sup> Corresponde al AY24.

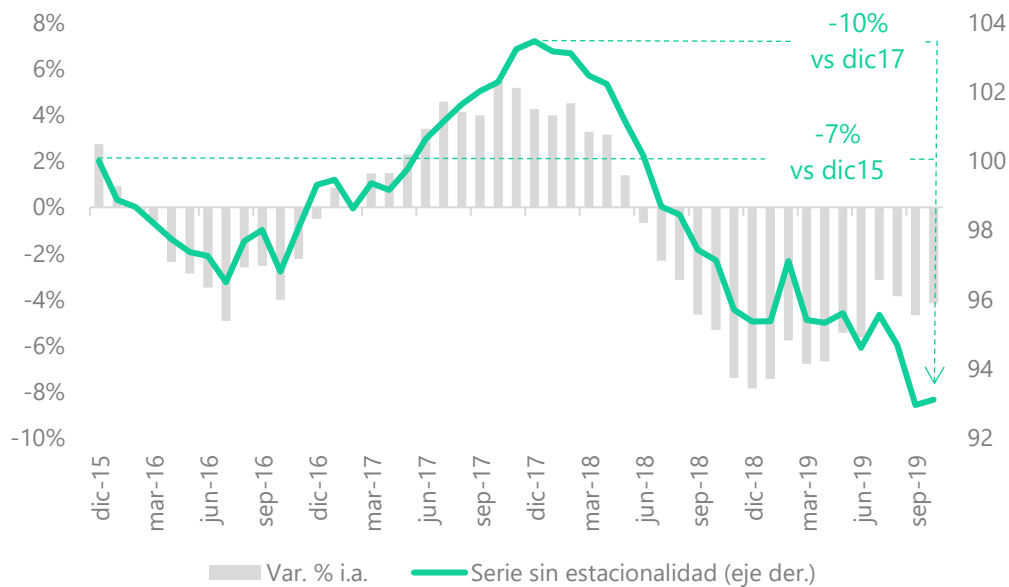
Pero otro lado, se encuentra el problema de la brecha cambiaria. Calculada a partir de la rueda "D" del Bonar 2020 y el Bonar 2024, la brecha entre el tipo de cambio oficial y los paralelos se ubica al 27 de noviembre en 17,6% y 18% respectivamente, mostrando una trayectoria creciente a partir los sucesivos controles de cambio<sup>2</sup>. Como se discute [acá](#), **la brecha cambiaria puede no ser neutral para el comportamiento del mercado de cambios**, lo cual debe ser tenido en cuenta a la hora de diseñar el esquema cambiario vigente en el próximo mandato presidencial.

## La economía real con pronóstico reservado

**La recesión que experimenta la economía argentina ya lleva siete trimestres consecutivos, convirtiéndose en la más larga desde 1997** - inicio de la serie de nuestro indicador- y acumulando una contracción de -10% desde el inicio de la recesión, en enero de 2018.

### ¿Hasta cuándo caerá la economía real?

IMA, variación % interanual y serie sin estacionalidad



Fuente: elaboración propia en base a ITE

<sup>2</sup> En los últimos días, el mercado de cambios mostró una particular holgura, como consecuencia de una aceleración, con motivos preventivos, de la liquidación de divisas por parte del agro.

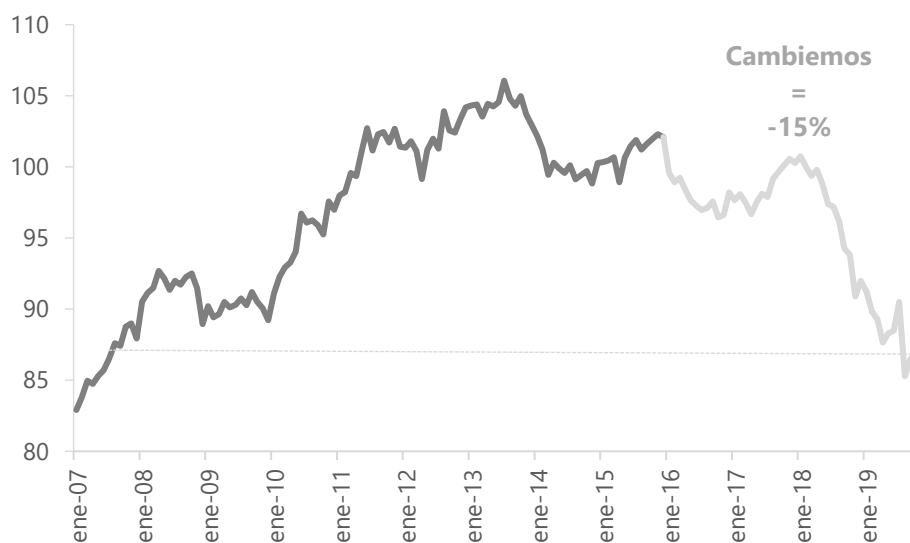
Tal como lo vienen reflejando nuestros últimos informes, **la actividad económica se encuentra sobre un sendero descendente desde antes de las PASO**, momento a partir del cual intensificó aún más la caída. Nuestro Índice Mensual de Actividad (IMA) se contrajo -3,9% anual y -0,9% trimestral sin estacionalidad en el tercer trimestre del 2019. En el mes de octubre el IMA profundizó la caída, con un retroceso anual de -4,2%.

**En nuestro escenario base, la economía terminaría 2019 con una contracción de -5%**, de modo tal que el gobierno estaría dejando como resultado de su mandato una reducción del PIB del -7% respecto de diciembre de 2015.

**El consumo enfrenta la peor crisis de los últimos 12 años.** Tras dos años consecutivos de salarios reales deprimidos, el consumo acumula 17 meses ininterrumpidos en terreno negativo y registra una contracción de -14% desde enero de 2018 -serie sin estacionalidad-, ubicándose en niveles similares a los de 2007. El último dato del Índice Mensual de Consumo (IMC) arrojó una caída de -7,3% anual y una leve suba de 0,5% s.e. en octubre. De mantenerse en ese nivel en los últimos dos meses del año, 2019 finalizaría con una contracción de -9%. De este modo, el gobierno dejaría una reducción del consumo de -15% respecto de diciembre de 2015.

### El consumo retorna a los niveles de 2007

Indicador Mensual de Consumo (IMC), serie sin estacionalidad



Fuente: elaboración propia en base a ITE

**Como es habitual, lo primero que ajustan los hogares ante una caída en sus ingresos es el consumo de bienes durables.** Las compras de automóviles son un claro ejemplo, ya que el sector finalizaría 2019 con la peor crisis de los últimos 13 años. Los patentamientos de automóviles llevan un año y medio consecutivo con caídas interanuales, y cerrarían el 2019 cerca de las 450 mil unidades, el peor nivel desde 2006. En este contexto, la producción de automóviles lleva 14 meses en baja y acumula en lo que va del año (octubre último dato) una contracción de -33% anual, la mayor caída desde 2002.

El consumo de electrodomésticos también se está viendo muy afectado por la crisis, con una contracción de -40% en las ventas según el INDEC<sup>3</sup>. **Sin embargo, la gravedad de la crisis es tal que las familias ajustaron de modo significativo el consumo masivo de bienes esenciales.** Según CAME, las ventas minoristas de Pymes acumulan en los primeros diez meses del año una caída de -12,7% anual. Según INDEC las ventas en supermercados llevan ya 14 meses en baja y acumulan una caída de -12% entre enero y agosto de este año.

**En este contexto de consumo deprimido y fuerte incremento en los costos, la industria local atraviesa la peor crisis en muchos años,** con una contracción de -7,8% en los primeros tres trimestres del año.

Finalmente, según nuestro Indicador Mensual de Inversión (IMI), **el gasto en bienes de capital se encuentra en los niveles más bajos desde la crisis subprime en 2009.** En efecto, el IMI volvió a desplomarse en septiembre, con una baja de -10,8% anual y -7,8% mensual sin estacionalidad, cerrando el tercer trimestre con una contracción de -12,9% anual y -1,8% s.e. De mantenerse en ese nivel los últimos tres meses del año, la inversión caería en torno al -14% en 2019, dejando un nivel un -10% menor al de diciembre de 2015.

La inversión en Equipo Durable de Producción Nacional (EDPN) acumula 23 meses de caídas consecutivas, lideradas por Siderurgia y Químicos y Plásticos, mientras que el Equipo Durable de Producción Importado (EDPI) lleva 17 mes consecutivos de recesión. **Las importaciones de bienes de capital están alcanzando niveles mínimos históricos.**

---

<sup>3</sup> Ventas a precios corrientes deflactadas por el IPC nacional división Equipamiento y mantenimiento del Hogar.



La actividad de la construcción no es ajena al estancamiento económico y presenta 13 meses consecutivos de caída, registrando en septiembre un descenso de -8,5% anual. Si la construcción se mantuviese constante en los niveles observados hoy, el gobierno dejaría un nivel -7,5% menor al de 2015.

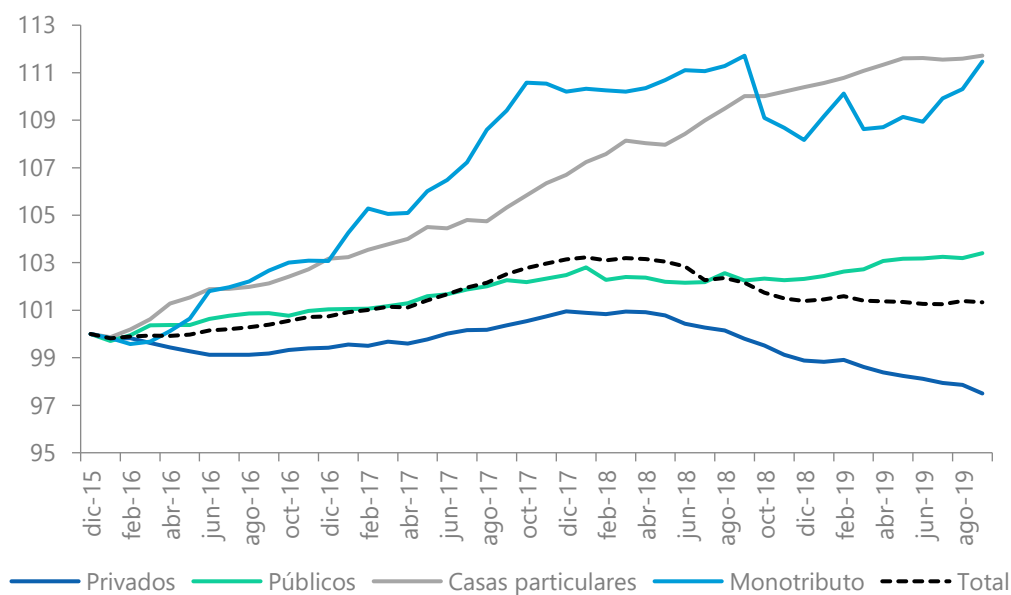
## El mercado de trabajo deconstruido

**Luego de los cuatro años del gobierno de Cambiemos, el balance en materia de empleo es muy negativo.** No sólo por el aumento del desempleo, o la fuerte caída de los ingresos reales, sino también porque la composición del mercado de trabajo ha sido profundamente afectada.

De acuerdo con datos del SIPA, entre diciembre de 2015 y septiembre de 2019 (último dato disponible) perdieron su empleo unos 204 mil trabajadores privados registrados. Este número estuvo compensado en buena parte por un crecimiento notable de inscriptos en el monotributo, que en el mismo período crecieron en 166 mil. Aunque también aumentaron otras formas de empleo: paradójicamente, hay crecimiento del empleo público en 76 mil, crecieron los asalariados de casas particulares en 58 mil y el monotributo social en 6 mil, aunque cayeron los autónomos en 12 mil.

## La calidad del empleo en franco deterioro

Índice base dic-15=100, serie sin estacionalidad



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Producción y Trabajo

Según la misma medición, en el período hubo una creación neta de 91 mil puestos de trabajo, aunque cabe remarcar que la sustitución de trabajo asalariado privado registrado por otras formas de empleo - independientes o en relación de dependencia en casas particulares, por ejemplo- **encarna un deterioro abierto en la calidad del empleo.**

**Además hubo un aumento del no registro.** Los últimos datos de la EPH no sólo indican un aumento en el desempleo, que pasó de 9,3% en el segundo trimestre de 2016 a 10,6% en el segundo de 2019, sino también un aumento de la proporción de asalariados sin descuento jubilatorio. Es decir que, de los trabajadores que perdieron su empleo registrado, los que no cambiaron su modalidad de contratación a otra de menor calidad, pasaron a la informalidad. El no registro aumentó hasta 34,5% en el segundo trimestre de 2019 desde 33,4% en igual período de 2016.

Esto se ve claramente en la Cuenta de Generación del Ingreso (CGI) que publicó el INDEC para el segundo trimestre de este año, que muestra que de los 837 mil puestos de trabajo que se crearon desde el primer trimestre de 2016, 404 mil fueron asalariados no registrados, 411 mil fueron no asalariados –trabajadores por cuenta propia, monotributo, autónomos, entre otros– mientras que los asalariados registrados aumentaron en tan solo 21 mil. No obstante, si se descuenta al sector público, que creó empleo, este número muestra una caída de 64 mil.

## El crecimiento del trabajo no registrado

En miles de puestos

	I.16	II.19	Dif. Absoluta	Dif. Relativa
Asalariados registrados	10.613	10.634	21	0,2%
Asalariados no registrados	4.404	4.809	404	9,2%
No asalariados	4.718	5.129	411	8,7%
Total	19.735	20.571	837	4,2%

Fuente: elaboración propia en base a CGI, INDEC

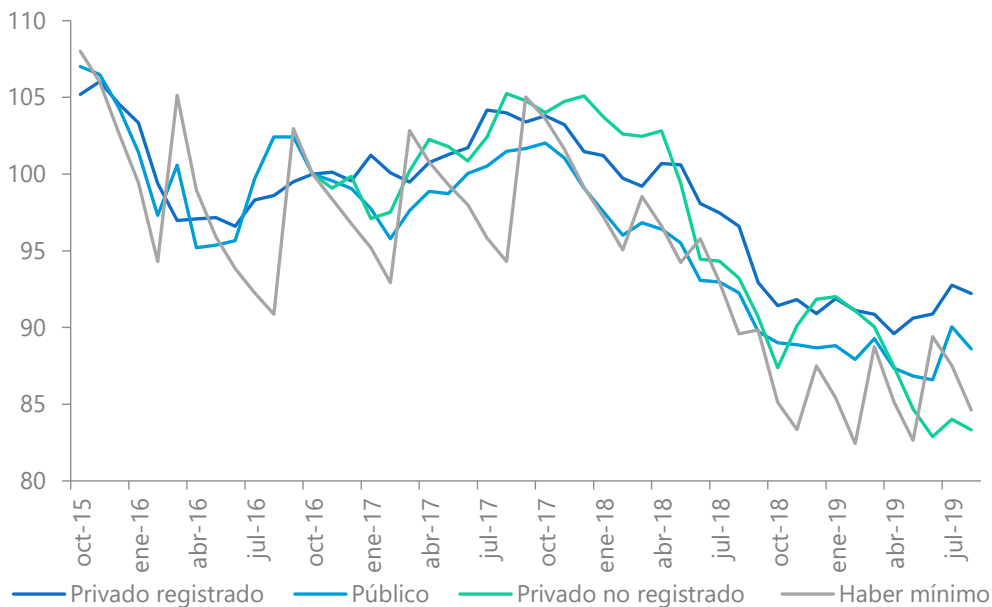
**Otro dato interesante es que la participación de los asalariados en el ingreso cayó notablemente** (-11,8 p.p. desde 54,2% del primer trimestre de 2016 hasta 42,5% en el segundo trimestre de 2019), que no fue compensado por el mencionado incremento de los no asalariados (ya que su ingreso –ingreso mixto– también perdió 0,9 p.p. de participación hasta 11,5%). Este lugar que dejaron los trabajadores fue ocupado por las

empresas, que aumentaron su participación en el ingreso en 12,1 p.p. hasta el 47,4% al final del período<sup>4</sup>.

**Buena parte de la responsabilidad de esta pérdida es la masiva caída en los ingresos reales.** Como se observa en el siguiente gráfico, los ingresos reales se mantuvieron en caída libre desde 2017, el único año de la gestión Cambiemos con crecimiento económico. Desde diciembre de 2015 el poder adquisitivo de los asalariados privados registrados se ubica un -12% por debajo, el de los asalariados públicos un -15%, y el de las jubilaciones un -18%.

### Fuerte deterioro de los ingresos reales

Índice base oct-16=100



Fuente: elaboración propia en base a Índice de Salarios INDEC, y ANSES

### El ahorro externo no alcanza para pagar los intereses

Finalizando su mandato, las autoridades salientes alegan que **el frente externo muestra notables avances y que el saldo comercial que hereda el siguiente gobierno es lo suficientemente holgado** como para comenzar un proceso de crecimiento.

Según los datos de Intercambio Comercial Argentino (ICA), en los primeros diez meses de 2019, el superávit comercial se ubicó en los

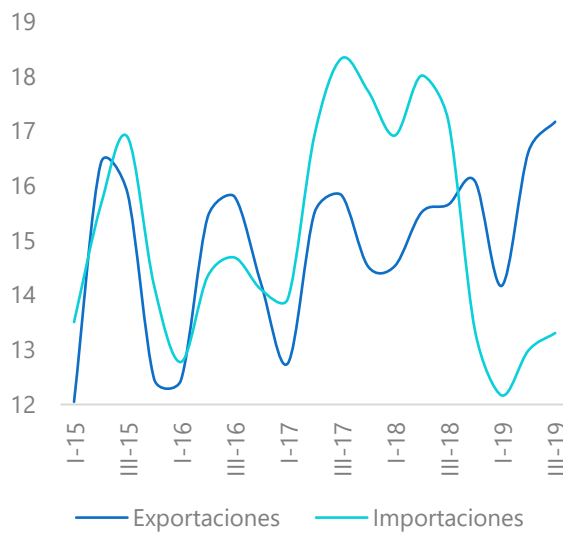
<sup>4</sup> El 100% del ingreso es completado por algunos impuestos netos de subsidios que también ganaron participación en 0,6 p.p.

11.266 millones de dólares, mientras que en igual período de 2015 el saldo comercial fue de -1.744 millones de dólares.

Ahora bien, **¿hubo realmente un salto exportador que explicó la reversión del resultado comercial? ¿Qué ha ocurrido en los últimos años con la cuenta corriente del balance de pagos?** Lo cierto es que, en el período 2016-2019, las exportaciones crecieron apenas 8,2% en valores, es decir 2% por año, mientras que las importaciones descendieron -16,5%, es decir -4,4% por año.

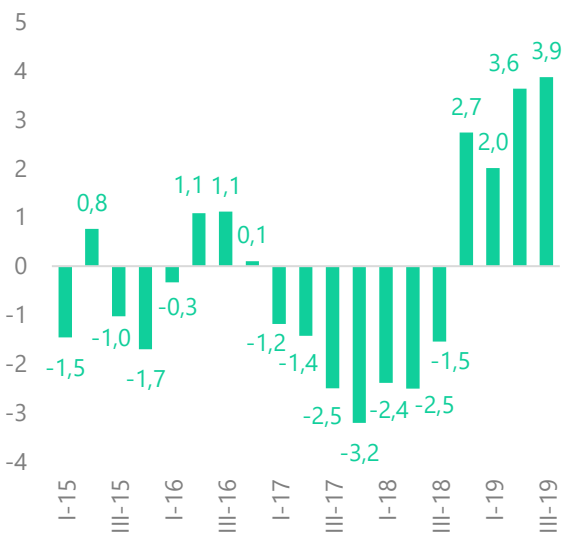
### Exportaciones e Importaciones

En miles de millones de dólares



### Saldo Comercial

En miles de millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

### ¿Se consolida la primarización de las exportaciones?

Aporte al crecimiento, en puntos porcentuales

Sector	Aporte
Productos primarios	4,2
Combustibles y energía	3,4
MOI	1,1
MOA	-0,5

Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Al desagregar las exportaciones por sector se observa que las ventas externas fueron traccionadas por dos grandes rubros: Productos primarios y Combustible y energía, que aportaron 7,6 p.p. de los 8,2 p.p. mencionados. **Estos resultados se explican por tan solo cuatro sectores: cereales (7,1 p.p.), carnes (3,4 p.p.), petróleo crudo (1,4 p.p.) y carburantes, grasas y aceites lubricantes (1,3 p.p.).**

En el caso de los cereales, fueron determinantes la quita inicial de los derechos de exportación como una alícuota porcentual y la posterior reintroducción de un derecho de exportación de suma fija que se fue licuando con la devaluación<sup>5</sup>.

En el caso de la carne, se destaca la quita en 2017 del Registro de Operaciones de Exportación (ROE) Rojo creado por la ONCCA en 2006, con el objetivo de desdolarizar el precio de la carne vacuna, uno de los alimentos más importantes en la canasta de los argentinos. Por ende, el sector agropecuario accedió automáticamente al diferencial del precio interno con el precio externo de la carne vacuna, creando una renta extraordinaria en el sector frigorífico de exportación, fomentando la liquidación de stocks locales y restringiendo el mercado local.

La evolución del rubro de petróleo crudo y combustibles también se explica por una de las primeras medidas iniciadas en 2017, a través del Decreto 962/17, donde se decidió remunerar el precio del barril en el mercado local al igual que el precio internacional, realizando una fuerte transferencia de recursos.

Los cereales se destinan principalmente a China, las carnes a la Unión Europea y el Petróleo crudo a EE.UU. Es así que **el cambio de las reglas del juego compensó en gran medida la caída que experimentó nuestro principal socio comercial, Brasil, y generó un fuerte desvío de comercio hacia estos países**, consolidando la posición China e incrementando las relaciones con la Unión Europea y EE.UU.

**Más allá de la evolución de las exportaciones, las importaciones son el punto fundamental para explicar la mejora de la balanza comercial.**

La fuerte devaluación acumulada es la punta de lanza del superávit comercial, aunque esto tiene que ver poco con una ganancia de competitividad precio de la economía argentina y mucho con los efectos recesivos que tuvieron los sucesivos saltos cambiarios.

Según el balance de pagos, el superávit de la cuenta comercial de los primeros dos trimestres del año de fue de 6.722 millones de dólares, lo cual no alcanzó a compensar el déficit de -3.219 millones de dólares de

---

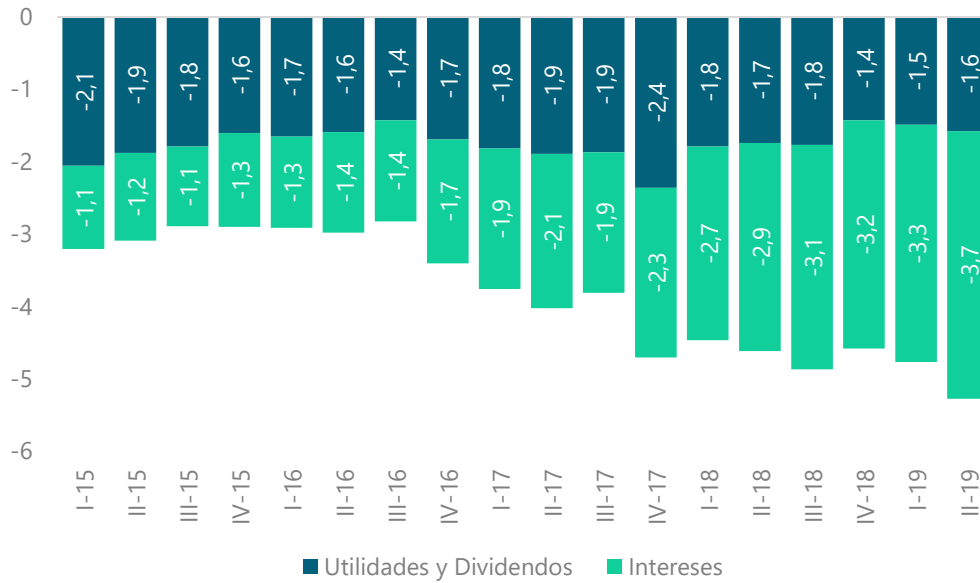
<sup>5</sup> Asimismo, los productores agropecuarios habían acumulado una cantidad no menor de granos en el periodo anterior, que fue liquidado posteriormente.

los primeros dos trimestres del año de la cuenta de servicios y el déficit de las rentas de la inversión de -10.054 millones de dólares.

Un aspecto interesante es que el déficit en concepto de rentas de la inversión se incrementó respecto al mismo periodo de hace cuatro años en un 59,1%. Este aumento se debe en gran medida a la casi triplicación del pago de intereses, mientras que las utilidades y dividendos devengadas se mantuvieron estables a lo largo del mismo período.

### Evolución de la cuenta ingreso primario por tipo de renta

En miles de millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base a INDEC