


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

29° | Octubre 2018

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La confirmación del nuevo acuerdo con el FMI se dio en simultáneo a una estabilización en el mercado de cambios. La ampliación y el adelanto de los fondos involucrados, no obstante, tuvo por el momento un efecto moderado en la reducción del riesgo argentino. Esto deja en suspenso la percepción de los inversores respecto de la consistencia del nuevo programa macroeconómico.

En tanto, la economía argentina sigue sintetizando los efectos de una corrida cambiaria de larga duración, cuya causa primaria -más allá de los efectos amplificadores que le imprimió en estos meses el propio accionar oficial- debe buscarse en el esquema macro que planteó Cambiemos desde el comienzo de su mandato.

El deterioro de la economía real está lejos de haberse detenido y los indicadores adelantados de septiembre auguran un último trimestre muy complejo en materia de actividad y empleo. Dejando de lado los meses por venir, **lo ocurrido en el acumulado del año ya dejó un importante arrastre estadístico negativo para 2019.**

Por su parte, los valores que viene registrando la inflación núcleo y la continuidad en los aumentos en bienes y servicios regulados, junto con la evolución de la inflación mayorista, hacen suponer que **el traslado a precios de la devaluación todavía no fue completo, lo cual implica que aún restan meses de inflación elevada.**

En lo referente al Presupuesto, uno de los aspectos más relevantes es que los intereses de la deuda son la única partida que muestra un incremento en términos reales, lo cual exhibe que **los años de alto endeudamiento no se borran de un plumazo con el “déficit cero”: 2019 será el año de mayor desacople entre el resultado primario y el global debido al pago de los intereses de la deuda.**

El esquema de control monetario debutó sin nuevos accidentes en materia cambiaria. En este contexto, la nueva tasa de interés de política monetaria (LELIQ), y su impacto en el balance del BCRA, acapara gran parte del debate económico en torno a las fuentes de fragilidad de este nuevo arreglo monetario y cambiario.

SIN SEÑALES DEL FINAL DEL TUNEL

De acuerdo con el INDEC, en el mes de agosto el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) se contrajo un -1,6% anual, la menor baja en cuatro meses. Si bien a priori esto pareciera mostrar que lo peor de la crisis ya pasó, el relativo buen desempeño del EMAE de agosto se encontró muy vinculado a la evolución del sector financiero, el cual mostró un alza de 7,1% anual, mientras que la actividad industrial y el comercio se desplomaron.

Asimismo, **los primeros datos referidos a septiembre indican que la actividad económica sintió plenamente el efecto del salto del tipo de cambio del mes previo, descartando cualquier escenario de recuperación.** En efecto, el Indicador Mensual de Actividad (IMA) aceleró su caída a -3,2% anual, la mayor baja en casi dos años. Sin estacionalidad, el IMA se contrajo -1,1% mensual y acumula ya medio año en terreno negativo. Con el dato de septiembre, este indicador cierra el tercer trimestre del año con una caída de -1,8% anual y -2,6% trimestral sin estacionalidad, acumulando el segundo trimestre consecutivo en baja y confirmando la recesión de la economía argentina.

La menor actividad económica no se explica por el impacto de la sequía, sino por el desplome en el gasto de los hogares. En septiembre, el consumo medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -5,6% anual, la cuarta baja consecutiva. Sin estacionalidad, el IMC cayó -3,0% mensual y acumula una baja de -7,7% desde diciembre.

La profunda caída del consumo tiene que ver con la elevada tasa de inflación que se registró en septiembre. En ese mes el Índice de Precios al Consumidor (IPC) subió un 6,5% mensual (en línea con el 6,4% de nuestro IRP), lo que implica un alza de 40,4% anual.

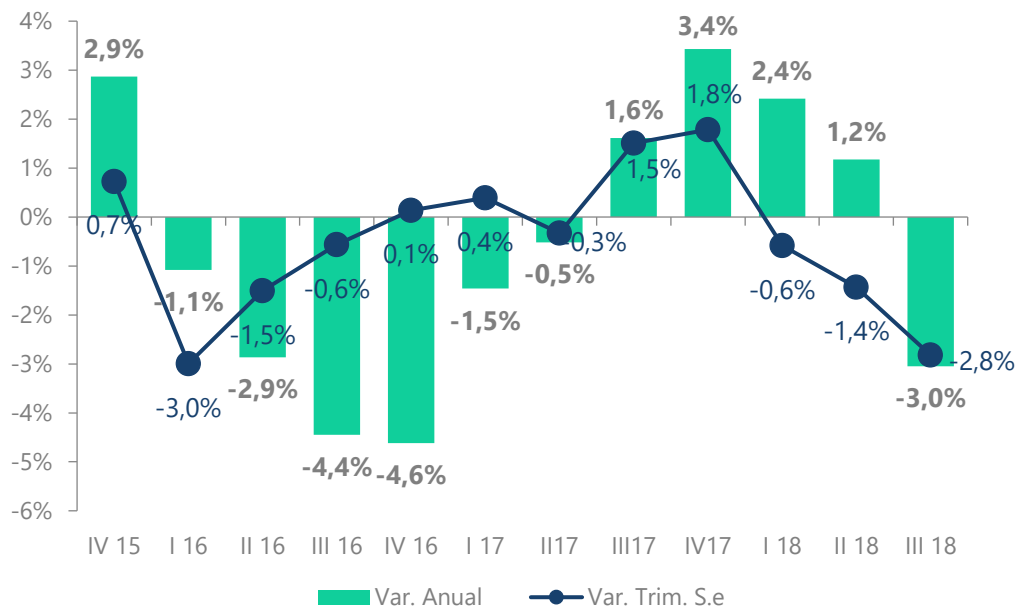
Por otra parte, tanto la Canasta Básica Alimentaria (CBA) como la Canasta Básica Total (CBT) han registrado alzas muy por encima del IPC (43,1% y 46% anual, respectivamente), lo que implica que los sectores más vulnerables enfrentan subas de precios de mayor magnitud.

El menor nivel de consumo también está siendo reflejado por las estadísticas de las cámaras sectoriales y el sector industrial. De acuerdo con CAME, las ventas minoristas se desplomaron un -9,2%, con caídas de

dos dígitos en bienes no esenciales. Por su parte, la baja del consumo también afecta la adquisición de bienes durables, que pareciera no encontrar piso: las ventas de vehículos cayeron -44,1% anual, con bajas tanto de nacionales (-49,8% anual) como de importados (-41,5%). **A tres meses de finalizar el año, tan solo se vendieron 563 mil unidades, cerca de la mitad de los vehículos que las compañías esperaban vender a principios de año.**

El consumo agudizó su caída en el tercer trimestre

IMC - Variación % anual y trimestral sin estacionalidad



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía

Por el lado de la oferta, el sector más golpeado continúa siendo la industria. La producción industrial se mantuvo estable en la medición sin estacionalidad (0%), pero se desplomó en la comparación interanual, con una caída de -8,7% anual. De esta forma, la actividad manufacturera acumuló en el tercer trimestre una caída de -6,6% anual y -2,8% trimestral sin estacionalidad. En septiembre, además de los sectores que ya vienen golpeados por la recesión como el tabaco, textil, químicos, plásticos y minerales no metálicos, se sumó el desplome de la producción automotriz, que se contrajo -20,6% anual afectada por el derrumbe del mercado interno y por menor crecimiento de las exportaciones hacia Brasil.

Otro de los sectores afectados en el mes fue la construcción. Luego de la pausa de agosto, en septiembre los despachos de cemento retomaron la serie de caídas iniciada en mayo y se contrajeron -9,9% anual. **Para los**

próximos meses impactarán negativamente en el sector un conjunto de factores: por un lado, se espera una menor obra pública en un contexto de desaceleración de la construcción privada, y por otro, la fuerte suba de los costos de los materiales que podría erosionar la rentabilidad (+14,1% mensual y 57,8% anual en septiembre).

En este contexto de caída de ingresos reales, las elevadas tasas de interés impiden que el crédito amortigüe la baja del consumo y la producción. El crédito real en pesos evidenció fuertes caídas respecto de agosto en todas las líneas: adelantos (-4,1%), documentos (-7,4%), hipotecarios (-4,6%), personales (-4,8%), prendarios (-6,0%) y tarjetas (-2,0%).

Con nueve meses transcurridos de 2018, y aun suponiendo que la economía no cae en el último trimestre del año, **según el EMAE el próximo año comienza con un arrastre negativo de -2,4% anual**, aunque las perspectivas para el último trimestre distan de ser alentadoras.

¿Qué hay de nuevo con el *pass through*?

El traspaso del incremento del tipo de cambio a los precios aún no ha finalizado y, a pesar del optimismo manifestado por diversos funcionarios del gobierno, existe evidencia para suponer que la inflación permanecerá en niveles muy elevados en los próximos meses.

En primer lugar, **la inflación núcleo se encuentra por encima del nivel general**, lo que implica que la suba de precios obedece más a factores permanentes que estacionales o de productos y servicios regulados. El IPC núcleo subió 7,6% mensual en septiembre, 1,1 p.p por encima del nivel general. A modo de referencia, luego de la devaluación del tipo de cambio en diciembre de 2015 la inflación núcleo demoró entre 7 y 8 meses en volver a la tasa promedio del semestre previo al alza del tipo de cambio.¹

En segundo lugar, **la gestión de Cambiemos continúa convalidando subas en los bienes y servicios regulados**, lo que alimenta el fenómeno inflacionario y el deterioro del poder adquisitivo de los trabajadores. Para

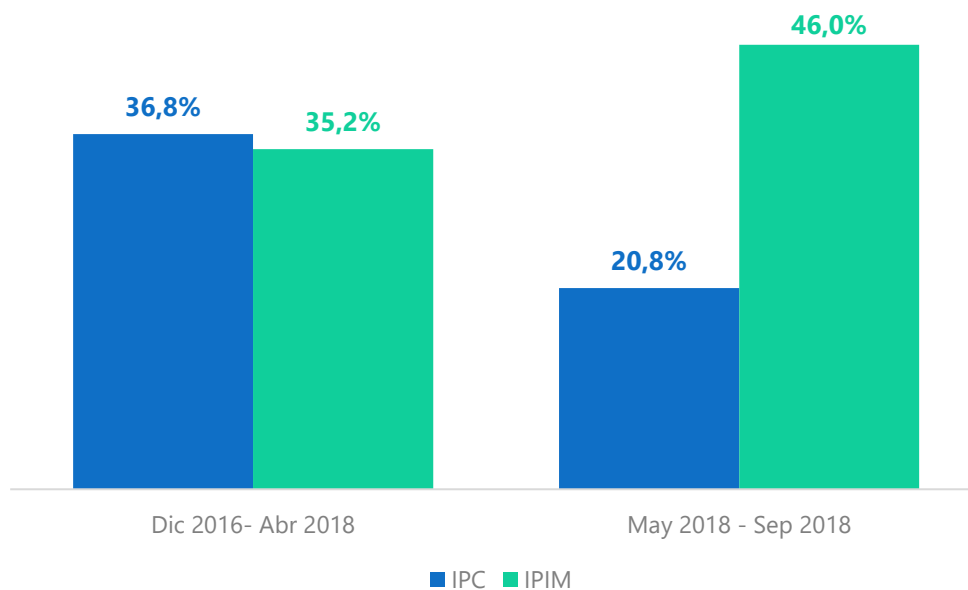
¹ El IPC Resto de la Ciudad de Buenos Aires demoró 8 meses en converger, mientras que el IRP núcleo lo hizo en 7 meses. Para ambos indicadores la inflación núcleo del semestre previo a la devaluación fue de 1,9% mensual promedio.

el mes de octubre, se espera el impacto de renovadas alzas en combustibles, transporte público de pasajeros, prepagas y gas, entre otros, mientras que se convocó a audiencia pública para suba de servicios de agua y cloacas en noviembre.

Por último, **los precios mayoristas han crecido muy por encima de los minoristas**. Entre diciembre 2016 y abril de 2018, el IPC y el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIIM) subieron en una magnitud similar (36,8% vs 35,2%), mientras que la suba del IPIIM entre mayo y septiembre de 2018 más que duplicó a la del IPC (20,8% vs 46,0%). Si bien debido a cuestiones metodológicas el IPIIM tiende a sobre reaccionar en relación al IPC ante episodios de suba del TCN², este comportamiento indica que los comercios no han trasladado aún la totalidad del impacto de la devaluación a los precios minoristas.

La inflación por venir: precios minoristas vs precios mayoristas

Variación acumulada



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía

De esta forma, **si bien el año 2019 tendrá seguramente un aporte positivo del agro debido a la baja base de comparación, el consumo continuará débil, de modo tal que aún no es posible vislumbrar ningún**

² A modo de ejemplo, luego de la devaluación del TCN en 2002, el IPIIM subió significativamente más que el IPC, aunque esta diferencia se debió en gran parte a la evolución de los servicios (vinculada a salarios), los cuales en diciembre 2002 apenas habían subido un 11% anual.

otro impulsor evidente de crecimiento. De este modo, el arrastre se hará sentir completamente, dejando en *off side* a los números de actividad económica presentados en el Presupuesto 2019, cuestión que ya ha sido reconocida en los acuerdos firmados recientemente con el FMI.

ATR CON EL AJUSTE FISCAL 2019

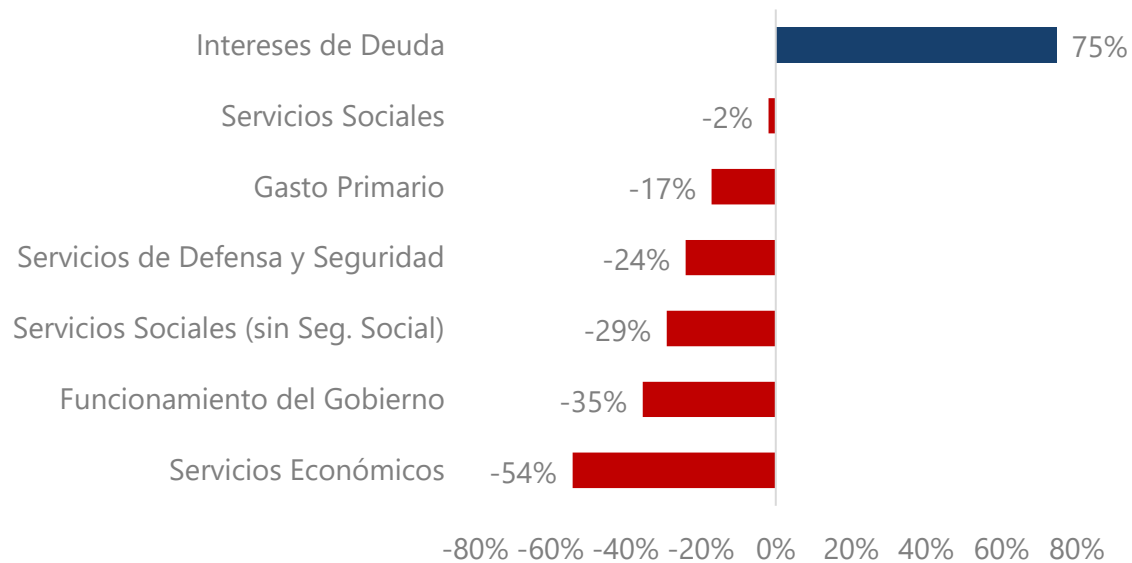
Un aspecto distintivo del presupuesto para el año que viene, que todavía debe ser aprobado en la Cámara de Senadores, es que solo se admite un crecimiento para los intereses de la deuda, mientras que el resto de las principales partidas observan una caída en términos reales. **Es así como el desacople entre las metas fiscales sobre el resultado primario y el resultado fiscal global alcanzaría en 2019 su máximo valor.**

Pero aún resta ver cómo terminarán las cuentas públicas este año, ya que **las propias proyecciones de cierre 2018 que se presentaron en el Presupuesto 2019 lucen inconsistentes con el nivel de ejecución actual.** Es el caso del gasto en vivienda y urbanismo, que a mediados de octubre lleva ejecutado más de lo que indican las proyecciones para todo el año. Algo similar ocurre con los intereses de deuda, que a poco más de dos meses de cerrar el año ya ejecutaron el 91% de su presupuesto.

De acuerdo con la pauta para 2019, el gobierno acumularía un recorte entre el inicio y el final de su mandato de -17% en el gasto primario (sin incluir intereses de deuda), que en el caso del gasto social sería de -2% pero que se profundiza a un -29% si se excluye la seguridad social.

Entre 2015 y 2019 solo los intereses crecerán por encima de la inflación

Variación acumulada en términos reales



Fuente: elaboración propia sobre la base de Ministerio de Hacienda

La contraparte de esta historia es el proceso ininterrumpido de endeudamiento, que tiene su correlato en un aumento en términos reales de los pagos de intereses del 75% entre 2015 y 2019. **La deuda, que en el relato oficial fue la herramienta para no hacer un ajuste fiscal, terminó generando una carga de intereses que sólo puede ser pagada recortando el presupuesto del resto de las partidas.**

En el contexto de las renegociaciones con el FMI, **el Presupuesto 2019 solo puede entenderse como un referéndum político acerca de la injerencia del organismo internacional sobre la política económica doméstica.**

La hipótesis sobre las eventuales limitaciones que podría tener para el gobierno la no aprobación carece de sentido. Dado que el presupuesto funciona como un "techo" para gastar, el argumento se vuelve totalmente abstracto en el contexto de un programa de ajuste. Muy diferente fue la experiencia de 2011, en la que la ausencia de presupuesto quitó restricciones al gobierno para incrementar el gasto público. No parece ser ese el "riesgo" que hoy se observaría de no aprobarse el presupuesto.

Hoy los riesgos son otros y la aprobación del presupuesto de ningún modo los mitigan. No existe ninguna garantía de que, una vez aprobado el

presupuesto, el gobierno no vaya a subejecutar partidas ante nuevos pedidos de ajuste del FMI. No existen normativas que garanticen un mínimo de ejecución, por lo que el gasto realmente ejecutado al final de 2019 podría ser incluso mucho menor. Es por esa razón que, en los hechos, **la aprobación del presupuesto se ha transformado en un cheque en blanco para la aplicación de las políticas de ajuste que solicita el FMI.**

¿Et tu, Mercado?

Desde inicios de octubre la corrida cambiaria muestra indicios de moderación, en un contexto en el cual **existe un relativo consenso de que el nuevo acuerdo firmado con el FMI³ parece garantizar el cumplimiento del Programa Financiero del Tesoro hasta fines de 2019.**

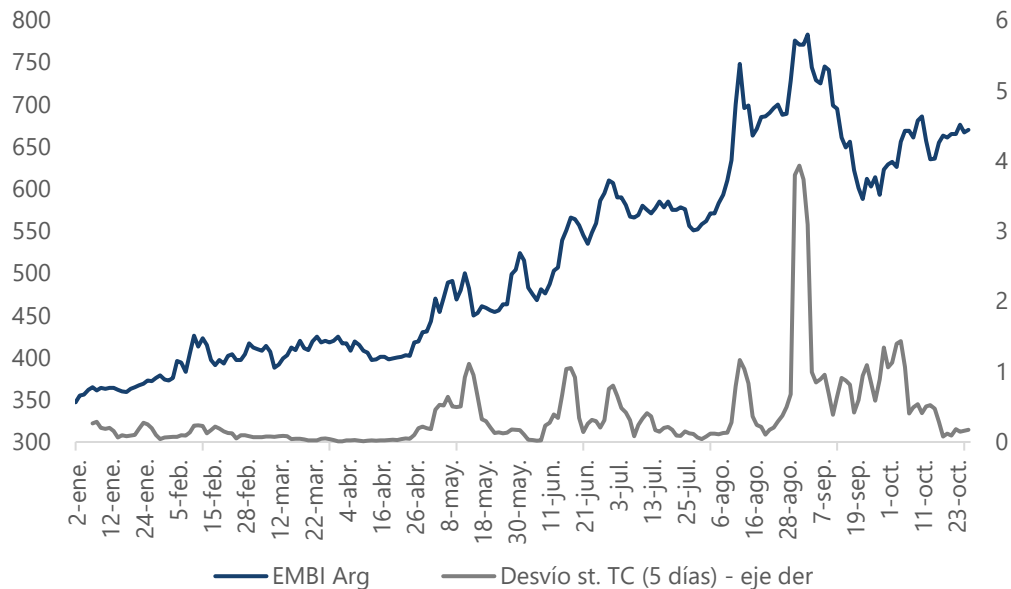
La palabra clave del párrafo anterior es “parece”, porque a pesar de que la aritmética de la mayoría de las consultoras sugiere que el financiamiento está asegurado hasta el final del mandato, **la persistente desconfianza de los mercados se ve reflejada en la prima de riesgo país particularmente elevada que todavía acecha a la economía argentina.** En efecto, a pesar de la reducción en la volatilidad cambiaria, el Embi+ de Argentina cayó apenas 150 p.b. desde los máximos de 800 p.b. alcanzados a fines de agosto/principios de septiembre, ubicándose muy por encima de los 400 p.b. vigentes antes del inicio de la corrida.

En todo caso, **la modificación en el cronograma de desembolsos no altera la solvencia “intertemporal” del sector público**, ya que el próximo gobierno cargará con la necesidad de conseguir financiamiento para enfrentar el abultado perfil de vencimientos con el FMI, independientemente del cumplimiento o no del mandato de “déficit cero” para el resultado primario. Este es, en todo caso, otro de los factores que puede explicar la ausencia de caída en el riesgo país, a pesar de la mayor calma en el ámbito cambiario.

³ En el nuevo paquete se acordó un incremento de los desembolsos hasta un total de USD 57.100 millones, lo que implica una ampliación de USD 7.100 millones. Además, el nuevo programa aumenta en USD 19.000 millones el financiamiento hasta la finalización del gobierno de Macri.

El riesgo argentino no logra ajustar a la baja

En puntos básicos y en pesos (eje derecho)



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg y BCRA

¿Ilusión monetaria?

El cierre del nuevo acuerdo con el FMI coincidió con el cambio de autoridades del BCRA y la implementación de un nuevo esquema de política monetaria, basado en el control de los agregados monetarios y en la (semi) libre flotación del tipo de cambio⁴ (ver [acá](#)). En este primer mes de vigencia del nuevo esquema, no se observaron nuevos accidentes en el mercado de cambios.

A pesar de la retórica de “emisión monetaria cero”, hay dos “cláusulas de escape” que ayudarán a dar cumplimiento a la meta para la Base Monetaria (BM). La primera es el ajuste estacional sobre este agregado monetario, que según las propias estimaciones del banco central⁵, sumaría un margen de crecimiento para la BM del 8,8% hasta junio de 2019.

⁴ En este esquema, las autoridades se reservaron la potestad de intervenir en el mercado de futuros, por medio del BCRA, y en el mercado *spot*, por medio de otras agencias oficiales, aun con el dólar dentro de las bandas estipuladas. Sin embargo, según el [IMF Country Report No. 18/297](#), esta segunda salvaguarda debe ser totalmente eliminada de la política monetaria.

⁵ Como se muestra [acá](#), los incrementos estacionales para diciembre, enero y junio se calculan, respectivamente, en 6,3%, 0,6% y 1,7%.

En segundo lugar, a través de la Comunicación "A" 6575, el BCRA determinó que a partir del 1° de octubre los incrementos en la exigencia de encaje derivados de los aumentos en los depósitos a plazo fijo en pesos, los títulos valores, los depósitos judiciales y las inversiones UVA podrán integrarse en LELIQ en vez de depósitos en el banco central, lo que previene contablemente un aumento de la BM.

Utilizando como referencia la variación real observada por estos depósitos en los últimos años y la inflación proyectada en el último Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM), es posible calcular que, como consecuencia directa de esta normativa, la BM crecerá un 2,6% menos en el período octubre 2018 – junio 2019, dando lugar a un mayor espacio para la gestión del BCRA⁶. De lo anterior se desprende que **el ajuste estacional, junto con la "contabilidad creativa", generarían un margen para la expansión neta de la BM de 11,7% de acá hasta junio de 2019.**

Más grados de libertad para el cumplimiento del programa monetario

Saldo de los depósitos a plazo, judiciales e inversiones UVA

		2014	2015	2016	2017	2018 (p)
Saldo (base 1/10 = 100)	Octubre T	101,7	101,3	100,0	99,7	107,9
	Junio T+1	125,7	119,2	113,3	132,2	127,8
Inflación (índice IRP)	Octubre T	107,9	131,0	186,3	230,1	329,0
	Junio T+1	122,1	173,9	214,7	278,2	393,9
Var % real	-	-8,4%	12,8%	1,7%	-8,9%	-1,1%
Var % nominal	-	23,5%	17,7%	13,3%	32,6%	18,4%

Fuente: elaboración propia en base a BCRA, REM e ITE

¿Se quedó sin nafta la corrida?

Uno de los principales argumentos de los analistas que sostienen que hoy existen menos condiciones para una corrida cambiaria consiste en remarcar la licuación de algunos agregados generada por la devaluación. En efecto,

⁶ Calculando un encaje promedio de 13,4% para estos depósitos y una variación nominal de \$247.584 millones según los parámetros definidos en la tabla, se obtiene una "franquicia" de \$33.112 millones, lo que representa un 2,6% de la BM promedio de octubre (información al 24 de ese mes). Al no incluirse los títulos valores, y tomando en cuenta que el supuesto sobre el crecimiento de los plazo fijo es conservador dado el desarme de LEBAC, este nivel de franquicia debe considerarse como de mínima.

cualquier variable que se mida en dólares (el PIB, los pasivos no monetarios del BCRA, etc.) sufrió una caída significativa en los últimos meses, lo cual **según esta línea de razonamiento equivale a que “la corrida se quedó sin nafta”⁷**.

No obstante, en la búsqueda del nuevo “surtidor” que puede alimentar una futura corrida, **todas las miradas terminan puestas en las LELIQ, cuyas tasas de interés han alcanzado niveles récord para un instrumento de política monetaria**. Esto se debe a que, en la medida en que la inflación no desacelere, el cumplimiento de las metas monetarias requerirá tasas de interés particularmente elevadas lo cual, suponiendo incluso la continuidad de la estabilidad cambiaria, amenaza con alimentar una nueva “bola de nieve de las LELIQ”.

Las LELIQ, la última barrera para el *carry trade*

Ratio tasa de interés de política monetaria/Badlar privada



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

La apuesta del BCRA por este instrumento parece apuntar a disociar la tasa de política monetaria de la tasa de interés relevante para el *carry trade*, como una manera de contener una posible reversión en la entrada de capitales (o al menos en la moderación de la salida).

⁷ Por ejemplo, en el último [IPOM](#), se sostiene que “(...) entre abril y septiembre el peso de los pasivos remunerados cayó de 11,2% del PIB a 5,6% del PIB, mientras que el ratio a reservas internacionales pasó de 1,1 a 0,4”.

Esto se debe a que solo los bancos pueden acceder a las LELIQ (que pagan una TNA de 71,94% al 25 de octubre) y, debido a la normativa que pone un límite a la Posición Global Neta en Moneda Extranjera (PGNME), las entidades financieras tienen restringida legalmente la posibilidad de dolarizarse. El resto de los agentes residentes y no residentes, que tienen acceso irrestricto al MULC, solo puede acceder a un rendimiento en pesos menor al que ofrecen las LELIQ.

En efecto, el arbitraje de tasas parece actuar solo de modo imperfecto. Como se muestra en el gráfico anterior, con la utilización de las LELIQ como referencia de la política monetaria (que comenzó a aplicarse desde el 8 de agosto de este año), **el ratio entre la tasa de política monetaria y la Badlar privada pasó desde 1,24 en el acumulado de enero – agosto 2018, hasta 1,39 de ahí en más.**

Los efectos disruptivos de haber acumulado pasivos en pesos, remunerados y líquidos, en el balance del BCRA fueron internalizados por las autoridades. No obstante, a pesar de haber reducido la fuerza de cada “pedaleada”, **el esquema de la bicicleta como casi único andamiaje del MULC sigue casi intacto, en la medida en que existen otros pasivos⁸ que, si bien con menor liquidez que las LEBAC, pueden generar una nueva “bola” de activos en pesos que termine amplificando en el futuro un nuevo ataque contra la moneda doméstica.**

⁸ Como los plazo fijo, FCI, etc.