


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

31° | Diciembre 2018

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

El escenario financiero doméstico se encamina a cerrar el año en un entorno enrarecido. Si bien el dólar permanece controlado dentro de las bandas de no intervención del Banco Central, el riesgo argentino se disparó a niveles récord en la administración de Cambiemos, tejiendo nuevas dudas sobre la sostenibilidad de la deuda del gobierno nacional.

En este contexto, el movimiento de pinzas que la política monetaria y fiscal imprimirán sobre la economía el año entrante logró finalmente impactar sobre las expectativas de inflación para 2019, aunque el correlato de esto último es una continuidad en las expectativas de (de)crecimiento económico, que no paran de empeorar desde mayo de este año.

El crédito es la principal variable de ajuste de la economía argentina, y el hecho de que la inflación todavía no haya retornado a los niveles previos a la crisis cambiaria está generando un fuerte sesgo recesivo a la actividad. Por su parte, **los cambios que el objetivo de “déficit cero” han inducido sobre la política fiscal llevaron a una reconfiguración de los ingresos del fisco,** lo cual pone en riesgo el propio cumplimiento de la meta, o en el peor de los casos conlleva a una profundización del ajuste en las cuentas públicas.

En las últimas semanas, comenzó a delinearse el escenario para las paritarias del año que viene, en un contexto en el cual hay más sombras que luces respecto de la evolución tanto del nivel de actividad como de la dinámica inflacionaria. **La recuperación de los ingresos reales de los trabajadores será un elemento clave para escapar de una recesión en forma de “L”,** lo cual será puesto a prueba por la volatilidad cambiaria típica de los entornos electorales, reforzada esta vez por las dudas respecto de la solvencia del sector público.

Por el momento, el sector informal de la economía está absorbiendo la pérdida de empleos formales lo cual hace que, a fuerza de precarización, los indicadores agregados de empleo no muestren un deterioro significativo. Este colchón solo se activa en recesiones moderadas, de modo tal que sin una recuperación de la economía será solo cuestión de tiempo para que el desempleo alcance los dos dígitos.

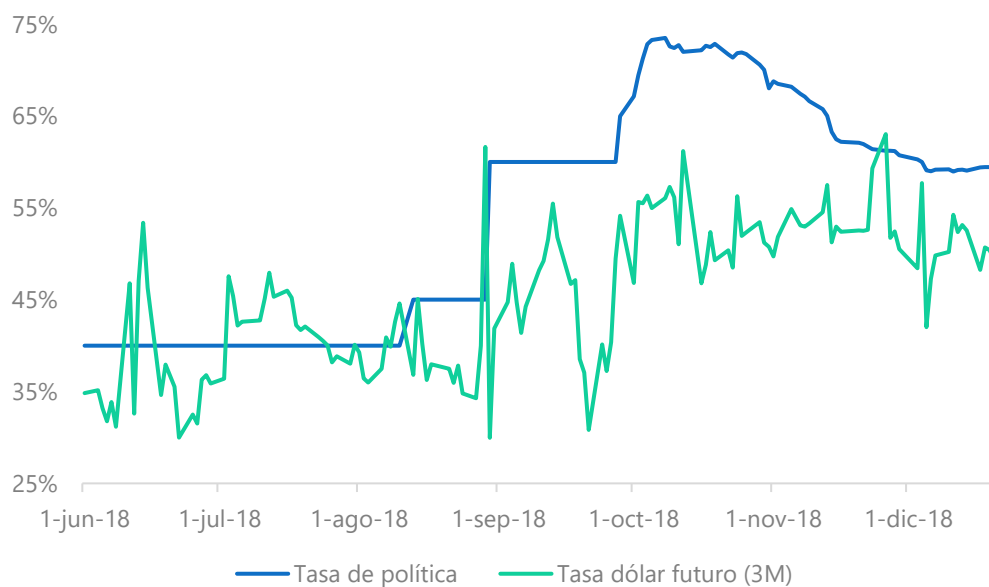
POLÍTICA MONETARIA EN ESTADO DE INCERTIDUMBRE

El escenario financiero doméstico se encamina a cerrar el año en un entorno enrarecido. Por un lado, el Banco Central decidió continuar con su política cambiaria de bandas de “no intervención” durante los primeros meses del año que viene. Luego de la devaluación de fines de agosto, los efectos inflacionarios de la suba del dólar, sumados a la política de expansión monetaria cero, neutralizaron la depreciación real de los últimos meses, lo cual llevó a que se consumiera rápidamente uno de los pocos activos que las autoridades habían celebrado luego del salto cambiario: la mejora en la “competitividad precio” de la economía.

En efecto, como el crecimiento nulo de la Base Monetaria necesita una tasa de interés de política que no está determinada por la devaluación esperada sino por la necesidad de constreñir el crédito doméstico, **el fenómeno de carry trade¹ apreció el tipo de cambio nominal hasta la banda inferior de la zona de no intervención.**

Apreciación por carry trade

En % nominal anual²



Fuente: elaboración propia en base a BCRA y ROFEX

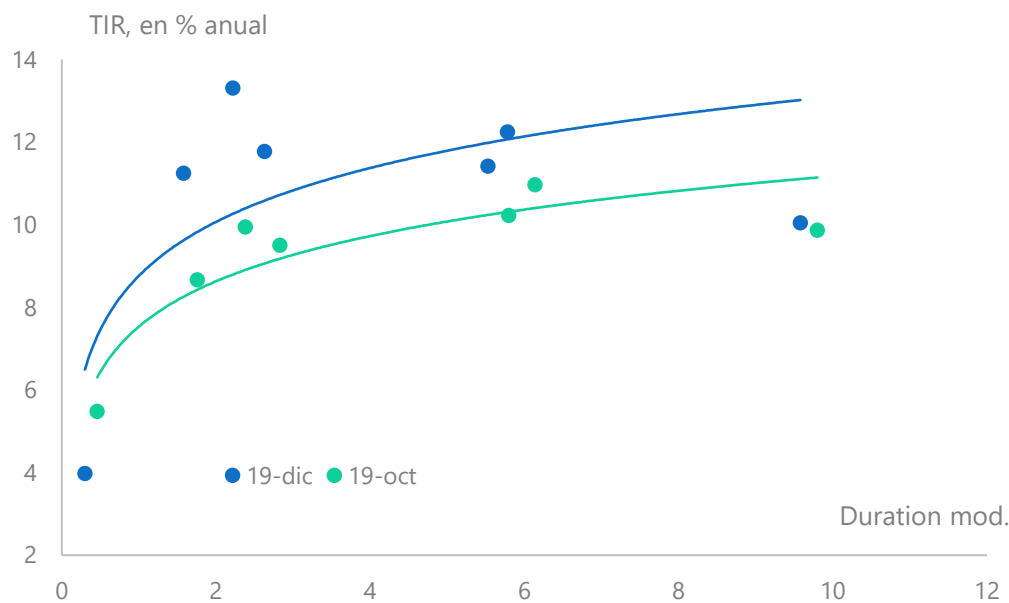
¹ Estrategia de inversión orientada a explotar el diferencial de tasas de interés entre dos monedas, en este caso el peso y el dólar.

² La tasa de política es una serie empalmada de LEBAC, pases y LELIQ construida por el BCRA.

En este escenario, el BCRA tomó una serie de medidas para moderar la vulnerabilidad cambiaria. En primer término, a través de la Comunicación "A" 6595, estableció un encaje para las obligaciones por líneas financieras del exterior³. Por otro lado, además de reducir el margen de las bandas de libre flotación desde un 3% hasta un 2% mensual para el primer trimestre de 2019, el BCRA decidió eliminar el piso de 60% para la tasa de interés que había sido estipulado para lo que queda de 2018. De esta manera, **el dólar comenzó a alejarse del piso de la banda, aunque todavía se mantiene lejos del punto medio de \$/USD 41,97 para el mes de diciembre.**

Divorcio entre el corto y el mediano plazo

Curva de rendimiento de la deuda soberana 2018



Fuente: elaboración propia en base PuenteNet

Si bien el despegue del tipo de cambio estuvo condicionado por la mayor volatilidad que afectó a las monedas emergentes en las últimas semanas⁴, también es cierto que los factores domésticos distan de mostrar un panorama despejado para el ámbito cambiario: **desde principios de diciembre, el riesgo argentino perforó decididamente el techo de 700**

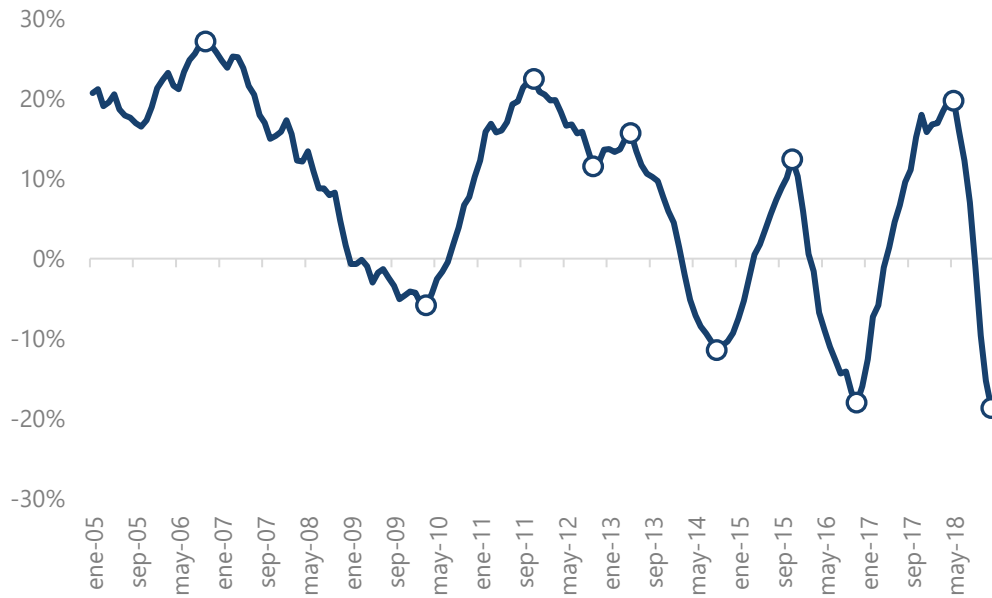
³ Como mostramos [aquí](#), este tipo de medida complementa una novedosa orientación precautoria del BCRA en cuanto a la administración de los flujos de capitales, que tiene como principal exponente el canje de LEBAC por LELIQ. Como se expuso en el mismo informe, estas medidas, junto con la licuación de los pasivos remunerados del BCRA inducida por la devaluación, son esgrimidas por las autoridades como las nuevas "fortalezas" del mercado de cambios.

⁴ El 19 de diciembre, la Fed anunció un incremento de su tasa de interés de referencia hasta un rango de entre 2,25% y 2,50%, al tiempo que anticipó un alza más moderada para 2019.

puntos básicos y hacia fines de ese mismo mes saltó por encima de los 800 puntos básicos, en un contexto de mayor empinamiento de la curva de rendimiento de los bonos locales.

Los ciclos de crédito acortaron su duración, pero aumentaron su amplitud

Variación % anual



	Var. % anual	Meses	Amplitud	Gobierno
oct-06	27,1%			
mar-10	-5,9%	41,6	33,0 p.p.	NK/CFK
nov-11	22,5%	11,2	11,0 p.p.	CFK
oct-12	11,5%			
may-13	15,7%	16,3	27,2 p.p.	CFK
sep-14	-11,5%			
nov-15	12,4%	12,2	30,4 p.p.	CFK/MM
nov-16	-18,0%			
may-18	19,7%	7,1	38,4 p.p.	MM
dic-18	-18,7%			

Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En este escenario, el crédito privado es la principal variable de ajuste de la economía argentina. Tomando en cuenta la inflación para diciembre 2018 del Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) y la evolución del crédito para los primeros 19 días de ese mes, en términos reales los préstamos al sector privado muestran un retroceso de -18,7% anual

respecto de diciembre de 2017. En relación con lo anterior, un aspecto a destacar de los últimos años es que **los ciclos de crédito han tendido a reducir su duración y a amplificarse, lo cual implica un escenario de mayor volatilidad para el financiamiento doméstico.**

Por primera vez en varios meses, la política monetaria contractiva parece haber logrado estabilizar, e incluso reducir levemente, las expectativas de inflación para el año que viene (ver sección “La economía real ...”). Sin embargo, **el hecho de que la inflación todavía no haya retornado a los niveles previos a la crisis cambiaría está imprimiendo un fuerte sesgo recesivo a la actividad, en la medida en que el crédito continúa inaccesible para buena parte del entramado productivo.** Los nubarrones de una política fiscal que reforzaría su impulso contractivo el año que viene (ver sección “El ajuste fiscal ...”), hacen que buena parte del “partido” en lo que hace al desempeño de la actividad del primer trimestre de 2019 se juegue en las negociaciones paritarias de los próximos meses.

El futuro del salario

El gobierno empezó a trabajar para encauzar las paritarias del 2019. Las autoridades han dejado trascender que pretenden que la pauta salarial exhiba un incremento del 23% anual, y luego de la fuerte caída en términos reales que tuvo lugar en 2018 (-14% estimado entre puntas), se avizora un escenario complejo para los asalariados. En efecto, según el último REM del BCRA, para 2019 se espera que la inflación se ubique en un 27,5% anual en diciembre (lo que implica una inflación promedio anual del orden del 40%), aunque en nuestra estimación de base este valor podría incluso ser mayor.

La punta de lanza de la paritaria 2019 seguramente será, como en años anteriores, propiciar el acuerdo de los empleados de comercio (en marzo de 2019) en torno a la pauta pretendida y utilizarlo como referencia para el resto de las negociaciones (que se concentran mayormente entre los meses de abril y junio).

Lo cierto es que los trabajadores de comercio estarían en condiciones de aceptar la pauta oficial del 23% porque aun así podrían registrar una recuperación real de sus remuneraciones en 2019. Esto se explica

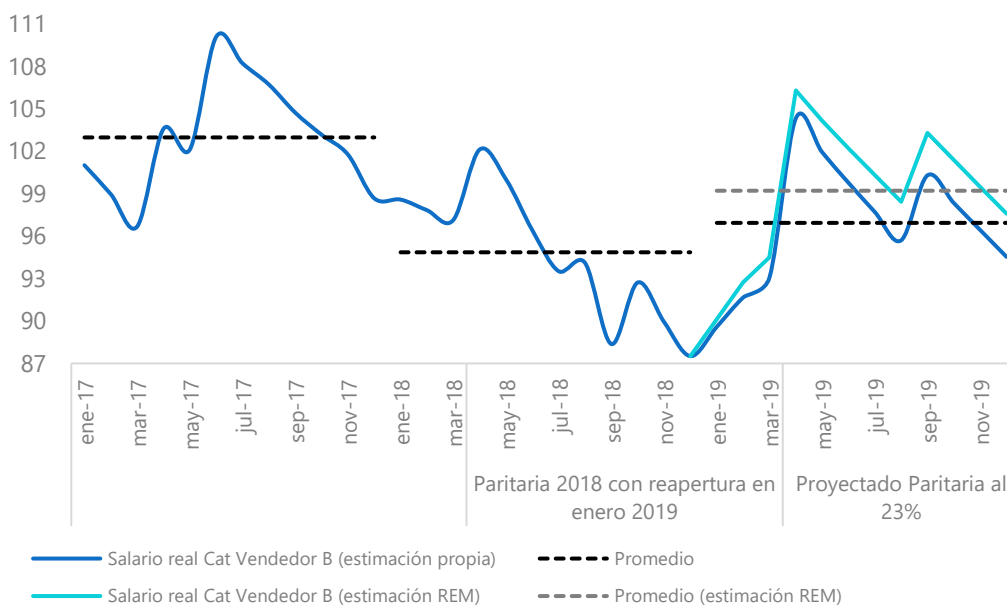
por la reapertura de la paritaria 2018, en la que se acordaron aumentos del 20% durante el primer trimestre de 2019.

De esta manera, la reapertura de 2018 eleva el piso sobre el cual se discutirá la paritaria 2019, y si ésta cerrara con una pauta de incremento del 23%, haría que durante el año (calendario) 2019 el salario del sector se incremente cerca de 48%. **Esto permitiría recomponer una parte de la pérdida de poder adquisitivo de 2018, a pesar de que no se estaría retornando a los niveles de 2017.**

Como se observa, el elemento determinante que permitiría la recomposición real del salario se explica principalmente por la reapertura del acuerdo 2018.

La reapertura de paritarias, detrás de la recuperación de los salarios de Comercio

Salario real de los Empleados de Comercio (categoría representativa), base ene-2016 = 100



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) en base a escalas salariales, INDEC y BCRA

Por lo tanto, **la suerte del salario de 2019 no se disputará tanto a partir de abril -cuando se empiecen a negociar la mayoría de los nuevos acuerdos- sino que se está jugando en estos momentos, en los que se están renegociando los acuerdos 2018.** Cabe mencionar que, por el momento, son pocos los sectores que están alcanzando incrementos de las magnitudes acordadas en el sector de Comercio.

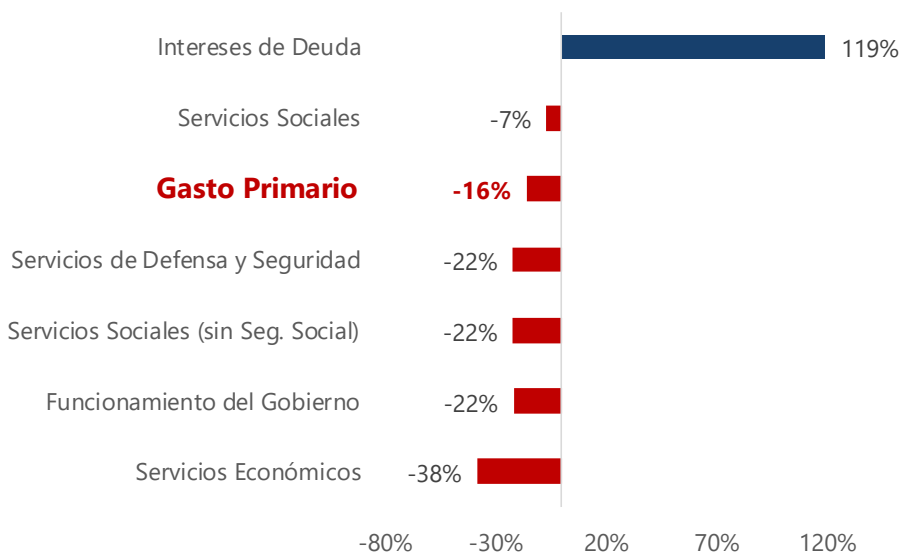
En este escenario, parece improbable que a nivel agregado durante el 2019 haya espacio para una recomposición significativa de los salarios. Más difícil parece volver a los niveles de 2017, y ni hablar de los de 2015, que quedaron definitivamente archivados.

EL AJUSTE FISCAL YA QUEMÓ EL MOTOR DE LA RECAUDACIÓN

En estos tres años de gestión macrista la política fiscal ha cambiado significativamente. En buena medida producto del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el 2018 cerrará con un notable ajuste de las principales partidas del gasto público, una señal de los sombríos augurios para el 2019.

Entre 2015 y 2018 solo los intereses crecieron por encima de la inflación

Variación % acumulada en términos reales



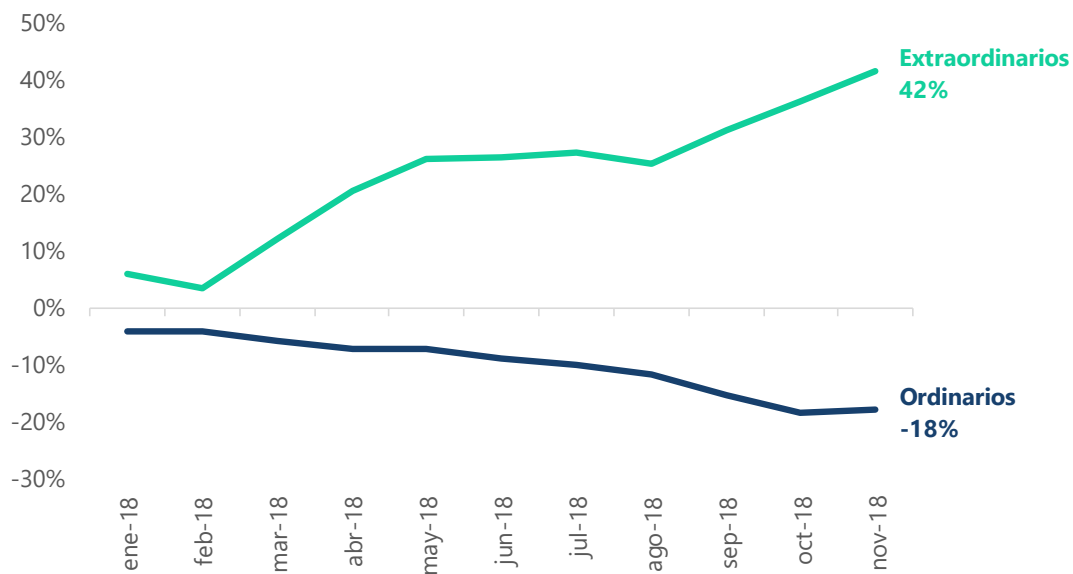
Fuente: elaboración propia sobre la base de Ministerio de Hacienda

Como venimos mencionando desde hace varios meses, la reconfiguración de las prioridades de gobierno a partir de 2016 se evidencia con claridad en las variaciones de cada una de las partidas presupuestarias. Si nos paramos en 2015 y comparamos lo recorrido hasta finales de 2018, vemos que **sola una partida creció por encima de la inflación de forma contundente: los intereses de la deuda pública.**

Esta dinámica, que ya se había observado a finales de 2017, fue exacerbada durante este año. Las perspectivas para 2019 hacen pensar en una profundización de este esquema de política fiscal, que también se enfrenta por el lado de los recursos con un cambio en su configuración. Allí vemos cómo **los ingresos públicos que podríamos definir como "estructurales" u "ordinarios" (recaudación de impuestos nacionales) pierden participación como consecuencia del programa de ajuste fiscal y monetario**. En tanto, el largo recorrido hacia el "déficit cero" por ahora parece ser impulsado por el lado de los recursos "extraordinarios" (rentas de la propiedad y recaudación por exportaciones, producto del cambio en el esquema de retenciones).

Los ingresos públicos se mantienen con recursos extraordinarios

Variación % anual en términos reales (media móvil 12 meses)



Fuente: elaboración propia sobre la base de Ministerio de Hacienda

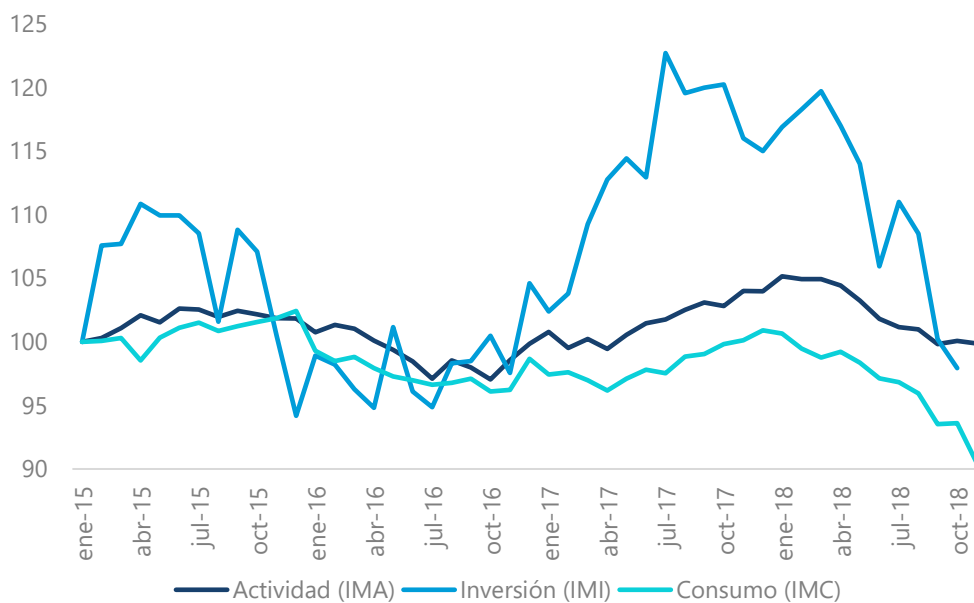
En esta coyuntura, **el gasto público y los ingresos extraordinarios pasan a hacer un doble esfuerzo para compensar la ausencia de una dinámica positiva por el lado de la recaudación tributaria**. Era previsible que el efecto de segunda vuelta del programa de ajuste vaya apagando el motor de la recaudación. **Es así como comienzan a encenderse las luces de alarma sobre el círculo vicioso de ajuste fiscal, que lejos de equilibrar las cuentas públicas termina por agravar el déficit a la vez que extiende y profundiza la recesión.**

LA ECONOMÍA REAL SIGUE A LA DERIVA

El PIB cayó en el tercer trimestre del año un -3,5% respecto de igual período del año anterior. Controlando por factores estacionales, **el producto tuvo una caída trimestral de -0,7%, la segunda consecutiva, lo cual deja a la economía argentina oficialmente en recesión.** Así, en el acumulado del año, el PIB evidencia una caída de -1,4%.

La caída de la economía real no encuentra un piso

Ratio base ene-15 = 100



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE)

En lo que va del cuarto trimestre del año, la actividad parece no haber alcanzado un piso todavía. Según nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA), en noviembre la economía se contrajo un -3,9% anual. El IVA-DGI es el único componente del indicador que crece por encima de la inflación, mientras que el resto de los factores vinculados tanto al mercado interno como externo permanecen en terreno negativo.

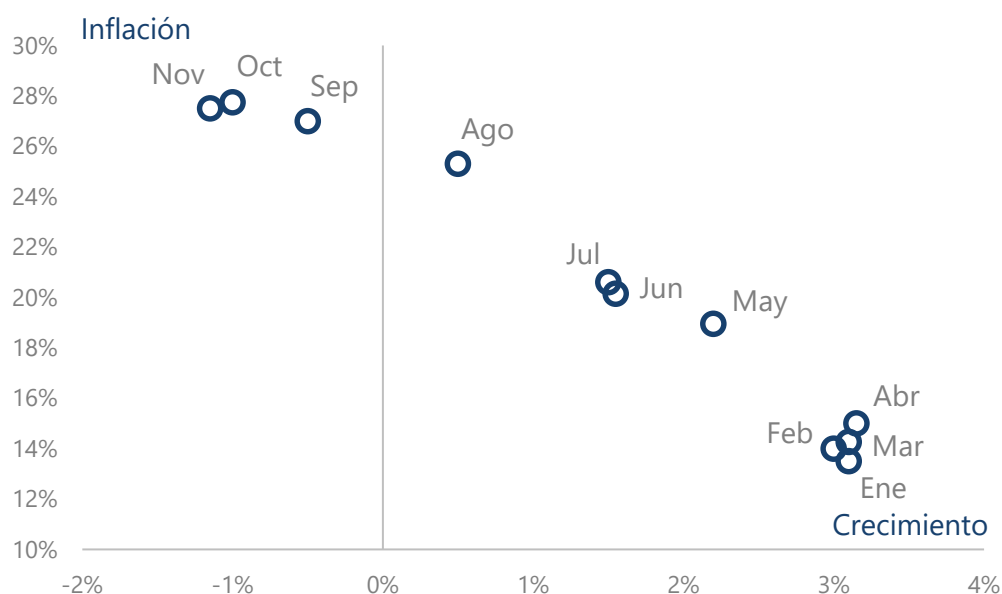
La inversión continúa siendo el componente del gasto más afectado por la recesión. Nuestro Indicador Mensual de Inversión (IMI) arroja para octubre una caída anual de -16,3%. Al retroceso de la construcción debe sumarse el desplome del equipo durable de producción, que está siendo afectado sobre todo en su variante importada, con una caída de -36,6% anual en el mismo período.

El consumo también sigue en retroceso según nuestro indicador adelantado. El Indicador Mensual de Consumo (IMC) mostró en noviembre una caída del -9,6% anual, con una disminución desestacionalizada del -3,3% mensual, y acumulando en el año una baja de -10,3%.

El movimiento de pinzas que la política monetaria y fiscal imprimirán sobre la economía el año entrante logró finalmente impactar sobre las expectativas de inflación para 2019, que según el REM se redujeron en noviembre por primera vez desde junio de 2017. Sin embargo, el correlato de esto último es una continuidad en las expectativas de (de)crecimiento económico, que no paran de empeorar desde mayo de este año. En este contexto recesivo y de desenlace incierto, al análisis del desempeño del mercado de trabajo se vuelve la referencia obligada.

Hacia un escenario de estanflación

Crecimiento del PIB e inflación esperados en 2018 para 2019, según REM



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

El empleo entre bambalinas

La publicación del INDEC de los datos de empleo para el tercer trimestre del año arrojó resultados llamativos. A pesar de que la economía ya atravesó un semestre de caída, el desempleo casi no se modificó en términos interanuales: la tasa de desocupación se ubicó en 9% de la PEA, apenas 0,7 p.p. por encima del nivel observado en el mismo

período del año anterior. De hecho, la tasa de empleo experimentó un leve aumento, ubicándose en un 42,5% de la población total. Si no fuese por el incremento de la tasa de actividad (que subió 0,4 p.p. hasta 46,7%, lo cual se debe en su totalidad a la incorporación de mujeres al mercado de trabajo), la tasa de desempleo habría bajado en -0,2 p.p.

Esta aparente inconsistencia con lo que ocurre entre los indicadores de actividad y empleo responde a las propias características del mercado laboral argentino, en el cual la informalidad suele ser un refugio importante para el empleo ante un empeoramiento de las condiciones macro. En efecto, de los 128 mil puestos de trabajo que se crearon en los últimos doce meses, casi la mitad (62 mil) corresponde a empleos por cuenta propia. Por su parte, la cantidad de sub-ocupados aumentó en 157 mil en el mismo período, reflejando crecientes dificultades tanto en la empleabilidad como en el nivel de ingresos.

La creación de empleo bajo la lupa

En miles de personas

EPH	III.17	III.18	Variación
Ocupados totales	11.694,0	11.822,0	128,0
Asalariados registrados	5.715,1	5.755,4	40,3
Asalariados no registrados	2.996,9	3.004,7	7,8
Cuentapropistas	2.467,4	2.529,9	62,5
Patrones	444,4	472,9	28,5
Trabajadores familiares	70,2	59,1	-11,1

SIPA	III.17	III.18	Variación
Registrados totales	9.395,1	9.391,7	-3,4
Registrados privados	6.242,2	6.234,1	-8,2
Registrados públicos	3.152,9	3.157,6	4,7

Fuente: elaboración propia en base a INDEC y SIPA

Más allá de los problemas que puede conllevar la comparación directa de distintas bases de datos (en el cuadro anterior, EPH y SIPA), vale destacar que la EPH capta un crecimiento del empleo registrado, que no parece tener correlato en los registros del SIPA. Si bien esto último no afecta significativamente el dato de desempleo, da cuenta de que el escenario de precarización podría ser incluso más intenso.

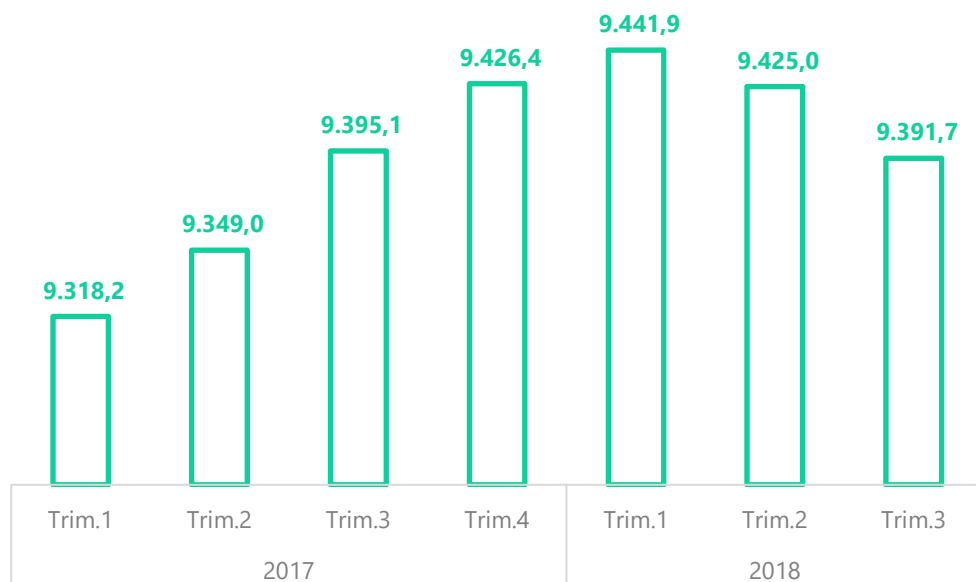
Un aspecto adicional que se debe remarcar es que, según el SIPA, **la creación de empleo registrado en el último año viene liderada por las incorporaciones al sector público, lo cual difícilmente pueda**

sostenerse en el 2019, período durante el cual se verá reforzado el ajuste del gasto del gobierno.

Otro elemento para tener en cuenta tiene que ver con los tiempos de reacción del mercado de trabajo. Como se observa en el siguiente gráfico, el empleo asalariado viene retrocediendo desde el segundo trimestre del año, período durante el cual acumula una contracción del -0,5%, aunque en la comparación anual se observa un estancamiento, debido al importante dinamismo del mercado de trabajo durante el 4° trimestre del año pasado y el 1° de este año.

El empleo asalariado todavía procesa los embates de las crisis

En miles de asalariados públicos y privados, sin estacionalidad



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

En todo caso, de cara a un año para el cual existen serias dudas sobre la posibilidad de que la economía real se recupere, una pregunta relevante es **hasta cuándo el sector informal será capaz de absorber el empleo expulsado del sector formal.** Si el sector informal se empieza a saturar, es de esperar que los indicadores del mercado de trabajo muestren un deterioro más pronunciado del observado hasta el momento. De este modo, **la economía argentina podría ingresar a un estado en el cual, entre otras cosas, se observe una tasa de desempleo superior a los dos dígitos por primera vez en el gobierno de Cambiemos.**