


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

27° | Agosto 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 ingresó en un momento bisagra. La crisis cambiaria alcanzó una duración y dimensiones nunca previstas. La política errática del gobierno y el doble comando con el FMI son las causas primarias de la imposibilidad de darle un cierre a la corrida, que ya estaba asentada sobre el terreno pantanoso de una economía repleta de fragilidades.

El anuncio del adelanto de los fondos del acuerdo firmado con el FMI para cerrar el programa financiero 2018/2019 sin mayores precisiones no solo demostró ser ineficaz para apaciguar los ánimos del mercado, sino que los exacerbó. **La insistencia del gobierno por enviar señales de que va a dar cumplimiento a las metas fiscales para ese período (lo cual incluyó, paradójicamente, el incumplimiento prematuro del pacto fiscal con las provincias) demostró ser inconducente, y el riesgo país sigue en niveles récord para la gestión de Cambiemos.**

El empleo ya acusa recibo de los efectos de la crisis. **Las sucesivas devaluaciones del peso hacen que la economía argentina esté huérfana de ancla nominal, y la progresiva aceleración inflacionaria tiende a erosionar cada vez más el poder adquisitivo del salario.** El gobierno, por otro lado, **se encamina a incumplir las metas de inflación definidas por el FMI como condición para habilitar los futuros desembolsos del programa de rescate.**

Los resultados de las nuevas autoridades del BCRA están muy lejos de las expectativas que habían despertado. **El programa de rescate de LEBAC demostró ser, en el mejor de los casos, neutral en su objetivo de estabilizar la corrida cambiaria.** El mayor sesgo intervencionista del BCRA fue inocuo para controlar un mercado completamente desregulado.

Las estadísticas publicadas por el banco central muestran que, hasta el momento, la cuenta corriente del mercado de cambios fue poco sensible a la devaluación. Dada la desconfianza generalizada que ha inspirado el gobierno en los mercados, **cabe preguntarse si la condición *sine qua non* para frenar la corrida es corregir las cuentas externas, y si el tipo de cambio compatible con ese objetivo no lleva a la economía argentina a una nueva y profunda recesión.**

LA ACTIVIDAD BAJO LOS EFECTOS DE LA CRISIS

Los datos del segundo trimestre del año comenzaron a reflejar el impacto de la corrida cambiaria en el nivel de actividad. Los mismos sorprendieron por la magnitud de la baja, que da cuenta de un brusco freno en sectores que venían teniendo un desempeño relativamente positivo.

En efecto, el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) se contrajo en junio un -6,7% anual, lo que implica que en el segundo trimestre la economía cayó un -4,2% en relación a idéntico periodo del año pasado (la mayor baja desde 2012).

El EMAE acumuló así cinco meses consecutivos de contracción en su serie sin estacionalidad, ubicándose en niveles inferiores a los observados en diciembre 2015. **Estos resultados entierran definitivamente el objetivo de Cambiemos de alcanzar dos años de crecimiento económico consecutivos y la virulencia de la recesión siembra dudas acerca de una posible recuperación del nivel de actividad en 2019.** De mantenerse la actividad en el mismo nivel que junio, el año 2018 cerraría con una baja del PIB de -1,8%.

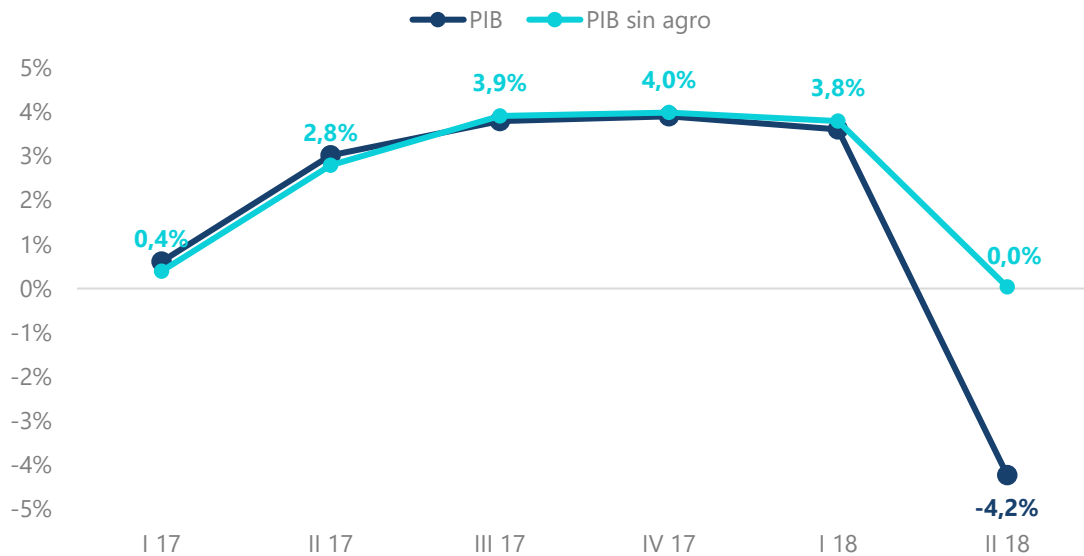
Si bien desde la gestión de Cambiemos se hizo referencia a que la recesión obedecía a la fuerte caída del agro producto de la sequía, lo cierto es que la recesión es generalizada e impacta en varios sectores.

Los datos adelantados de EMAE permiten inferir que, de descontar el impacto de la sequía, la economía pasó de crecer un 3,8% anual en el primer trimestre a 0% en el segundo, lo que implica una violenta caída en términos desestacionalizados.

Algunos sectores que venían exhibiendo un desempeño económico aceptable registraron una súbita caída. La producción industrial pasó de crecer 3,5% anual en el primer trimestre a caer -1,7% en el segundo. Similar dinámica se observó en sectores como comercio (+6,2% vs -0,7%) y transporte y comunicaciones (+1,1 vs -4,4%).

No todo lo explica el agro

Variación % anual del PIB



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

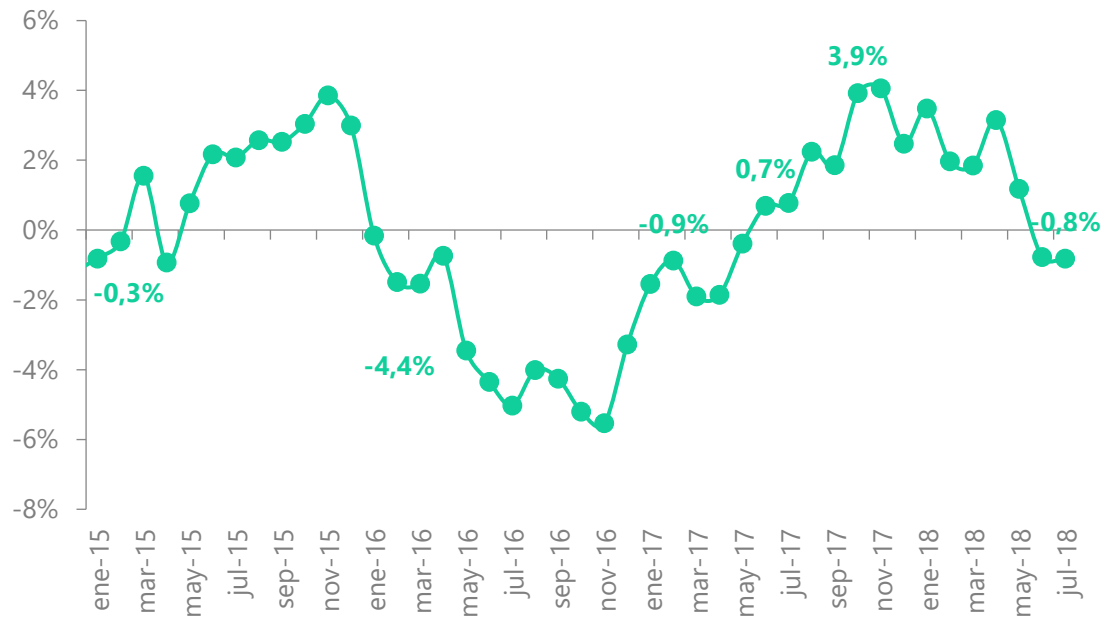
Los primeros datos de julio indican que la recesión continúa. Nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA) cayó en el mes un -0,8% anual y un -0,6% mensual sin estacionalidad.

La fuerte aceleración de la inflación continuó impactando en el consumo de los sectores populares. En el séptimo mes de 2018, el consumo medido por nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -0,8% anual, la segunda baja consecutiva.

La serie sin estacionalidad arrojó una contracción de -0,2% mensual, y acumula una baja de -3,9% desde diciembre. Las ventas de autos nacionales cayeron un -38,3% anual, mientras que el IVA Neto subió un 11,9%. Por su parte, de acuerdo a CAME, las ventas minoristas continúan sin recuperarse y cayeron -5,8%. A la par de esto, la inflación que alcanzó el 3,0% según nuestro Índice de Relevamiento de Precios (IRP). Finalmente, el crédito real en pesos creció un 12,9% anual y continúa desacelerándose, ante el menor dinamismo de los créditos personales.

Indicador Mensual de Consumo

Variación % interanual y trimestral sin estacionalidad



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía- Fundación Germán Abdala

De cara al segundo semestre del año, y en vista de la disparada del tipo de cambio, es de esperar que la actividad continúe cayendo significativamente. La suba de las jubilaciones, pensiones y asignaciones familiares estipulada para el mes de septiembre (6,68%) no alcanzará a compensar la suba inflacionaria, por lo que el consumo de esos sectores será particularmente afectado por la crisis financiera.

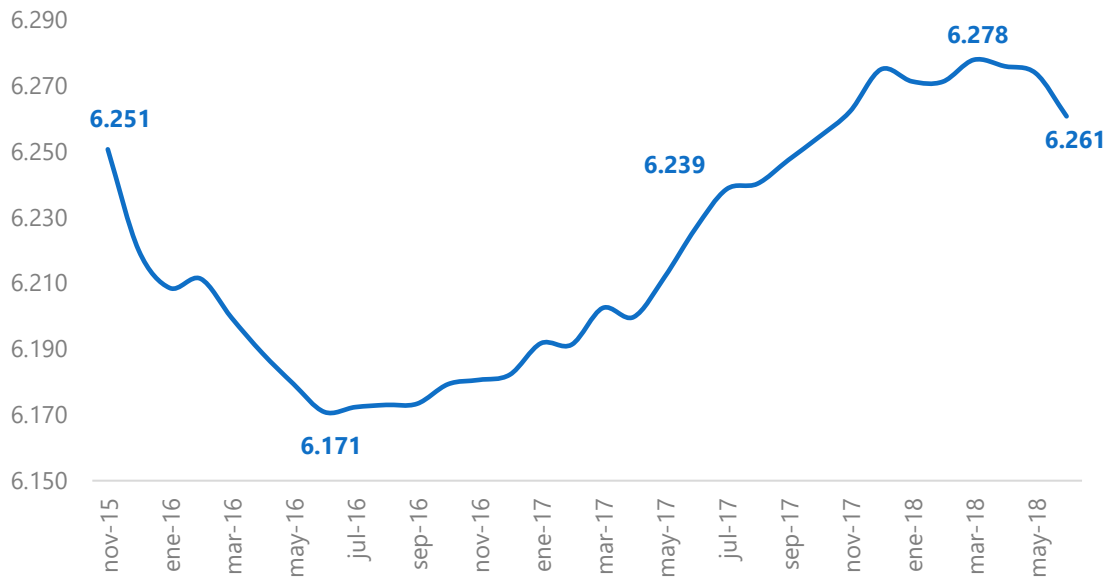
El empleo empieza a rodar por la pendiente

En junio la cantidad de trabajadores con empleo registrado en el sector privado aumentó 0,5% anual. También hay más trabajadores respecto al año anterior en el sector público (+0,3%). Sin embargo, el empleo cayó respecto a mayo (-0,2% en ambos casos).

Que las tasas de crecimiento anuales sean positivas no muestra que no existe reducción de personal, sino que esa reducción todavía no liquidó del todo los nuevos puestos creados a fines de 2017 y principios de este año. El dato mensual de caída da cuenta de que ese proceso está comenzando.

El empleo asalariado privado registrado en un punto de inflexión

En miles de puestos de trabajo, sin estacionalidad



Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social en base a SIPA

La caída mensual fue generalizada. Las únicas excepciones fueron pesca (que representa solo el 0,2% del empleo asalariado registrado), explotaciones de minas y canteras, servicios de salud y educación privados, y otros servicios sociales. Los puestos en intermediación financiera se mantuvieron constantes. Construcción cayó -0,7% mensual (unos 3 mil empleos) y comercio -0,2% (unos 2 mil empleos). Entre todos los sectores, 13 mil personas perdieron su trabajo, sin contar los que lo perdieron por factores estacionales (en total se destruyeron 26,8 mil empleos). La industria tampoco detiene la expulsión de trabajadores. Lleva destruidos 83 mil puestos desde diciembre 2015 (88,6 mil puestos si no se tienen en cuenta los factores estacionales).

La Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) muestra números negativos para julio. De acuerdo a esta encuesta, el empleo ya cae -0,2% anual. La caída es generalizada, pero se siente sobre todo en la construcción (-2,5% anual).

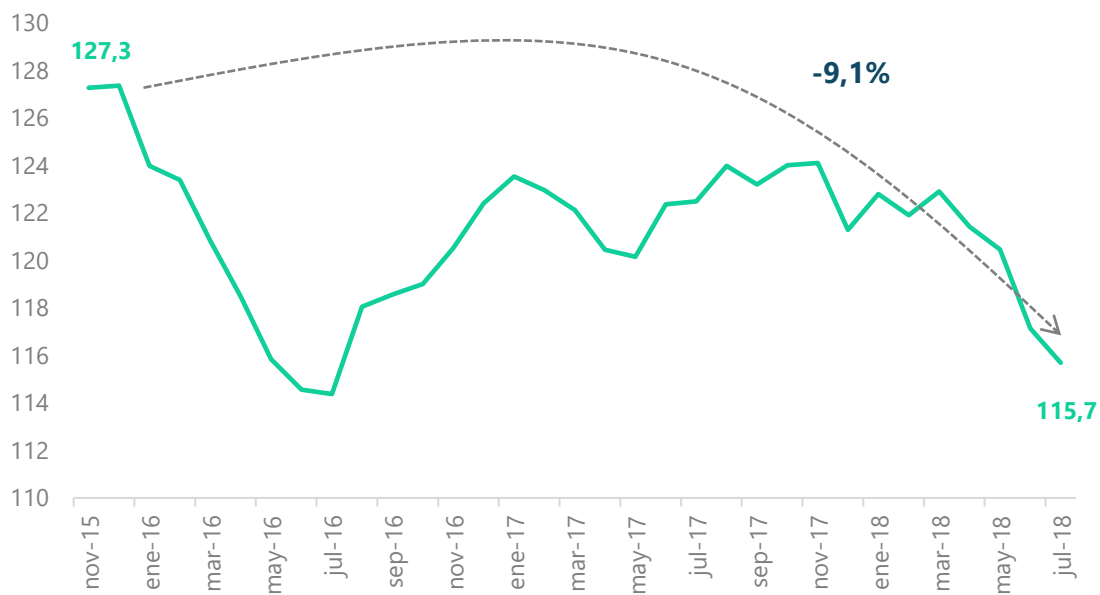
Los datos sobre expectativas de empleo reflejan el grado de incertidumbre que hay en la economía. Las expectativas “netas” de

empleo¹ están en uno de sus peores momentos desde febrero de 2014 (post devaluación), tras desplomarse rápidamente desde un 6% en marzo a un 1,6% en julio. El dato de junio había sido peor (1,0%), y mejoró ahora porque hay menos empresas que esperan reducción, aunque también hay menos que esperan ampliar la dotación. De hecho, la proporción de empresas con intenciones de ampliar el empleo es la menor desde la asunción del macrismo, y hay que remontarse nuevamente a la devaluación de 2014 para encontrar valores tan bajos. La tasa de entrada al empleo sigue bajando y empieza a aumentar la tasa de salida.

Las perspectivas para el empleo son sombrías. Mientras tanto, los que conservan su empleo ven como su salario real se desploma. Los asalariados privados registrados llevan perdido un -4,6% de su poder de compra en el año, y un -5,5% en comparación con julio del año pasado. En total, el retroceso es de -9% desde que asumió Cambiemos.

El salario sigue en terreno negativo

Asalariados registrados en el sector privado
Base ene-09=100, sin estacionalidad



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

¹ Diferencia entre el porcentaje de empresas que espera aumentar su dotación y el porcentaje de empresas que espera disminuirla.

LAS ESQUIRLAS DE LA CRISIS MARCAN EL FIN DEL “CONSENSO FISCAL”

“Reglas de juego claras”. Ese fue sin duda el axioma que el gobierno intentó mantener de cara a quienes definió como sus socios para la gobernabilidad: **empresarios, banqueros y gobernadores**. Como parece haber quedado claro a partir del estallido de la crisis cambiaria, este precepto escrito sobre mármol en los inicios de la gestión quedó reducido a polvo. En estas últimas semanas los gobernadores fueron las últimas “víctimas” de una gestión económica que perdió el norte y hoy trata de tomarse de las pocas cosas firmes que le quedan a mano.

En noviembre del año pasado se celebraba un acuerdo que todas las partes calificaron de “histórico” y fue rubricado en enero de este año mediante la Ley 27.429. Este acuerdo reflejaba una serie de “reglas fiscales” para la convergencia de las provincias al equilibrio presupuestario, a la vez que definía, entre sus puntos, el acuerdo entre Nación y Provincias por reformular la movilidad jubilatoria para que los haberes previsionales “se ajusten trimestralmente garantizando aumentos por encima de la evolución de la inflación”. Un mes después de la firma del acuerdo, Cambiemos lograría aplicar una nueva fórmula que ni siquiera garantiza el mantenimiento del poder adquisitivo de las jubilaciones².

El denominado “Consenso Fiscal” conforma un capítulo más del largo derrotero de acuerdos que intentan resolver las tensas relaciones entre Nación y las provincias. Como sus predecesores, este también fue quebrantado a poco de andar. **Lo llamativo en este caso es que, si bien las cláusulas resultaban de muy difícil cumplimiento por parte de los gobiernos provinciales³, no fueron ellos los que violaron el acuerdo.**

En el capítulo II referido a los “Compromisos asumidos por el Estado Nacional” se definían 17 cláusulas entre las que se destacaban:

² Esto se debe a que la nueva fórmula impulsada por el gobierno ajusta en un 70% por inflación y en un 30% por salarios, de modo tal que la caída actual de los salarios reales hace que la jubilación aumente menos que la inflación.

³ En esta [Nota de Economía](#) hacemos un análisis detallado de diversos puntos del acuerdo, sus similitudes con otros precedentes y el contexto que lo originó.

- La emisión de un bono para las provincias -excepto la provincia de Buenos Aires- que genere servicios por \$5.000 millones en 2018 y de \$12.000 millones en 2019.
- Compensar a la Provincia de Buenos Aires por el Fondo del Conurbano por \$21.000 millones en 2018 y \$44.000 millones en 2019, actualizable por inflación a partir de 2020.
- Distribuir los recursos del Fondo Federal Solidario entre las jurisdicciones que adhieran al Consenso, acrecentando proporcionalmente su participación a las jurisdicciones que firmen el acuerdo.

Una de las “zanahorias” para sumarse al Consenso Fiscal era la distribución del Fondo Federal Solidario, el cual se conformaba por el 30% de la recaudación por derechos de exportación de granos de soja y el 27% de harinas y aceites de soja. Para poder dimensionar este fondo, en los primeros siete meses de 2018 giró a las provincias \$14.380 millones. De los diecisiete fondos que distribuyen recursos a las provincias, el FFS es el cuarto en importancia luego de la Coparticipación, el Fondo de Financiamiento Educativo y la afectación específica de IVA.

A pocos meses de andar, dos provincias se bajaron del acuerdo aduciendo que el gobierno nacional lo había incumplido. Primero fue San Luis y luego se sumó La Pampa, que anunció a fines de marzo de 2018 que no homologaría el acuerdo en el congreso provincial debido a la discriminación del gobierno nacional en la transferencia de fondos.

El último capítulo de este fallido acuerdo se produjo estas semanas. A menos de nueve meses de su aprobación por parte del Congreso Nacional, Cambiemos decidió suspender unilateralmente uno de sus puntos más importantes referido al Fondo Federal Solidario. De esta manera, el gobierno nacional pasa a centralizar los recursos de las retenciones a la soja y sus derivados, con lo que piensa sumar a sus arcas \$26.000 millones en 2019.

Este cambio de estrategia deja aún más explícito que **el objetivo central del gobierno para el final de su gestión es alcanzar la meta de reducción de déficit fiscal que se propuso en el marco del acuerdo con el FMI.** Dados por perdidos los objetivos de bajar la inflación (y con ello, la reducción de la pobreza) y de lograr dos años seguidos de crecimiento, el

norte del gobierno será intentar cumplir al menos una de sus metas centrales del programa económico. Y lo hará aún a costa de quebrar las pocas “reglas de juego” que le quedaban por romper.

LA CONTINUIDAD DE LA CRISIS

La corrida cambiaria inauguró una nueva etapa durante el mes de agosto. Luego de abandonar la relativa calma de julio, el tipo de cambio volvió a avanzar con fuerza, y al cierre de este informe ya se ubica levemente por debajo de los \$/USD 40. Si bien la devaluación de la lira turca y el real tuvieron un efecto sobre otros países de la región, como ya es habitual desde los últimos meses el peso se vio más afectado que otras monedas emergentes. **A fines de agosto, sin embargo, el dólar se volvió explosivo por motivos domésticos, y ni siquiera el anuncio del adelantamiento de los fondos del programa de rescate del FMI para 2019 fue suficiente para detener este nuevo capítulo de la corrida cambiaria.**

La corrida cambiaria vuelve a recrudecer

En millones de dólares y en \$/USD



Fuente: elaboración propia en base al BCRA

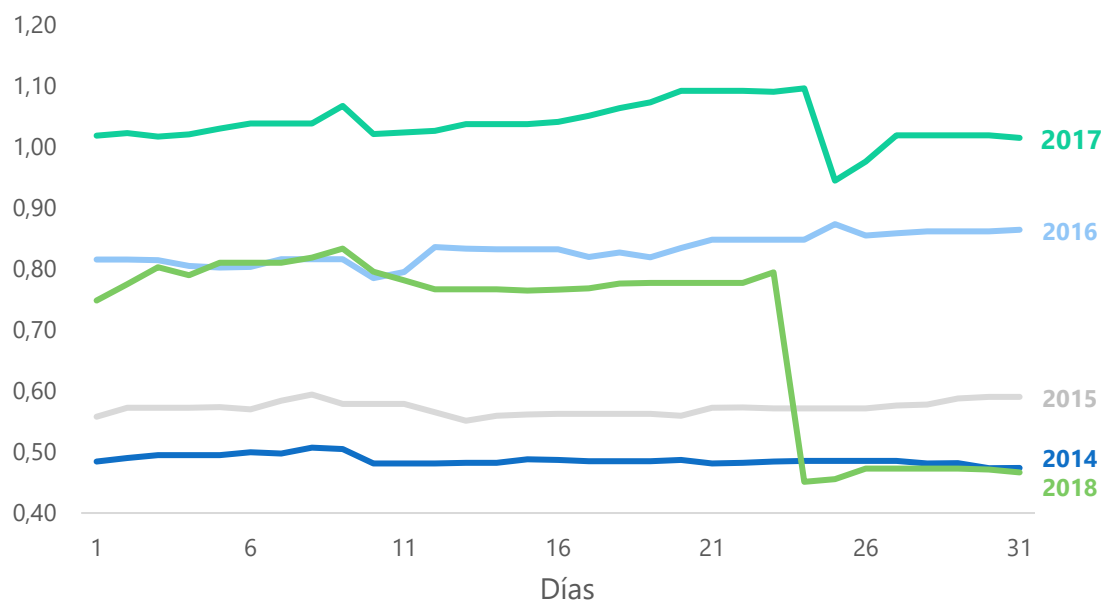
En las últimas semanas, la principal novedad en lo que a la política monetaria se refiere, fue la implementación del programa de rescate

de LEBAC que ha comenzado a llevar a cabo el BCRA. Bajo el diagnóstico de que la concentración de las LEBAC en el corto plazo genera volatilidad financiera (y cambiaria), las autoridades decidieron que en la última licitación (14 de agosto), el monto a adjudicar a los no bancarios (\$230 mil millones) fuera menor a los respectivos vencimientos (\$330 mil millones), mientras que los bancos estarían imposibilitados tanto de suscribir estas letras -se les ofrecería LELIQ (letras a 7 días de plazo) y NOBAC (notas a 1 año de plazo)- como de liquidar en el mercado secundario las existentes.

Para reforzar su estrategia, el 13 de agosto el banco central aplicó un nuevo incremento en su tasa de interés de política monetaria, hasta llevarla a 45% nominal anual, luego de haber definido a la LELIQ como nuevo instrumento de referencia.

El stock de LEBAC vuelve a los niveles de 2014

Valor efectivo en circulación / Base Monetaria, 23/7 al 22/8



Fuente: elaboración propia en base al BCRA

La intención del BCRA, que actúa en tándem con el gobierno nacional, es extender en el tiempo y desconcentrar los vencimientos de LEBAC y, a su vez, contribuir al financiamiento del programa financiero de cara al período 2018/2019, que según las propias autoridades descansará en gran medida en el mercado doméstico⁴.

⁴ El 27 de agosto el Ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne, reconoció lo problemático de implementar en esta coyuntura el rescate de las letras intransferibles acordado con el FMI, uno de los puntos menos realistas del acuerdo con el fondo.

Luego de haber dejado vencer buena parte de las letras durante la licitación de agosto, **el “primer round” contra las LEBAC hizo que el stock de estos instrumentos en términos de la Base Monetaria regresara a los niveles de 2014.**

Sin embargo, los costos del desarme de LEBAC no resultaron menores, ya que los instrumentos alternativos propuestos por el BCRA no fueron bien recibidos por el mercado. En efecto, en la última licitación solo se demandaron un total de \$28.900 millones de letras en pesos- que se licitaron sobre la curva de LEBAC- mientras que la subasta de NOBAC quedó desierta, y el BCRA tuvo que incrementar en 3 puntos porcentuales los encajes bancarios para encapsular la liquidez excedente de los bancos. Esto último no pareció ser suficiente, y buena parte de los pesos quedaron finalmente en circulación.

De esta manera, y luego de haber anunciado la vuelta de las licitaciones de moneda extranjera⁵, el BCRA perdió poco más de USD 1.200 millones hasta el 27 de agosto. A 30 días vista (con fecha 24 de agosto) las reservas internacionales mostraron un retroceso de USD 4.000 millones, incluyendo ventas del BCRA y el Tesoro y pagos internacionales. En el corto plazo, sin embargo, el problema del gobierno no tiene tanto que ver con los stocks -las reservas internacionales son de USD 54.000 millones y en septiembre se prevé el ingreso de USD 3.000 millones adicionales del acuerdo *stand by*-, sino más bien con los flujos (ver próxima sección).

La política de rescate de LEBAC no contribuyó a la estabilidad cambiaria y puede que hasta haya sido contraproducente. Dos semanas después, el peso argentino sufrió un fuerte ataque, que no pudo ser neutralizado ni por el supuesto cierre del programa financiero 2018/2019 ni por el anuncio de suba de la tasa de interés de referencia del BCRA hasta un 60% anual y el nuevo incremento en los encajes de 5 puntos porcentuales adicionales. La política de intervención cambiaria del banco central sigue siendo por el momento un misterio.

⁵ A principios de agosto, el Tesoro anunció la reducción del monto de sus ventas diarias de moneda extranjera, pasando de USD 100 a 75 y de 75 a 50 millones diarios. Con la vuelta del BCRA, el Tesoro se corrió completamente del mercado de cambios.

Un párrafo aparte merece la cuestión inflacionaria. Como venimos sosteniendo en los últimos informes, la meta de inflación es para el gobierno un objetivo de segundo orden, que no podrá abordarse hasta tanto se estabilice la situación cambiaria. Sin embargo, **el acuerdo con el FMI incluye dos metas de inflación para los próximos trimestres, uno de alta exigencia y otro de baja exigencia**. El primero equivale a 29% anual desde junio hasta diciembre de 2018. Por su parte, el segundo equivale a 32%, también hasta diciembre de este año.

En junio la meta de alta exigencia fue incumplida, dado que los precios se incrementaron 29,5% anual en ese período. Esto obliga a las autoridades del BCRA a consensuar con el *staff* del organismo la respuesta de política económica a llevar a cabo para corregir esta situación durante la revisión de septiembre.

Más grave aún, el dato de la inflación de julio mostró que esta siguió acelerándose y ya se ubica en 31,2% anual. A partir de la nueva suba del tipo de cambio de fines de agosto, **resulta cada vez más probable que en los próximos meses se viole el objetivo de baja exigencia del acuerdo con el FMI, lo que obligaría al gobierno a rendir cuentas no al *staff* sino al directorio del FMI para poder acceder al desembolso de diciembre**.

La madre de todas las batallas

Los datos del balance cambiario del mes de julio resultaron a todas luces preocupantes. La inestabilidad del sector externo tendió a agudizarse en niveles récord de los últimos 15 años, en un contexto en el cual el gobierno solo busca fugar hacia adelante los problemas, mediante agresivas (y costosas) inyecciones de deuda pública⁶.

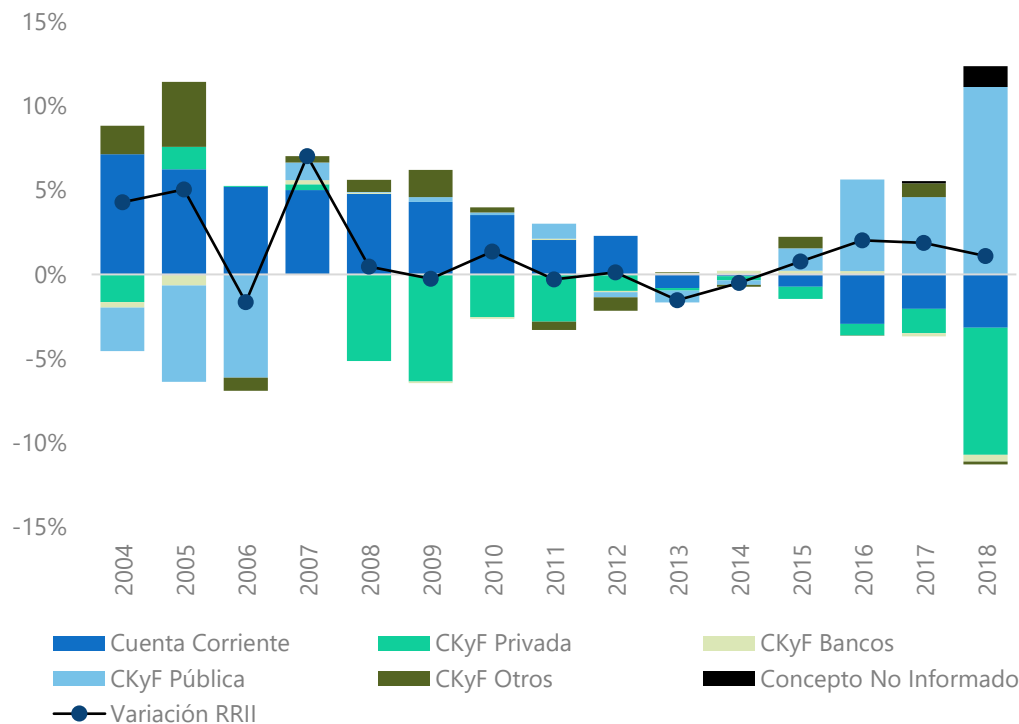
El déficit de cuenta corriente cambiaria se incrementó en un contexto recesivo. En el acumulado enero/julio de 2018, se ubicó en USD 9,8 mil millones (aproximadamente, -3,2% del PIB) contra un registro de USD 7,6

⁶ Al momento de cerrar este informo, el Presidente Macri anunció que adelantaría ingresos del FMI para estabilizar las expectativas del mercado. En la misma jornada, el BCRA debió vender unos USD 300 M de reservas y el dólar aumentó más de un 7%.

mil millones en igual período de 2017. Además, este déficit de CC es el más elevado para la serie del balance cambiario que inicia en 2003.

Se profundiza la inestabilidad

Balance cambiario, acumulado Ene/Jul, en % del PIB



Fuente: elaboración propia en base al BCRA

A esta fragilidad creciente por el lado real de la economía, se sumó una aguda y marcada reversión en el lado financiero. La cuenta capital y financiera del sector privado no financiero (personas y empresas) acumuló una salida neta de divisas por un total de USD 23,4 mil millones, esto es, casi USD 18 mil millones más que lo observado en igual período del año anterior.

En términos del PIB, estimamos que la magnitud de la salida se ubica en el orden de los 7,6%, es decir, 1,2 puntos porcentuales por encima de lo registrado en 2009, en el epicentro de la crisis financiera internacional más importante desde la segunda post guerra. Claramente, **la adversidad del contexto global no parece justificar una corrida de este orden.**

Llama la atención que este episodio de inestabilidad se de en un marco en el cual el sector público acumula ingresos de deuda por casi USD 34,5 mil

millones en lo que va del año, sin que la crisis muestre signos de finalizar⁷. Este nivel de endeudamiento (cercano a 11% del PIB) es récord para la serie del balance cambiario. Como venimos afirmando en nuestros últimos informes, **resulta evidente que la mala gestión y el uso inconsistente de las herramientas de política son los principales determinantes de esta crisis económica.**

⁷ Para agregar incertidumbre, el balance cambiario registró un ingreso de fondos equivalentes a 1,2% del PIB en "concepto no informado", del que nada se conoce. Desde 2017, el acceso al mercado de cambios es completamente libre y quién compra dólares solo informa el motivo de la operación con fines estadísticos.