

# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

33° | Febrero 2019

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

## CLAVES DE LECTURA

**Un escenario de estanflación comienza a consolidarse en la economía argentina.** La sorpresiva aceleración de la inflación de enero, con perspectivas de mayores alzas en febrero, dejó en *off side* a la cúpula económica de Cambiemos.

**El gobierno no cuenta con espacio para escapar de esta trampa de (de)crecimiento económico. Los primeros datos de 2019 indican que la recaudación está empezando a acusar recibo de la recesión.** Los ingresos del fisco registran caídas reales desde mediados de 2018, mientras que "imponderables políticos", como el fallo a favor de San Luis, restringen aún más el margen de maniobra.

**Mientras tanto la inflación no cede.** Los torniquetes fiscal y monetario reducen los grados de libertad del gobierno para **poner un piso al incremento de los costos no laborales de las empresas.**

**Las negociaciones paritarias y la evolución de los salarios son la gran incógnita para 2019.** Desde el punto de vista de los trabajadores, el problema del salario se dirime en dos frentes: la recuperación de lo perdido el año pasado y la pretensión de no volver a perder otro año más.

Los nulos logros del gobierno en materia de inflación y la pauta oficial de 23% para 2019 - lejos de las estimaciones privadas - están obligando a los sindicatos a **buscar actualizaciones más cortas.** Los gobiernos de CABA y PBA están proponiendo esquemas de indexación. **Este mecanismo implica en el mejor de los casos mantener estable el poder adquisitivo en el piso alcanzado a fines del año pasado.** Los efectos de introducir indexación en la economía no están exentos de riesgos, frente a un gobierno nacional propenso a la volatilidad cambiaria y con escasa vocación por coordinar la puja distributiva.

**En las últimas semanas, el dólar amagó con despegar, pero finalmente fue controlado por un endurecimiento del BCRA.** Además de hacer las veces de globo de ensayo de lo que puede esperarse en términos cambiarios una vez que empiece a correr el reloj electoral, este mini episodio de estrés marcó el escaso margen de maniobra con que cuenta el gobierno para hacer campaña electoral con la política económica.

## EL SALARIO EN CLAVE ELECTORAL

**Las negociaciones paritarias y la evolución de los salarios son la gran incógnita para 2019.** El salario real terminó el año pasado con una caída interanual de casi el -12%, aunque este retroceso no fue uniforme para todos los sectores. De acuerdo con el CETyD de la Universidad Nacional de San Martín (UNSAM), las caídas de los salarios de convenio oscilaron entre -15% (Administración pública, Restaurantes y Hoteles, Calzado) y -2% (Comercio, Encargados de Edificio, Entidades deportivas). En este sentido, **un aspecto a destacar es que 2018 finalizó con una importante dispersión en términos de pérdida de poder adquisitivo.**

La inflación proyectada por el gobierno es de 23% para diciembre de 2019 (34% para el promedio del año), aunque se descarta que será sensiblemente más alta: la media de las estimaciones privadas relevadas por el Banco Central supone una inflación punta a punta de 29,9% (y el promedio arriba del 40%). Estos números están siendo revisados al alza tras el dato de inflación en enero, que fue más alto de lo esperado<sup>1</sup>.

**En este contexto, a los gremios se les plantean tres problemas.** El primero es recuperar el poder adquisitivo perdido el año pasado. El bono de fin de año palió muy levemente la caída y además se trató de un pago excepcional. El segundo desafío es lograr sobre los tramos finales de la paritaria del año pasado recomponer algo del terreno perdido, para que los futuros aumentos se realicen sobre un piso salarial un poco más elevado.

**El tercer desafío es al menos empatarle a la inflación este año. El problema aquí es la falta de consenso sobre cuál será la inflación.** Las cláusulas gatillo y mecanismos de revisión, que se supone deberían resolver este problema, en muchos casos no constituyeron una salvaguarda suficiente para la pérdida de poder adquisitivo de 2018. Prácticamente ningún gremio le ganó a la inflación, aunque es cierto que los que pudieron reabrir su paritaria se acercaron un poco más.

**Sin lugar a dudas, la masa salarial fue la variable de ajuste del 2018.** Los salarios crecieron por debajo de la inflación (y del dólar), la cantidad de

---

<sup>1</sup> Este valor es el promedio de las estimaciones privadas, y es levemente superior al calculado cuando se utiliza la mediana. Sin embargo, este relevamiento corresponde al primer mes del año, antes de conocerse el dato de la aceleración de la inflación en el mes de enero.

trabajadores cayó y las contribuciones patronales empezaron a descender a la luz de la reforma tributaria. Como ejemplo, el informe de supermercados del INDEC de diciembre de 2018 muestra una suba nominal del costo laboral de tan solo 19%.

**Este año, la gestión de los costos laborales seguirá siendo foco de atención del gobierno.** En efecto, en 2019 se aplicará un mínimo no imponible a las contribuciones de \$7.903 para empresas en general y de \$17.509 para los sectores de calzado, textil, indumentaria, marroquinería y economías regionales (arroz, peras y manzanas, azúcar, yerba mate, vinos, madera y muebles, entre otras). La medida no discrimina entre empresas chicas y grandes. A modo de ejemplo, sobre un sueldo de \$35.000 bruto, la empresa aplicará el porcentaje de las contribuciones sobre \$27.097 en el primer caso y \$17.491 en el segundo. Sin embargo, también se están quitando las reducciones de alícuotas regionales (lo cual compensará en parte los beneficios a estas economías). Además, para la industria y las PyMEs la alícuota pasará de 17,5% a 18% en 2019<sup>2</sup>.

**El gobierno está planteando -al menos en las paritarias que directamente le competen- un escenario sin recomposición de lo perdido, con aumento en línea con la inflación proyectada y una cláusula gatillo que compense los “errores de proyección”.** Esta cláusula se presenta por ahora en dos formatos: uno ofertado por Vidal, que prácticamente indexa salarios (ajuste mensual por tres meses y luego ajuste trimestral), y otro por Larreta, que ofrece 24% en tres tramos con reapertura (no automática) en julio.

En ambos casos, las ofertas implican que lo perdido, perdido está. El gobierno argumenta que parte se compensó con los bonos de fin de año, sin embargo, el valor del mismo es poco significativo frente a la caída del salario real. **Un problema adicional es que, al no estar incorporados en los salarios, los aumentos parten de un nivel que no toma en cuenta esos bonos.**

---

<sup>2</sup> La reforma tributaria derogó la reducción de alícuotas regional y unificó la alícuota entre grandes empresas de servicios y comercios (alícuota de 21%, ahora de 19,5%) e industrias, Pymes y empresas estatales (17% a 19,5%). Al mismo tiempo, incorporó un mínimo no imponible. Todo esto debía darse en forma gradual hasta completar la transición en 2022. Para los sectores sensibles y economías regionales, se decidió aplicar por este año el mínimo no imponible pleno. Para más información se pueden consultar los artículos 165, 167, 168 y el 173 de la ley 27.430.

En cuanto a la actualización, la recomposición que ofrece Larreta sería "tardía". La oferta de Vidal es más conservadora y a la vez más segura en términos del salario: avanza con la inflación, ni más ni menos. Algo similar cerraron los docentes en Neuquén. **Si este mecanismo se replica en otros sectores, en un año en el cual no se sabe dónde va a terminar el dólar, ni los precios, ni la nominalidad en general, se estaría introduciendo un mecanismo de indexación a la economía cuyos riesgos no deberían minimizarse.**

Son varios los sindicatos que están planteando incorporar a los acuerdos revisiones más frecuentes y automáticas. Ante la desidia oficial por contener la inflación, este parece ser el único mecanismo que los trabajadores han encontrado para no volver a perder poder adquisitivo en 2019.

## Salarios, energía o tasa, esa es la cuestión

**Todo indica que la actividad económica cerrará el año 2018 con una caída del orden del -2%**, arrastrada por un descenso del consumo de -1,8% y de la inversión de -7,1%, de acuerdo con nuestros [indicadores](#).

**La forma particular que adquirió este escenario de estanflación arroja dudas sobre las características (y las propias posibilidades) de una recuperación de la actividad en el corto plazo.** Para ilustrar este punto conviene hacer un ejercicio sencillo. En el último trimestre de 2018, nuestro Índice de Relevamiento de Precios (IRP) presentó una variación anual del alrededor del 45,5%, junto con una caída del consumo del -9,3%. Esto quiere decir que el ingreso total de las empresas en promedio se incrementó un 32%.

Haciendo un relevamiento de los principales costos de las empresas nos encontramos con un aumento del salario del sector privado (SIPA-INDEC) del 27,8%, un alza del costo logístico (CEDOL) del 59,3%, de las materias primas (IPIM-INDEC) del 74%, una tasa de interés (BCRA) del 72%, del fueloil (Secretaría de Energía) del 96,6% y de la energía eléctrica mayorista (Secretaría de Energía) del 104,4%. **Si tomamos una ecuación de costos para una empresa tipo obtenemos como resultado un aumento de los costos empresariales de alrededor del 53,2% para fin de año.** Con lo cual, para el último trimestre del año **el costo total de las empresas tuvo**

un incremento del orden del 38,9%, reduciendo fuertemente el margen empresarial<sup>3</sup>.

## La ecuación de costos de una economía en estanflación

En porcentaje

Costos Empresariales	Var. Anual	Ponderación
Salario del sector privado	27,8%	42,0%
Costo logístico	59,3%	25,4%
Materias primas	74,0%	17,0%
Tasa de interés	72,0%	6,3%
Fueloil	96,6%	4,7%
Energía Eléctrica	104,4%	4,7%
<b>Total</b>	<b>53,2%</b>	

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, BCRA, CEDOL, Secretaria de Energía.

**Este año, asumiendo que el consumo se mantiene aproximadamente en los niveles del 2018, el ingreso total de las empresas aumentará en función del incremento de precios.** Ahora bien, ¿qué ocurriría con los costos empresariales y la posibilidad de una recomposición del margen?

**Para un escenario con un mismo nivel de consumo asumimos que se mantienen constantes los salarios reales.** Dicho de otro modo, para que la actividad se mantenga estable los salarios deberán seguir el nivel de precios. Este último parece ser el objetivo del gobierno en lo que hace a la política de ingresos (ver sección anterior). Ahora bien, dentro de la ecuación de costos cabe entonces evaluar, según lo analizado más arriba, qué ocurrirá con el precio de las materias primas, la tasa de interés y el costo de la energía.

Las **materias primas** están determinadas por los precios internacionales y por lo tanto son una variable que está por fuera del control del gobierno. Resta entonces por monitorear el **costo de la energía**, que viene determinado por la Secretaria de Energía, y la **tasa de interés**, que viene determinada por el BCRA.

De acuerdo con la Ley de Presupuesto 2019, el aumento del precio de la energía es un requisito *sine qua non* para poder cumplir la meta de "déficit cero". Y por lo observado en las últimas semanas, el BCRA utiliza la tasa de

<sup>3</sup> Este último valor surge de descontar al 53,2% la caída en cantidades del consumo.

interés como herramienta clave para la estabilización del tipo de cambio (ver sección monetaria).

En un año de elecciones, la estabilidad del dólar se vuelve fundamental para que no haya ningún descalabro en la macroeconomía argentina. Por lo tanto, **el cumplimiento del acuerdo con el FMI (y su correspondiente objetivo de “déficit cero”) y el piso para la tasa de interés (reforzado por la meta monetaria) son cuestiones sumamente necesarias para estabilizar el mercado de cambios, pero que volverán a presionar sobre los costos de las empresas en 2019<sup>4</sup>.**

Sin recomposición de la actividad económica, es difícil pensar en un mayor aumento de salarios, ya que las empresas están operando dentro de márgenes inferiores respecto de años anteriores. Sin embargo, la actividad económica solo puede crecer en el corto plazo si se recupera el poder adquisitivo. En este escenario, **los torniquetes fiscal y monetario dejan al gobierno con escaso margen de maniobra para escapar de esta trampa del (de)crecimiento económico.**

## RECAUDACIÓN: QUE COMIENZE EL JUEGO

**Primer acto:** se ajusta el gasto público para alcanzar la meta de déficit primario. Segundo acto: el ajuste induce una caída en la actividad económica. Tercer acto: la recesión lleva a una caída de la recaudación que anula la reducción del déficit primario. ¿Cómo se llama la obra? **La trampa del ajuste indeclinable.**

En el cierre del ejercicio fiscal 2018 el gobierno logró la meta de déficit primario de 2,4%, que representa una reducción de rojo fiscal de 1,4 p.p. respecto de 2017. Sin embargo, **en nuestro informe de coyuntura anterior destacábamos la espiral recesiva que comenzó a hacer socialmente problemática la meta 2019 (ver [acá](#)).**

Si bien la reducción del déficit primario fue de 1,4% del PIB, el gasto público tuvo que ajustarse en 1,9% en 2018 ¿Por qué ocurrió esto? La explicación

---

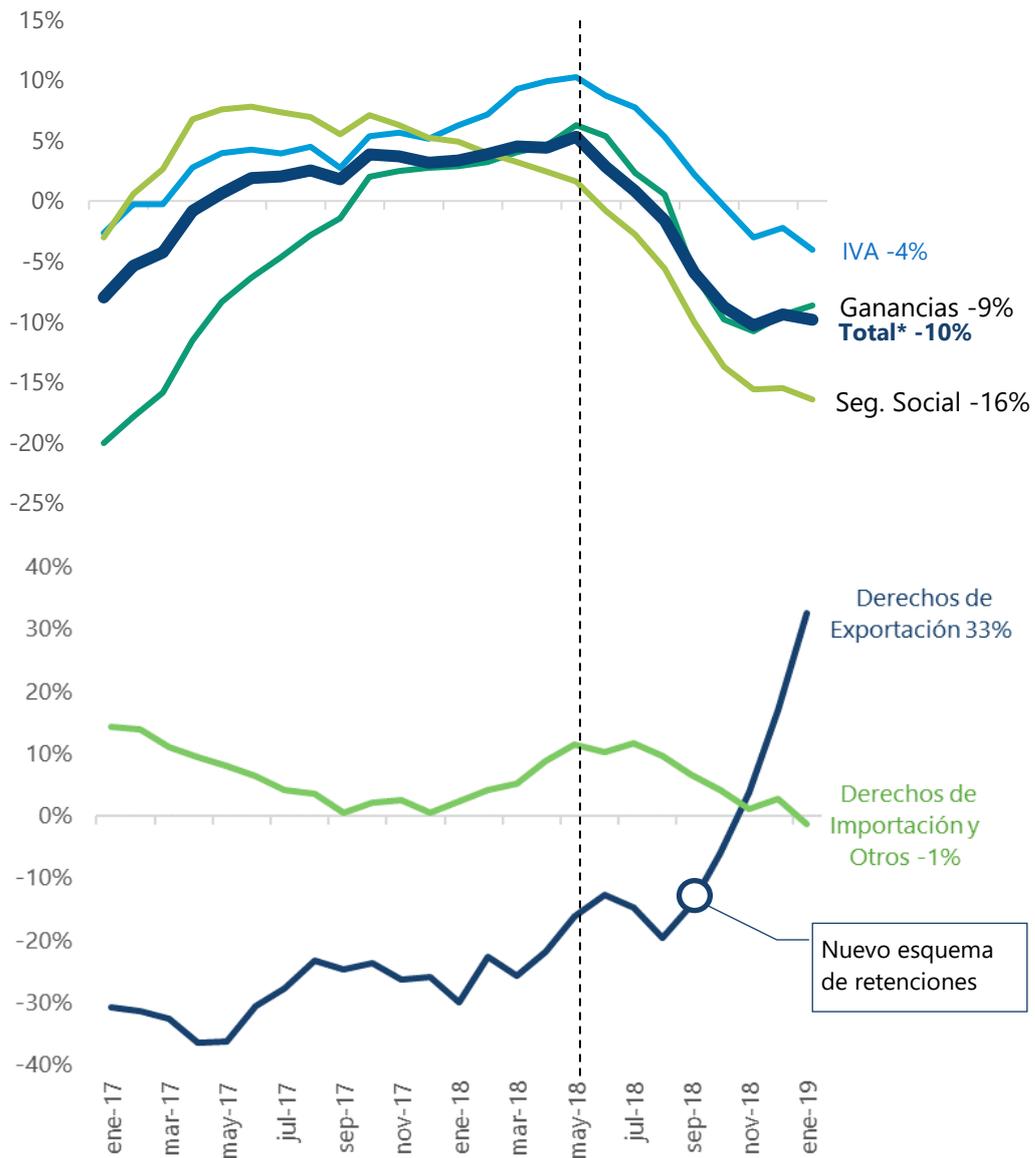
<sup>4</sup> El escenario que se debate en esta sección toma como dada la ausencia de movimientos disruptivos en el tipo de cambio. Es claro que, si se presentase una coyuntura de mayor estrés, las conclusiones en lo que hace a la interacción entre precios y salarios cambiarían drásticamente.

reside en que la caída de la recaudación agravó el déficit primario, "corriéndole el arco" al ajuste del gasto necesario para alcanzar la meta.

**El primer mes de 2019 evidenció la misma dinámica.** Con la única excepción de los derechos de exportación, los principales impuestos nacionales se encuentran en terreno negativo desde hace varios meses, al punto tal que la recaudación total registra caídas reales desde julio de 2018.

### La recaudación se derrumba en términos reales

Variación % real, media móvil 12 meses



Nota: (\*) No incluye la recaudación debida al blanqueo de capitales de finales 2016 y comienzos de 2017

Fuente: elaboración propia sobre la base de Ministerio de Hacienda

En el caso de los derechos de exportación, la dinámica obedece principalmente a los recursos extraordinarios del esquema transitorio de retenciones al total de exportaciones<sup>5</sup>. Dado que estos tributos solo estarán vigentes entre 2019 y 2020, **la mejora que pueden generar sobre el resultado primario debe entenderse como “de única vez”**.

Comenzando el 2019 con estas perspectivas de recaudación y una meta fiscal sumamente ambiciosa cabe esperar que, en ausencia de salvaguardas por parte del FMI, **el gobierno avance con nuevos recortes de gastos**. El fallo de la CSJN en favor de la devolución de retenciones de la coparticipación a la provincia de San Luis agrega aún más incertidumbre al panorama fiscal.

La insistencia de ajustar de forma recurrente para alcanzar la meta, junto con la política monetaria contractiva implícita en la regla monetaria del BCRA, solo **profundizará la recesión y seguirá alejando la tan esperada recuperación**.

## EL CRÉDITO COMO VARIABLE DE AJUSTE

**En la segunda mitad de febrero, el dólar parece haber abandonado su letargo**. Las condiciones externas favorables, que habían inducido una mejora de los activos argentinos, comenzaron a estar dominadas por factores domésticos, imprimiendo una mayor volatilidad al precio de la divisa.

Si bien el riesgo argentino volvió a rebotar (al cierre de este informe ya se ubicaba en torno a los 700 puntos básicos), la **confirmación por parte del MSCI de la inclusión de Argentina como “Mercado Emergente”** tuvo un efecto de corto plazo positivo tanto en el mercado de renta fija como variable.

En este sentido, el rápido incremento de los pasivos en pesos que se viene observando desde la implementación del programa monetario -en gran

---

<sup>5</sup> A comienzos de septiembre se publicó el Decreto N° 793/2018, que implementa una alícuota del 12% sobre la generalidad de los bienes a exportar, con un tope de \$4 por cada dólar para algunos bienes (primarios) y \$3 para el resto de los bienes (elaborados). Posteriormente, a comienzos de 2019, entró en vigor el mismo régimen para la exportación de servicios.

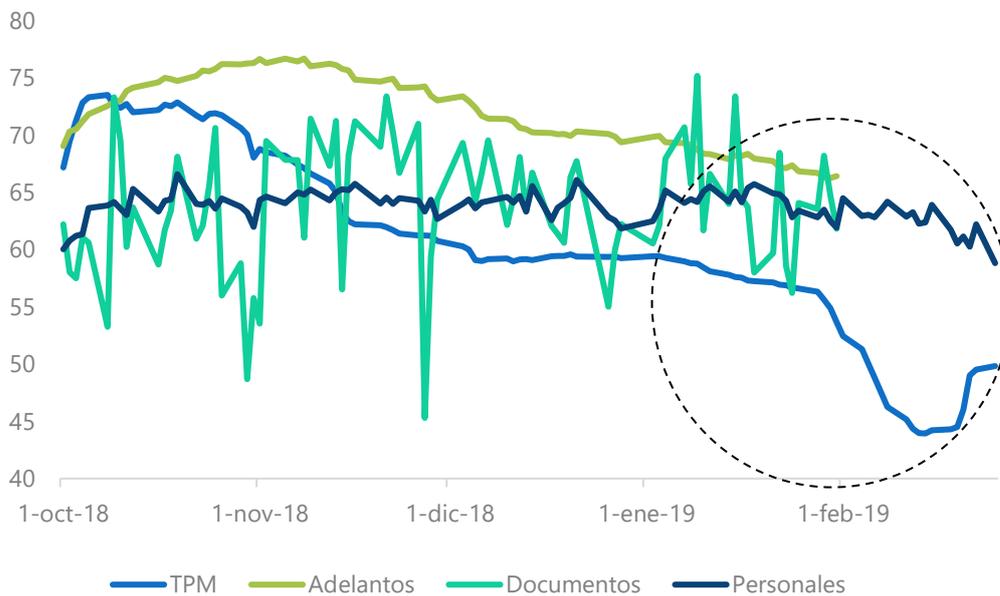
medida, motorizado por las altas tasas de interés (ver [acá](#))- parece haber comenzado a “pasarle factura” al Banco Central.

A pesar de las mayores presiones, **hasta ahora el BCRA sigue dando cumplimiento al programa monetario sin grandes sobresaltos**. Con cierre estadístico al 26 de febrero, la Base Monetaria promedio del mes se ubica en \$1.339 mil millones, mientras que la meta (ajustada por el efecto monetario de las compras de divisas de los meses de enero y febrero) es de \$1.382 mil millones.

Las mayores tensiones en el ámbito de las finanzas llevaron al BCRA a **detener el proceso de baja de tasa de interés**, que había ocurrido en simultáneo a la política de compra de divisas, para evitar que el dólar perfore la banda inferior de la zona de no intervención (en lo que va del año, el BCRA compró unos USD 1.000 millones). En los últimos días, **la estabilidad de la tasa de interés revirtió en alza, ante la aparición de nuevas tensiones cambiarias**.

## El costo del crédito no acusó recibo de la baja de tasas

En % nominal anual



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

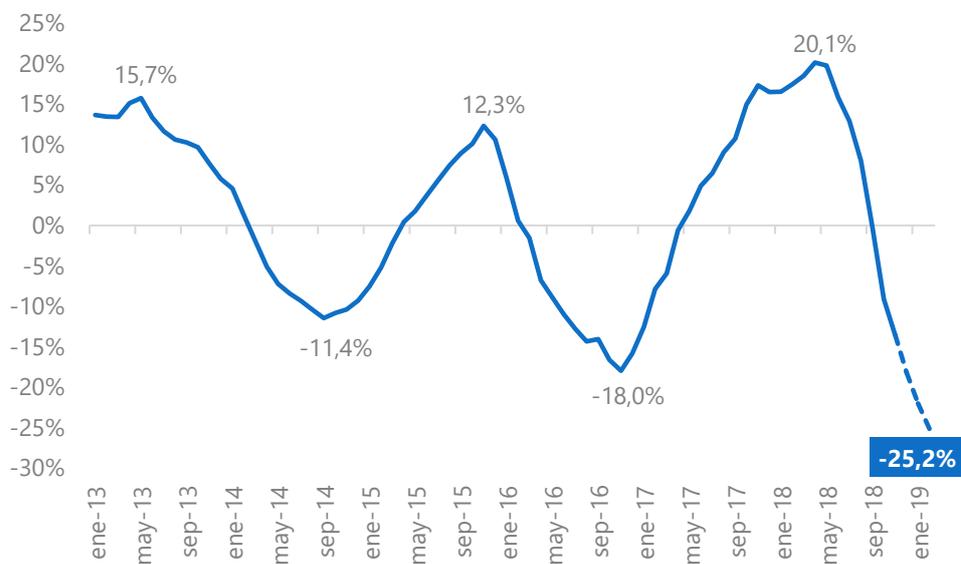
Sin embargo, aunque las tasas de interés pasivas se mostraron a la baja, **por el momento la reducción de la tasa de interés de política monetaria (TPM) no se tradujo en una caída visible del costo del crédito**. El financiamiento al sector privado, por su parte, sigue en caída libre, y según

nuestras proyecciones en el primer bimestre del año los préstamos bancarios alcanzarán una caída récord en términos reales.

En los próximos meses, al efecto de las tasas bancarias elevadas debe sumarse la decisión de Hacienda de aumentar, a partir del 1° de marzo, la **tasa de intereses resarcitorios** desde 3% hasta el 4,5% mensual. Esta medida tensará aún más el flujo de fondos de las empresas, constituyendo un factor adicional que ralentizará la recuperación (ver sección costos).

## La caída del crédito alcanza niveles récord

Variación real % anual

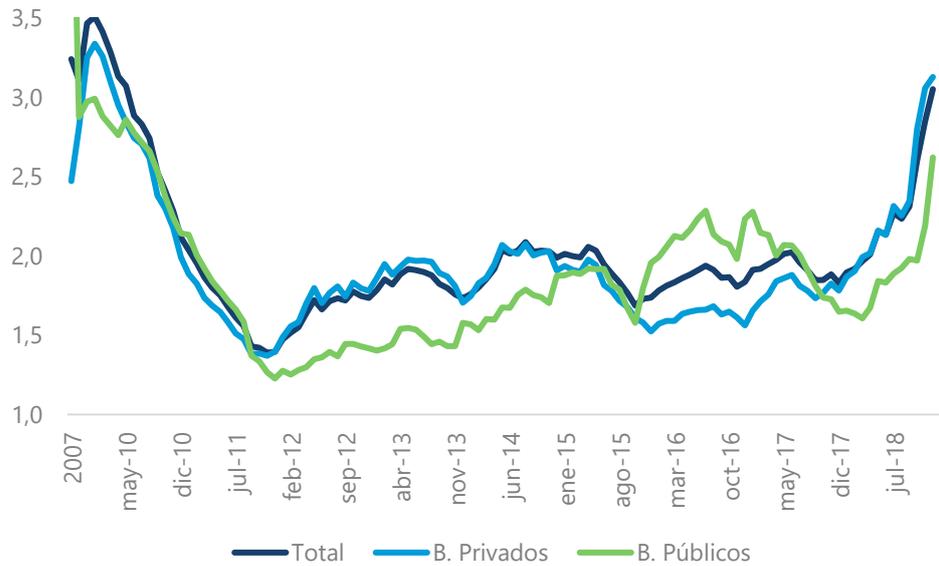


Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Otro aspecto a destacar es el desempeño de la **calidad de cartera**. Según el último Informe sobre Bancos del BCRA, la irregularidad de cartera privada se ubicó en un 3,1% del total de las financiaciones, con una fuerte escalada en los últimos meses, que llevó a este indicador a **alcanzar los niveles máximos desde 2010**.

## ¿Un nuevo foco de riesgo?

En % de las financiaciones totales



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Si bien los niveles de solvencia y liquidez de la banca siguen elevados, **la suba en la irregularidad de cartera es una señal del empeoramiento de la salud del sistema de pagos**, lo cual debe monitorearse de cerca si lo que se quiere es evitar una fuente adicional de fragilidad financiera.