


# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

34° | Marzo 2019

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

## CLAVES DE LECTURA

**El dólar abandonó finalmente su letargo, en el marco de un escenario menos benigno para las monedas emergentes.** Como ya es habitual, la caída del peso fue mucho más pronunciada que la de las monedas del resto de los países de la región, lo cual puso en alerta a las autoridades del gobierno nacional, en un escenario en el cual el tipo de cambio todavía se encuentra lejos de los niveles que habilitarían la intervención del BCRA.

**Al fuerte incremento de la tasa de interés instrumentado por el banco central, se sumó el anuncio de que a partir del mes que viene se comenzarían a vender los dólares necesarios para cerrar el programa fiscal del gobierno,** al tiempo que se espera que la liquidación de la cosecha haga las veces de puente hasta dicho momento.

**Este nuevo cimbronazo no hace más que arrojar nuevas dudas sobre el comportamiento de la economía real en la antesala de las elecciones 2019.** En los primeros meses del año, los tan esperados “brotes verdes” estuvieron lejos de haber aparecido, a pesar de los intentos oficiales por “exprimir” cada dato aparentemente no negativo de la economía.

El retroceso que sigue mostrando el consumo de los hogares se explica por una dinámica inflacionaria poco sensible a la combinación de política fiscal y monetaria contractiva, en conjunción con un escenario incierto de recomposición salarial. **El empeoramiento de los ingresos reales es tal que la recesión ya ha comenzado a tener efectos de largo plazo en el nivel de actividad económica.**

**A lo anterior deben sumarse indicadores sumamente preocupantes en el plano laboral.** El deterioro del mercado de trabajo impactó de lleno en los indicadores de pobreza, que **difícilmente puedan mejorar a lo largo del año a pesar de la salvaguarda para el gasto social estipulada en el acuerdo que el gobierno firmó con el FMI.**

La caída en los ingresos laborales y la pérdida de puestos de trabajo sigue deprimiendo a la demanda, en un escenario en el cual el renovado apretón monetario del banco central terminará de hundir el crédito y poner en jaque el flujo de caja de las empresas. En estas circunstancias, **encontrar el canal a través del cual se podría filtrar una recuperación pre-electoral se vuelve una “misión (casi) imposible”.**

## De los brotes verdes a los brotes amarillos

**El recuento de numerosos indicadores muestra que no se observan los famosos “brotes verdes” y que la actividad económica continúa en recesión.** En particular, el crecimiento acumulado del EMAE entre diciembre y enero (+1,7% s.e.) no es suficiente para sugerir el inicio de una recuperación, ya que este indicador viene mostrando subas y bajas desde mediados de año.

En efecto, **con este criterio se puede volver a caer en la identificación de un “falso piso” de recesión**, tal como ocurrió en julio y agosto y más adelante en octubre del año pasado, cuando al mes siguiente la economía volvió a caer con intensidad después del rebote, de la mano de un consumo que siguió retrayéndose. Por lo tanto, **mientras no se logren estabilizar los precios y no se despeje la incertidumbre en torno a las paritarias, la recuperación de los ingresos reales seguirá retrasándose, enfriando los motores de la economía.**

Los primeros datos de consumo del año no son alentadores. Según nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC), **el gasto de los hogares cayó en febrero por noveno mes consecutivo un -10,2% anual, acelerando su caída mensual a -1,5% en la medición sin estacionalidad** (había arrojado -0,9% en enero). El consumo de durables sigue deprimido, con una caída de casi 60% de las ventas mayoristas de vehículos nacionales, mientras que el consumo masivo medido por las ventas de CAME se desplomó -11,9% anual y el IVA Neto -7,6%. Por su parte, el crédito real en pesos cayó -25% anual, con un fuerte retroceso en todas las líneas, incluyendo las hipotecarias, que hasta enero crecían en términos anuales.

**La inversión también sigue afectada, y por el momento no exhibe señales claras de recuperación.** Según nuestro Indicador Mensual de Inversión (IMI), la inversión cayó un -25,2% anual en enero. Si bien, luego de cinco bajas consecutivas, en la medición sin estacionalidad el IMI creció 3,7% mensual, este comportamiento se explica en gran medida por más paradas técnicas anticipadas respecto del verano pasado, junto con un desempeño de la construcción que no garantiza haber alcanzado un piso, en especial en obra privada.

El Índice Construya, que mide los despachos de los principales insumos de la construcción, desaceleró su caída interanual a -13,2%, después de haber

retrocedido -30% y -20% en los últimos dos meses. Sin embargo, luego de un fuerte crecimiento del gasto público de capital en diciembre y enero (+62,5% y +74,7% anual nominal, respectivamente), en febrero se desaceleró a sólo +13,6% anual nominal, con un aumento del Índice del Costo de la Construcción de +43,9%. **Esto pone en duda la evolución de la construcción pública en los próximos meses.**

**La industria muestra un escenario similar.** El índice de producción industrial del FIEL se contrajo en febrero -7,3% anual y rebotó +1,7% en la serie sin estacionalidad tras varios meses en baja. No obstante, este indicador sigue ubicándose en los niveles más bajos de la serie desde 2012.

## Los efectos de largo plazo de la crisis

**Durante 2018, la economía se contrajo -2,5% promedio anual y registró su segunda caída en tres años de gobierno de Cambiemos (en 2016 cayó -2,1% anual).**

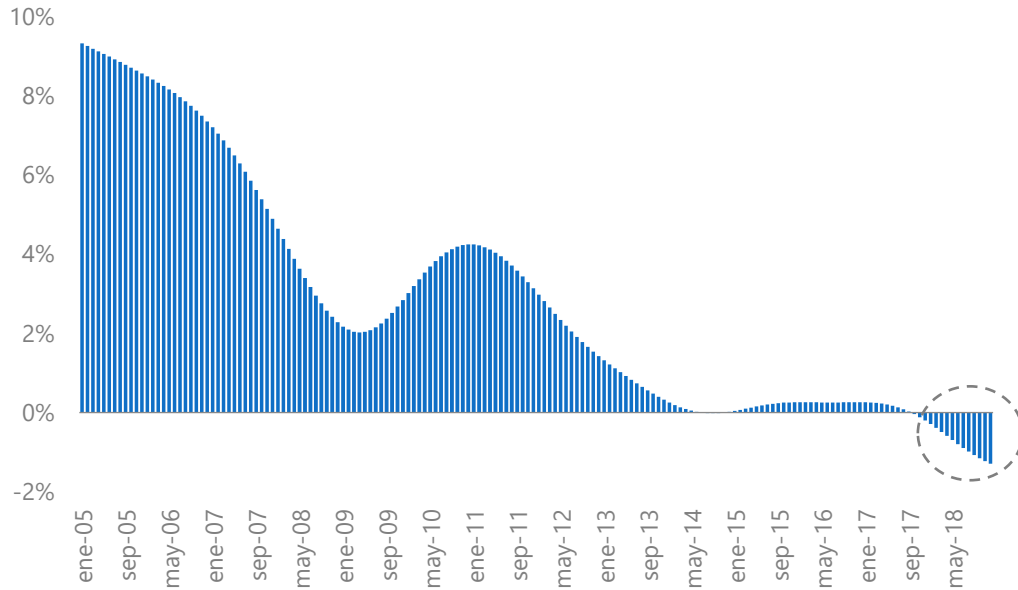
El desempeño de la actividad económica fue empeorando a medida que avanzó el año. En los últimos tres meses de 2018 el PIB cayó -6,2% anual y registró el peor retroceso desde el 2009, cuando la economía era afectada por la crisis de las hipotecas de EE.UU. Como consecuencia, la actividad económica alcanzó en el último trimestre de 2018 su nivel más bajo desde 2012 en la serie sin estacionalidad.

**De mantenerse en ese nivel durante 2019, la actividad económica caería -2,4% promedio anual.** En efecto, la economía se perfila a registrar la tercera caída en cuatro años de gobierno, lo cual la convertiría en la primera seguidilla con dos bajas consecutivas del PIB desde 2002.

**El impacto de la recesión ya está afectando la tendencia del PIB, que comenzó a caer de forma interanual, algo que nunca había sucedido en la serie iniciada en 2004.**

## La recesión ya impacta en el largo plazo (I)

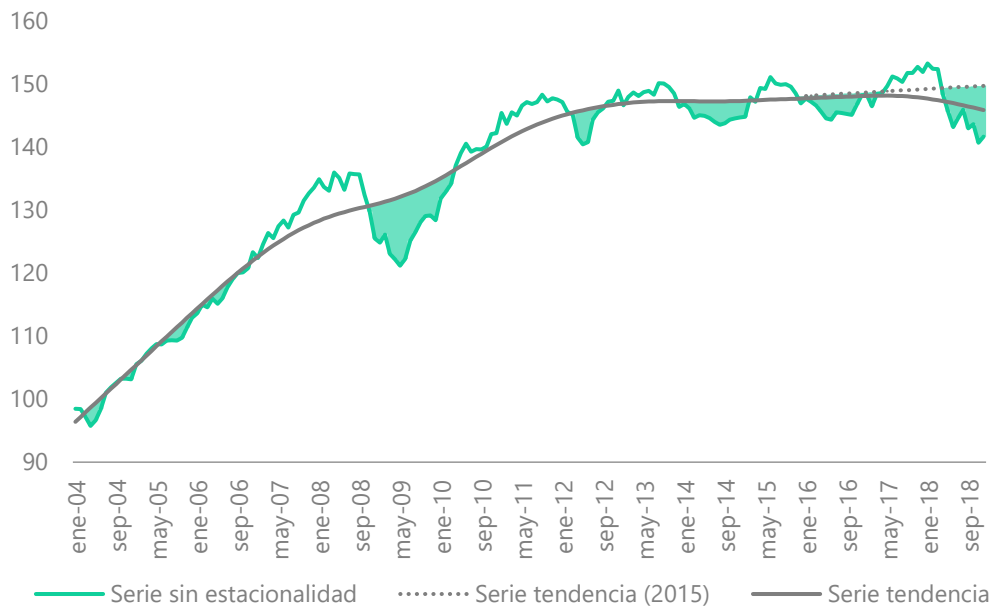
Filtro HP, variación % anual



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

## La recesión ya impacta en el largo plazo (II)

Filtro HP y serie del PIB sin estacionalidad



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

**A su vez, si se compara el nivel actual del PIB con la tendencia registrada a partir del 2015, se observa una brecha de producto de 5,4%, la mayor desde la crisis de 2009.**

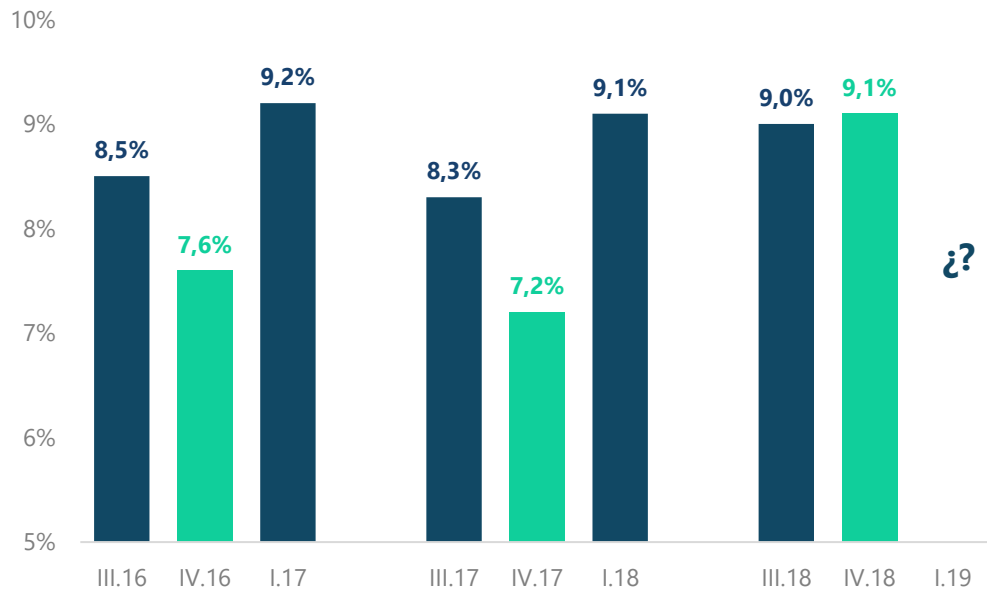
De este modo, la pésima evolución de la economía en los últimos meses, todavía golpeada por la crisis cambiaria del año pasado, comienza a impactar de lleno en el crecimiento de mediano-largo plazo, incrementándose la pérdida de "producto potencial".

## El mercado de trabajo acusa recibo

**Los datos oficiales de empleo e ingresos para el cuarto trimestre pusieron de relieve la magnitud de la crisis.** Con una tasa de actividad estable, se registró una caída anual estadísticamente significativa en la tasa de empleo (0,8 p.p.) y un alza también significativa en la tasa de desocupación, que aumentó 1,9 p.p.

### El desempleo se acerca a los dos dígitos

En % de la PEA, terceros, cuartos y primeros trimestres 2016-2019



Fuente: EPH- INDEC

Los datos del cuarto trimestre suelen mostrar una baja del desempleo respecto al tercero, por las oportunidades laborales que brinda el fin de año y la época de fiestas. En 2016, la tasa de desempleo del tercer trimestre fue 8,5%. La del cuarto 7,6% y subió a 9,2% en el primer trimestre de 2017. Lo mismo sucedió ese año: 8,3% el tercero, 7,2% el cuarto, 9,1% el primero de 2018. Sin embargo, en el cuarto trimestre de 2018 el desempleo se mantuvo estable respecto al trimestre anterior (9,0% en el tercero, 9,1% en

el cuarto). En este sentido, **es posible que la tasa de desempleo alcance los dos dígitos para el primer trimestre de 2019, en la medida en que siga sin repuntar la actividad económica.**

**Los datos que hacen a la precarización -menor tasa de asalarización y mayor proporción de asalariados no registrados- no tuvieron aumentos tan marcados.** Por un lado, el trabajo no asalarizado sube ligeramente. Dentro de los asalariados, aumenta en un punto porcentual la proporción de asalariados no registrados con respecto al año anterior. **Esto puede estar marcando los límites del rol anti-cíclico del sector informal**, llevando a una situación de mayor gravedad que la atravesada hasta el momento, aunque habrá que seguir con atención los datos de los próximos trimestres para arribar a un diagnóstico definitivo.

Quienes conservan su empleo tampoco están pasando un buen momento. **La pérdida de poder adquisitivo está obligando a los ocupados a trabajar más horas o cambiar de empleo.** En efecto, la tasa de subocupación sube 1,8 p.p. y la tasa de ocupados demandantes de empleo se incrementa en 2,6 p.p<sup>1</sup>. **La tasa de subocupación del 12% es la más alta para la nueva serie.**

**Otro aspecto importante del mercado de trabajo es que los empleos de calidad se pierden y no se recuperan.** El empleo asalarizado registrado en el sector privado computó en enero nueve bajas mensuales consecutivas. El retroceso anual es de -2,4% de los ocupados, magnitud que supera los valores de 2016 (-1,4% en lo más profundo de la crisis) y 2014 (-0,4%). Son 140 mil ocupados menos.

En cuanto a la composición, debe notarse que tanto la industria como el comercio se encuentran destruyendo puestos. Solo muestran resultados positivos el sector primario y algunos servicios personales (salud y educación) que típicamente tienen un comportamiento fuera del ciclo. En enero en particular, crecieron los empleos registrados en la construcción, posiblemente a raíz de un mayor nivel de obra pública (que además es típicamente registrada).

---

<sup>1</sup> La población ocupada demandante de empleo se refiere a todos aquellos ocupados que buscan activamente otra ocupación, mientras que la población subocupada demandante se refiere a aquellos ocupados que trabajan menos de 35 horas semanales que además buscan activamente otra ocupación.

**Los últimos datos muestran que no hay brotes verdes para el empleo de calidad.** La Encuesta de Indicadores Laborales marcó otro retroceso mensual en febrero, con una tasa de incorporaciones que también baja respecto del mes anterior. **La proporción de empresas que están buscando personal es más baja que la observada en la crisis de 2009.**

## Pobreza cero

**La pobreza pasó del 25,7% en el segundo semestre de 2017 a 32% en la segunda mitad de 2018.** Si aplicamos estos porcentajes al total de la población que reside en zonas urbanas, implica **2.650.000 personas que ingresaron en la pobreza.** La indigencia pasó de 4,8% de la población a 6,7%.

**El deterioro del mercado laboral está detrás de estos indicadores.** El salario testigo del sector privado no registrado creció apenas 22% anual en el segundo semestre, contra 45% que subió la canasta básica alimentaria y 47% que subió la canasta básica total. Los datos de subempleo muestran que esta caída en el ingreso no se pudo compensar con más horas trabajadas.

**Una pregunta clave en este sentido es en qué medida las redes de contención que el gobierno nacional ha heredado serán suficientes para paliar esta situación.** Los beneficiarios de la Asignación Universal por Hijo cobraron dos bonos en el segundo semestre de 2018 (\$1.200 en septiembre y \$1.500 en diciembre). Solo en estos meses la Asignación quedó por encima de la Canasta Básica Alimentaria (indigencia) para un niño de 10 años y muy lejos de la Canasta Básica Total (pobreza). Más allá de los aumentos de precios de los últimos meses, en general la Asignación apenas cubre las canastas. Es decir que los hogares necesitan sí o sí incorporar más ingresos.

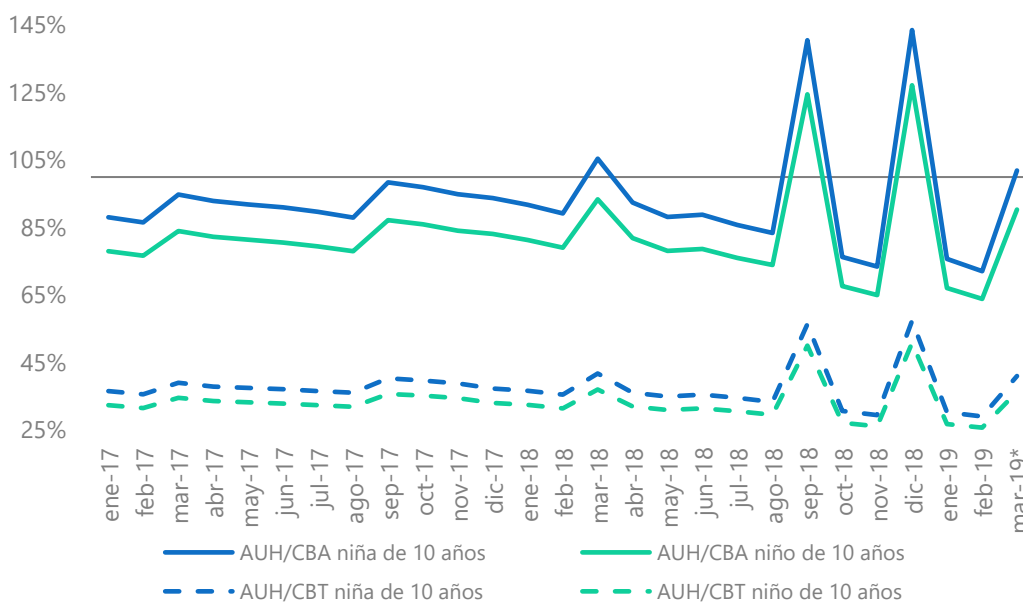
El acuerdo con el FMI permite ampliar el déficit por hasta 37 mil millones de pesos en 2019 (aproximadamente un 0,2% del PIB proyectado en presupuesto) para contener la situación social. En la nueva revisión, este monto se ampliaría a 0,3% del PIB (\$55 mil millones con el PIB proyectado). El gobierno decidió aprovechar este permiso y adelantar todos los aumentos de la movilidad a marzo. **Pero aún con el aumento de 46% de una sola vez en la Asignación Universal, es posible que la misma no**



**Illégue a cubrir la Canasta Básica Alimentaria para un niño/a de 10 de años en marzo de este año.** Además, como en principio no habrá más aumentos, iría perdiendo más poder adquisitivo con el correr de los meses. Con esta medida, el gobierno asumió un costo fiscal de 15 mil millones, menos de la mitad de lo originalmente autorizado, con lo cual es posible que todavía resten conocer algunas medidas.

### ¿Alcanza con los programas sociales?

Cobertura de la Asignación Universal por Hijo sobre la Canasta Básica Alimentaria (línea de indigencia) y la Canasta Básica Total (línea de pobreza) para un niño y una niña de 10 años



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a INDEC, ANSES y proyección propia de CBA y CBT \*marzo 2019 (3%).

**Cambiamos apuesta a que la pobreza baje al menos respecto al último semestre** -lo que implicaría también una pobreza menor al primer dato informado para el segundo trimestre de 2016, más allá de que no sea comparable. Los datos del primer trimestre de 2019 se conocerán a fin de septiembre, previo a la elección general. **Sin una mejora en el mercado de trabajo es posible que aun con esta medida, la indigencia y la pobreza sigan subiendo.**

Los datos en materia de pobreza e indigencia para el cierre de gestión de estos cuatro años se conocerán recién en marzo de 2020, más de tres meses después de finalizado el mandato. En ese momento se podrá saber a

ciencia cierta **qué tan lejos del objetivo de “pobreza cero” estuvo el gobierno de Cambiemos.**

## Política monetaria: ingresando en la *Dimensión Desconocida*

**Desde octubre del año pasado, la política del BCRA sigue un esquema de control monetario con tipo de cambio flotante e intervenciones acotadas** -definidas por la “Zona de No Intervención” (ZNI)-, que tiene como objetivo declarado “reducir la inflación y recuperar la estabilidad y previsibilidad de precios”<sup>2</sup>.

Sin embargo, desde octubre de 2018 la Base Monetaria (BM) creció un 4,9% en el acumulado a marzo, en tanto que el agregado monetario M2 lo hizo en un 6,5%. En igual período, el incremento de precios habría sido del 17,5%, **poniendo en cuestionamiento la efectividad del régimen monetario**<sup>3</sup>.

En este contexto, el 14 de marzo, **el Comité de Política Monetaria decidió reforzar el sesgo contractivo de política monetaria**, fijando un crecimiento de 0% en la BM de aquí a diciembre. Además, redujo la actualización mensual de las bandas de la ZNI de 2% a 1,75%, buscando dar una señal respecto de la trayectoria esperada para el tipo de cambio.

Más allá de la retórica oficial respecto de la gestión monetaria/cambiaría, el esquema en curso parece tener como objetivo central la estabilización del tipo de cambio real para lo que queda de 2019, sin comprometer en tal fin el stock de reservas del BCRA (de allí la amplitud implícita en la ZNI).

**Uno de los problemas (o límites) de este esquema, es que recuesta en gran medida la tarea de estabilización cambiaria en la tasa de interés de política monetaria** -TPM-. Entre mediados de febrero y el cierre de

---

<sup>2</sup> <https://goo.gl/B5JjQb>.

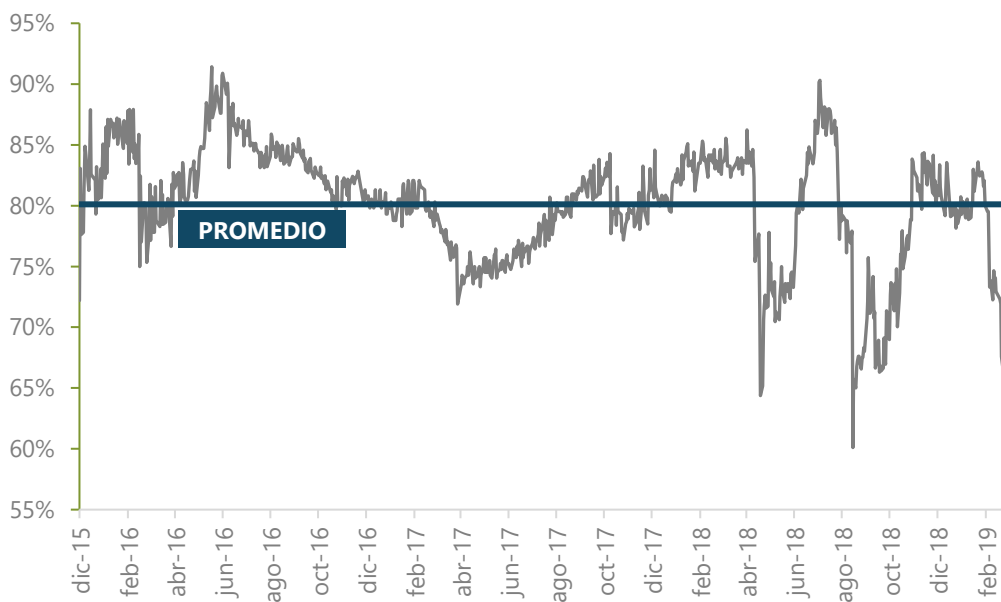
<sup>3</sup> Los defensores del esquema siempre intentarán aducir que la falta de efectividad del control monetario se explica por los rezagos que involucra la gestión monetaria, es decir, el período de tiempo que debe transcurrir entre que se toma una medida y el momento en el cual la misma comienza a surtir efecto. El ex presidente del BCRA, Federico Sturzenegger decía que este rezago era de 6 meses, de forma, si este razonamiento fuese correcto, en los próximos meses debería producirse una abrupta caída en los precios.

marzo, en un escenario menos benigno para las monedas emergentes, el dólar acumula un incremento del orden del 13%, en tanto que la TPM experimentó un alza de más de 2.400 puntos básicos, lo cual pone en duda la potencia de esta herramienta. La mayor volatilidad cambiaria se filtró a los precios de los activos financieros domésticos, en un contexto en el cual **el riesgo argentino comenzó a volver a los niveles máximos de fines del año pasado.**

**Un aspecto clave en este sentido es en qué medida se trasladan las decisiones de TPM al resto de las tasas de interés relevantes para el sector privado no financiero.** Por ejemplo, aun cuando la relación Badlar-LELIQ muestra un promedio de 80%<sup>4</sup> es claro que la varianza de este ratio no es estable, lo que arroja dudas en torno a los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

## Arena en los engranajes

Badlar / Tasa de Política Monetaria



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

**Es evidente que las autoridades han tomado nota de estas dificultades,** ya que el día 28 de marzo, a través de la Comunicación "A" 6661, el BCRA flexibilizó los límites establecidos para la tenencia de LELIQ con el objeto de mejorar la transmisión de la TPM a las tasas de interés pasivas de los bancos.

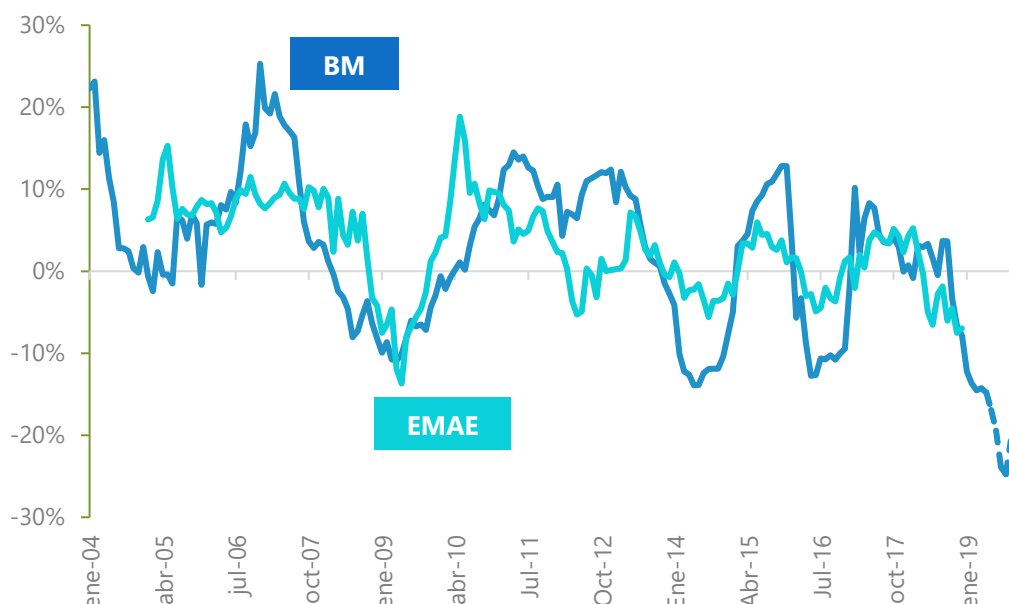
<sup>4</sup> Que se explica a su vez por decisiones de política sobre los encajes que define el BCRA

Así, el esquema de política monetaria acordado con el FMI suma complicaciones en su instrumental, en un marco en el cual este programa ya ha comenzado a mostrar tensiones en sus propios fundamentos, tal como discutimos [acá](#).

**La gestión monetaria entrará en los próximos meses en una zona inexplorada, al menos desde la salida de la convertibilidad.** En efecto, dadas las expectativas de inflación publicadas por el Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM), la meta de crecimiento 0% en la BM implica una contracción real inédita para la serie que comienza en 2003.

### ¿Juntos a la par?

Variación % real de la Base Monetaria y el EMAE



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC

**En definitiva, el programa de control monetario ingresa en meses de serios desafíos.** Por un lado, la tendencia a la inestabilidad del mercado de cambios debería agudizarse en el marco de un proceso electoral incierto que, como se muestra en la próxima sección, puede tener múltiples focos de conflicto.

Por el otro, la contracción de la BM alcanzaría una marcada profundidad. Algunas medidas puntuales -vgr. modificaciones en los encajes- podrían moderar el impacto real de la contracción monetaria, aunque también **pondría en cuestionamiento la credibilidad del BCRA para cumplir los propios objetivos que se ha fijado.**

## El foco puesto en las LECAP

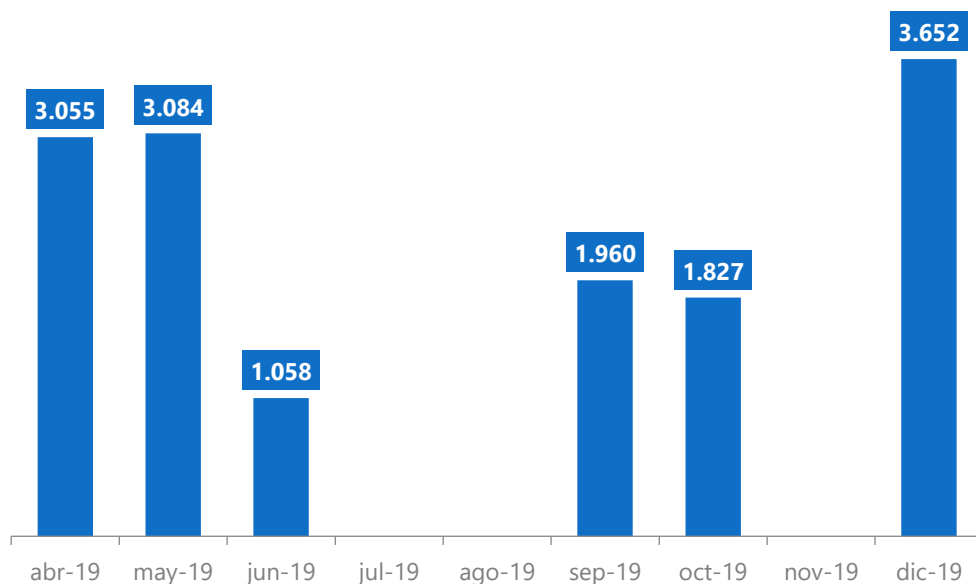
En un marco de tensiones crecientes en el terreno cambiario, el gobierno espera que los dólares de la cosecha, junto con las ventas que realizará Hacienda de los dólares del FMI a partir de abril, **ayuden a incrementar la oferta de divisas y contribuyan a estabilizar el sector externo en el escenario pre-electoral.**

En ese marco, **las fuentes potenciales de demanda de dólares suelen ocupar una parte importante del debate público.** Las discusiones respecto de una potencial “bola de nieve” en el creciente stock de LELIQs es un claro ejemplo de esta realidad, que hemos tratado por ejemplo [acá](#).

Un rol mucho más marginal ocupa la discusión en torno a las **Letras Capitalizables (LECAPs)** que emite el Ministerio de Hacienda, acompañando a la política de rescate de LEBAC del año pasado. Estos instrumentos son deuda en pesos de corto plazo -hasta 1 año usualmente- que capitalizan intereses de forma mensual y se amortizan íntegramente al vencimiento.

### Perfil de vencimientos de LECAPs en 2019

En millones de dólares



Fuente: elaboración propia en base al Ministerio de Hacienda

Como es natural, **en cada vencimiento de este instrumento los inversores tomarán la decisión de sostener su colocación en moneda local o bien no renovarlo e invertir en otro activo (vgr. activos en dólares),** en base a la ecuación tasas de interés – devaluación esperada. En

la última licitación de marzo, para tener una referencia, las LECAP a tres meses de plazo se colocaron con una TNA levemente inferior a 50%.

**Para lo que queda de este año, existen vencimientos de LECAPs por unos USD 14,5 mil millones**, con fuertes amortizaciones en abril, mayo y diciembre. Cada uno de estos eventos impondrá un desafío a la política financiera del Tesoro, ya que si la incertidumbre y el riesgo crecen deberá convalidar tasas de interés crecientes de forma tal de evitar mayores tensiones cambiarias.

Claramente, **esta estrategia puede activar la conformación de una nueva “bola de nieve”**, ya que tasas de interés más elevadas implican mayores erogaciones futuras para cancelar estos pasivos o, lo que es lo mismo, un crecimiento más rápido del stock de activos en pesos. Teniendo en cuenta que es altamente probable un escenario de mayor estrés, el gobierno deberá ser cuidadoso a la hora de gestionar este foco alternativo de inestabilidad cambiaria.