

Informe de coyuntura N° 29

Mariano Barrera, Mariana L. González y Pablo Manzanelli

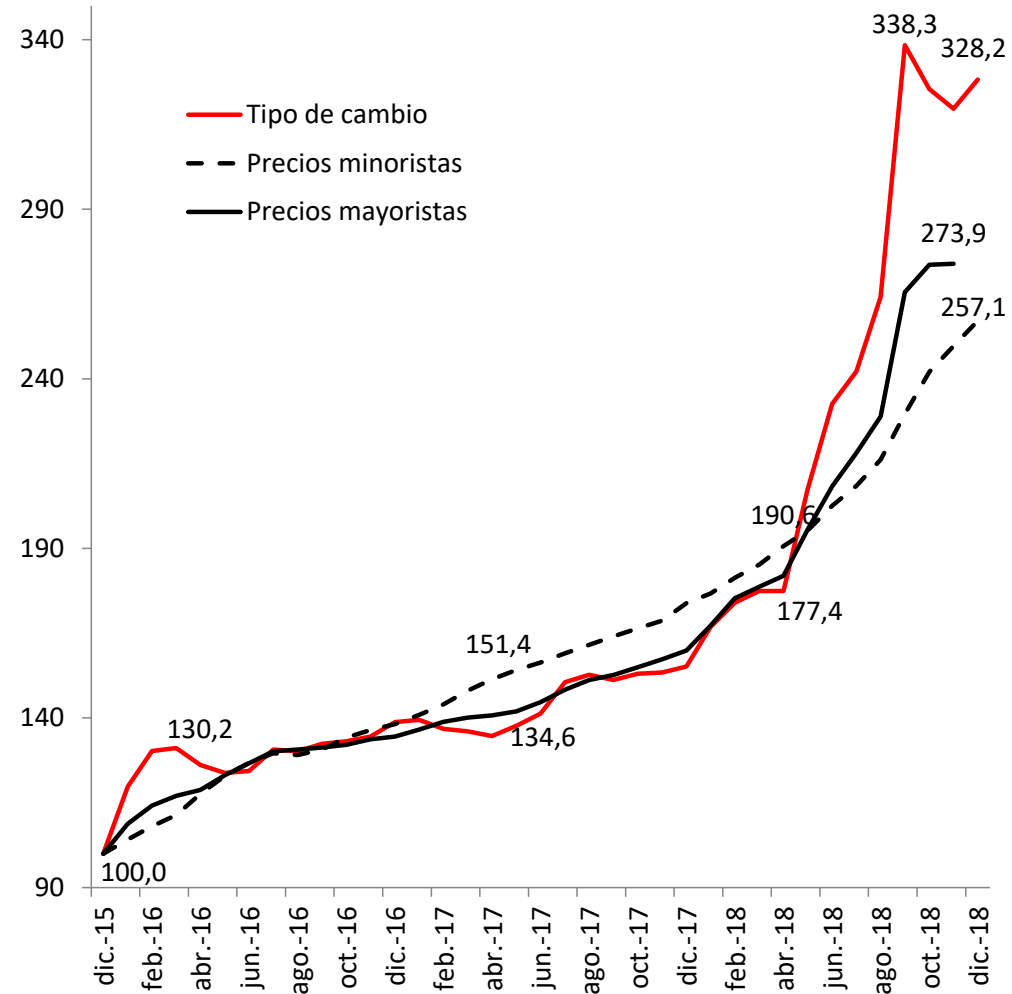
Diciembre 2018

- ✓ Cierra el peor año del gobierno de Macri que tuvo como elementos sobresalientes el estallido de la burbuja financiera de las Lebac -con la consiguiente megadevaluación de la moneda- y los salvatajes financieros del FMI, que trajeron aparejada la profundización del ajuste fiscal y la adopción del enfoque monetario ortodoxo de congelamiento de la base monetaria y suba de la tasa de interés. El auxilio del FMI alcanza para cubrir parte de los abultados vencimientos de deuda que acumuló el gobierno en apenas tres años de gestión. Pero enfrenta al menos dos problemas sustantivos.
- ✓ El primero, y por cierto más importante, tiene que ver con la significativa contracción económica que se produjo desde el inicio de la corrida cambiaria. Esta recesión, aunque bastante homogénea desde el punto de vista sectorial, tuvo su epicentro en la industria, el sector agropecuario (en este caso por el efecto de la sequía) y el comercio. La excepción más relevante fue el sector de intermediación financiera que mostró altas tasas de expansión.
- ✓ Desde el punto de vista de la demanda agregada el sobreajuste del consumo privado y el gasto público, así como el derrumbe de la inversión, son los principales factores explicativos de la contracción del nivel de actividad.
- ✓ Estos procesos no están dissociados, claro está, de la aceleración inflacionaria que se advirtió tras la devaluación. Ello conllevó una significativa caída del salario real, que en octubre alcanzó el 10,6% para los trabajadores registrados del sector privado. Por su parte, la crisis económica se hace sentir con el aumento del desempleo y subempleo, que en el 3° trimestre alcanzaron el 9,0% y 11,8%, respectivamente, tanto por el aumento de las personas que buscan trabajo en un contexto de depresión de los ingresos familiares como por la destrucción neta de empleo registrado que alcanzó a 123.200 trabajadores en los primeros nueve meses del año.
- ✓ La segunda cuestión guarda relación con la política de desarme de las Lebac, instrumento principal de la valorización financiera en la primera etapa del gobierno de Cambiemos. Toda vez que buena parte de ese stock fue reemplazado por las Leliq y las Letras emitidas por el Tesoro Nacional en 2018, cuyo stock sumado ascendió a \$ 902.000 millones en noviembre, no muy lejos del pico de las Lebac. Si bien disminuyó la cartera en manos de agentes privados y se incrementó la que pertenece a entidades financieras que son las únicas que pueden acceder a las Leliq, las altas tasas de interés de estos activos, que se apalancan en los depósitos a plazo fijo, evidencian la sostenibilidad de corto plazo de esta política y la ampliación de sus riesgos.

Devaluación e inflación

- ✓ La corrida cambiaria que se desató como consecuencia de la implosión de la valorización financiera montada sobre las Lebac provocó una devaluación de alrededor del 100%. Tomando desde el inicio del gobierno de Cambiemos, el precio del dólar subió 228%.
- ✓ El traslado a precios de la corrida de 2018 fue significativo ya que la tasa interanual de inflación de diciembre rondaría el 48%, la más alta desde la última hiperinflación en 1991.
- ✓ Sin embargo, la recesión económica impidió que los precios crecieran al ritmo del tipo de cambio (como sucedió durante 2016). Así, mientras que entre diciembre de 2017 y noviembre de 2018 el tipo de cambio aumentó 106%, los precios mayoristas crecieron 71,4% y los minoristas 43,6%.
- ✓ La caída del consumo producto a la crisis económica le puso un freno al aumento de precios minoristas y, en menor medida, mayoristas. Esto evidencia una modificación de la estructura de precios relativos en el corto plazo en detrimento del comercio minorista.

Evolución del tipo de cambio nominal, del IPC provincias de CIFRA y del Índice de Precios Internos al por Mayor, dic. 2015-dic. 2018 (número índice dic.2015=100)

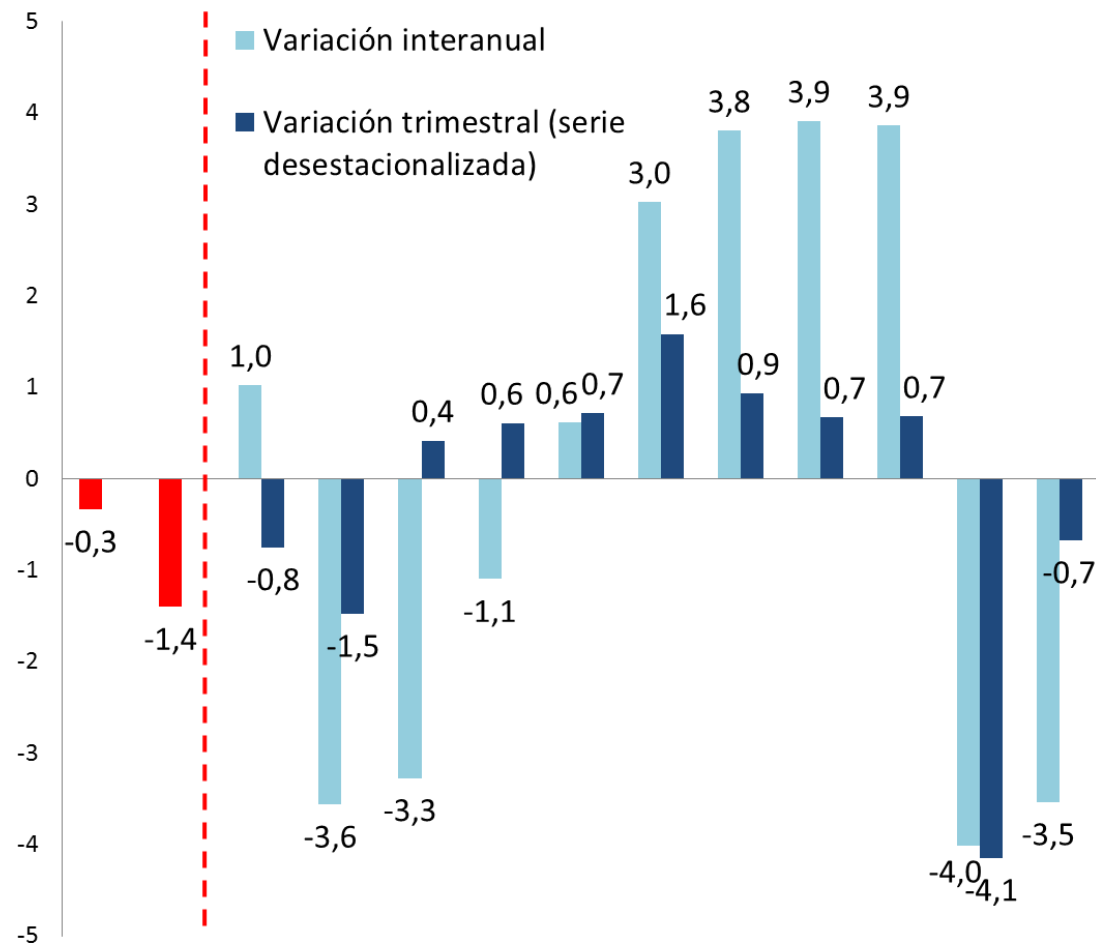


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, INDEC y CIFRA en base a Direcciones Provinciales de Estadística.

Recesión económica

- ✓ La economía ingresó en una fase recesiva como consecuencia de la devaluación y la implementación de un significativo ajuste fiscal y monetario.
- ✓ Después de un 1° trimestre expansivo, 2° y 3° trimestres anotaron caídas interanuales del 4,0% y 3,5%, respectivamente. Así en el acumulado de los primeros 9 meses del año la contracción del PIB alcanzó el 1,4% interanual.
- ✓ La serie desestacionalizada muestra una atenuación de la tendencia negativa respecto al trimestre anterior. La atenuación del ciclo está explicada por el efecto recesivo que tendió a reducir las importaciones y por una menor caída relativa de las exportaciones (el efecto de la sequía había afectado especialmente el resultado del 2° trimestre del año).
- ✓ En los primeros tres años del gobierno de Cambiemos el PIB no solo no creció sino que cayó el 0,3% anual acumulativo.
- ✓ Es, además, altamente probable que la recesión se extienda en los siguientes trimestres.

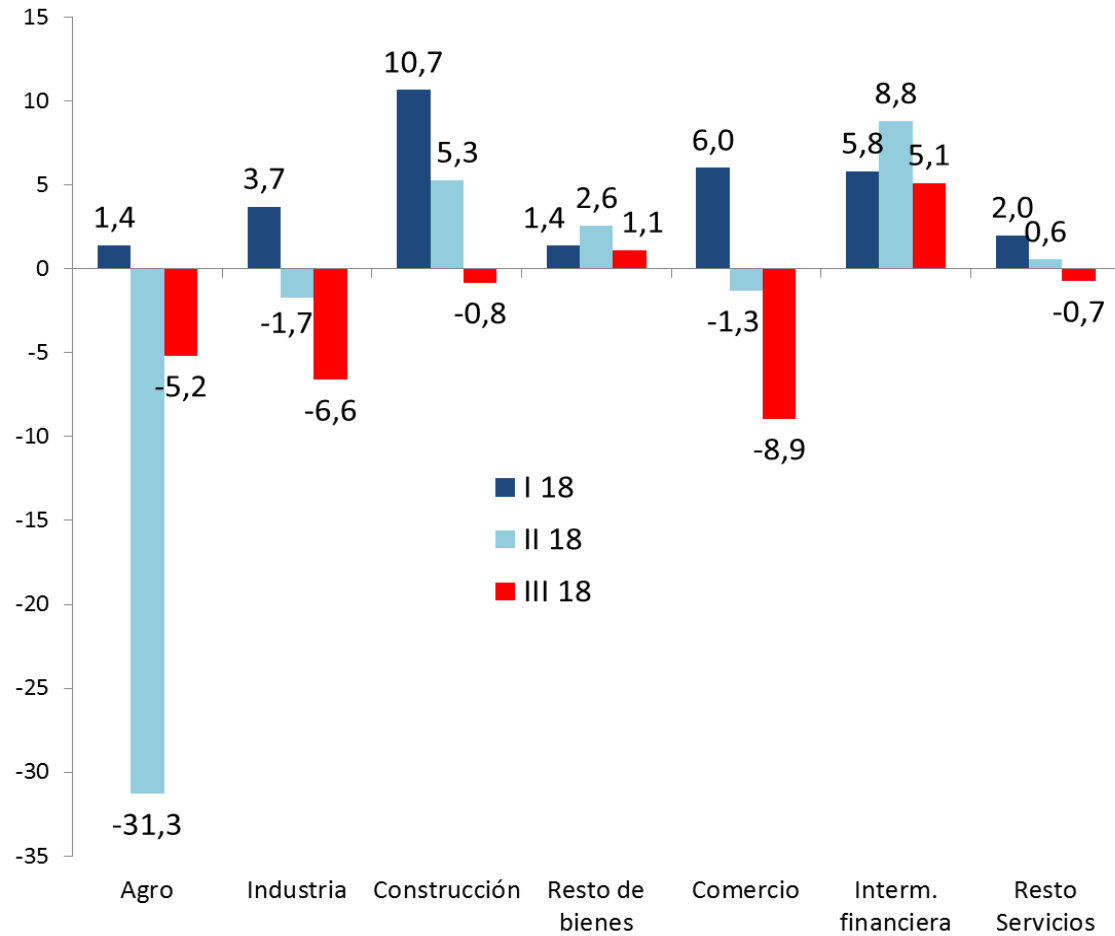
Variación anual y trimestral del PIB (en %), 2016-2018



*La comparación con 2015 y 2017 se realiza respecto al promedio de los primeros tres trimestres de cada año.
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

- ✓ La fase recesiva de los trimestres 2° y 3° se vincula, en lo esencial, a la sequía del agro, la fuerte contracción que experimentó la industria y la caída del comercio minorista y mayorista.
- ✓ En el 3° trimestre se advierte una moderación de la caída del sector agropecuario (del 31,3% al 5,2% interanual) y una mayor reducción de la actividad fabril y comercial, cuyos niveles cayeron 6,6% y 8,9%, respectivamente.
- ✓ También comenzó a reducirse la actividad en la construcción, que en el 2° trimestre registraba aún tasas de crecimiento.
- ✓ Atento al régimen económico que instauró Cambiemos, el único sector de actividad que mantiene tasas de crecimiento elevadas es la intermediación financiera, que se mantuvieron por encima del 5% en todos los trimestres de 2018.

Variación interanual del Valor Agregado por sector de actividad (en %), 2018

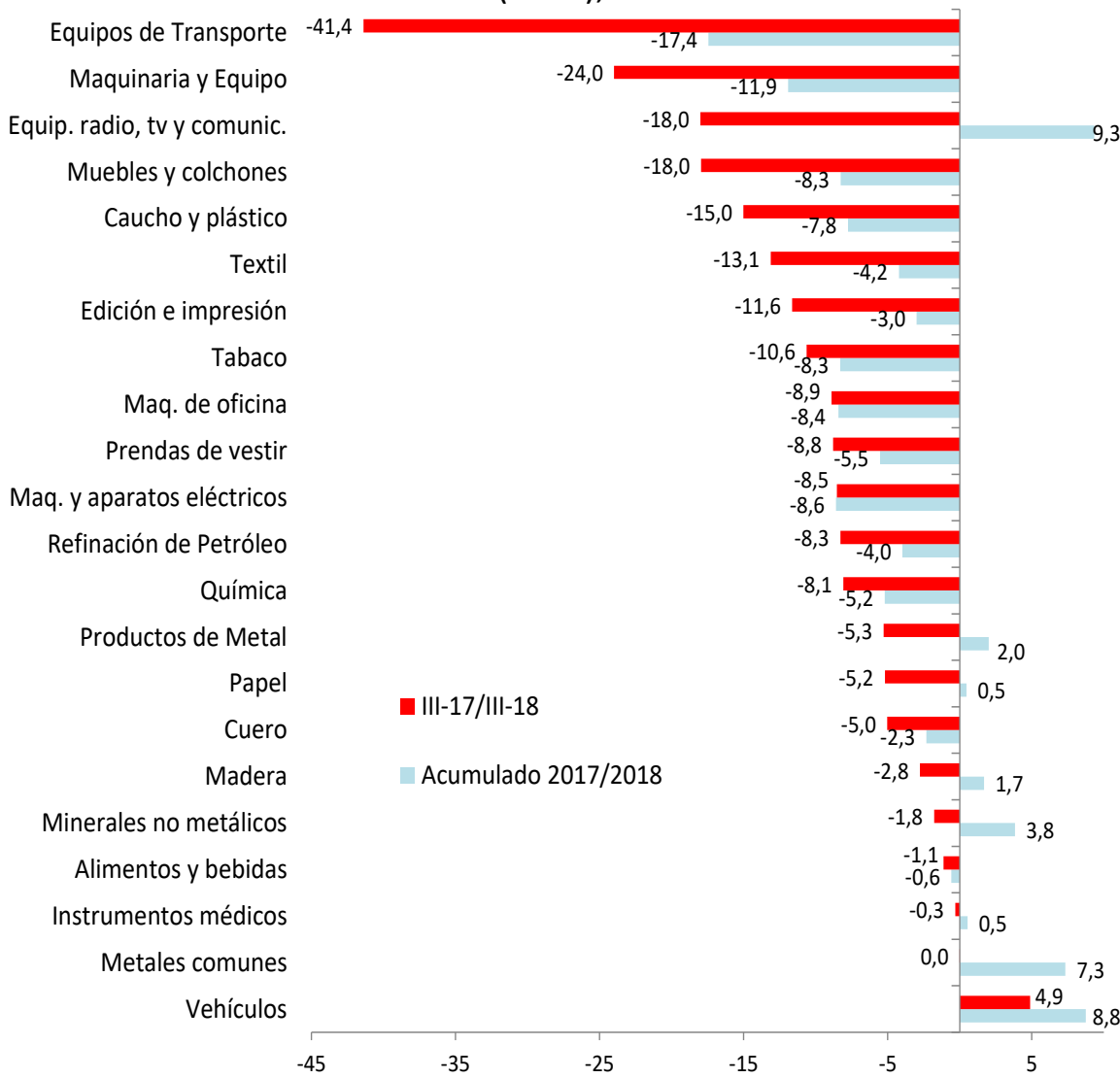


*Resto de bienes incluye Pesca, Explotación de Minas y Canteras, y Electricidad, gas y agua, y Resto de servicios incluye todos los rubros salvo Comercio e Intermediación Financiera
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Contracción industrial generalizada

- ✓ Si bien con distintos niveles, la contracción del entramado fabril abarcó a casi todas las ramas manufactureras en el 3° trimestre de 2018. La única excepción fue la industria automotriz cuyo valor agregado creció al 4,9% interanual (8,8% en el acumulado de 2018), aunque las estadísticas de ADEFA indican que la producción empezó a contraerse a partir de septiembre.
- ✓ Las mayores reducciones del nivel de actividad corrieron por cuenta de equipos de transporte (-41,1%), maquinaria y equipo (-24%), equipos de radio, televisión y comunicaciones y muebles y colchones (ambos con caída del 18% interanual), caucho y plástico, la industria textil y edición e impresión.
- ✓ Con caídas en torno al 8-10% se ubican tabaco, maquinaria de oficina, prendas de vestir, maquinaria y aparatos eléctricos, refinación de petróleo y la industria química. Se trata de actividades que ya venían con retrocesos importantes; de allí que la tasa promedio anual de los primeros tres trimestres registre caídas similares.

Variación interanual del valor agregado industrial por sector de actividad (en %), 2018

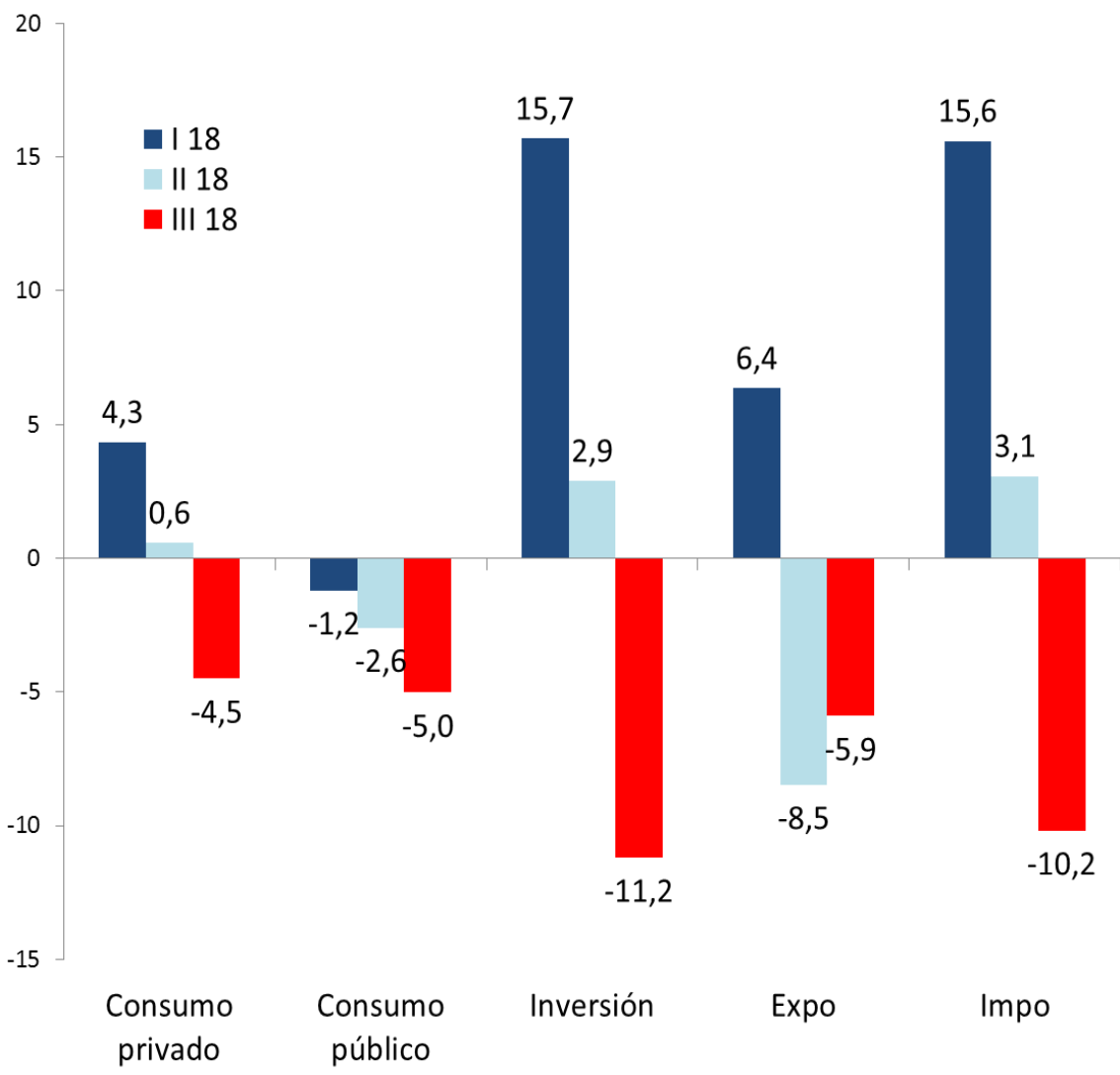


*La comparación del año 2018 es respecto al promedio de los primeros tres trimestres de 2017.

Ajuste del consumo y la inversión

- ✓ Desde el punto de vista de los componentes de la demanda, la sensible contracción del PIB en el 3° trimestre está fundamentada en el sobreajuste del consumo, por un lado, y en un notable descenso de la inversión, por el otro.
- ✓ La aceleración inflacionaria tras la devaluación de 2018 conllevó una caída del consumo privado del 4,5% interanual, en tanto que el ajuste del gasto público alcanzó el 5% en el mismo período. Por su parte, la inversión se desplomó al 11,2% interanual, cuando había exhibido tasas de crecimiento en los trimestres previos.
- ✓ Los dos factores que influyeron en una moderación de la recesión en el 3° trimestre fueron las exportaciones, que disminuyeron a una tasa inferior a la del 2° trimestre, y las importaciones, que por primera vez en el año anotaron una reducción que alcanzó al 10,2% anual.
- ✓ Al tratarse de un componente que le resta al crecimiento, su mayor caída moderó el efecto contractivo de la economía.

Variación interanual de los componentes de la demanda y oferta agregada (en %), 2015-2018

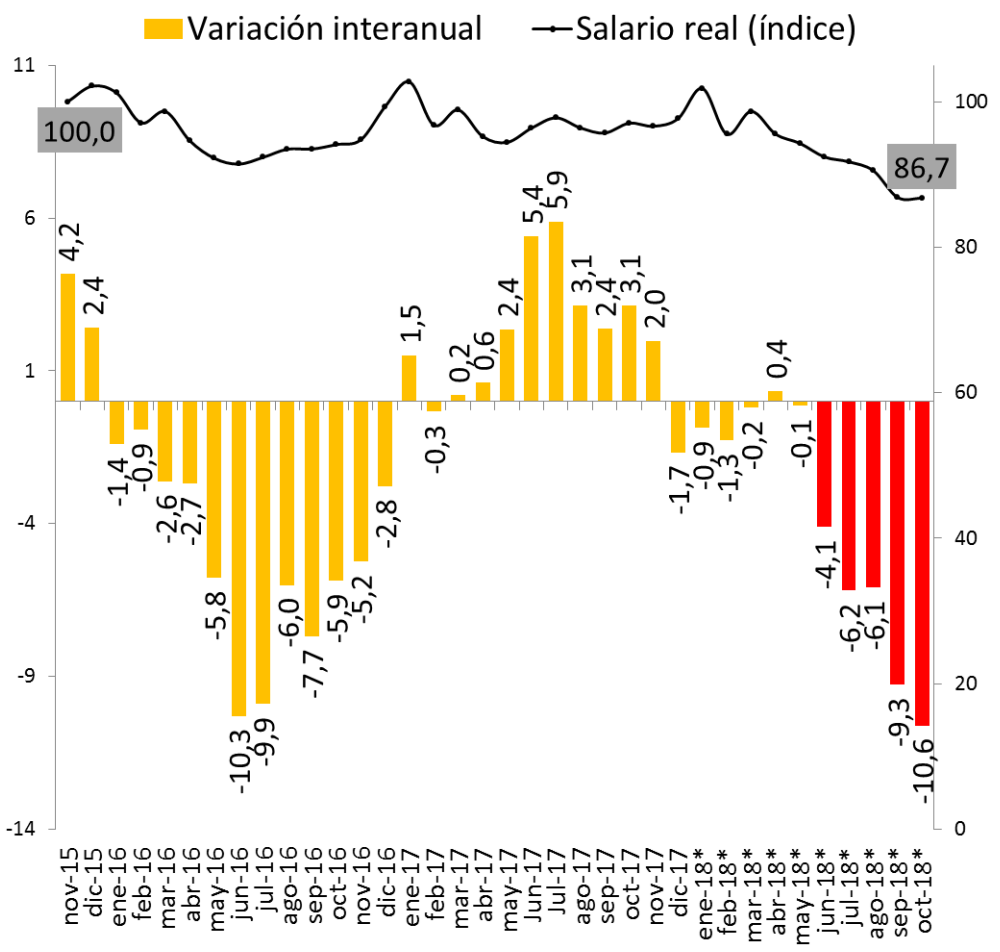


Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Fuerte caída en el salario real

- ✓ La caída del consumo obedeció, en buena medida, a la contracción del salario real. En el marco de la elevada inflación, el poder adquisitivo viene sufriendo fuertes caídas que se volvieron dramáticas en los últimos meses.
- ✓ El salario real promedio registrado del sector privado tuvo en octubre una caída interanual del 10,6%. Este descenso implica que el nivel salarial es 13,3% inferior al vigente antes del inicio del gobierno de Cambiemos.
- ✓ En este escenario, en el mes de noviembre, se estableció mediante el Decreto 1023 una asignación no remunerativa de \$ 5.000 para los asalariados del sector privado.
- ✓ Esta suma está muy lejos de cubrir la pérdida de poder adquisitivo que sufren los salarios. Para una remuneración equivalente al salario mínimo, vital y móvil, el bono cubriría algo más de la mitad de lo perdido en 2018, y la proporción se reduce significativamente para salarios superiores. Para el salario promedio, alcanza sólo al 17,4% (ver [Informe sobre situación del mercado de trabajo N° 5](#)).
- ✓ El decreto habilita además una suma de mecanismos a través de los cuales puede eludirse el pago de este “bono” y disfrazarse detrás de aumentos ya otorgados.

Evolución de la remuneración promedio real del sector privado (índice Nov/15=100) y variación interanual (en %), Nov-15/Oct-18

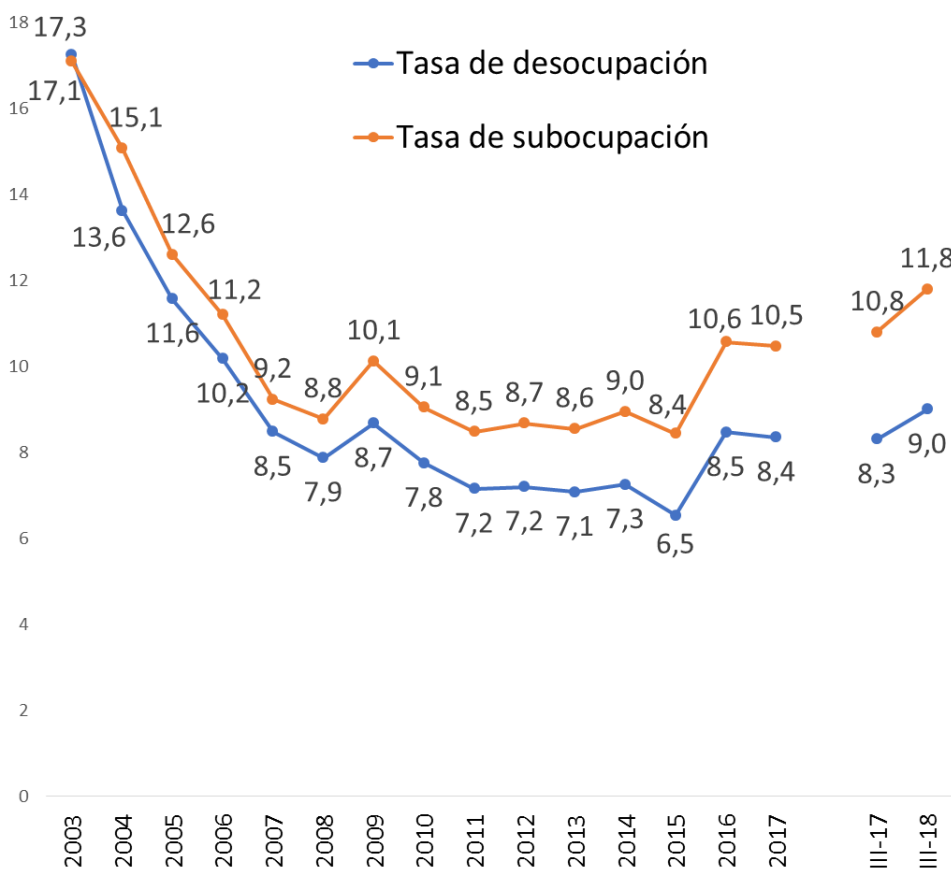


* Datos provisorios / Oct-18 se estimó en función de la variación del RIPTTE.
 Nota: Para la construcción del número índice se estimó la remuneración sin SAC.
 Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo e IPC provincias-CIFRA.

Aumento del desempleo y subempleo

- ✓ Otra variable que jugó un papel en la caída del consumo privado es la ocupacional. En el 3° trimestre del año se verificó un aumento interanual significativo en la tasa de desocupación, que se ubicó en el 9,0% mientras que había sido 8,3% en el mismo trimestre de 2017.
- ✓ A nivel país se pueden proyectar casi 1,9 millones de desocupados, 180.000 más que hace un año.
- ✓ La mayor desocupación obedeció a un aumento de la tasa de actividad (entre las mujeres), ante una tasa de empleo estancada (y en caída para los varones).
- ✓ Varios aglomerados tuvieron tasas de desocupación superiores a este 9% promedio. Se destacan el Gran Buenos Aires (10,5%), Santa Rosa (13,2%), Mar del Plata (11,8%), Gran La Plata (10,3%), San Nicolás-Villa Constitución (10,9%).
- ✓ La tasa de subocupación -que refleja la proporción de personas que trabajan menos de 35 horas semanales por causas involuntarias y están dispuestas a trabajar más horas- también tuvo un fuerte aumento, ya que pasó de 10,8% a 11,8% en el mismo período. No se observaban valores tan altos desde 2005.
- ✓ Sumando a los desocupados y subocupados se llega a 4,3 millones de personas con serias dificultades de empleo, más del 20% de la PEA.

Tasas de desocupación y de subocupación (en % de la PEA), 2003-III trimestre 2018*



*Dada la falta de estadísticas publicadas para el último trimestre de 2015 y el primero de 2016, los promedios anuales no incluyen dichos trimestres.
Fuente: Elaboración propia en base a EPH-INDEC.

- ✓ En los primeros 9 meses del año, el empleo registrado mostró una importante caída, que alcanzó los 123.200 trabajadores (-1,0%). La disminución fue especialmente fuerte entre los independientes que tributan en el monotributo social y en los asalariados.
- ✓ Las mayores caídas en los asalariados del sector privado ocurrieron en la industria (-38.900), la construcción (-11.900), el comercio (-10.400) y el transporte (-6.200).
- ✓ La industria es un sector que perdió constantemente puestos de trabajo desde que asumió Cambiemos y esta caída se aceleró en el marco de la recesión económica. El número de trabajadores industriales registrados, con una caída del 8,1%, ya es 101.500 menor que en noviembre de 2015.
- ✓ Por otra parte, las caídas en la construcción, el comercio y el transporte se vinculan directamente con la recesión económica.

Variación de la cantidad de trabajadores registrados entre diciembre de 2017 y septiembre de 2018 según modalidad (sin estacionalidad), (en %)

Modalidad ocupacional	Variación dic. 2017 a sept. 2018	
	En cantidad	En %
Asalariados sector privado	-57.900	-0,9%
Asalariados sector público	-8.200	-0,3%
Asalariados de casas particulares	16.200	3,4%
Independientes autónomos	-5.900	-1,5%
Independientes monotributo	6.000	0,4%
Independientes monotributo social	-73.500	-17,5%
Total	-123.200	-1,0%

- ✓ Si bien el ajuste fiscal no es una novedad en el programa económico de Cambiemos, se profundizó significativamente en 2018, contribuyendo a la caída del PIB.
- ✓ En sus dos primeros años el gobierno agudizó el déficit fiscal, incluso a pesar de realizar un fuerte ajuste en el gasto público, como resultado de la aplicación de rebajas impositivas y del aumento del pago de intereses (ver [Informe de Coyuntura N° 27](#)).
- ✓ Desde inicios 2018 se puso en marcha un programa considerablemente más severo de ajuste fiscal, que se vio reforzado tras el acuerdo con el FMI.
- ✓ La reducción de los gastos primarios en 2018 en términos reales, más que triplica el ritmo de caída respecto a los años anteriores.
- ✓ Los menores gastos primarios se debieron a una reducción de 5,8% en gastos corrientes y de 27,9% en gastos de capital. Los sucesivos recortes en la inversión pública han sido especialmente fuertes y sostenidos.
- ✓ Como resultado de este recorte y de un mantenimiento de los ingresos en términos reales, al primer semestre pudo reducirse tanto el déficit primario como el déficit financiero (pese al incremento real de los intereses del 28,4%).

Variaciones en los Ingresos y Gastos reales del Sector Público Nacional No Financiero (base caja), 2015 a noviembre 2018 (en %)

	2015-16	2016-17	11 meses 2017-18
INGRESOS TOTALES	-3,8	-1,5	-1,8
Ingresos tributarios	-3,3	-3,4	-5,7
Otros ingresos	-10,6	30,1	49,3
GASTOS PRIMARIOS	-1,8	-2,2	-7,8
Gastos corrientes primarios	0,5	-1,6	-5,8
Gastos de capital	-19,6	-8,3	-27,9
RESULTADO PRIMARIO	8,7	-5,5	-46,1
INTERESES NETOS	17,9	37,6	28,4
RESULTADO FINANCIERO	11,1	6,4	-15,9

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda, INDEC e IPC Provincias (CIFRA).

Nota: la información entre 2015 y 2017 se deflactó utilizando el Índice de Precios Implícitos del PIB. Para los datos de enero-noviembre 2017 y 2018 se utilizó el IPC provincias-CIFRA ante la carencia de información sobre el IPI.

- ✓ En un marco general de recorte del gasto público, la mayor caída se observa en los gastos de capital, es decir, la obra pública nacional. De acuerdo con la ley de Presupuesto en estos gastos se concentrará también una parte significativa del ajuste en 2019, y ya ha sido reconocido que no podrán ser compensados por proyectos de participación público-privada.
- ✓ Entre los gastos corrientes, la mayor reducción tuvo lugar en las transferencias a las provincias (-17,0%) y los salarios (-10,6%), rubros sobre los cuales también se pretende continuar el ajuste en 2019. La reducción de la masa salarial se produjo por una importante caída en el salario real de los empleados públicos así como por un achicamiento de la planta estatal.
- ✓ También el gasto en jubilaciones y pensiones y asignaciones familiares se vio reducido, con la contracara de la pérdida de poder de compra de los beneficiarios.
- ✓ Paradójicamente, los subsidios económicos tuvieron un incremento real a pesar de los fuertes aumentos tarifarios, dado el impacto que tuvo la devaluación sobre los costos de la energía.

Gastos del Sector Público Nacional No Financiero
(base caja), acumulado Ene-18/Nov-18
(en millones de \$ y % de variación real interanual)

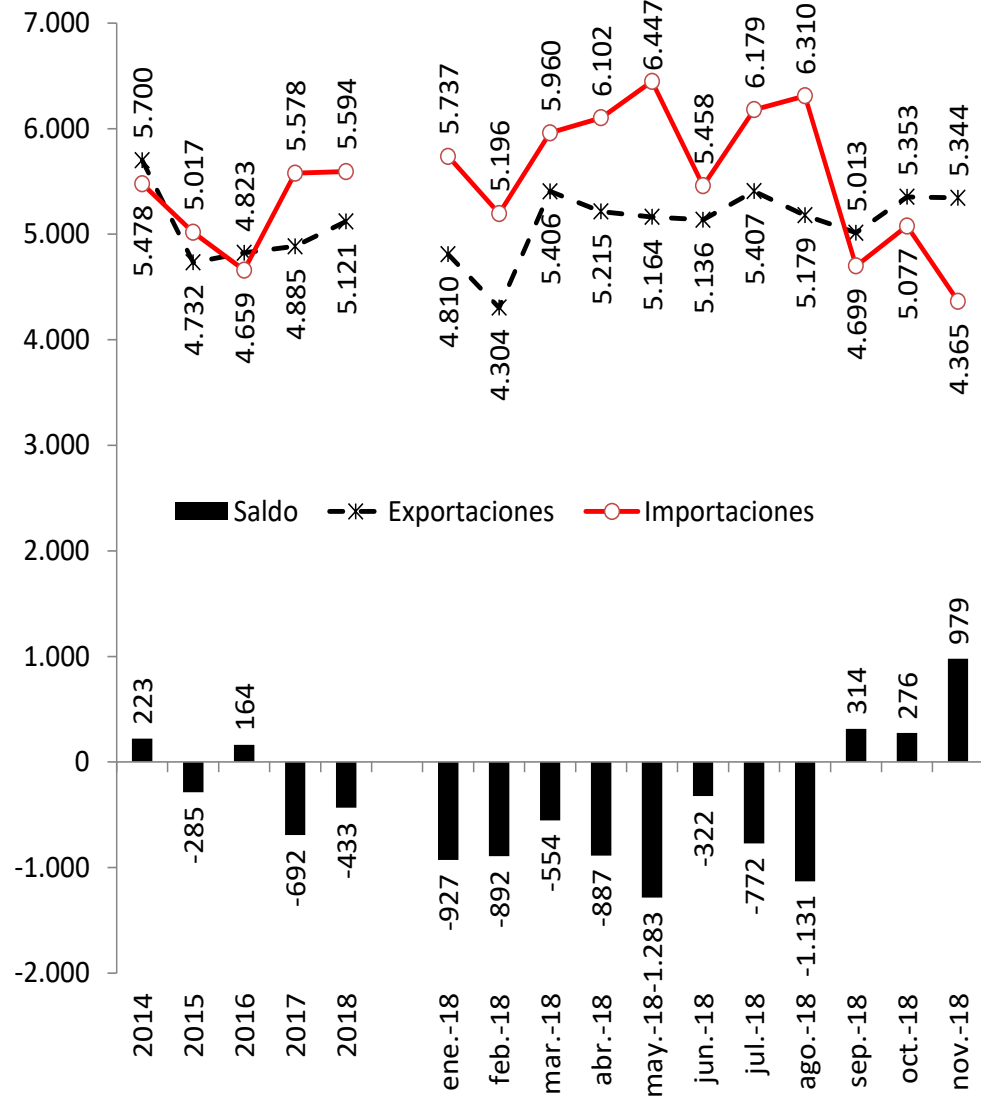
	11 meses 2018	Variación real
GASTOS PRIMARIOS	2.561.470	-7,8
Gastos corrientes primarios	2.378.370	-5,8
Prestaciones sociales	1.460.402	-4,4
Jubilaciones y pensiones	1.021.340	-4,6
Asignaciones familiares y AUH	163.270	-4,6
Otras prestaciones	275.792	-3,4
Otros gastos corrientes	917.969	-7,9
Subsidios económicos	239.578	1,7
Salarios	348.889	-10,6
Transferencias a provincias	66.884	-17,0
Otros	262.618	-9,7
Gastos de capital	183.100	-27,9

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda e IPC Provincias (CIFRA).

Desplome de las importaciones

- ✓ Luego de 20 meses consecutivos de déficit del balance comercial, en septiembre se recuperó el superávit externo. Este efecto fue principalmente consecuencia del desplome de las importaciones, ante la megadevaluación y la recesión económica.
- ✓ Con excepción de la importación de bienes intermedios, que cayó “sólo” 8,8% contra igual mes del año previo, en noviembre los otros usos económicos anotaron descensos superiores al 30% en cantidades, con los bienes de capital cayendo al 40%, lo que preanuncia una profundización de la contracción de la inversión. La reducción de las importaciones hubiera sido aún mayor de no ser porque crecieron las compras de soja para cubrir la demanda de las refinerías locales por la sequía.
- ✓ En este mismo mes, las exportaciones crecieron 13% en cantidades comparando con igual mes del año anterior, traccionadas por bienes que no están asociados a la mejora de la competitividad cambiaria: combustibles (+54%) y productos primarios (+22,9%), con una recuperación fuerte de los porotos de soja. Por su parte, las manufacturas de origen industrial (MOI) aumentaron 13,4%, traccionadas principalmente por la venta de automóviles a Brasil.

Evolución de las exportaciones, importaciones y saldo comercial como promedio mensual, 2014-2018 (en millones de dólares)

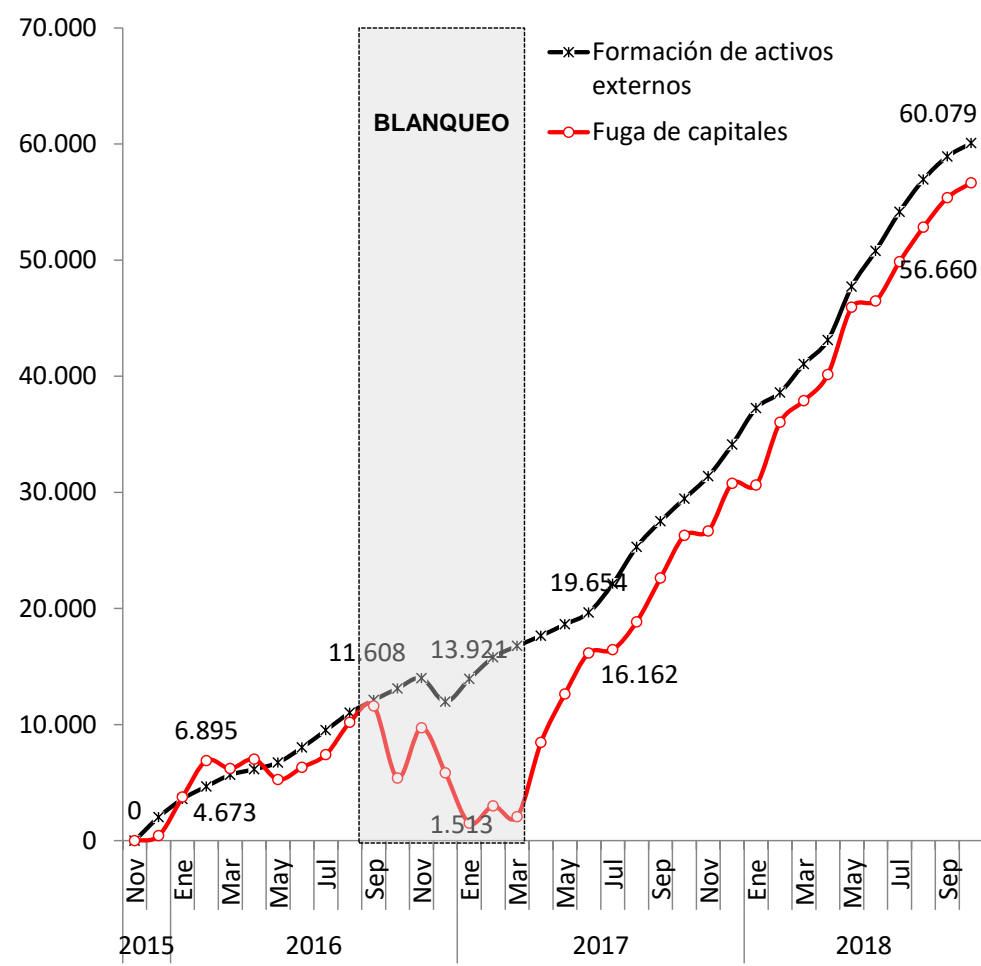


Fuente: elaboración propia en base a ICA-INDEC.

Fuga de capitales

- ✓ Con la corrida cambiaria iniciada en abril de 2018 se aceleraron tanto la formación de activos externos (FAE) como la fuga de capitales que anotaron, hasta octubre, un movimiento de divisas de USD 19.028 y USD 18.769 millones, respectivamente.
- ✓ En este último mes, se registró una disminución respecto de los meses críticos de la corrida. De un promedio mensual de compra de activos de USD 3.500 millones entre los meses de mayo a agosto, descendió a USD 1.163 millones en octubre. Lo mismo sucedió con la fuga de capitales con valores en derredor de los USD 3.000 y USD 1.287 respectivamente.
- ✓ Si bien es un descenso significativo, los valores son elevados. En lo que va del año la FAE alcanzó prácticamente los USD 26.000 millones (valor superior a de 2011, el más alto del kirchnerismo) y la fuga USD 25.880 millones.
- ✓ Desde el inicio de la gestión de Cambiemos, los valores ascienden a USD 60.079 y USD 56.660 millones, respectivamente.

Stock acumulado de la formación de activos externos del sector privado y la fuga de capitales* a través del método del Balance Cambiario, nov.15-oct.18 (en mill. USD)

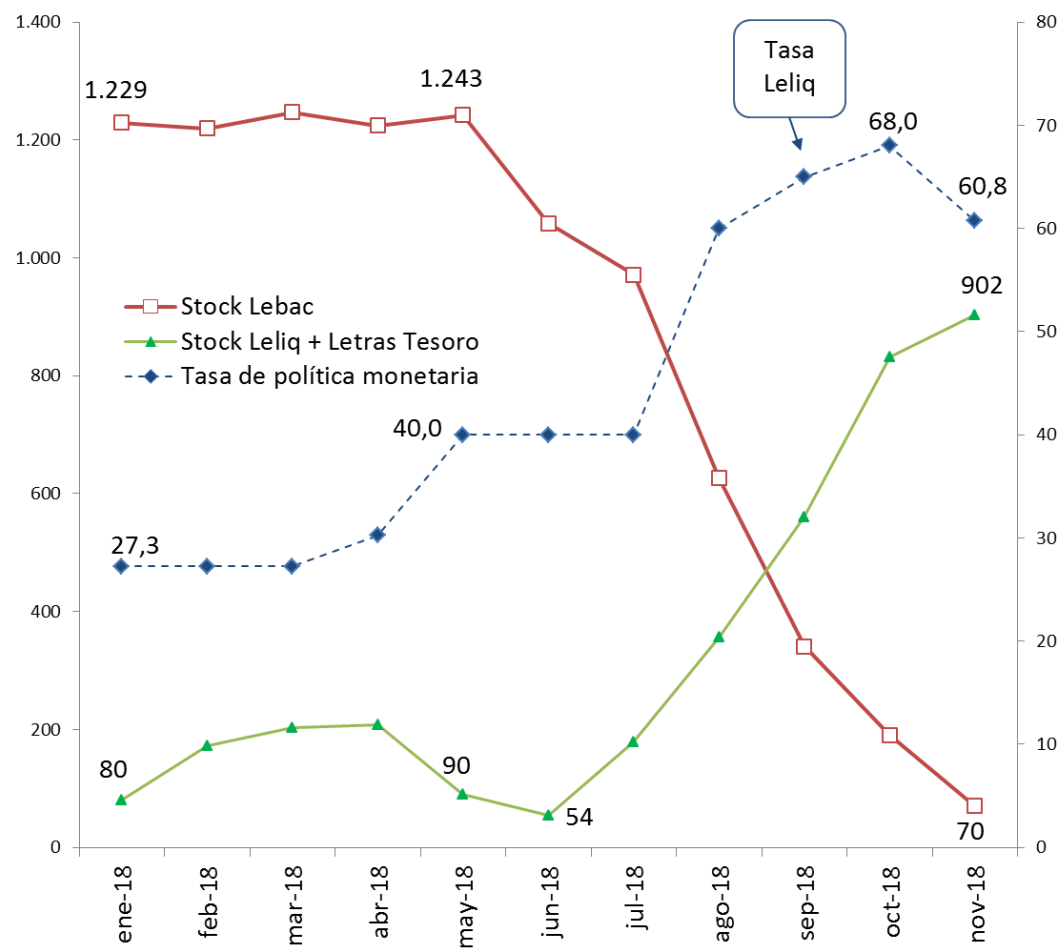


*Se sustrae a la formación de activos externos del sector privado no financiero el monto de las divisas que regresa al mercado formal de divisas en forma de depósitos que contabiliza el Banco Central en sus pasivos.

La sostenibilidad en duda

- ✓ Conforme al acuerdo con el FMI el gobierno implementó el desarme de las Lebac, que habían sido el instrumento central de la burbuja financiera en los primeros años del gobierno y cuya disolución derivó en la aceleración de la fuga de capitales.
- ✓ Sin embargo, el desarme de las Lebac fue parcial ya que buena parte de ellas fue reemplazada por otros instrumentos financieros: las Leliq del BCRA (a la que sólo acceden las entidades financieras) y la emisión de letras por parte del Tesoro Nacional (Letes en dólares y Lecap en pesos).
- ✓ Si bien el stock de las Letras a noviembre es inferior al pico de las Lebac (que se eliminaron completamente en diciembre), representan el 73% de las mismas, lo cual indica más un cambio que una disminución de los activos financieros.
- ✓ Si bien las entidades financieras tienen una mayor participación en el nuevo stock de Letras (el stock de Leliq a noviembre era de 718 y el de Letras del Tesoro 184.000 millones de pesos), las elevadas tasas de interés de las Leliq, que se apalancan en los depósitos a plazo fijo, y la emisión de títulos en moneda extranjera ponen en duda la sostenibilidad de este proceso.

Stock de Lebac, y de las Leliq más las Letras del Tesoro (Letes y Lecap) y tasa de política monetaria* (en miles de millones de \$ y %), 2018



*Se le adicionó al stock de Leliq el stock de Letes y Lecap del sector privado que emite el Tesoro (a las colocaciones brutas se le sustrajeron los vencimientos de las mismas). La tasa de política monetaria corresponde al corredor de pases hasta mayo y a partir de agosto a la tasa de las Leliq // Datos al último día de cada mes.
Fuente: Elaboración propia en base al BCRA y Ministerio de Hacienda.

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina



ISSN 2314-3975

Publicación **Trimestral**

CIFRA - Piedras 1065 (C1070AAU), Capital Federal, Argentina