

La economía en un laberinto. Inflación y dólar en año electoral

ABRIL 2019



- **Rompiendo el piso.** La economía está transitando un ajuste brutal, con niveles de inflación y caída de la producción que no se veían hace décadas.
- **Hay que dejar que ajuste.** Según el gobierno, la economía estaría empezando a recuperarse. El sector privado contrarrestaría el fuerte ajuste del sector público. Sin embargo, pareciera más una expresión de deseo que algo que se verifique, al menos por ahora. Una economía sin crédito, con el gasto público cayendo y bajo el actual contexto de inestabilidad difícilmente pueda mostrar una recuperación significativa y sostenida en el tiempo.
- **El laberinto de la política económica.** El dólar y la inflación no ceden. La credibilidad del gobierno va cayendo de la mano de la falta de efectividad del esquema y el desconcierto oficial frente a la extensión de la crisis. Escenario económico complicado de cara a las elecciones nacionales y provinciales

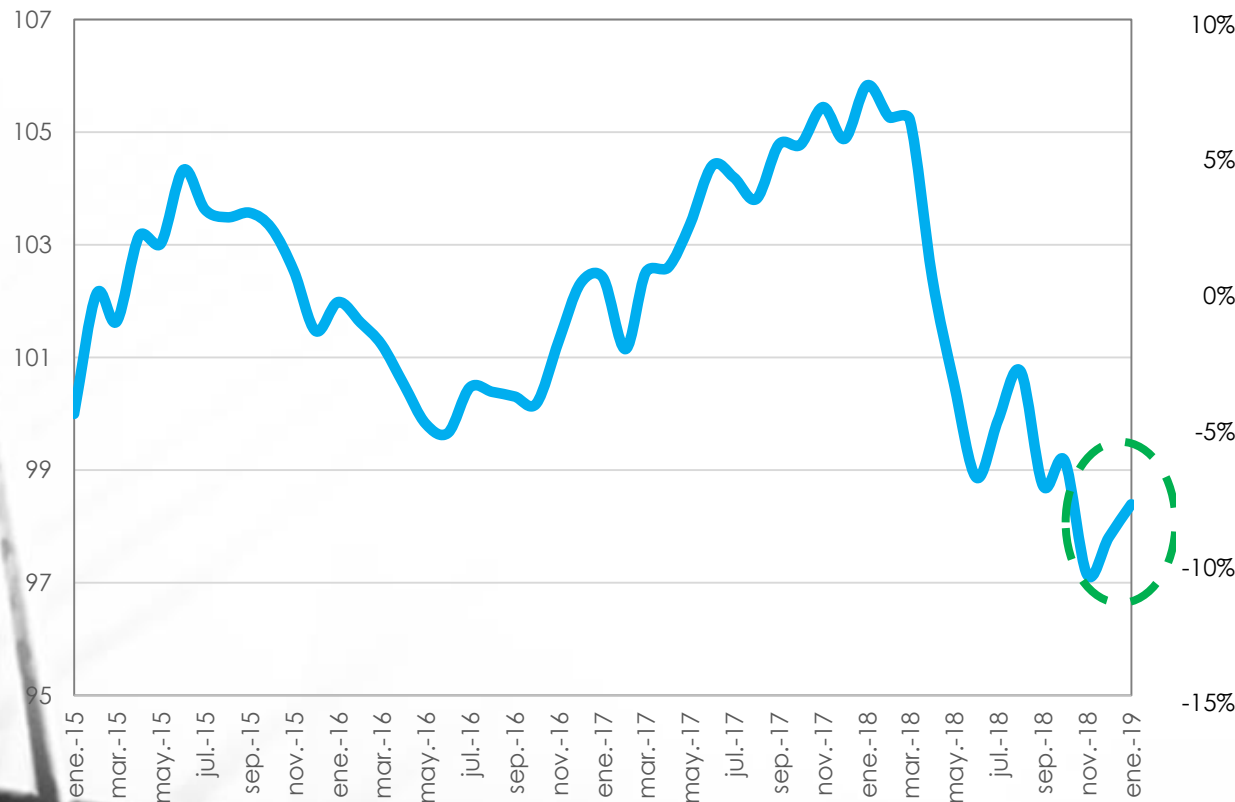
Rompiendo el piso

The background of the slide is a blurred photograph of a modern interior. It shows a wooden floor with a light-colored finish, a white wall, and a window with a white frame on the right side. The overall aesthetic is clean and minimalist.

Rompiendo el piso

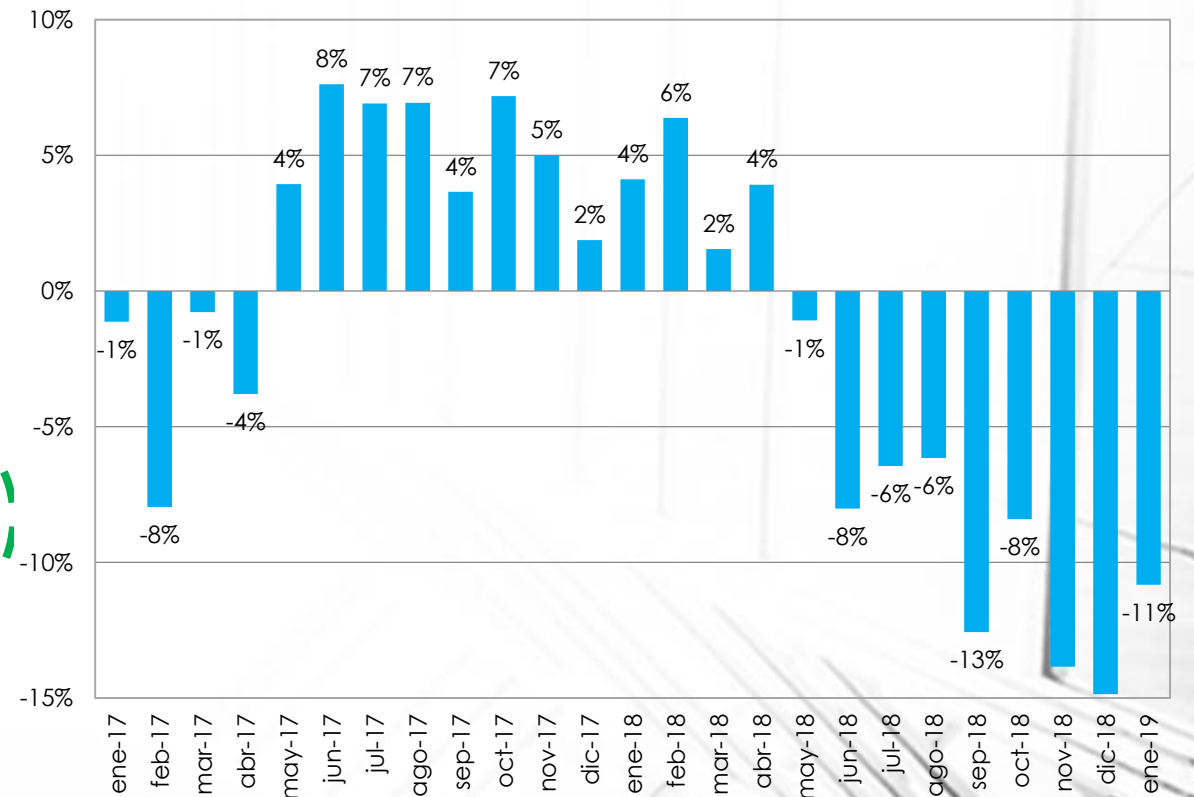
- La economía actualmente está cayendo al 6%. En dic y ene, la actividad mostró una mínima reversión, lo cual fue tomado por el gobierno para indicar que había arrancado la recuperación. La industria se contrae en promedio 10-15%. Algunos sectores producen la mitad que hace un año

Nivel de Actividad desestacionalizado - EMAE
(base 100: enero 2015)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Índice de Producción Industrial Manufacturero
(variaciones interanuales)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Rompiendo el piso

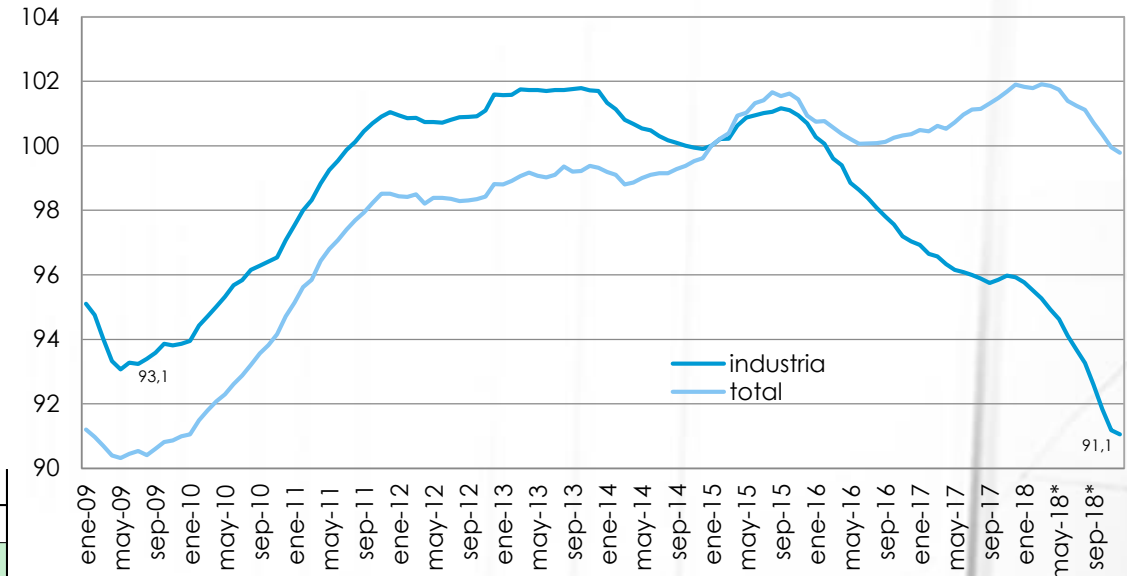
- La crisis de la producción comenzó a dar muestras claras en el empleo desde mitad de año. La extensión en el tiempo y generalización en los sectores explican la pérdida de 130.000 puestos de trabajo en 2018.
- A mitad de año sólo la industria contraía empleo, en los últimos 4 meses sólo el agro no expulsaba trabajadores

Variación interanual del empleo registrado por sector

	Primarias	Industria y EGA	Construcción	Comercio	Servicios	Total
dic-17	0,1%	-1,0%	10,3%	1,3%	1,5%	1,5%
ene-18	0,2%	-1,0%	10,2%	1,3%	1,3%	1,4%
feb-18*	-0,2%	-0,9%	9,3%	1,3%	1,4%	1,3%
mar-18*	-0,6%	-1,0%	7,8%	1,4%	1,4%	1,2%
abr-18*	2,0%	-1,2%	8,3%	1,4%	1,5%	1,4%
may-18*	1,2%	-1,4%	6,2%	1,0%	1,2%	1,0%
jun-18*	0,7%	-1,9%	3,6%	0,5%	0,8%	0,4%
jul-18*	1,4%	-2,1%	2,5%	0,2%	0,7%	0,2%
ago-18*	2,5%	-2,5%	1,3%	-0,1%	0,6%	0,0%
sep-18*	1,5%	-3,2%	-1,2%	-0,7%	0,2%	-0,7%
oct-18*	3,0%	-3,9%	-2,3%	-1,5%	0,0%	-1,0%
nov-18*	3,7%	-4,6%	-3,7%	-2,4%	-0,6%	-1,7%
dic-18*	1,7%	-4,9%	-3,4%	-3,3%	-0,9%	-2,2%
ene-19*	1,8%	-4,9%	-3,0%	-3,6%	-1,1%	-2,3%

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Trabajo

Evolución de empleo industrial y total entre 2009-2018
(datos desestacionalizados, enero 2015 = 100)



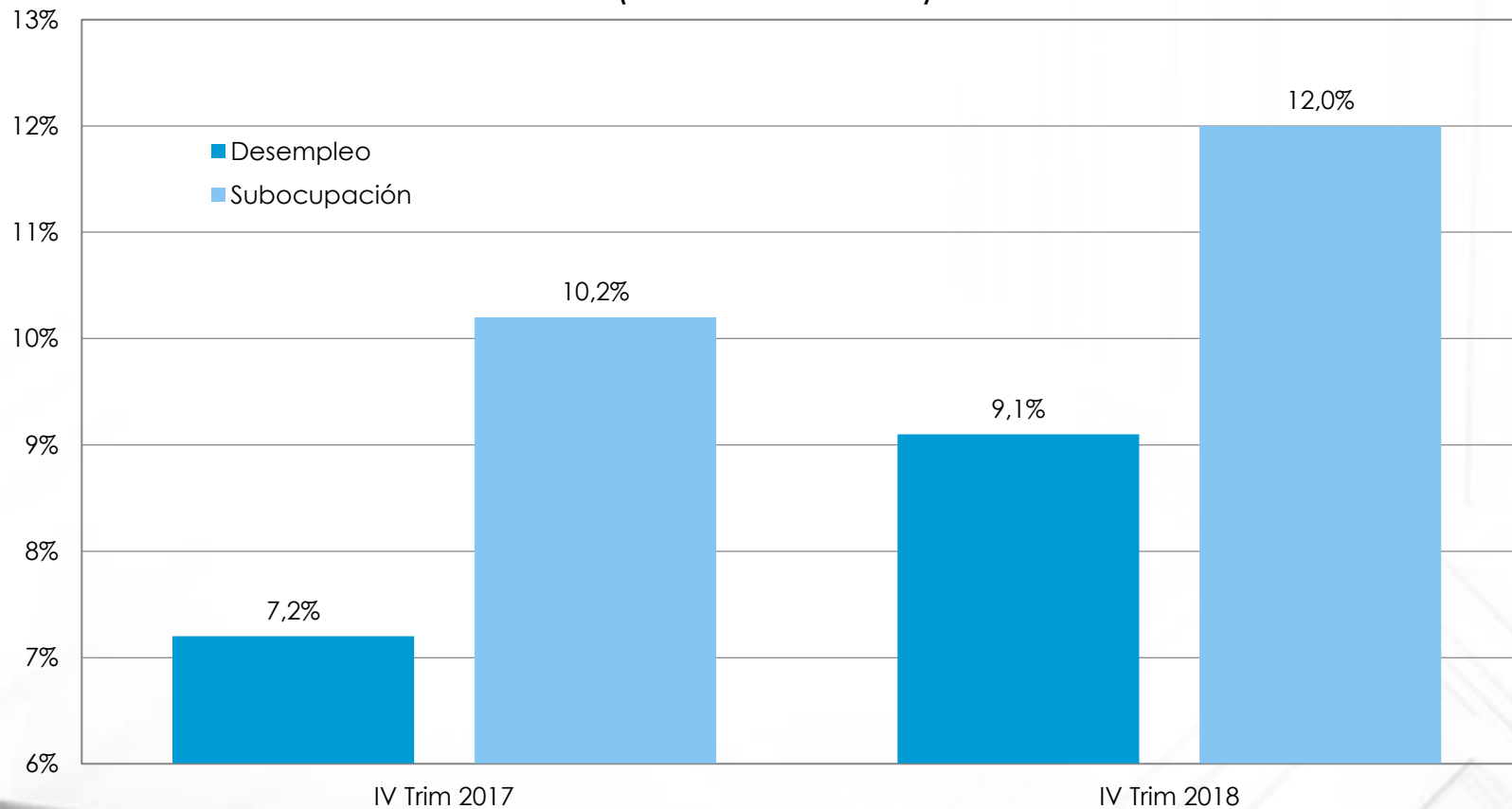
Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Trabajo

- El empleo industrial disminuye desde 2016. Ahora, cae en picada.
- En diciembre, el empleo de la industria se contraía al -4,9% vs -2,3% del total

Rompiendo el piso

- La tasa de desempleo subió de 7,2% a 9,1% en 2018, alcanzaba a 1.185.000 personas. La subocupación pasó del 10,2% al 12%. La pobreza alcanza al 32%, 3.000.000 de nuevos pobres en un año

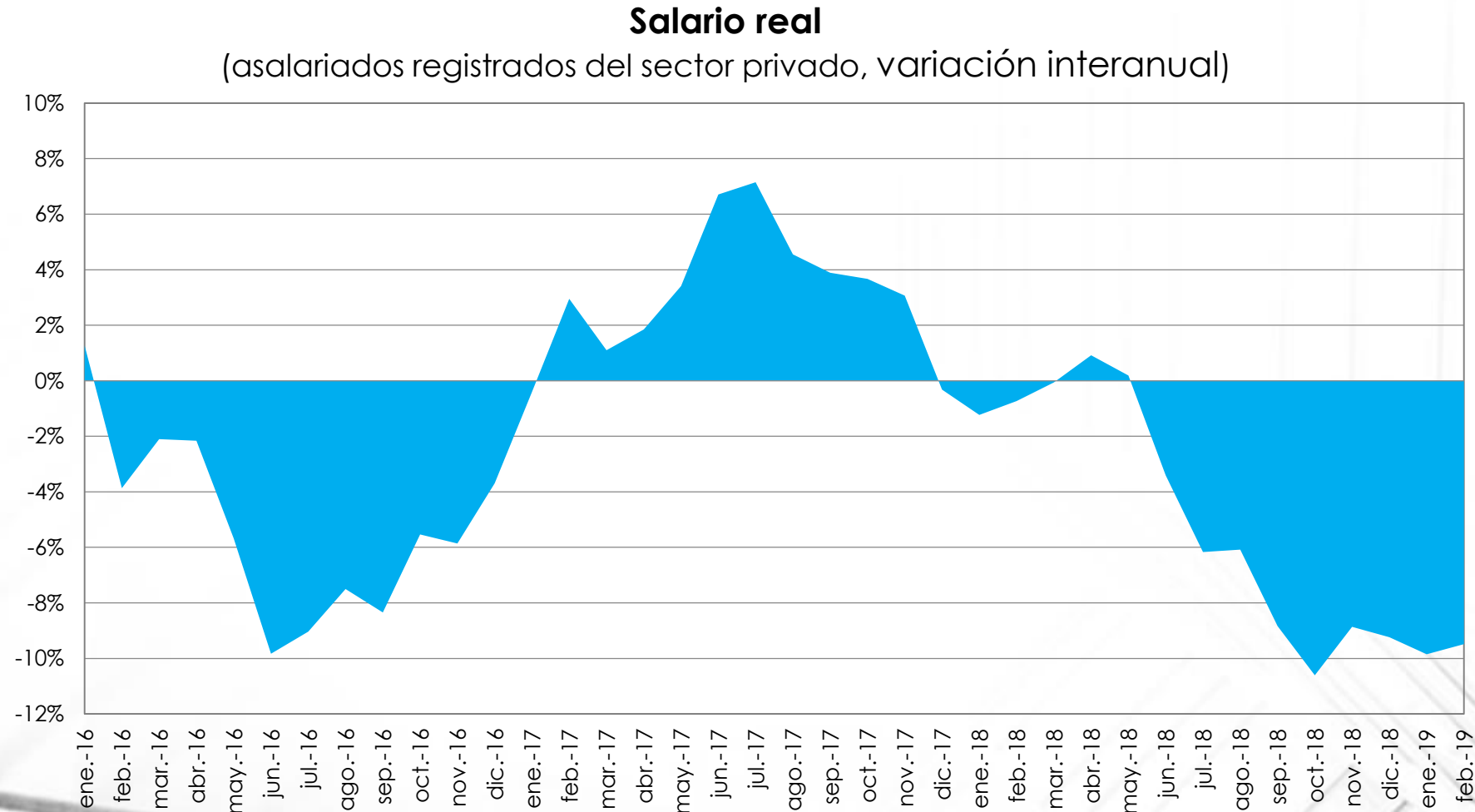
Desempleo y subocupación (en % de la PEA)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

Rompiendo el piso

- Desde mayo de 2018, el salario real cae y desde octubre, lo hace al 10% interanual
- Entre 2016 y 2018, el salario real se contrajo 2 de cada 3 meses

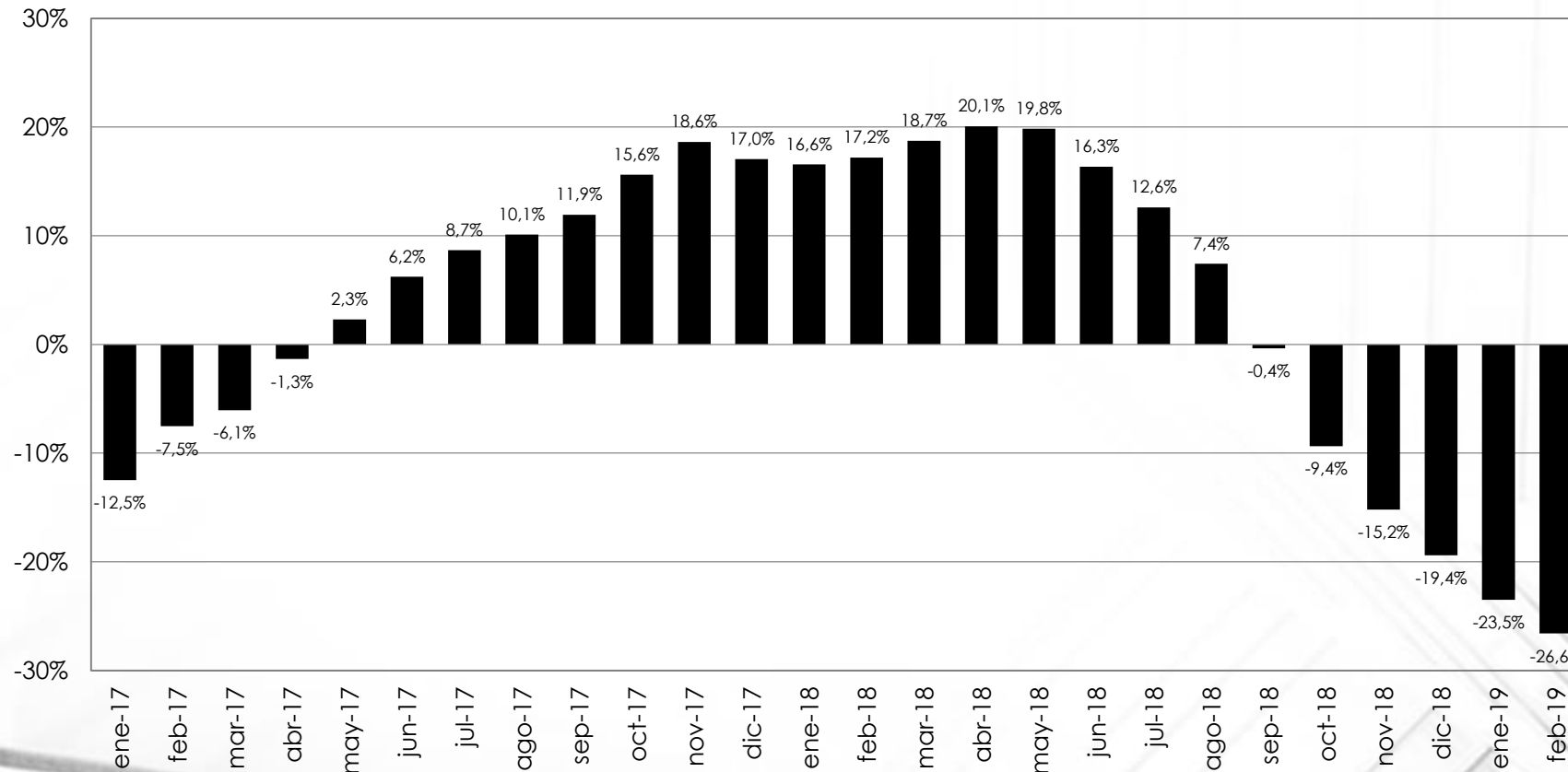


Fuente: Elaboración propia en base a SIPA e INDEC

“Dejar que ajuste”

- El crédito tanto a las empresas como a las personas se derrumba. El sostenimiento de la tasa de interés elevada es la principal causa de este comportamiento: retroalimenta la crisis quitando ingreso disponible a las familias y empresas endeudadas

Prestamos en pesos en términos reales entre 2017 y 2019
(variaciones interanuales)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e INDEC

The background of the image is a blurred, high-angle view of a modern building's interior. It features a staircase with a glass railing on the right side and a large window or glass wall. The overall color palette is light and airy, with soft blues and greys. The text is centered in the middle of the frame.

“Hay que dejar que ajuste”

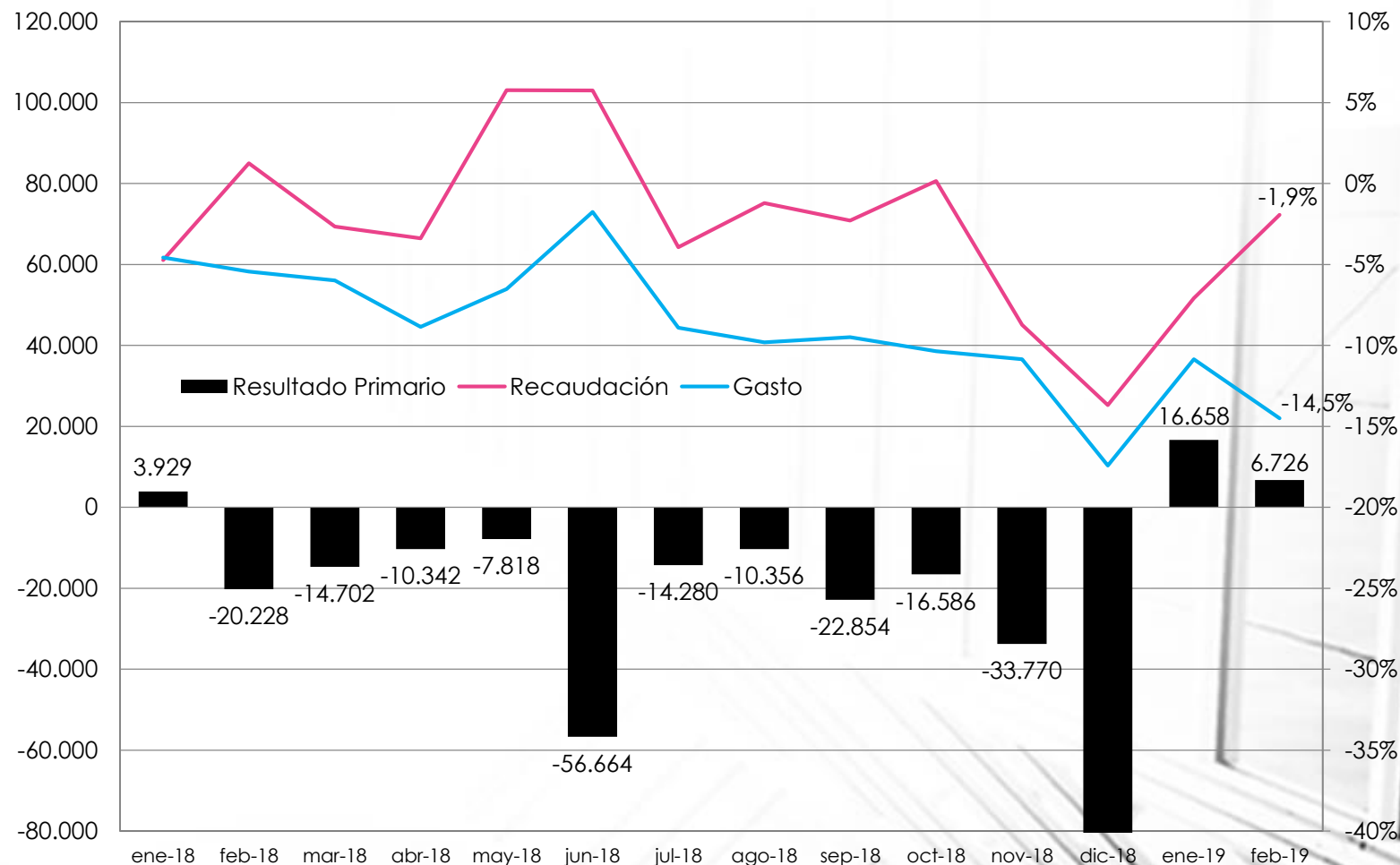
“Dejar que ajuste”

- El gobierno se resiste a realizar políticas anti-crisis. El adelanto de los aumentos de la AUH resultan insignificante en relación el volumen del ajuste actual
- La política monetaria de altas tasas de interés y la fiscal de déficit cero contribuyen a profundizar la crisis
- Los acuerdos con el FMI dan el marco a fuertes ajustes sin un final a la vista
- Existe un convencimiento oficial respecto a las ventajas del ajuste de la economía: la vuelta a los «equilibrios macroeconómicos» para tener un crecimiento sostenible en el tiempo
- *El gobierno espera que la política de ajuste y la recesión hagan el trabajo necesario para volver a tener el equilibrio externo y fiscal y volver a tener credibilidad*

“Dejar que ajuste”. Cuentas públicas

- La reforma tributaria que hizo caer la recaudación de ganancias, bienes personales y contribuciones patronales, junto con la crisis que afecta a toda la economía, lleva a que la recaudación crezca por debajo de la inflación
- Esto implica un fuerte peso sobre el gasto público, que tiene que caer al 15% para lograr el prometido déficit primario cero (de hecho, en los dos primeros meses del año, el sobreajuste de las cuentas llevó a un pequeño superávit fiscal)

Recaudación y gasto real (variaciones interanuales) y Resultado primario (en millones de pesos)

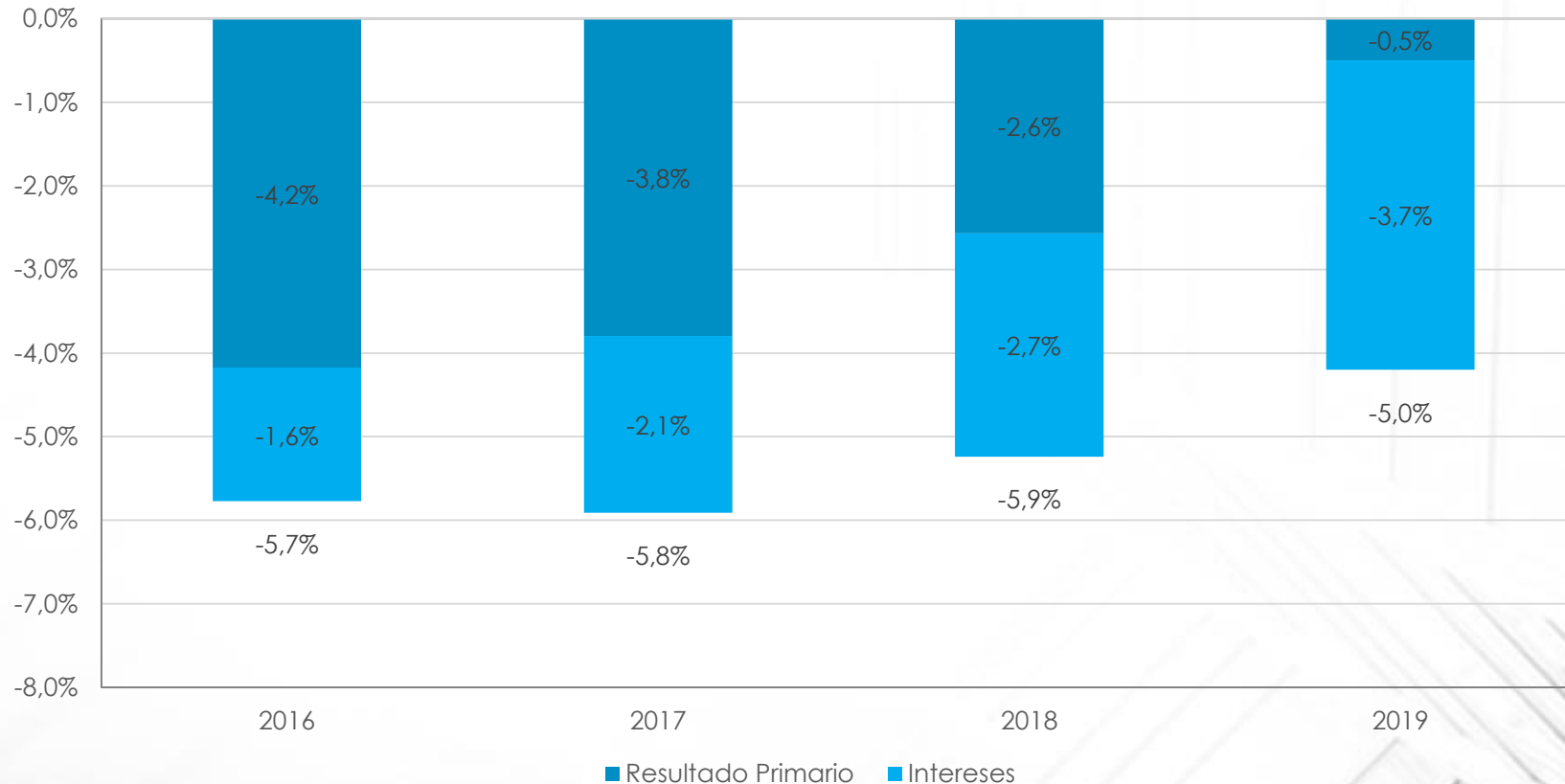


Fuente: Elaboración propia en base Secretaría de Hacienda

“Dejar que ajuste”. Cuentas públicas

- Los pagos del intereses continúan creciendo rápidamente, por lo que se sigue registrando un déficit financiero. El aumento de la deuda externa estos años hacen que los saltos del dólar repercutan rápidamente en los pagos de intereses, presionando sobre el resultado fiscal

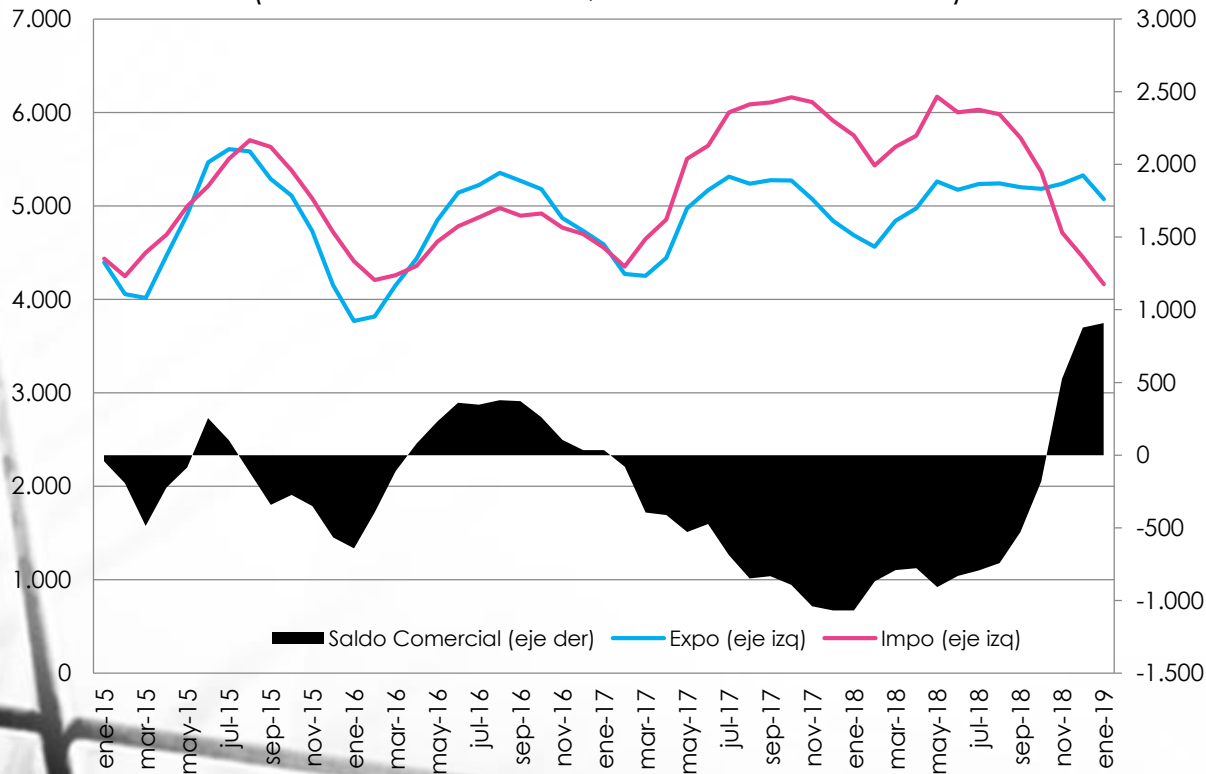
Resultado primario y financiero
(en % del PBI)



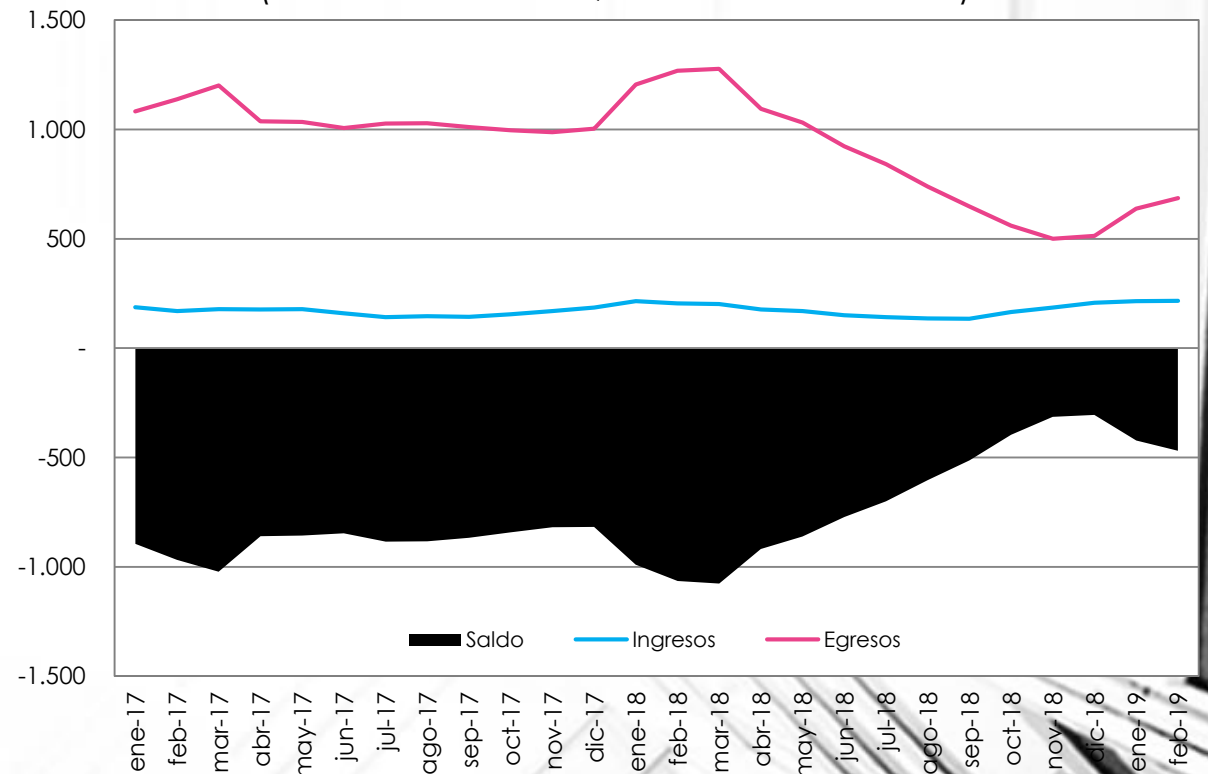
“Dejar que ajuste”. Sector externo

- Las caídas de la actividad económica interna y de los ingresos reales de los argentinos permitieron una mejora en las cuentas externas. Algunos ejemplos son:
- El resultado comercial, que mejoró producto de la caída de las importaciones (-27%)
- La cuenta turismo, que achicó su déficit por la disminución de los gastos en viajes y pasajes de argentinos en el exterior, que hoy son prácticamente la mitad que hace un año

Expo, Impo y Balanza Comercial
(media móvil 3 meses, en millones de dólares)



Ingresos y egresos de dólares por viajes, pasajes y tarjetas
(media móvil 3 meses, en millones de dólares)





El laberinto de la política económica

El laberinto de la política económica

- La actual coyuntura está dominada por la inestabilidad
- Una rápida salida de esta situación está dificultada por:
 - **El endurecimiento de políticas fiscal y monetaria** que impulsan hacia abajo la actividad económica
 - **El laberinto dólar – tasa de interés** en el que se encuentra el gobierno. La tasa se muestra inefectiva para estabilizar el tipo de cambio y hunde a la economía
 - **Un futuro incierto.** El menor déficit externo se está alcanzando vía recesión y no por comportamientos virtuosos. Problema de sostenibilidad en un contexto de elevada incertidumbre. Deuda y fuga de capitales en un año electoral

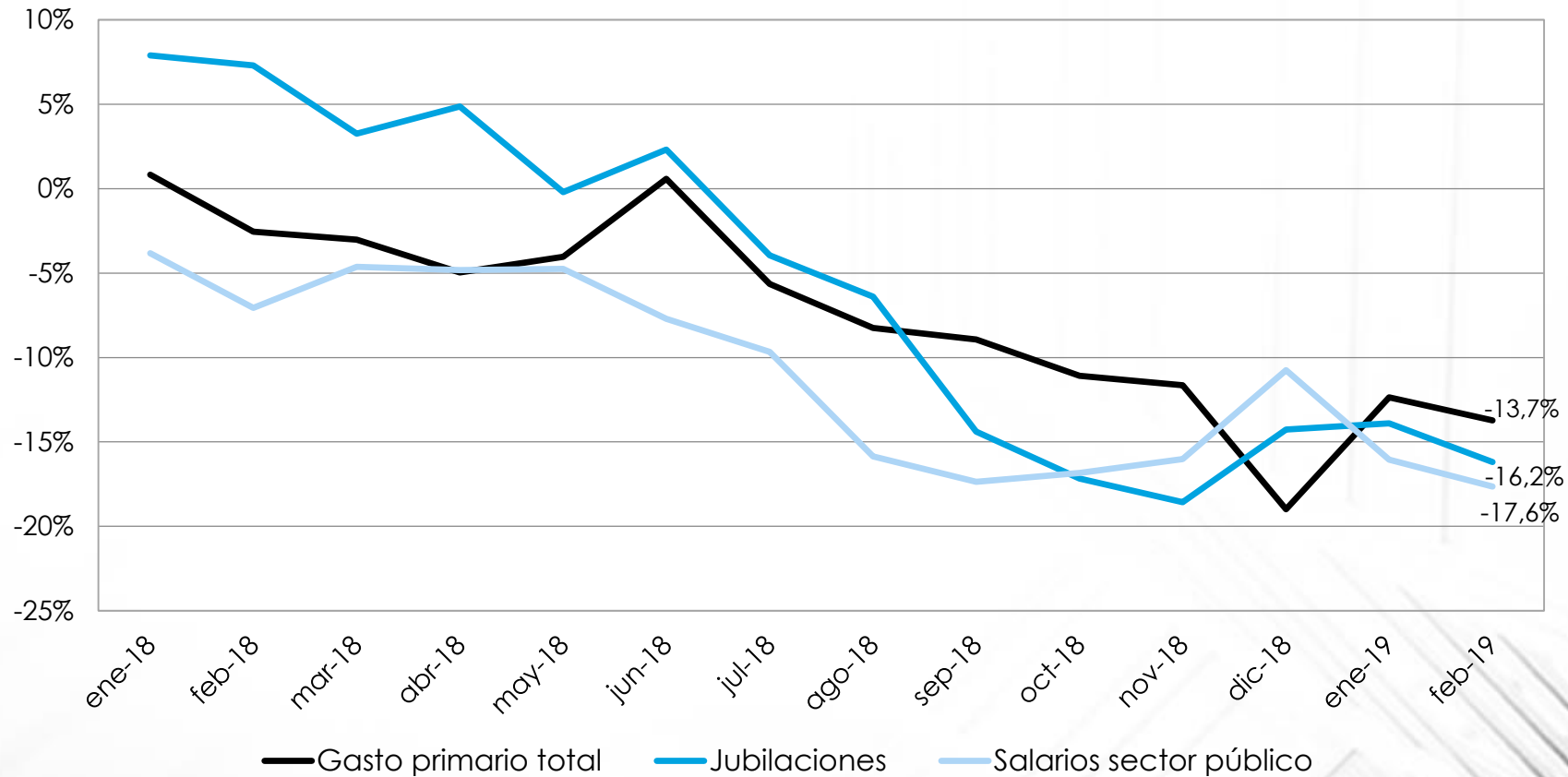
El laberinto. Ajuste fiscal

- La meta de déficit cero implica un sobreajuste del gasto público. La menor recaudación producto de la caída de la actividad económica y de los ingresos de la población implica que una mayor contracción del gasto para llegar al mismo resultado fiscal. Esto genera a su vez una intensificación de la recesión, poniendo a la política fiscal en un círculo vicioso.
- Los aumentos del tipo de cambio intensifican el problema, dado que varios gastos se encuentran atados al dólar, como parte importante de los subsidios. Esto lleva a que el resto de los rubros tenga que ajustar aún más para alcanzar la meta fiscal. Además, echa leña a la inflación, incrementando los problemas de la economía
- En el marco de un Estado endeudado en moneda extranjera, las devaluaciones aumentan aún más el peso de los intereses sobre el presupuesto, intensificando la necesidad de transferir más recursos públicos al exterior
- El aumento del margen para gasto social acordado por el FMI es muy acotado para dar vuelta la actual situación, dominada por la caída real generalizada del gasto público. Lo central sería una importante caída en la inflación, que no se vislumbra en el futuro cercano

El laberinto. Ajuste fiscal

- Actualmente que tanto las jubilaciones y salarios del sector público pierden el 17% del poder adquisitivo que tenían un año atrás

Gasto primario total, jubilaciones y salarios
(variación interanual, en terminos reales)



Fuente: Elaboración propia en base Secretaría de Hacienda e INDEC

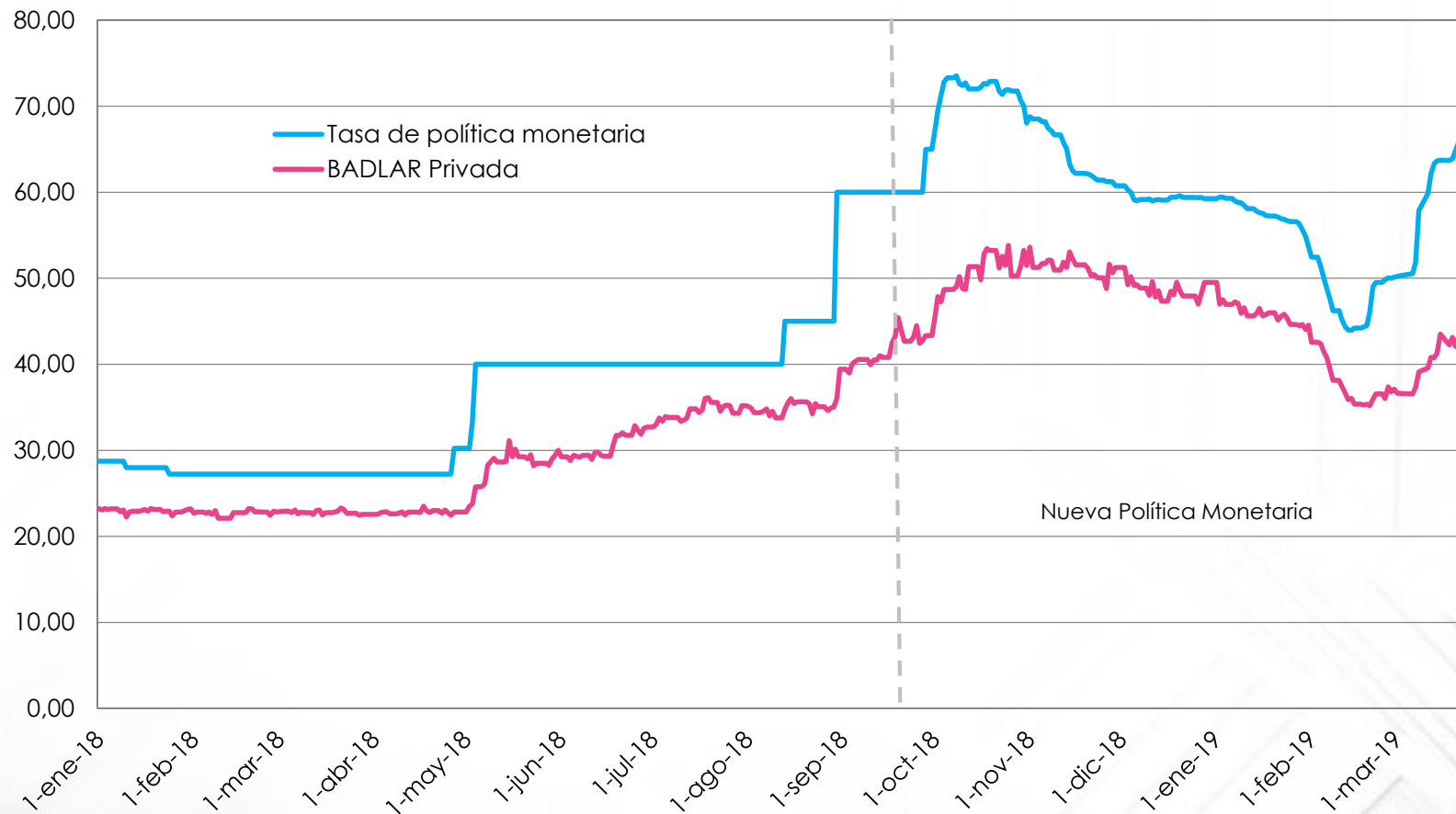
El laberinto. Ajuste monetario

- La actual política monetaria implica un importante ajuste de la base monetaria real y el sostenimiento de tasas de interés muy elevadas
- El BCRA anunció un endurecimiento de esta política. El resultado es el mayor encorsetamiento de la política actual
- Esto genera mayores dudas a futuro dado que implica una sobrerreacción de la tasa de interés de referencia, es decir, un futuro con tasas muy altas que continúan achicando el crédito y aumentando la fragilidad financiera

El laberinto. Ajuste monetario

- Con el establecimiento del esquema con las LELIQs, la tasa llegó a superar el 70%, para luego comenzar a descender. Con el retorno de la incertidumbre volvió a subir con fuerza

Tasas de interés de política monetaria y BADLAR privada

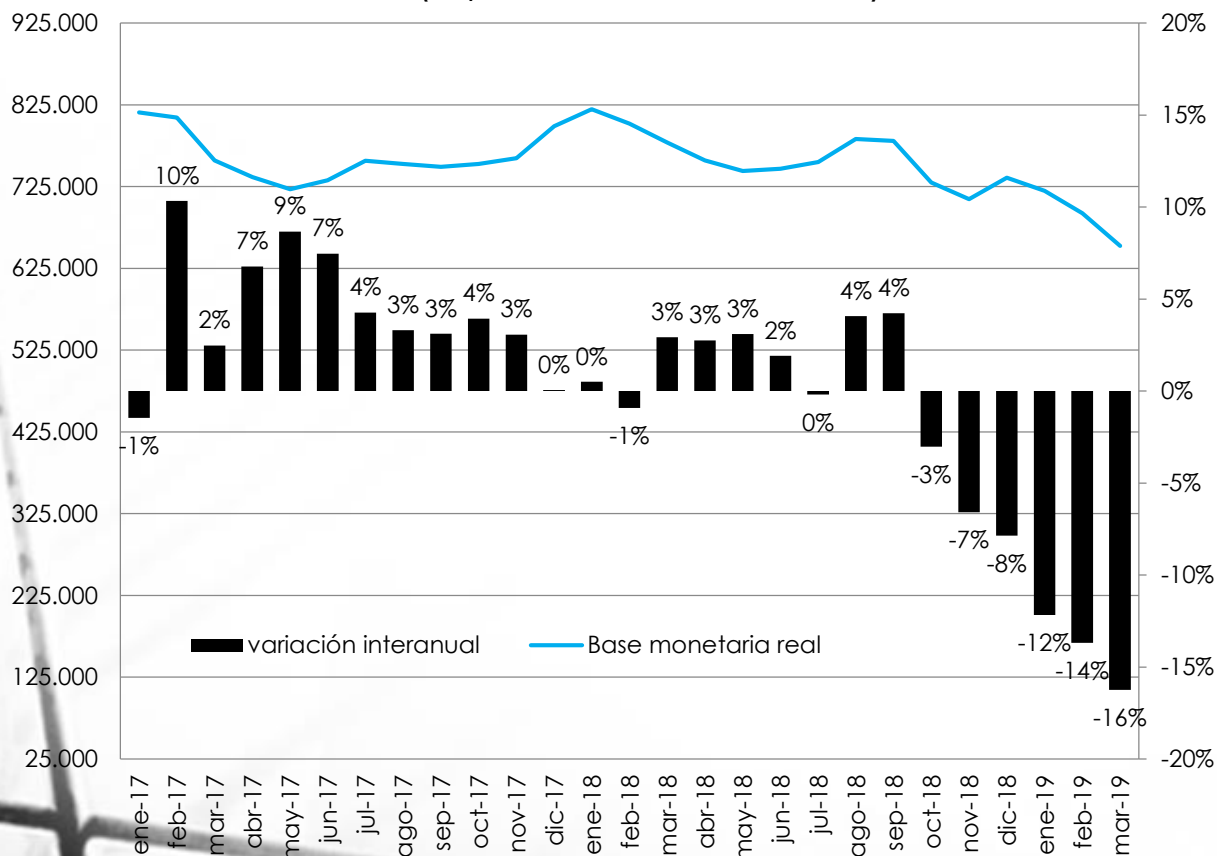


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Perdidos en el laberinto del dólar y la tasa

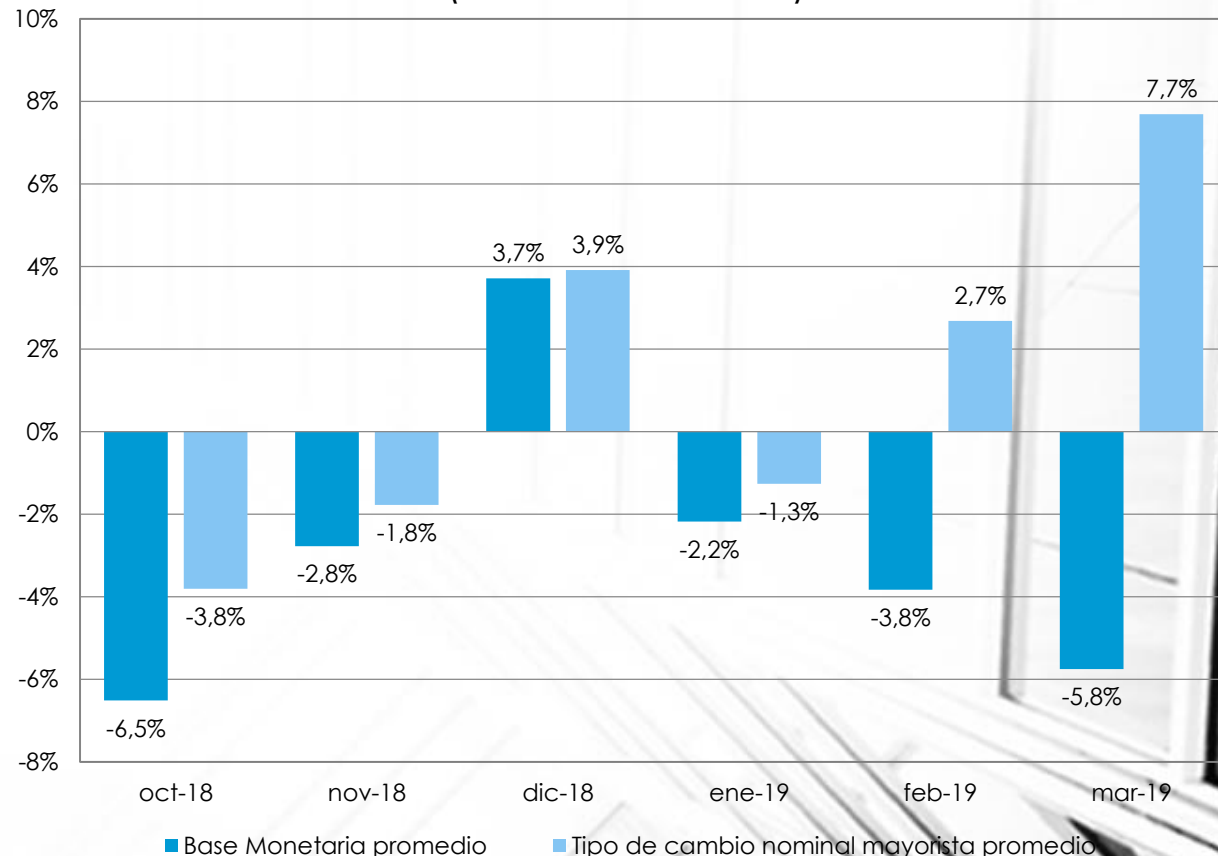
- La baja de tasas se dio en paralelo a una *transitoria pax cambiaria*. A partir de febrero, si bien la *contracción monetaria se intensificó*, se demostró que no alcanzó para frenar la escalada del dólar, que subió más de 10% en los últimos dos meses

Evolución de la Base Monetaria Real
(a precios de enero 2017)



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Base Monetaria real y Tipo de cambio Nominal
(variación mensual)



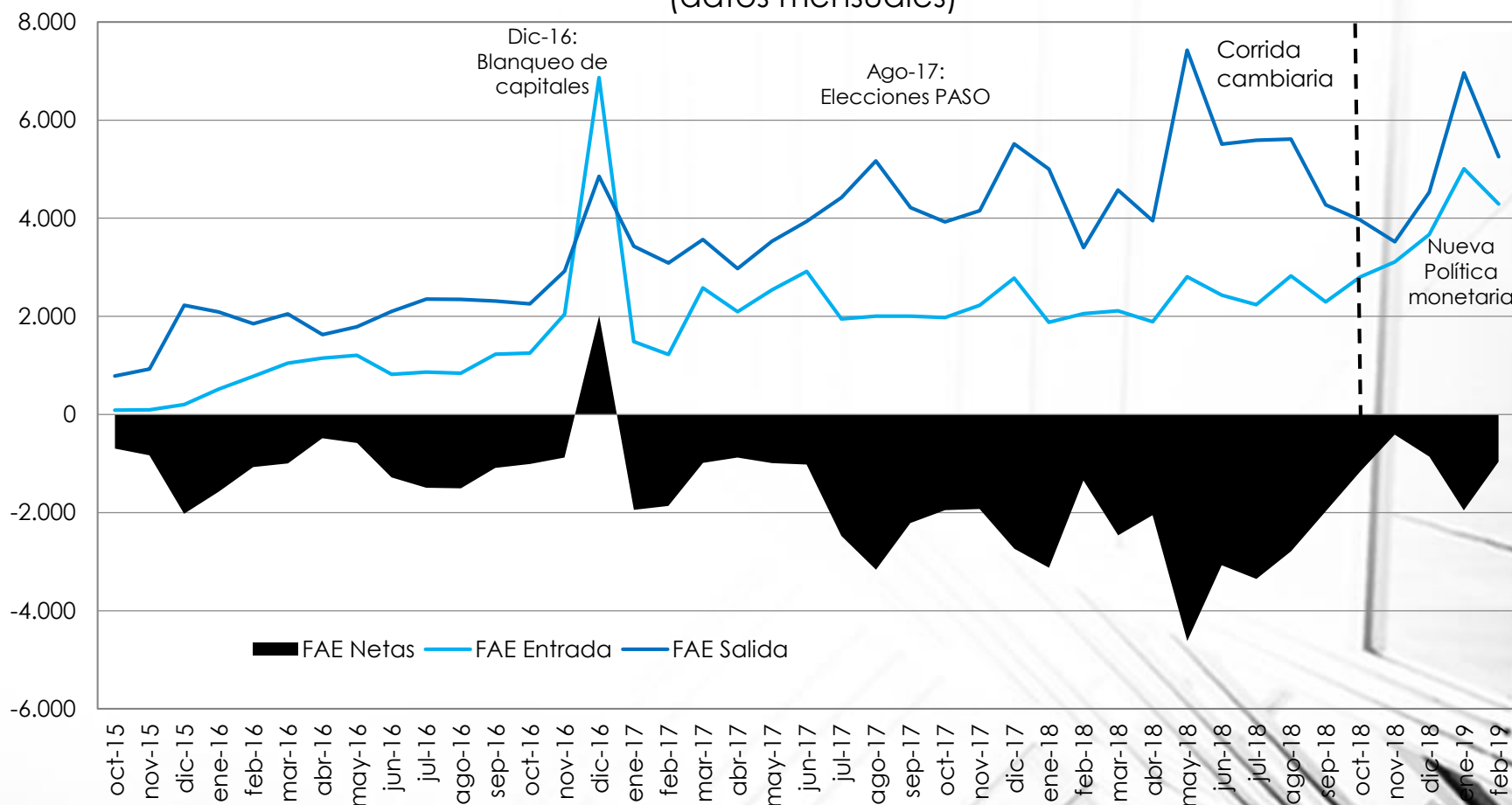
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Perdidos en el laberinto del dólar y la tasa

- Desde diciembre, la fuga de capitales se aceleró, alcanzando en enero niveles similares al de la corrida de mitad del año pasado (cerca de 7.000 millones)

Formación de Activos Externos del Sector Privado No Financiero
(datos mensuales)

- La entrada de capitales producto de la elevadísima tasa morigeró la necesidad de dólares. Sin embargo, en enero la incertidumbre reinante llevó a que la salida neta llegara a US\$ - 2.000 millones



Fuente: Elaboración propia en base a Balance Cambiario, BCRA

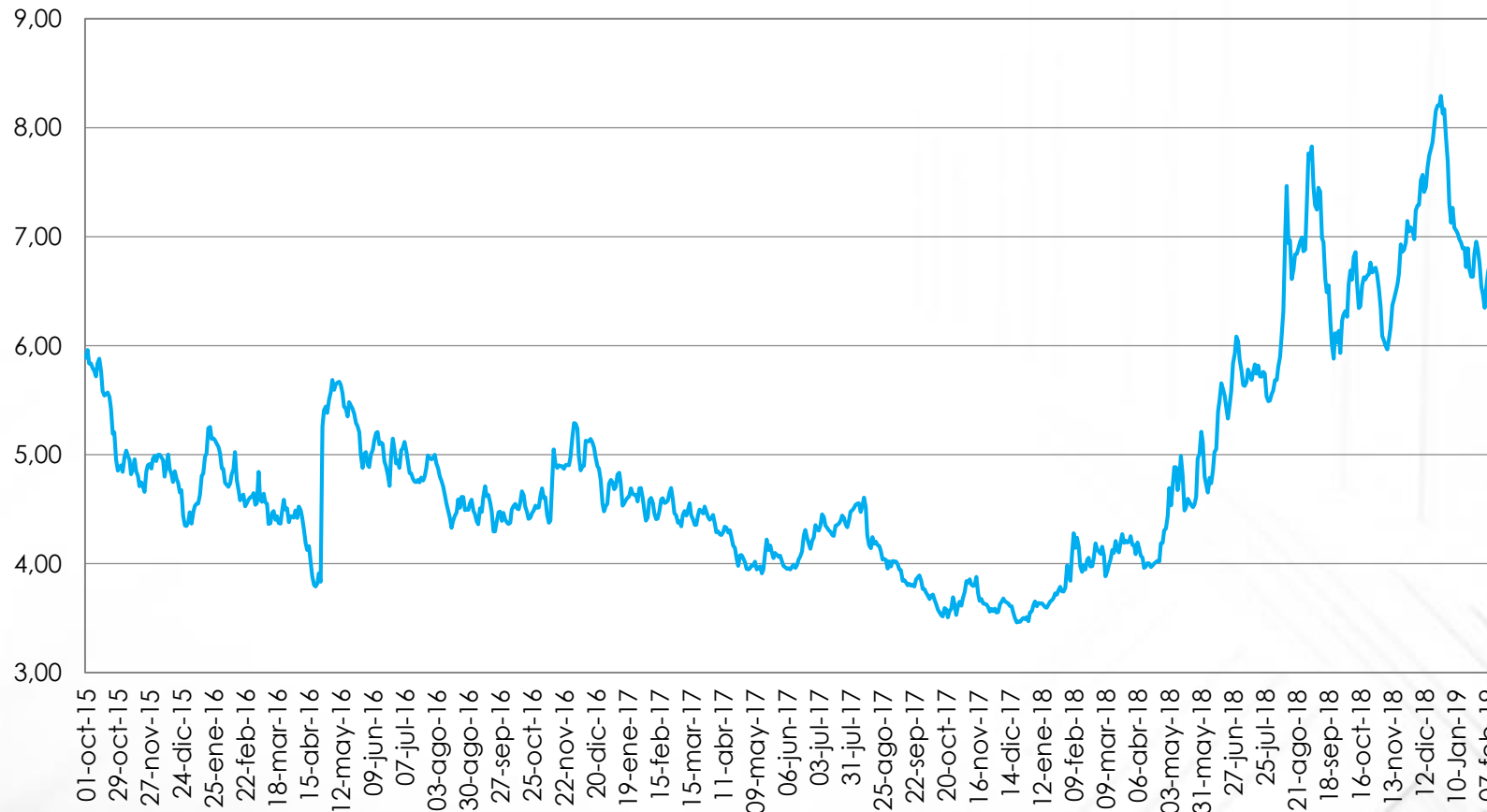
Perdidos en el laberinto del dólar y la tasa

- El aumento del tipo de cambio en febrero y marzo impactaron sobre la estrategia del gobierno de usar el ancla cambiaria para bajar la inflación
- La vuelta de la incertidumbre, en el marco de una constante fuga de capitales, demostraron que, a pesar del apretón monetario, el tipo de cambio puede subir rápidamente dentro de la zona de no intervención
- La política cambiaria y monetaria actual encierran cada vez más al gobierno en el laberinto. El dólar puede subir hasta 50 pesos sin que el gobierno pueda intervenir directamente
- La política de aumento de tasas para frenar la corrida “va por atrás”. Los aumentos de tasa ocurren después del aumento del dólar, por lo que resultan inefectivos para sacar a la economía de la estanflación
- De hecho, la encerrona conduce a tasas de interés más altas y dólar más elevado, lo cual se traduce en el fin del crédito, más recesión e inflación

El laberinto con futuro incierto

- Los valores de riesgo país reflejan el nivel de incertidumbre de los mercados sobre la actual estrategia macroeconómica. Las proyecciones de inflación van aumentando con el dólar y la falta de logros concretos por parte del gobierno trae inquietud en los mercados

Riesgo País Argentina



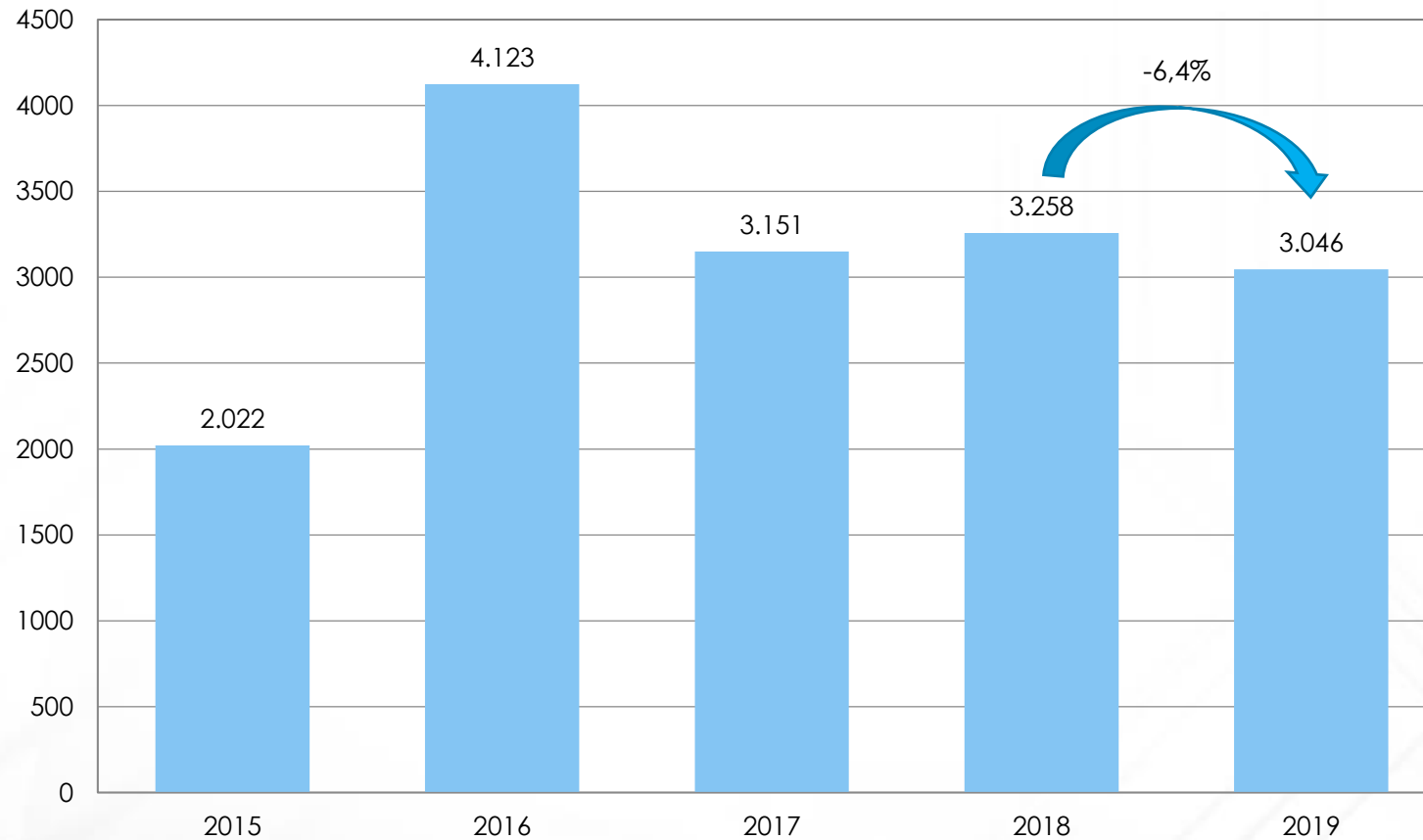
Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía

El laberinto con futuro incierto

- La incertidumbre respecto al valor del dólar se ve reflejada, por ejemplo, en la baja liquidación de divisas, lo cual retroalimenta la escasez actual de divisas

Liquidación de divisas del Agro

(en millones de dólares, enero y febrero de cada año)

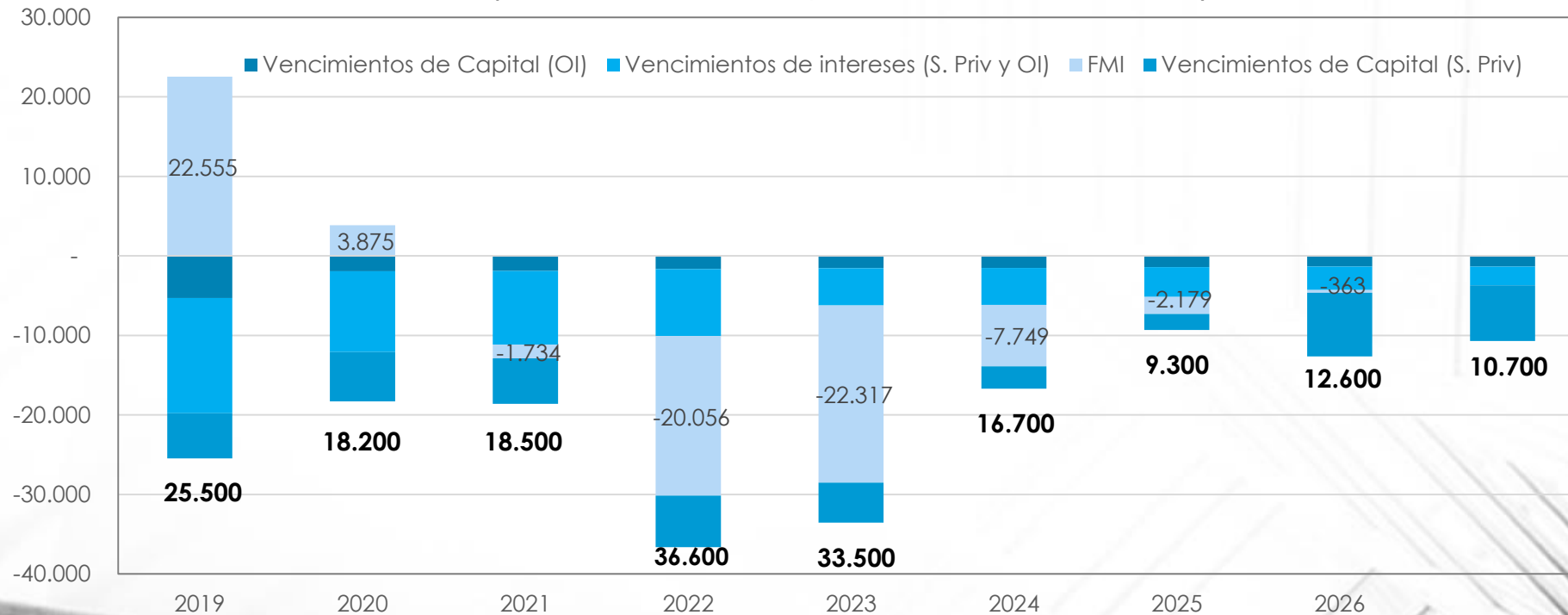


Fuente: Elaboración propia en base a CIARA-CEC

El laberinto con futuro incierto

- La continuidad de la incertidumbre en un año electoral, la elevadísima deuda en dólares contraída en los últimos años y el hecho de que la mejora de las cuentas externas se asiente principalmente en el ajuste interno, alimenta la pregunta de **cómo se pagarán los compromisos futuros de la deuda externa.**
- El próximo gobierno tendrá que afrontar vencimientos por aproximadamente US\$ 120.000 millones, incluidos las US\$ 11.000 millones de LETES

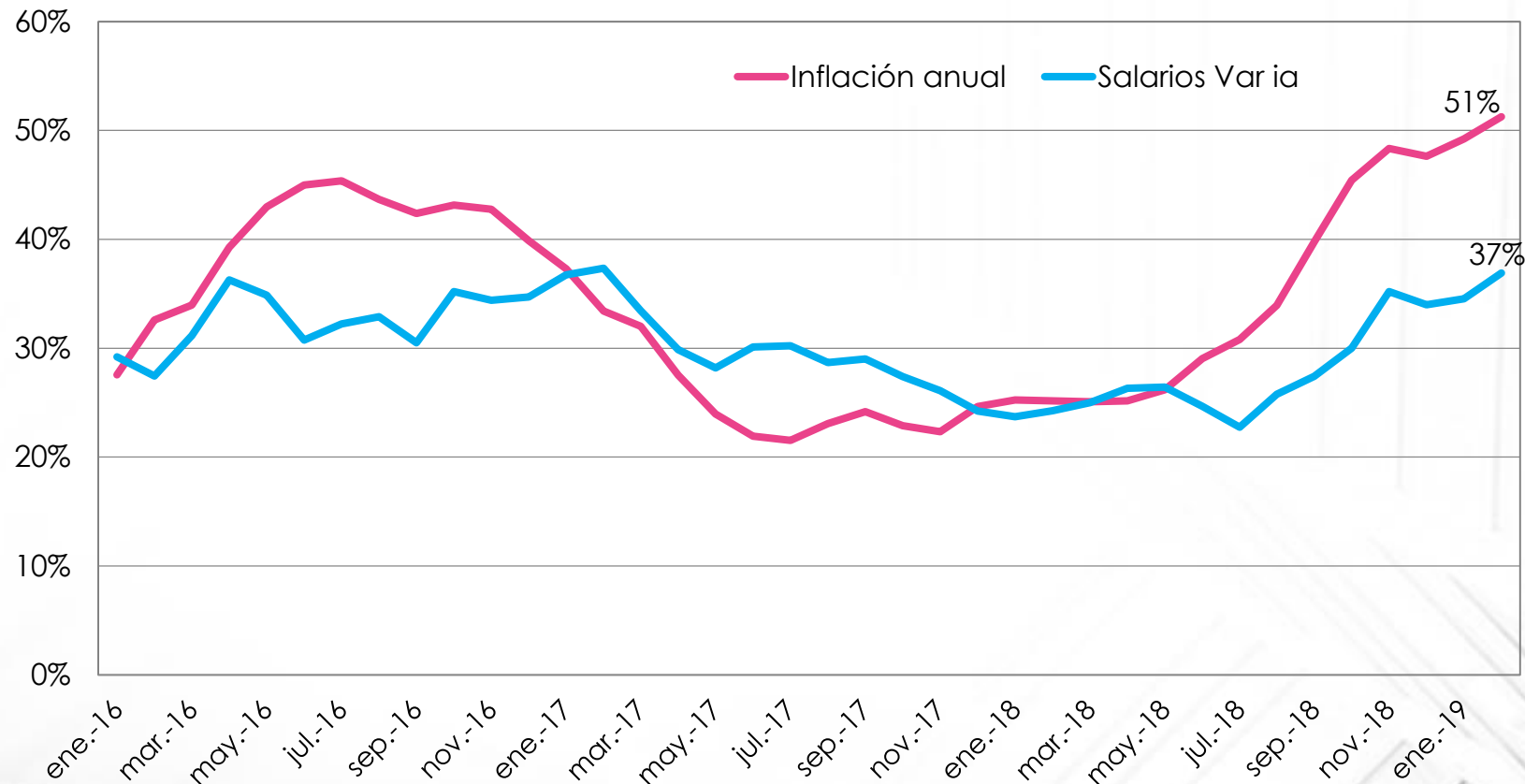
Vencimientos de Capital e Intereses en moneda extranjera
(sin deuda de corto plazo, en millones de U\$S)



El laberinto con futuro incierto

- La inflación continúa en niveles elevados, superando el 51%. Los salarios no la siguen ni de cerca. El ajuste salarial no afloja e implica, junto con el dólar, el principal problema de la política económica actual

Inflación y salarios
(variaciones interanuales de 2016-2018)



Fuente: Elaboración propia en base a SIPA e Indec.

Nota. Para ene y feb se estiman salarios acorde al promedio de convenios colectivos estimados por el CETYD

El laberinto con futuro incierto

- La falta de recuperación está explicada por la continuación de una política de ajuste, en el marco del fracaso del gobierno en el control del dólar y la imposibilidad de bajar la inflación
- Esta situación y la falta de reacción del gobierno con medidas concretas y contundentes trae fuerte preocupación interna en la alianza gobernante
- La sucesión de elecciones traerá noticias que seguramente incrementarán la incertidumbre, lo cual se reflejará como ha sido hasta ahora, en el dólar y la inflación
- Un adelantamiento del escenario vía malos resultados electorales y aumento del riesgo país, podría llevar a una estampida contra el peso. Un viento polar que haga incrementar intensamente la fuga de capitales que, bajo la forma de una profecía auto-cumplida, lleva a una nueva corrida con una fuerte devaluación
- Si bien esto no parecería el escenario más probable, bajo la actual apertura y desregulación del mercado financiero, no puede descartarse