

La economía argentina

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | NRO. XII | DICIEMBRE 2018

En este informe:

- Resumen de coyuntura - Pág.1
- Destacados prensa - Pág.5
- Empleo - Pág. 12
- PBI- Pág. 13
- Actividad - Pág.14
- Precios e Ingresos - Pág.18
- Finanzas Públicas - Pág. 19
- Balance Cambiario - Pág. 20
- Sector Externo - Pág. 21
- Finanzas y bancos - Pág. 23
- Anexo Estadístico - Pág. 24

CESO | Centro de Estudios Económicos y Sociales *Scalabrini Ortiz*

Informe económico mensual

www.ceso.com.ar

La economía argentina – resumen de coyuntura

Diciembre 2018

2019 ¿año par o impar?

La economía argentina entra al año electoral con el modelo de M agotado. La fantasía inicial de una abundancia de dólares basada en el endeudamiento externo y la atracción de capitales especulativos encontró sus propios límites. La saturación de los mercados con papeles argentinos derivó en el cierre del mercado voluntario de crédito en el verano pasado, generando una reversión del flujo de capitales. La corrida cambiaria iniciada en abril, impulsó una brusca suba del dólar con pérdidas de reservas, seguida de un programa de ajuste pactado con el FMI a cambio de unos USD53.000 millones que permitirían evitar la cesación de pagos de la deuda hasta octubre de 2019. Como señalamos en el informe anterior "[Del G-20 al D-22](#)", la inviabilidad fáctica del esquema de vencimientos de deuda post-2019, hacen prever una obligatoria restructuración, hecho que explica el alza del riesgo país para los bonos que vencen más allá de octubre.

La aceleración de la inflación por el traslado a precios de la devaluación deterioró el poder de consumo de la población. Los salarios perdieron cerca del 12% frente a los precios mientras que las jubilaciones y asignaciones cerca de un 20% en lo que va del año. La consecuencia fue una importante caída del consumo que se expresa en la merma de las ventas de los locales comerciales (-10% interanual en octubre). Si bien la tasa de aumento de los precios de noviembre y diciembre muestra una reducción frente a los picos de septiembre y octubre, sus valores aún duplican las ya elevadas tasas previas al inicio de la corrida cambiaria. La proyección del CESO para diciembre, es una inflación del 48% interanual que difícilmente permita una recuperación del consumo, aún frente a los bonos salariales y para beneficiarios de la AUH negociados en las últimas semanas.

La precaria estabilidad cambiaria del último mes no logra eliminar la incertidumbre que reina en el mercado. Además de un esquema de endeudamiento insustentable

más allá de octubre próximo, las proyecciones del FMI en materia de fuga de capitales y reservas son extremadamente optimistas. De continuar la política de dólar flexible, la mayor fuga de capitales podría implicar nuevas subas del dólar que incentiven una salida preventiva de capitales.

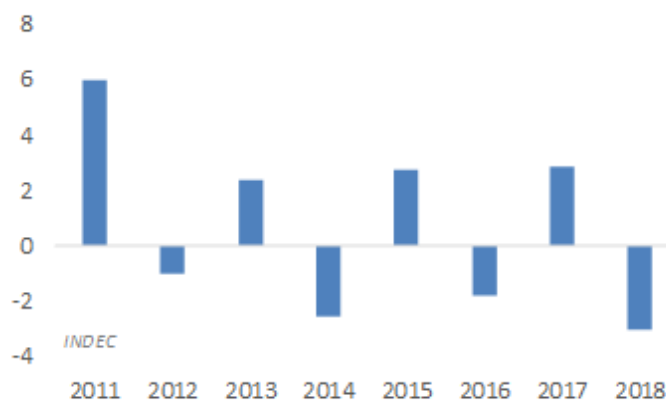
La elevada incertidumbre cambiaria reinante indujo al gobierno a pagar muy elevadas tasas de interés para intentar contener la dolarización de los portafolios. Más allá de las limitaciones de semejante política en el mediano plazo, la medida terminó de derrumbar el crédito a la actividad privada, dando la estocada final al consumo y la inversión productiva. El PBI descendió un 3,5% interanual en el tercer trimestre del año y la inversión lo hizo un 11,2%. Las proyecciones hacia fin de año del CESO prevén una baja acumulada cercana al 3% en el PBI, mientras que el propio oficialismo presupuestó una baja de la inversión cercana a los 10 puntos porcentuales para el próximo año.

Frente al deterioro del consumo y la inversión privada, el programa de ajuste acordado con el FMI y plasmado en el presupuesto, proyecta una reducción adicional del gasto y la inversión pública. Respecto a ésta última, el reciente anuncio de una paralización de los PPP muestra que el ajuste en las partidas de obra pública difícilmente sea sustituido por una mayor contribución financiera del sector privado.

Semejante panorama pone en duda la continuidad del ciclo corto político de los últimos años, marcado por recesiones en años pares (no electorales) acompañadas de breves repuntes en los años impares (electorales).

La respuesta al interrogante dependerá de que acuerde el gobierno con el FMI en marzo del año que viene, especialmente en lo que hace a la política cambiaria.

Variación Anual del PBI (%)



¿Devaluar o perder reservas?

La proyección de fuga de capitales para 2019 del FMI y el gobierno es extremadamente optimista. Si bien el ingreso del swap de China refuerza la posición

oficial y permiten proyectar escenarios más estables que un mes atrás, una visión realista de fuga de capitales continúa arrojando reservas por debajo de las proyecciones oficiales. Si los documentos técnicos del FMI indican que el nuevo gobierno asumirá USD52.500 millones de reservas, un escenario realista de corrida cambiaria electoral pone esa cifra en el orden de los USD46.960 millones. Por el contrario, un escenario pesimista donde la corrida se extiende al sistema bancario pone las reservas a diciembre de 2019 en los USD21.469 millones.

Dado que las metas de reservas firmadas con el FMI se establecen hasta marzo de 2019 (cumplibles por el swap de China y el cronograma de desembolsos del fondo), la pregunta es si se mantienen las proyecciones de reservas hacia adelante, o si se relajan. Una pregunta que involucra la regulación del mercado de cambios y, a través de ella, la evolución de la economía y las chances electorales del oficialismo.

Si el gobierno logra acordar con el FMI metas de reservas relajada (o directamente las elimina del acuerdo, como hizo en el segundo acuerdo con la meta de inflación), ello le permite intervenir en el mercado de cambios estabilizando el valor del dólar. Una política clave para evitar una nueva disparada de la inflación y llegar a octubre con una economía relativamente ordenada.

Por el contrario, si el FMI mantiene una meta exigente de reservas, el gobierno se va a ver en la obligación de optar entre sostener las reservas dejando que el dólar se dispare, o bien incumplir el acuerdo y solicitar un nuevo *waiver*. Cabe señalar que ninguna de las dos opciones es halagadora. Un nuevo incumplimiento del acuerdo en

	Corrida	Cambiaria	Bancaria
	2018	2019	2019
Venc Capital	-7.460	-18.491	-18.491
Intereses	-1.565	-9.066	-9.066
Letes	-1.100	-9.283	-9.283
Intrasector Público	2.998	1.931	1.931
Rollover	80%	50%	40%
Recursos Financieros	5.702	17.455	13.964
Total	-1.425	-17.455	-20.945
Balanza Bienes	1.000	10.000	10.000
Balanza Servicios	-1.000	-5.000	-5.000
Balanza Comercial	0	5.000	5.000
FAE Regulada	-1.000	-21.000	-25.000
Portafolio	-500	-3.000	-6.000
Salida de depósitos	0	0	-15.000
Utilidades y Div	-380	-2.280	-2.280
Total	-1.880	-26.280	-48.280
FMI	7.700	22.700	22.700
Var Reservas	4.395	-16.035	-41.525
Stock de Reservas	62.995	46.960	21.469

la previa de las elecciones, puede acelerar la corrida cambiaria y el deterioro de la situación externa de la economía. Por otra parte, una brusca suba del dólar también generaría incertidumbre cambiaria y fuga de capitales, más una aceleración de la inflación con el consiguiente deterioro de la situación socioeconómica.

La plata de los jubilados para forjar un repunte electoral

La incertidumbre cambiaria, elevada inflación y tasas de interés, junto al ajuste proyectado en presupuesto, tornan difícil la idea de que 2019 pueda continuar con la zaga de años impares electorales con relativa bonanza económica. Mucho menos si el gobierno no logra flexibilizar la meta de reservas y la política de dólar flexible que impulsa el organismo.

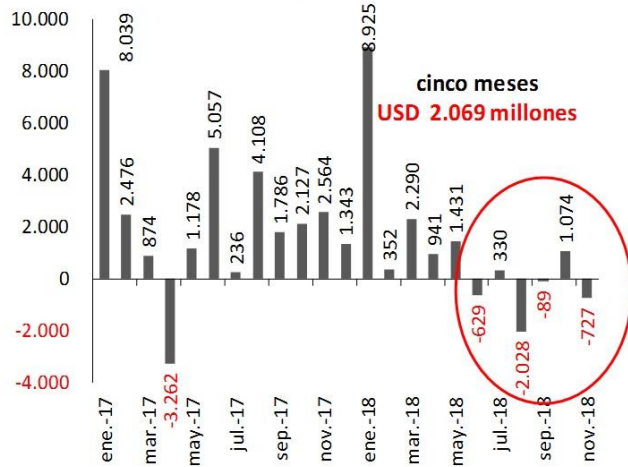
Aun así, el oficialismo tiene una serie de cajas por fuera del presupuesto para intentar forjar cierta recuperación de la actividad. En 2017 (año impar electoral) reorientó fondos del FGS del ANSES hacia préstamos personales por \$ 61.000, que actualmente alcanzan los \$ 85.769 millones. Si consideramos que los vencimientos de bonos públicos que posee el FGS superan los \$ 200.000 millones, entendemos que el gobierno podrá disponer de, al menos, \$100.000 millones a fin de duplicar los créditos personales otorgados. Ello implicaría una inyección de demanda equivalente al 2,4% del presupuesto nacional. Combinado con políticas de descuentos de bancos públicos (recordemos el 50% de descuento en supermercados del Banco Provincia), el gobierno podría lograr cierto estímulo a la economía en la previa electoral, aún bajo el actual esquema de múltiples restricciones fiscales y monetarias.

Los vencimientos de LETES presionan sobre las reservas

Desde el mes de junio de 2019, el gobierno vio cada más complicada la colocación de deuda para hacer frente los vencimientos. Luego de que en enero se registrara la última colocación de deuda en el exterior, las dificultades para la renovación de deuda se volcaron al mercado interno, en especial, sobre los vencimientos de LETES

minoristas. Según información del balance cambiario sobre vencimientos de deuda en noviembre de 2018, el gobierno debió hacer frente al pago de vencimiento de LETES (neto de nuevas colocaciones) en moneda extranjera y del Bonar 2018 por USD 1.625 millones. A ello se sumaron vencimientos con organismos internacionales por USD 330 millones. En los cinco meses que van desde junio a noviembre de 2018 el gobierno nacional debió afrontar con reservas vencimientos netos de deuda por USD 2.069 millones.

Pagos de deuda gobierno nacional (netos) - incluye LETES
 Saldos netos. En mill de u\$, BCRA.



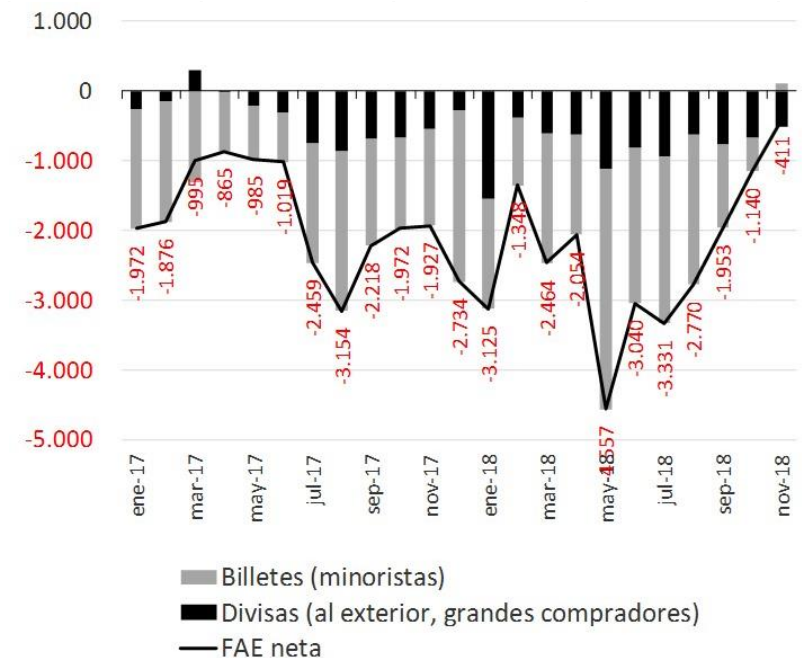
NO FUE LA SUPER TASA (I): LA RECESIÓN PULVERIZÓ LOS AHORROS Y PULVERIZÓ LA MINORISTA.

Uno de los principales efectos de la recesión y la alta inflación se registra en la dolarización del ahorro minorista.

Según información del balance cambiario, en el mes de noviembre de 2018 la formación neta de activos externos del sector privado no financiero (FAE) alcanzó los USD 411 millones, unos USD 729 millones menos que el mes anterior, y unos USD 1.970 millones menos que el promedio para todo el 2018. Esta fuerte caída se explica mayoritariamente por la compresión de la demanda de dólares minorista. En este sentido, la compra de dólares minorista resultó menor que la de grandes compradores. Sumado a ello, la compra mensual de FAE minorista se redujo tanto que el resultado neto fue superavitario. Ambas cosas no se registraban desde el levantamiento de los controles cambiarios.

Más en detalle, la salida neta de dólares minorista (posición billete) para depósito en caja de ahorro o retiro en efectivo fue superavitaria por USD 105 millones. Según informe el BCRA, 900.000 clientes compradores (98% del total c compraron menos de USD 10.000 con compras promedio USD 2.200) y 700.000 clientes vendedores. En cuanto a la FAE de grandes compradores (posición de divisas), la compra para remisión al exterior fue de USD 516 millones (3.700 clientes, con el 75% de operaciones por montos mayores a USD 2 millones).

FAE - por tipo de comprador
En mill de u\$. BCRA.



NO FUE LA SUPER TASA (II): PASADO EL “EFECTO LEBAC”, LA CREACIÓN DE PLAZOS FIJOS CONTINUÓ ESTANCADO

Luego de pasar el cuarto capítulo de la corrida cambiaria (septiembre-18), el cambio de autoridades del BCRA y cerrar del segundo acuerdo con el FMI, se implementó el nuevo esquema de super-tasa de interés en pesos.

Esta supertasa tenía como objetivo, según la óptica del gobierno y otros analistas, la contención de la fuga de capitales a través del estímulo a la colocación de ahorros en plazos fijos en pesos. Parecería ser cierto si observamos que desde el 18-9-18 al 29-10-18 (un mes) los plazos fijos crecieron \$ 150.000 millones, lo que equivale a un 16% mensual y un 63% anual. Al mismo tiempo la tasa de interés de política monetaria paso del 45% al 60% anual para colocaciones menores a 30 días, y la de plazo fijo de 30% a 44% anual para depósitos durante el mismo periodo.

Sin embargo, transcurrido unos meses ya se observa que no fue la tasa lo que hizo aumentar los plazos fijos sino el simultaneo vencimiento de LEBAC y la adopción de las LELIQ. Las LELIQ es un título que solo pueden operar bancos y, descontado letras del tesoro en pesos, bonos provinciales y obligaciones negociables, estos inversores carecen de instrumento en pesos en el que operar. El excedente de las LEBAC se volcó a los plazos fijos, especialmente entre los inversores menos diversificados. Pasado este período, el volumen total volvió a crecer a la tasa que lo venía haciendo antes: un 1,6% mensual, 64% anual.

Plazos fijos en pesos del sector privado
en millones de pesos. BCRA



AMPLIACIÓN PRESUPUESTARIA: EL 44% DEL REFUERZO ES PARA INTERESES DE LA DEUDA

Los datos de ejecución presupuestaria mostraron un fuerte incremento de partidas para cumplir con las necesidades del último mes del año. En este caso, la Oficina Nacional de Presupuesto informó para noviembre un incremento de casi \$ 440.000 millones de los créditos presupuestarios vigentes a octubre de 2018 (un 15% del crédito total vigente).

En particular, y en comparación con octubre de 2018, el gobierno incrementó en noviembre un 47% las partidas destinadas al pago de intereses de la deuda, un 23% las transferencias corrientes (subsidios a los servicios públicos, sueldos en las provincias), un 6% la seguridad social y un 1,6% la inversión real directa.

En términos de la distribución del refuerzo, de los \$ 440.000 millones casi la totalidad fue para gasto corriente, en especial pago de deuda. Del total de refuerzo presupuestario, \$ 193.061 millones será destinado al pago de la deuda, un 44% del total del refuerzo presupuestario. Esto es resultado del mayor costo financiero que tiene la deuda externa luego de la devaluación.

Presupuesto del Estado Nacional

Según objeto del gasto. En Millones de \$. ONP-MECON.

	PRESUPUESTO octubre-18	PRESUPUESTO noviembre-18	AMPLIACIÓN		
			MILL \$	VAR %	% TOTAL
Prest. Seg. Social	1.271.170	1.301.024	29.854	2,3	6,8
Tr. Corrientes	724.243	896.199	171.956	23,7	39,1
Int. deuda	405.735	598.796	193.061	47,6	43,9
Gastos de Consumo	424.440	459.464	35.025	8,3	8,0
Subtotal Gs. Corr	2.825.698	3.255.592	429.894	15,2	97,7
Tr. de Capital	107.368	106.830	-538	-0,5	-0,1
Inv. Real Directa	67.442	74.394	6.952	10,3	1,6
Inversión Financiera	13.033	16.713	3.679	28,2	0,8
Subtotal Gs. Capital	187.843	197.937	10.093	5,4	2,3
Total	3.013.541	3.453.528	439.987	14,6	100,0

PARA ACCEDER AL INFORME COMPLETO, ESCRIBINOS A INFOCESO@GMAIL.COM Y CONSULTA LOS MODOS DE CONTRATACIÓN DEL SERVICIO DE SUSCRIPCIÓN A BOLETINES

SUSCRIPCIÓN SERVICIO DE BOLETINES INFORMATIVOS DE LA COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA.



La suscripción el servicio de boletines informativos de la **Cooperativa de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz Ltda. (CESO)**, que incluye un informe de coyuntura económica mensual y un informe semanal de seguimiento de precios; más el acceso a los diversos informes del centro (rendimiento de inversiones para pequeños ahorristas; liquidación de divisas; un informe mensual temático, presupuesto, pobreza, deuda, etc.).

Datos de la Cooperativa:

COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA

CUIT: 33-71465731-9

Dirección: Nuñez2172 Piso:PBDpto:C

Condición frente al IVA: Responsable Inscripto

Baco Credicoop, cuenta 004-24083/3 CBU 1910004955000402408332

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

NRO. XII | DICIEMBRE 2018

Centro de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz

DIRECTOR

Andrés Asiain

Vice-DIRECTOR

Miguel Cichowski

CONTENIDOS TÉCNICOS DEL INFORME

Estanislao Malic

Nicolás Hernán Zeolla

Integran el CESO:

Agustín Crivelli, Angel Sabatini, Ariel Cunioli, Alejandro Demel, Carina Fernández, Cecilia Maloberti, Cristian Nieto, Christian Busto, Diego Martín, Diego Caviglia, Diego Urman, Ernesto Mattos, Estanislao Malic, Estefanía Manau, Federico Castelli, Gabriel Calvi, Javier Lewkowicz, Jorge Zappino, Juan Cruz Contreras, Juan José Nardi, Laura Di Bella, Leonardo Llorente, Lorena Paponet, Lorena Putero, Luciana Sañudo, Lucía Pereyra, Mahuén Gallo, María Laura Iribas, Mariela Molina, Martín Burgos, Maximiliano Uller, Nicolás Hernán Zeolla, Norberto Crovetto, Pablo García, Rodrigo López, Sabrina Iacobellis, Sebastián Demicheli, Valeria D'Angelo, Valeria Mutuberría, Celina Calore, Daniela Longas, Candelaria Ruano.



Centro de Estudios Económicos y Sociales
Scalabrini Ortiz



www.ceso.com.ar



[/cesoargentina](https://www.facebook.com/cesoargentina)



[@cesoargentina](https://twitter.com/cesoargentina)