

La economía argentina

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | NRO. X | OCTUBRE 2018

En este informe:

- Resumen de coyuntura - Pág.1
- Destacados prensa - Pág.5
- 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

La economía argentina – resumen de coyuntura

Octubre 2018

Record de inflación con cero emisión

El mes de octubre trajo el debut de la nueva política cambiaria y monetaria acordada con el FMI a la espera de la aprobación del nuevo acuerdo. En materia cambiaria, la banda superior de intervención en torno a los \$45 en promedio para octubre, aún no ha sido testeada dado un dólar momentáneamente calmo gracias a las elevadas tasas de interés y a la espera de las novedades en torno al acuerdo con el fondo.

Como señalamos en el informe de septiembre titulado “El nuevo acuerdo con el FMI”, el establecimiento de un techo superior a la devaluación diaria y mensual busca dar una mayor certidumbre al rendimiento en dólares que generan las inversiones en pesos, intentando disminuir el ritmo de la corrida cambiaria. Sin embargo, el tope de USD 150 M por día fijado por el FMI, limita las chances de sostener el esquema de metas cambiarias por parte del BCRA en caso de reestablecerse la demanda de dólares en el mercado local.

Sin embargo, la momentánea estabilidad del dólar no fue el resultado de la nueva política cambiaria. Más relevante parece haber sido el ingreso en la etapa final del desarme de posiciones de las LEBACs, junto al efecto indirecto de las altas tasas de interés que generó la nueva política base monetaria constante.

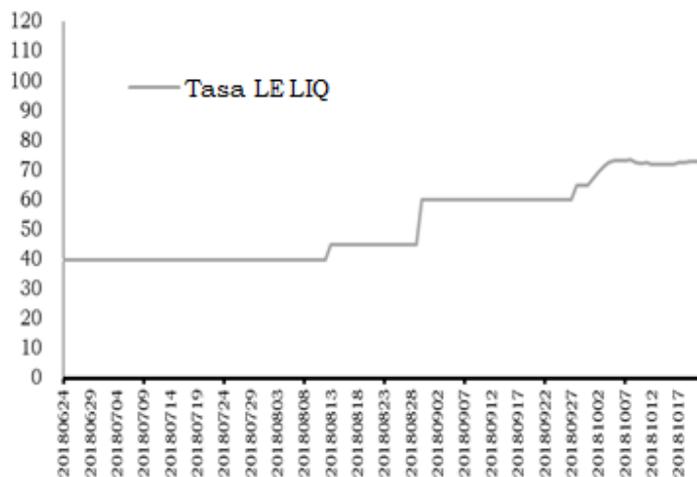
¿Una nueva pax cambiaria?

La meta de mantener congelada la base monetaria llevó la tasa de política monetaria (LELIQ) a superar el 70% anual, cuando a comienzos del acuerdo con el FMI se encontraba en el 40%. Con una inflación anual cerrando en torno el 47 y 50% en 2018,

la tasa de rendimiento real con que el BCRA subsidia a las entidades financieras se encuentra 20 puntos porcentuales arriba de la inflación, y muy por encima del 20% de costo de fondeo de los bancos.

La valorización a tan elevadas tasas de los activos financieros en manos de las entidades implica un efecto bola de nieve sobre el volumen de títulos del central. Las tasas por encima del 70% con capitalización

Tasa de política monetaria. 24 jun-21 oct 2018
% anual. Fuente: elaboración propia en base a BCRA.



semanal, implican que el volumen de tales títulos en manos de las entidades se duplique anualmente. **El stock de LELIQs ya alcanza el \$617.600 M, hecho que implica un subsidio del BCRA al sistema financiero por \$1.700 M diarios. De mantenerse las actuales tasas de política monetaria, el monto anual del subsidio al sistema financiero vía LELIQs equivale a casi el 20% del total de gastos proyectados para el Estado Nacional en el presupuesto 2019.**

Al respecto, la principal diferencia con las LEBACs que el FMI ordenó desarmar, es que las LELIQs se encuentran totalmente en manos de entidades financieras. Una diferencia considerable al pensar formas de desactivar esta nueva bomba, dada la posibilidad de regular las tenencias financieras de las entidades mediante una simple comunicación del BCRA. De esa forma, puede impedirse su conversión repentina a activos dolarizados en un eventual proceso de normalización de las tasas de interés.

Sin embargo, las tasas de los plazos fijos que pagan las entidades a los ahorristas (de entre 44 y 55%, en sintonía con las proyecciones de inflación), se sostienen en parte del subsidio del BCRA a las entidades vía LELIQs. De esa manera, un desarme de las LELIQs puede tener un impacto indirecto en las tasas de los plazos fijos y, por esa vía, en la demanda de dólares.

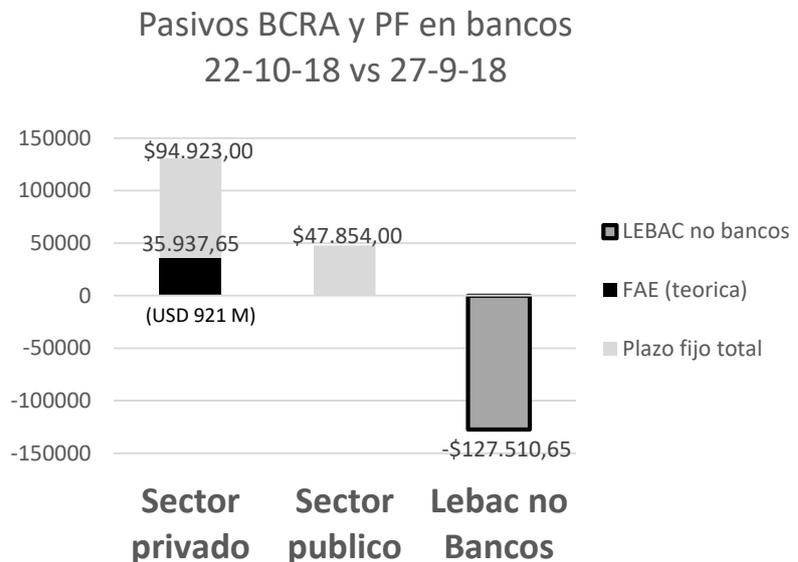
Al respecto, si bien la tasa con que el BCRA subsidia a los bancos es largamente superior a lo que es transferido al depositante, parecen haber sido suficientes para convencer a quienes no renovaron LEBACs en las últimas licitaciones. El análisis de los balances del sistema financiero indica que, a diferencia de los vencimientos

anteriores, la última etapa de desarme de LEBACs derivó en un incremento de los plazos fijos en pesos, más que en una demanda de dólares. Los depósitos a plazo del sector privado en las entidades financieras alcanzaron los \$893.000 M en la última semana (unos USD23.800 M), con un incremento de \$100.000 M en su stock durante el último mes.

La clave no parece haber sido sólo las mejores tasas ofrecidas a los inversores, sino parte de la propia dinámica del desarme de las LEBACs. Los primeros en salir, fueron los inversores más adversos al riesgo, que sustituyeron las letras del central por activos dolarizados. Los últimos en irse parecen ser

inversores dispuestos a quedarse en posicionados en pesos a toda costa, que abandonan las LEBACs expulsados por la política de desarme llevada adelante por el BCRA. En esa situación, es lógico que deriven sus inversiones hacia los plazos fijos en pesos, cuya tasa actual es similar a la que pagaban los títulos del central.

Sea por las mayores tasas o por la propia dinámica del desarme de LEBACs, la demanda de dólares del sector privado parece haber reducido temporalmente su caudal. Una estimación teórica a partir de los balances del sistema financiero, señala que la fuga de capitales del último mes se ubica entre los USD 200 y USD 900 millones (considerando un intervalo de confianza del 95%), bastante por debajo de USD 3.100 millones mensuales que se fugaron en promedio desde el inicio de la última corrida cambiaria.



La caída de la inversión productiva

La política de base monetaria constante con elevadas tasas financieras, pone en jaque a la inversión, ya que prácticamente ninguna actividad productiva puede ofrecer niveles de rendimiento que compitan con los que promete un activo financiero con mayor nivel de liquidez por su propia naturaleza económica.

La consecuencia es un desincentivo a la inversión productiva, mucho más en un contexto de retracción del consumo por una inflación que le gana la carrera a los salarios, jubilaciones y asignaciones; y del gasto público en el marco del programa de ajuste propiciado por el FMI.

Así lo refleja el propio proyecto de presupuesto del oficialismo, al estimar una contracción de la inversión real cercana al 10% para 2019.

Proyecciones Macroeconómicas del Presupuesto 2019

Fuente: proyecto de ley de presupuesto, detalle ONP/MECON.

	PBI	Consumo Privado	Consumo Público	Inversión	Expo	Impo
2019 Millones de \$ corrientes	18.415.369	11.868.319	2.806.455	2.993.911	3.817.665	3.633.846
Variaciones reales (%)	-0,5%	-1,6%	-3,4%	-9,7%	20,9%	2,8%
Variaciones nominales (%)	33,6%	34,4%	20,5%	28,5%	69,9%	47,5%
Variación (%) Precios implícitos	34,2%	36,6%	24,7%	42,2%	40,5%	43,5%

La caída del 40% interanual en las cantidades importadas de “Bienes de Capital” en septiembre, es otro indicador de como el programa económico oficial dejó de lado la expectativa de una lluvia de inversiones para pasar a promover su sequía.

Importaciones por Principales Rubros

Variación % mismo mes del año anterior. ICA-INDEC

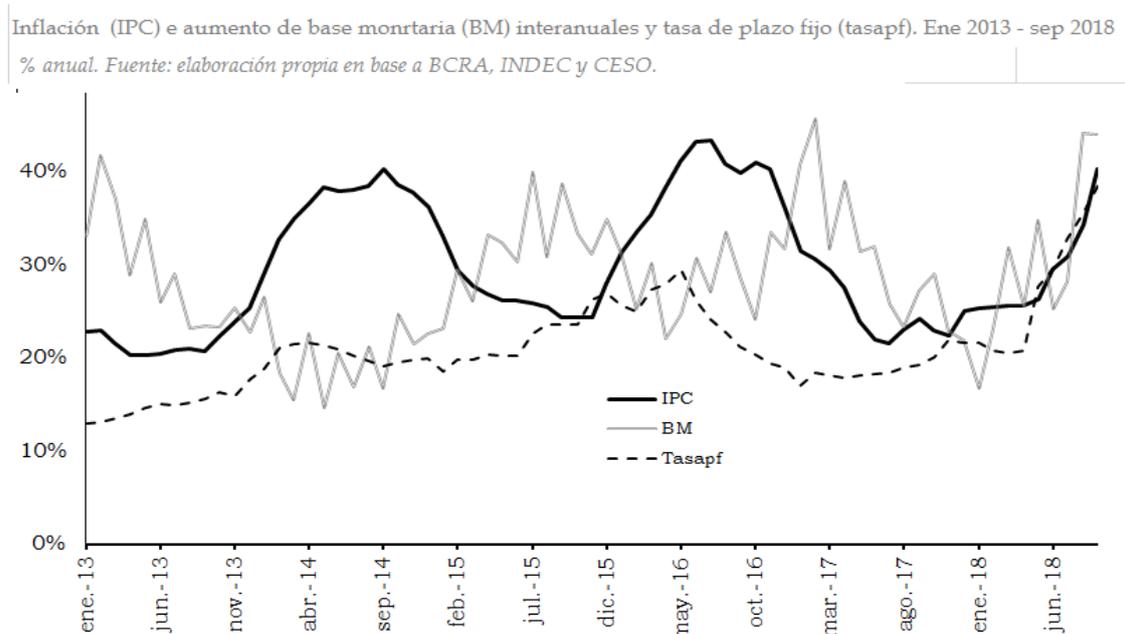
	septiembre			nueve meses		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
Importación	-21,2	9,9	-28,3	5,9	4,3	1,4
Bs. de Capital	-42,3	-3,7	-40,1	-9,8	-5,6	-4,5
Bs. Intermedios	-0,3	17,4	-15,0	18,1	9,9	7,4
Combustibles y lubricantes	23,3	31,3	-6,0	25,6	27,8	-1,7
Piezas y Acc para Bs de Capital	-23,8	5,9	-28,0	3,4	1,0	2,3
Bs. de consumo	-27,5	-3,4	-25,0	3,6	-1,1	4,8
Vehículos automotores	-50,2	2,9	-51,4	-1,9	2,0	-3,8
Resto	-8,3	-	-	-0,9	-	-

Inflación inercial y fracaso de las políticas monetaristas

Pero el punto más débil del programa en curso es el evidente fracaso de las políticas monetaristas en el control de la inflación. El lanzamiento del programa de emisión cero con muy elevadas tasas de interés, coincidió con el dato más alto de inflación de la última década. La inflación de septiembre que difundió el INDEC cerró en 6,5% mensual (40,5% respecto a septiembre de 2017), debiéndose remontar a abril de 2002 para encontrar la inflación mensual más elevada en las últimas décadas. La inflación de octubre se encontrará en niveles algo menores pero muy elevados, ya

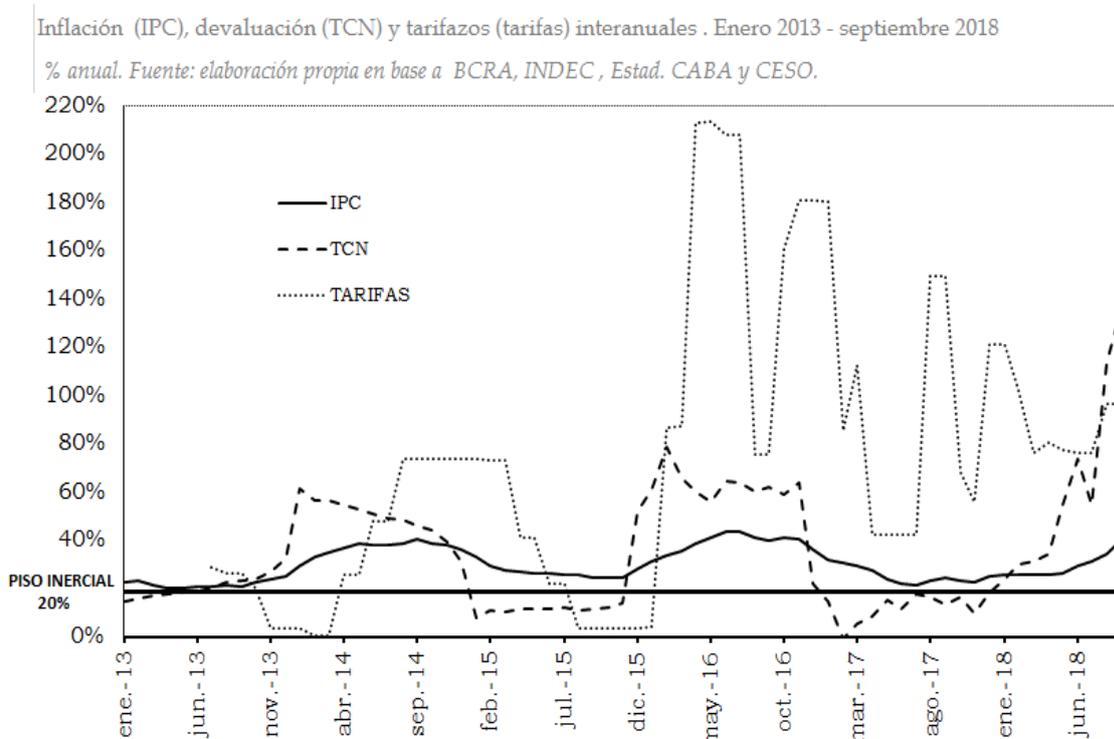
que el Índice de Precios de Supermercados que monitorea el CESO muestra incrementos semanales del 1,4% en promedio durante la primera quincena de octubre. La coincidencia entre pico de inflación y el inicio del programa ultra-monetarista de cero emisión, no es una simple casualidad. La política monetaria ortodoxa ya lleva varios años de fracaso en el control de la inflación, y su implementación en forma más enérgica sólo generará un fracaso más enérgico.

Las políticas monetaristas para controlar la inflación han demostrado un extremo fracaso en los últimos años. Como muestra la evidencia empírica, los períodos de aceleración de la inflación de 2014, 2016 y 2018 han convivido con subas pronunciadas de las tasas de interés. El programa de base monetaria constante tampoco tiene antecedentes recientes que lo respalden en términos de efectividad para estabilizar los precios. Las etapas de desaceleración del crecimiento de la base monetaria de 2014 y 2016, convivieron con la aceleración de los precios. Las causas del fracaso de las políticas monetarias ortodoxas en el control de la inflación son simples: la suba de los precios en Argentina en los últimos años no tiene un origen monetario.



Si se deja de lado el dogmatismo monetarista, puede observarse que la inflación de los últimos años tiene fuertes componentes inerciales (con un piso alrededor del 20% anual), que se acelera cada vez que se realizan devaluaciones, mientras se desacelera

cuando se plancha el dólar. El impacto de los aumentos de tarifas sobre la dinámica de los precios también es significativo, aunque con un impacto mucho menor que la evolución del dólar.

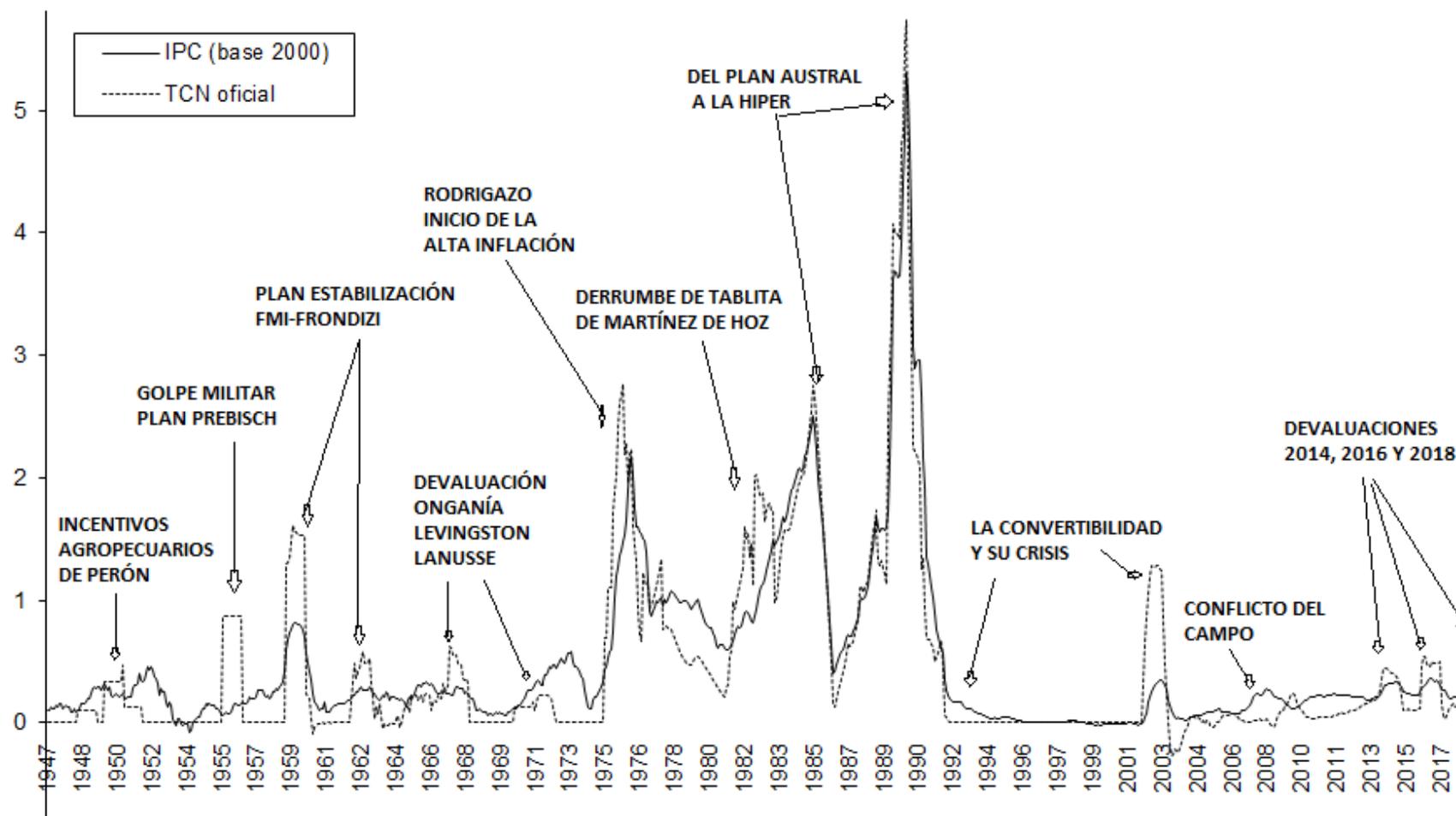


Así puede observarse en la gráfica cómo desde 2013, **sobre un piso inercial del 20%, la inflación se aceleró los años pares no electorales, en los que hubo subas pronunciadas del dólar (2014, 2016 y 2018), mientras que se redujo los años impares, electorales, donde la política viró a estabilizar el tipo de cambio (2013, 2015 y 2017)**. Esa dinámica de los precios es la que explica la reciente aceleración de la inflación en el marco de un alza del dólar, que alcanzó el 100%, entre abril y septiembre de 2018.

También permite anticipar la continuidad de las elevadas tasas de inflación si no se modifica la política oficial en la materia, hacia una que ataque los elementos inerciales. Desde el CESO, ya en marzo de 2014 advertíamos sobre el fracaso de las recetas tradicionales para enfrentar este tipo de inflación, realizando una propuesta heterodoxa que ataque sus componentes inerciales. Ver al respecto, nuestro informe titulado “[Propuesta de política heterodoxa para reducir la inflación](#)”. Para presentar el actual escenario de precios desde una perspectiva histórica, presentamos la larga historia inflacionaria de las últimas décadas en un resumen gráfico.

Tasa de inflación (IPC) y devaluación (TCN). Enero 1947 - septiembre 2018

Var. Log.



Fuente: *elab. propia en base Asiain (2014) "Propuesta de política heterodoxa para reducir la inflación", http://www.ceso.com.ar/sites/default/files/ceso_propuesta_inflacion.pdf*

DÓLARES 2019: SE SECA LA PLAZA DE DEUDA PRIVADA Y SUMA OTRA PRESIÓN SOBRE LAS RESERVAS

Una de las razones de que la crisis cambiaria no está terminada es que la economía argentina registra una fuerte persistencia a la salida de dólares por diversas fuentes, especialmente financieros. Desde el cambio de gobierno se registró una salida estructural por dos fuentes: déficit comercial y la fuga de capitales.

Pero, desde febrero de 2018, se sumó una tercera. En coincidencia con la caída del índice S&P 500, el ingreso de fondos especulativos paso de superavitario a deficitario, girando de oferente a demandante de dólares hacia el exterior.

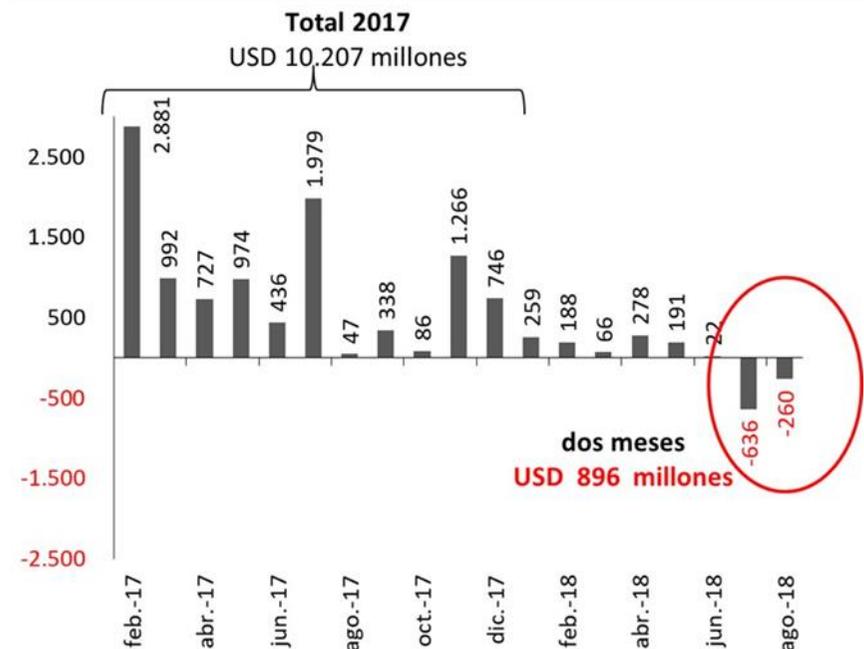
Y desde hace dos meses, parece que se suma una cuarta: la necesidad de dólares para el repago de deuda privada.

Según información del balance cambiario del BCRA para agosto de 2018, la financiación de los mercados de capitales al sector privado y las provincias resultó deficitario por segundo mes consecutivo. En agosto se registró una salida neta de USD 260 millones, que se suma al déficit de USD 636 millones de julio de 2018. Entre ambos meses, ya se registró una pérdida de dólares neto por pago de deuda privada y de provincias por USD 896 millones.

Hacia adelante, la única fuente de oferta neta de divisas resulta ser el sector público gracias al acuerdo con el FMI y cierta expectativa sobre la reversión del déficit de cuenta corriente.

Sin embargo, de continuar la persistencia de la salida de dólares por fuga de capitales, la salida de inversiones de cartera y ahora la deuda provincial y privada, hace que las necesidades de dólares deban ser cubiertas casi en totalidad con reservas. Cosa que el FMI se opone. Eso presiona sobre el dólar y la tasa de interés.

Préstamos financieros, títulos de deuda y líneas de crédito
Saldos netos. En mill de u\$, BCRA.



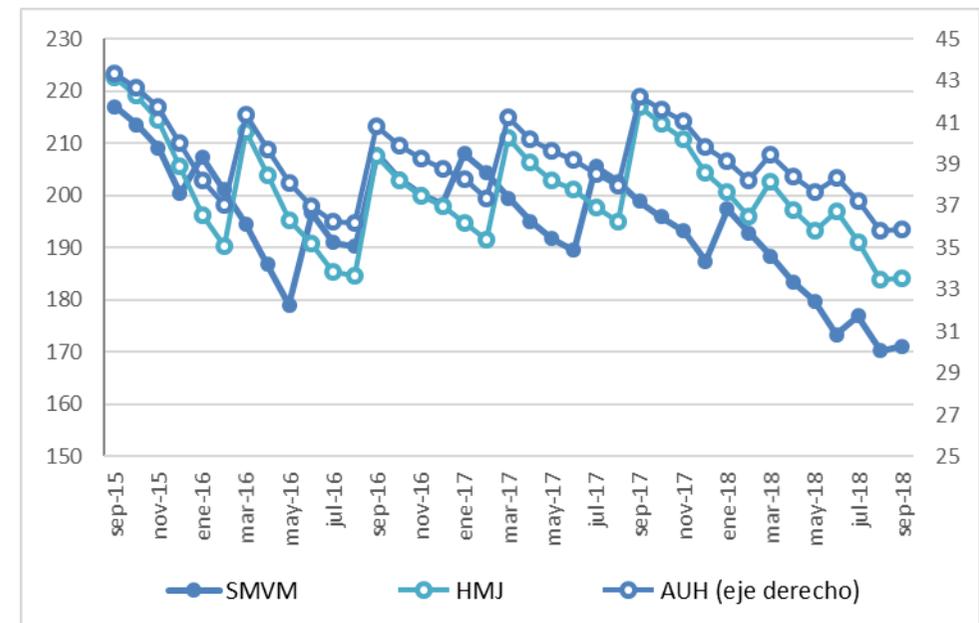
SE ACENTÚA LA TENDENCIA DECRECIENTE DE LOS INGRESOS

El modelo económico de Cambiemos ingresa en año electoral con un marcado deterioro de los ingresos desde septiembre de 2015. Desde entonces la Asignación Universal por Hijo y la jubilación mínima cayeron 17,2% (14% en la gestión Cambiemos). Recordemos que el caso de las jubilaciones se agrava aún más considerando el reemplazo de la política de moratorias por la de asignación de una Pensión Universal para los Adultos Mayores (PUAM), la cual es aún 20% más baja.

El caso del Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVV) es aún más grave, ya que el mismo cayó 21% en términos reales en tres años, y 18% en la gestión Cambiemos. Hacia 2019 el escenario no resulta prometedor para esta población, ya que el entonces Ministerio de Trabajo estipuló que el mismo aumentará escalonadamente hasta llegar a los \$12.500 en julio de 2019, un 16,8% más que en la actualidad. Si consideramos que la inflación del mes de septiembre fue del 6,5% (7% en alimentos y bebidas), resulta difícil pensar que el salario mínimo se mantendrá al ritmo de la dinámica inflacionaria.

AUH, SMVS y HMJ

Evolución Real (dic 2001 = 100)



Fuente: elaboración propia en base de datos del INDEC y de Institutos de Estadísticas Provinciales.

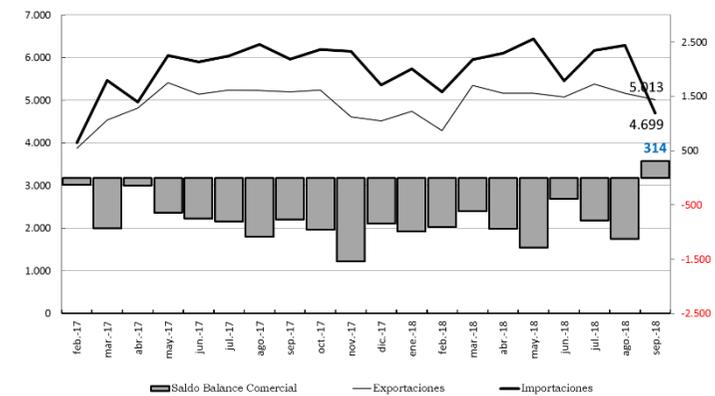
DEVALUACIONES RECESIVAS: EL AJUSTE POR IMPORTACIONES DEL SECTOR EXTERNO

La balanza comercial argentina presentó un superávit de USD 314 M por primera vez desde diciembre de 2016. La devaluación nominal del 110% desde diciembre de 2017 ha tenido un fuerte impacto en el nivel de actividad, reduciendo violentamente las importaciones y generando un pequeño excedente en el sector externo.

A pesar de que las exportaciones cayeron 4,8%, las importaciones lo hicieron aún más, compensando con creces el deterioro en los ingresos. El principal ahorro provino de la caída en las compras de Bienes de Capital, las cuales presentaron una reducción de USD 597. Dentro de ellos, el rubro con mayor impacto fue Equipos de Transporte Industriales, los cuales disminuyeron USD 303 M.

Las Piezas y Accesorios para Bienes de Capital también presentaron un fuerte descenso, con una caída interanual de USD 271 M. Los Bienes de Consumo y los Vehículos de Pasajeros también mostraron retrocesos, alcanzando los USD -241 M y USD -252 M respectivamente.

Resultado del Intercambio Comercial Argentino



Exportaciones e Importaciones por Principales Rubros

Variación % mismo mes del año anterior. ICA-INDEC

	septiembre			nueve meses		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
Exportación	-4,8	7,3	-11,2	3,5	8,1	-4,4
Productos Primarios	-32,3	4,2	-35,0	-12,1	7,8	-18,6
Manuf. de Origen Agrop. (MOA)	1,2	3,2	-2,0	0,2	9,3	-8,4
Manuf. de Origen Ind. (MOI)	-4,0	0,5	-4,4	11,1	3,5	7,3
Combustibles y Energía	122,2	23,2	81,1	91,9	27,1	50,9
Importación	-21,2	9,9	-28,3	5,9	4,3	1,4
Bs. de Capital	-42,3	-3,7	-40,1	-9,8	-5,6	-4,5
Bs. Intermedios	-0,3	17,4	-15,0	18,1	9,9	7,4
Combustibles y lubricantes	23,3	31,3	-6,0	25,6	27,8	-1,7
Piezas y Acc para Bs de Capital	-23,8	5,9	-28,0	3,4	1,0	2,3
Bs. de consumo	-27,5	-3,4	-25,0	3,6	-1,1	4,8
Vehiculos automotores	-50,2	2,9	-51,4	-1,9	2,0	-3,8
Resto	-8,3	.	.	-0,9	.	.

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. X | OCTUBRE 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)