

# Newsletter INSECAP UCES

## Facultad de Ciencias Económicas

### Editorial

**2**018 cerró con una **caída del PBI del 2,6%**, la más profunda desde 2009. Ahora bien, existen algunos indicios de que ya se tocó fondo. ¿Cómo puede ser eso, si los indicadores económicos muestran importantes retrocesos en la comparación interanual –es decir, contra los primeros meses de 2018? La razón es que si usamos mediciones intermensuales desestacionalizadas (en lugar de comparar contra el mismo mes del año previo) ya existen signos de alguna mejora. No obstante, todavía es **muy pronto** para concluir que estamos ante una fase de recuperación. Habrá que esperar a lo que ocurre en los próximos meses para ver si estamos ante una nueva fase expansiva o a si la economía sigue en el letargo.

La inflación y el empleo son motivos de preocupación. Si la actividad económica empezó 2019 con algunos tibios signos de mejora, la dinámica de los precios es preocupante. En el primer bimestre **la inflación se volvió a acelerar**, volviendo muy improbable una hipotética meta del 30% para 2019. La aceleración de la inflación, a su vez, conspira contra la necesaria recuperación del poder adquisitivo, que todavía no logra empezar a recuperar lo perdido en 2018. La recuperación del poder adquisitivo es una condición necesaria para que se incremente el alicaído consumo y, con ello, la actividad económica.

Por su parte, los últimos datos de empleo son **decepcionantes**. Entre marzo y diciembre de 2018 **se destruyeron más de 130.000 puestos de trabajo en blanco en las empresas**. Allí todavía no se tocó el piso. Que el empleo de calidad se recupere requiere de una suba en la actividad económica. Que la actividad económica se expanda requiere –en parte– de que el consumo lo haga, lo cual a su vez requiere que los ingresos de la población mejoren. Para que ello ocurra, la estabilidad cambiaria (que permita desacelerar la inflación) luce como un imperativo. Si en 2019 volvemos a experimentar shocks cambiarios como los de 2018, difícilmente podamos ver la tan ansiada recuperación. El contexto externo también es relevante: si Brasil aumenta su tasa de crecimiento, nos demandará más bienes industriales, incentivando la muy deprimida actividad manufacturera local. Del mismo modo, si continúa –como viene pasando desde octubre– la baja en la tasa de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos, tendremos menor estrés cambiario, lo cual ayudará en parte a estabilizar la macro argentina.

# A. ¿TOCÓ FONDO LA RECESIÓN?

Las primeras estimaciones del INDEC arrojan que la economía argentina cayó 2,6% en 2018, producto del muy intenso proceso devaluatorio comprendido entre fines de abril y fines de agosto, que llevó al peso argentino de \$20 por dólar a orillar los \$40. La aceleración inflacionaria subsiguiente –que hizo que **la inflación de 2018 fuera la más alta desde 1991**, al superar el 47%– deterioró fuertemente el poder adquisitivo de los hogares, lo cual deprimió el principal componente de la demanda agregada: el consumo. Asimismo, el gasto público –otro de los motores de la economía– también operó contractivamente, habida cuenta de la intención oficial de reducir el déficit fiscal, considerado por el equipo económico como la madre de los problemas macroeconómicos.

¿Sabías que... en febrero de 2019 la inflación interanual superó el 50%? No se registraba ese fenómeno desde 1991.



Ahora bien, en las últimas semanas, el gobierno empezó a mostrarse esperanzado con la idea de que la recesión haya tocado su piso. ¿Tiene asidero este tímido entusiasmo? Veamos.

En el Cuadro 1 se exponen algunos indicadores de coyuntura, con los últimos datos disponibles de enero/febrero de 2019. En este Cuadro se toman las variaciones *interanuales* (es decir, comparando contra el mismo período del año anterior) de diversas variables. Tal como se puede ver, la gran mayoría de los indicadores muestra que hoy estamos peor que hace un año atrás:

- De acuerdo con la consultora de Orlando Ferreres, en enero la actividad económica fue 5,9% menor que el mismo mes del año pasado.
- Según el INDEC, en enero la industria produjo 10,8% menos que hace un año atrás.
- Según el Grupo Construya (que nuclea a empresas que fabrican materiales para la construcción), la actividad de la construcción se contrajo 20,1% en el último año.
- La CAME (Confederación Argentina de la Mediana Empresa) estimó que en febrero de 2019 las ventas minoristas se contrajeron casi 12% contra el mismo mes de 2018. En el terreno de los durables, la ACARA (Asociación de Concesionarios de la República Argentina) publicó que las ventas de autos y motos están siendo por lo menos 40% menores a las de hace un año atrás.
- El Instituto Germán Abdala (ITEGA) calculó que el consumo y la inversión cayeron, respectivamente, 9,3% y 27,2% en enero (interanual). Esta merma del consumo es consistente con los datos que provee el IET (Instituto Estadístico de los Trabajadores), que estiman que el poder adquisitivo del salario se contrajo 11,5% entre febrero de 2018 y febrero de 2019 (producto de salarios subiendo levemente por encima del 30% contra una inflación que ya supera el 50% comparada contra doce meses atrás).
- Según el INDEC, las exportaciones –que según la teoría convencional deberían crecer rápidamente con la devaluación– se mantuvieron estables en cantidades en enero, comparado contra el mismo mes de 2018.

Cuadro 1

| Indicadores de coyuntura (enero-febrero) |   |   |  |  |                           |
|--|---|---|--|--|---------------------------|
| Sector                                   | 2018 contra 2015<br>(promedios anuales) | Acumulado 2019<br>contra acumulado<br>2018 (var.<br>interanual) | Mismo período<br>año anterior (var.<br>interanual) | Tendencia<br>interanual<br>enero-<br>febrero | Fuente                    |
| Actividad general*                       | -1.7%                                   | -5.9%   | -5.9%  | -  | INDEC-Ferreres            |
| Actividad industrial*                    | -6.6%                                   | -10.8%  | -10.8%   | -  | INDEC                     |
| Construcción (índice Construya)*         | -10.3%                                  | -20.1%  | -20.1%   | -  | Grupo Construya           |
| Comercio minorista (CAME)                | -14.6%                                  | -11.0%  | -11.9%   | -  | CAME                      |
| Consumo*                                 | -4.5%                                   | -9.3%   | -9.3%  | -  | ITEGA                     |
| Inversión*                               | 0.6%                                    | -27.2%  | -27.2%   | -  | INDEC-ITEGA               |
| Exportaciones (cantidades)*              | 5.8%                                    | 0.0%  | 0.0%   | =  | INDEC                     |
| Importaciones totales (cantidades)*      | 10.7%                                   | -26.4%  | -26.4%   | -  | INDEC                     |
| Impo Bs. de consumo (cantidades)*        | 33.7%                                   | -34.9%  | -34.9%   | -  | INDEC                     |
| Inflación nacional                       | 2015: 26.6%<br>2018: 33.7%              | 50.4%   | 51.6%  | +  | IPC INDEC + Provincias    |
| Salario real (formal)                    | -7.9%                                   | -10.7%  | -11.5%   | -  | INDEC / IET / SIPA        |
| IVA impositivo real                      | 4.4%                                    | -4.4%   | -5.6%  | -  | AFIP / INDEC / Provincias |
| Producción de autos                      | -14.1%                                  | -22.1%  | -16.4%   | -  | ADEFA                     |
| Patentamiento de autos                   | 25.5%                                   | -46.0%  | -42.8%   | -  | ACARA                     |
| Venta de motos                           | 35.8%                                   | -43.7%  | -43.0%   | -  | ACARA                     |

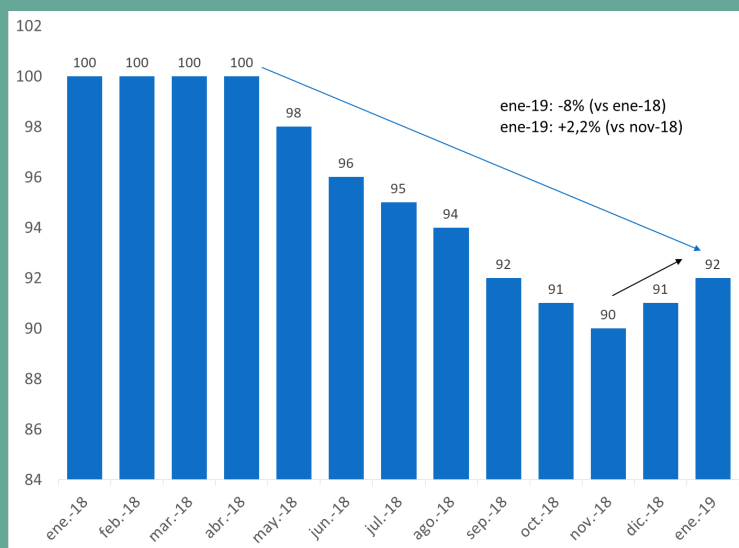
\*: dato de enero

Si los datos interanuales son tan negativos, ¿por qué entonces el gobierno señala que ya se tocó fondo? La razón tiene que ver con la forma en la cual se miden los indicadores económicos.

Como se dijo, en el Cuadro previo, la comparación de las variables se hace contra el mismo mes del año previo. Ahora bien, pongamos un ejemplo hipotético. Imaginemos que la economía producía 100 en enero de 2018 y que a partir de abril empieza a producir cada vez menos hasta llegar a 90 en

noviembre, y luego 91 en diciembre y 92 en enero (Gráfico 1). En este ejemplo hipotético, si comparamos enero de 2019 contra enero de 2018, veríamos que la caída es del 8%. Sin embargo, tal como se ve en el Gráfico, el peor momento de este ejercicio hipotético es noviembre, cuando se produce 90; en efecto, en enero se produjo 2,2% más que en noviembre. El argumento del gobierno es exactamente el siguiente: “la comparación interanual da mal, pero en realidad lo peor ya pasó, pues el piso se dio en noviembre–diciembre”.

Gráfico 1: Evolución de la actividad económica (ejercicio hipotético con fines didácticos)



Fuente: elaboración propia. Nota: los datos son ficticios y meramente a título ilustrativo, aunque captan estilizadamente la dinámica de la economía argentina. Para ver los datos reales, ir al Gráfico 2.

Una cuestión a tener en cuenta –y motivo por el cual la comparación interanual suele ser más “popular” que la mensual– es que para que la comparación intermensual sea válida se deben **desestacionalizar** las series. La razón es sencilla: la producción y el consumo tienen claros patrones estacionales. A modo de ejemplo, el turismo tiende a darse más en verano que en otoño y la producción de autos tiende a disminuir en enero respecto de diciembre porque el grueso del personal se va de vacaciones. De este modo, la comparación mensual no ajustada por estos fenómenos estacionales nos dice poco y nada acerca del ciclo económico, ya que estaríamos comparando peras con manzanas. En consecuencia, si queremos comparar series mes contra mes, debemos aplicar alguna técnica de desestacionalización (existen programas estadísticos que la hacen).

¿Sabías que... si queremos comparar datos económicos entre meses distintos necesitamos aplicar un procedimiento que se llama “desestacionalización”? Ello es necesario pues hay meses en donde los consumos y la producción tienen un marcado componente estacional: un caso típico es el turismo.

¿En qué se basa el gobierno, entonces, para decir que se tocó piso? En una serie de datos desestacionalizados, a saber:

- Según el INDEC, en diciembre la actividad económica creció 0,7% mensual (contra noviembre).
- También de acuerdo con INDEC, en enero la industria creció 4,6% mensual contra diciembre. En el caso de la construcción,

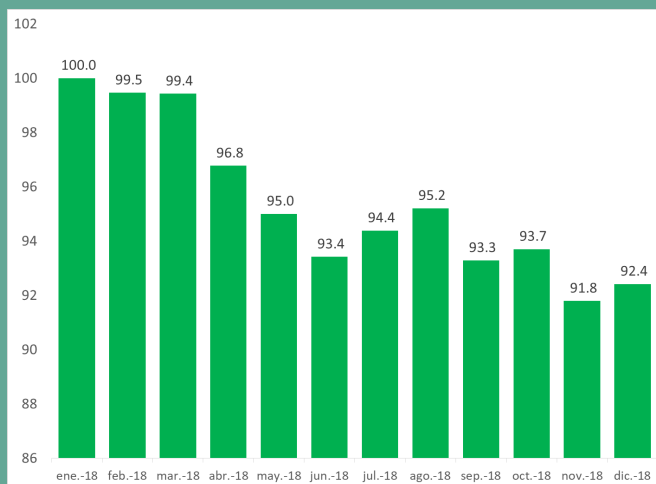
el piso también habría sido en diciembre, dado que en enero creció 4,4% contra diciembre.

- La producción de autos desestacionalizada creció 8,9% mensual en enero (comparado contra diciembre) y luego 6,4% mensual en febrero (contra enero). En tanto, el patentamiento de autos creció 6,3% en febrero (contra enero).
- Las importaciones desde Brasil (que son indicador de demanda local) se incrementaron 4,3% mensual en febrero (contra enero, que ya había crecido 6% mensual contra diciembre).
- Los impuestos sobre los débitos y los créditos crecieron (en términos reales) 1,7% mensual en enero y 1,6% mensual en febrero.

**¿Tiene razón el gobierno?** Efectivamente, algunos datos desestacionalizados muestran una mejora en los primeros meses de 2019 respecto de finales de 2018. La razón de tal aparente mejora podría ser un freno a la caída de los salarios reales producto de cierta estabilidad cambiaria (particularmente durante enero, cuando se habló de “veranito financiero”).

Sin embargo, **estos indicadores todavía no marcan una tendencia firme**. Es muy recurrente que haya ciertas mejoras puntuales en algunos meses, pero que luego sobrevengan meses con nuevos retrocesos. El Gráfico 2 es similar al Gráfico 1, pero en lugar de mostrar una economía estilizada e hipotética muestra los datos reales de la actividad económica de Argentina durante el último año (desestacionalizados). Si en enero de 2018 se producía 100, en diciembre se producía 92,4 (esto es, 7,6% menos). No obstante, el peor momento de la serie es noviembre (91,8). ¿La mejora de diciembre es condición suficiente para augurar que la recesión ya terminó? Nuestra opinión es que **todavía es prematuro**. Nótese lo que pasó en meses como julio, agosto u octubre: en ambos casos hubo mejoras contra los meses previos, pero luego se registraron nuevas caídas que desanduvieron tales mejoras transitorias. Ojalá que esta vez la aparente mejora de los últimos meses no sea un mero espejismo.

**Gráfico 2: Actividad económica de Argentina, serie desestacionalizada (2018), enero de 2018=100**



Fuente: elaboración propia en base a EMAE-INDEC. Nota: este gráfico muestra datos reales provistos por el INDEC, a diferencia del Gráfico 1 que mostraba datos inventados con fines didácticos.

Lo desarrollado anteriormente se conecta directamente con la siguiente pregunta: ¿qué pasará con el PBI en 2019? De acuerdo con las estimaciones de las consultoras privadas, relevadas por una encuesta que les hace mensualmente el Banco Central<sup>1</sup>, el PBI caerá 1,3% en 2019 respecto de 2018. En tanto, el gobierno confía en que el PBI se mantenga en 0%. ¿No contradicen estas perspectivas de crecimiento la idea de que “lo peor ya pasó”?

¿Sabías que... en enero llegaron 339.200 turistas a Argentina? Ello representa una suba del 25,7% respecto de enero de 2018. En contraste, cayó 20,3% la cantidad de argentinos veraneando en el exterior. La razón es simple: la devaluación del año pasado abarató a Argentina en dólares.

La respuesta es que no, y nuevamente, la clave estriba en comprender cómo se miden las variables económicas. Cuando medimos

el PBI, lo que hacemos es sumar todo lo producido en un año. Yendo al ejemplo del gráfico anterior, si sumamos las doce barras, tendríamos que habríamos producido en total 1144,8, lo cual da un promedio mensual de 95,4. Imaginemos ahora que en todo 2019 la producción se mantiene en el mismo nivel de diciembre de 2018 (92,4). En este caso, la producción *total* de 2019 sería de 1108,8, es decir, un 3,1% menos que en *todo* 2018. Eso es muy diferente a decir que la economía a fines de 2019 era 3,1% menor que a fines de 2018; en efecto, ello no ocurre, la economía a fines de 2019 sería igual, dado este escenario hipotético, a la de fines de 2018.

En economía, este fenómeno se llama “**arrastre estadístico**”. Si comparamos todo lo producido en 2018 contra todo lo producido en 2017, tenemos que la economía se contrajo 2,6% el año pasado. Ahora bien, si comparamos lo producido en diciembre de 2018 contra lo producido en diciembre de 2017, tenemos una caída del 7%. Cuando la caída interanual tomando el último mes del año es mayor a la caída del promedio del año, se dice que “se deja un arrastre estadístico negativo para el año entrante” (en este caso del 3,1%), y viceversa cuando ocurre al revés. Por tal razón, es perfectamente compatible que el *promedio* de 2019 sea peor que el *promedio* de 2018 y que, a su vez, el peor momento de la crisis se haya dado a fines de 2018.

<sup>1</sup> Tal encuesta se denomina REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado).

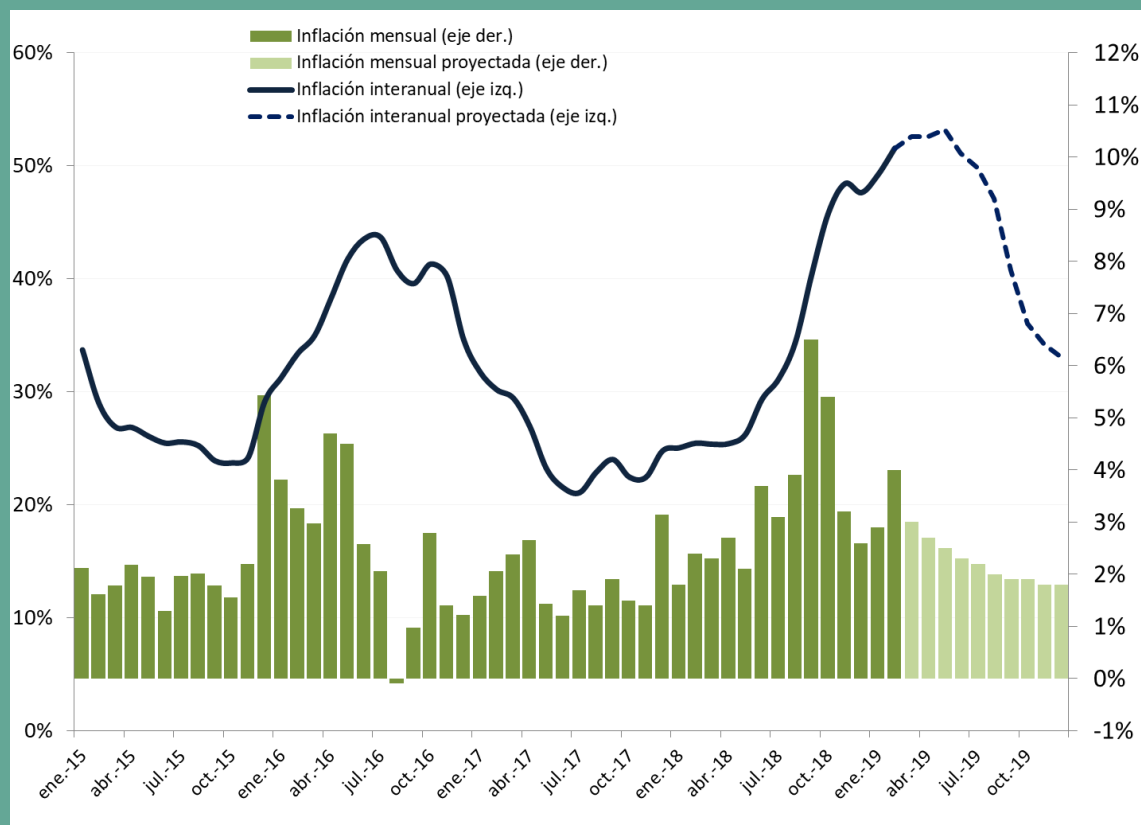
## B. INFLACIÓN Y EMPLEO

Si bien hay indicios de que lo peor de la recesión ya habría pasado, **la cuestión inflacionaria viene preocupante**. Tras el pico inflacionario de septiembre pasado (6,5%), la inflación mensual comenzó a desacelerar (5,4% en octubre, 3,2% en noviembre y 2,6% en diciembre). Sin embargo, el dato de enero se mostró negativo, ya que en un mes de estabilidad cambiaria (coincidente con el “veranito financiero”) la inflación se aceleró al 2,9% (Gráfico 3). Aún más, las estimaciones para febrero rondan el 3,5/4%, dificultando sensiblemente

la posibilidad de que la inflación de 2019 se ubique por debajo del 30%. Asimismo, este rebrote inflacionario reciente compromete la necesaria recuperación del salario real, motor clave de la actividad económica.

En el Gráfico 3 podemos ver la dinámica inflacionaria de los últimos años en Argentina. De no mediar grandes saltos cambiarios, la inflación probablemente vaya desacelerándose hacia la franja del 2% mensual. Aun así, desde INSECAP creemos que resulta **poco probable que la inflación sea menor al 33% en 2019**. Ahora bien, si la economía argentina vuelve a experimentar sacudones cambiarios como los de 2018, la consecuencia será una inflación más alta, una nueva caída del poder adquisitivo y un freno a la recuperación económica. Ojalá ello no ocurra.

Gráfico 3: La inflación en Argentina (2015–2019)



Fuente: INSECAP en base a INDEC e institutos provinciales de estadística.

Por su lado, en lo que concierne al empleo, todavía no se ve la luz al final del túnel. Los últimos datos disponibles son de diciembre (dado que los datos salen con mayor rezago que, por ejemplo, los de inflación). En dicho mes, la destrucción de empleo de calidad no había frenado aún.

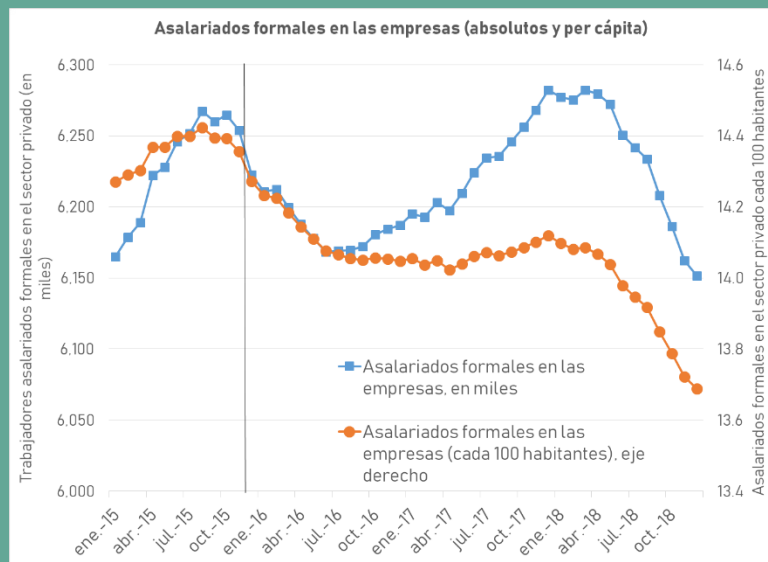
Según datos del Ministerio de Producción y Trabajo, entre marzo y diciembre de 2018, la cantidad de asalariados en blanco en las empresas (el que hay consenso que es deseable aumentar) se desplomó 2,1%, lo que equivale a 131.000 empleos de calidad menos en tan solo nueve meses (Gráfico 4).

Este dato es doblemente preocupante si se tiene en cuenta que **la población en edad laboral sigue creciendo**, de modo que no solo es necesario evitar que se pierdan empleos, sino que el empleo debe crecer cuanto menos al ritmo de crecimiento de la población en edad laboral (alrededor del 1% anual). Si comparamos contra fines de 2015, se destruyeron 102.000 empleos de calidad en el sector privado, siendo **el sector industrial el gran expulsor de mano de obra** (123.000 empleos menos). Nótese que en el Gráfico 4 se incorpora una serie que muestra la cantidad de asalariados

formales privados cada 100 habitantes (línea naranja). Desde fines de 2015 (salvo algunos meses entre 2017 y principios de 2018), esta serie muestra una caída sostenida.

En conclusión, resulta fundamental que haya estabilidad cambiaria, lo cual permitiría moderar la inflación y que, a su vez, ello permita una recomposición del poder adquisitivo, la cual permitiría reactivar la economía y, con ello, el empleo de calidad. Sin tal estabilidad, resulta muy poco probable que encontremos una mejora en el alicaído nivel de vida de la población.

Gráfico 4



Fuente: INSECAP en base a Ministerio de Trabajo y Producción y proyecciones demográficas del Banco Mundial.

## C.

### EL CONTEXTO INTERNACIONAL

Como es bien sabido, lo que ocurra en el resto del mundo repercute directamente en nuestro país. Variables como los precios de los bonos del Tesoro norteamericano inciden fuertemente, ya que las subas o bajas de las tasas de interés en Estados Unidos tiene correlato directo en las monedas de los países emergentes. Asimismo, lo que ocurra con las tasas de crecimiento del PBI de las principales economías también es relevante, pues en general (aunque no siempre) cuando crecen las principales economías tiende a aumentar el comercio internacional y, por ende, la probabilidad de que nuestras exportaciones aumenten.

¿Sabías que... en febrero las exportaciones de China al mundo cayeron 21% interanual? La razón principal es la guerra comercial con Estados Unidos, país que el año pasado incrementó drásticamente las tarifas a las importaciones de muchos productos chinos.

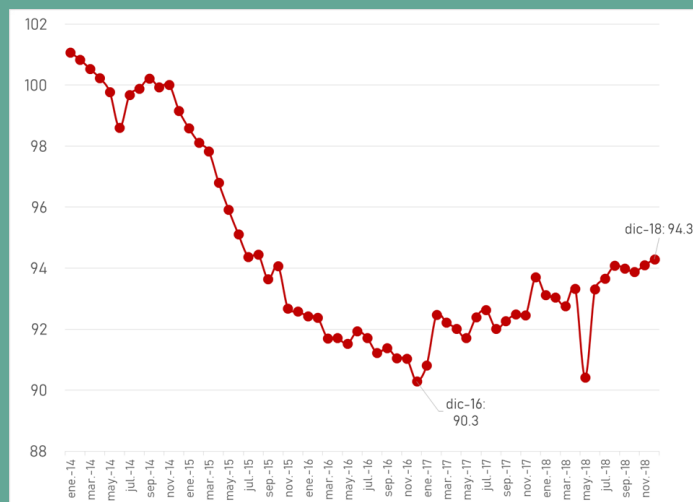
Decíamos en el párrafo previo que en general un aumento del PBI mundial se correlaciona con un aumento del comercio mundial. Sin embargo, en los últimos meses viene ocurriendo un divorcio entre ambas variables (PBI mundial y comercio mundial). **De acuerdo con la OMC, en el primer trimestre de 2019 el comercio mundial viene ralentizándose. No solo eso, a fines de 2018 se ubicó en el valor más bajo desde 2010.** La razón principal de ello estriba en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. En efecto, en febrero las exportaciones chinas al mundo cayeron 21% interanual, producto en buena medida del aumento de las tarifas que impuso el año pasado el gobierno de Donald Trump<sup>2</sup>. En las próximas semanas debería haber novedades sobre las negociaciones en curso entre las dos principales economías del mundo.

¿Sabías que... la economía brasileña creció 1,2% en 2018? No obstante, la recuperación de la fuerte

crisis de 2014–2016 es muy lenta. En diciembre pasado, el nivel de actividad estuvo 5,7% por debajo del de 2014.

Otro factor importante de cara a nuestra economía es lo que ocurra con **la economía brasileña, que en 2018 creció un modesto 1,2% interanual.** Tal como se ve en el Gráfico 5, después de la fortísima recesión de 2014–2016, la economía brasileña viene experimentando una muy lenta recuperación, que no logra traccionar fuertemente sobre nuestras exportaciones. A diciembre de 2018 (último dato disponible), la economía brasileña se ubicó 5,7% por debajo de 2014 (aunque un 4,4% por encima del piso de fines de 2016). Para 2019, las expectativas son de un crecimiento moderado del 2,4%, de acuerdo con el Banco Central de Brasil. De cumplirse, esta tasa sería algo más promisoriosa que la de los últimos dos años (0,8% en 2017 y, como se dijo, 1,2% en 2018), lo cual permitiría un dinamismo algo mayor de nuestras exportaciones.

**Gráfico 5: Índice de Actividad Económica de Brasil (2014=100), serie desestacionalizada**



Fuente: elaboración propia en base a Banco Central de Brasil.

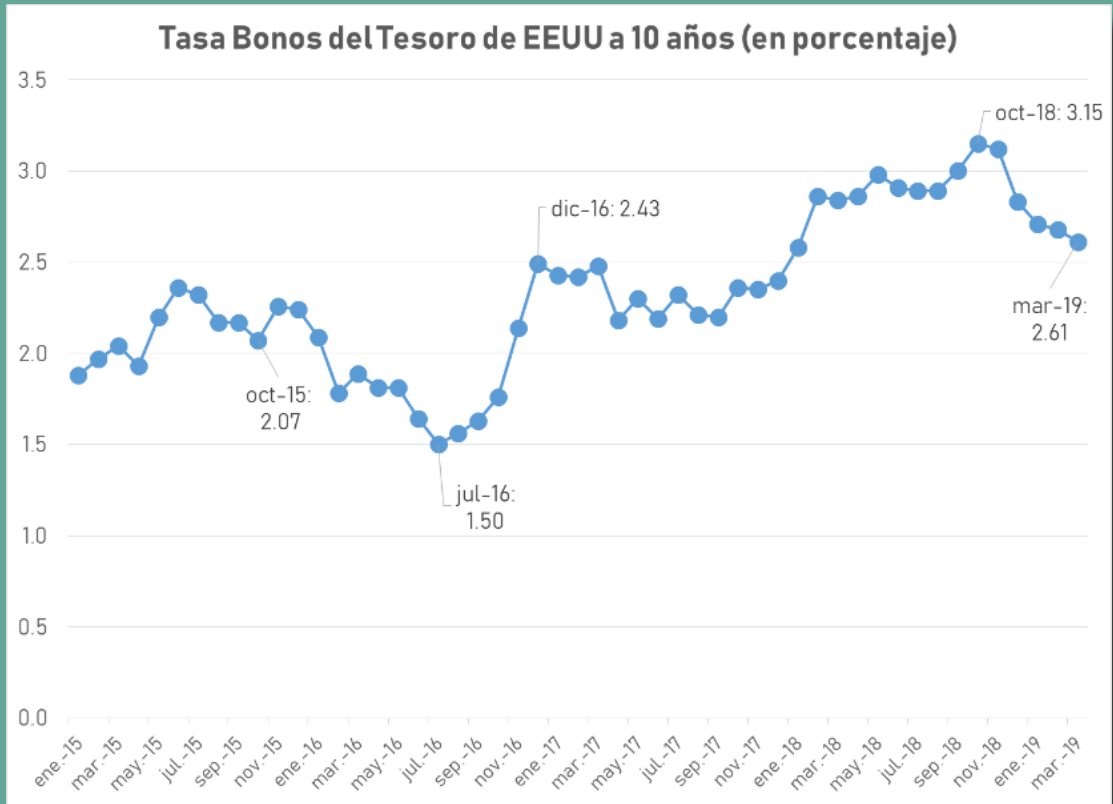
Por último, como decíamos anteriormente, otra variable relevante en nuestra economía (por el impacto que tiene en el mercado financiero y cambiario) es la tasa de los bonos del tesoro de Estados Unidos. Tal como se ve en el Gráfico 6, la **tasa** de los bonos del tesoro de Estados Unidos a diez años viene **cayendo desde octubre de 2018**, gracias

a una mayor laxitud de la política monetaria norteamericana. Al 12 de marzo de 2019, se ubicó en 2,61%, más de medio punto porcentual por debajo de octubre. Una menor tasa norteamericana es una buena noticia para los mercados emergentes, dado que correlaciona con un menor riesgo soberano y con menores presiones cambiarias.

<sup>2</sup> <https://edition.cnn.com/2019/03/08/business/china-exports-fall-february/index.html>



Gráfico 6



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.

*Editor Responsable*  
**Dr. José Basso**

**Staff**

**Instituto de Economía Aplicada**  
Director: Mariano de Miguel

**Director Académico**  
Diego Coatz

**Coordinador de Publicaciones y Boletín**  
Daniel Schteingart

**Colaboradores**  
Ignacio Cosentino, Joaquín Escardó, Enrique Aschieri

**Asistentes de Investigación**  
Daniela Moya y Leonardo Pataccini

**Facultad de Ciencias Económicas**  
Decano: Dr. Eduardo Gherzi

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina  
Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144  
<http://www.uces.edu.ar/>