



ESTUDIO

SINGERMAN & MAKON

ECONOMÍA Y TURISMO

Informe de coyuntura y perspectivas económicas

Nº 51

1. Claves económicas
2. Se esfumaron las expectativas de recuperación
3. Crisis y “beneficios” colaterales
4. La tormenta financiera perfecta

Directores

Lic. Pablo Singerman

Lic. Camilo Makón

Equipo Técnico

Lic. Matías Recalde

Lic. Sergio Chouza

Lic. Augusto Bosani

Lic. Gastón De La Cruz

Luca Singerman



@singerman_makon



Estudio Singerman y Makón



singerman_makon



Estudio Singerman y Makón

Contenido

Contenido	2
1. Claves.....	3
2. Se esfumaron las expectativas de recuperación	4
3. Crisis y “beneficios colaterales”	12
4. La tormenta (financiera) perfecta	15

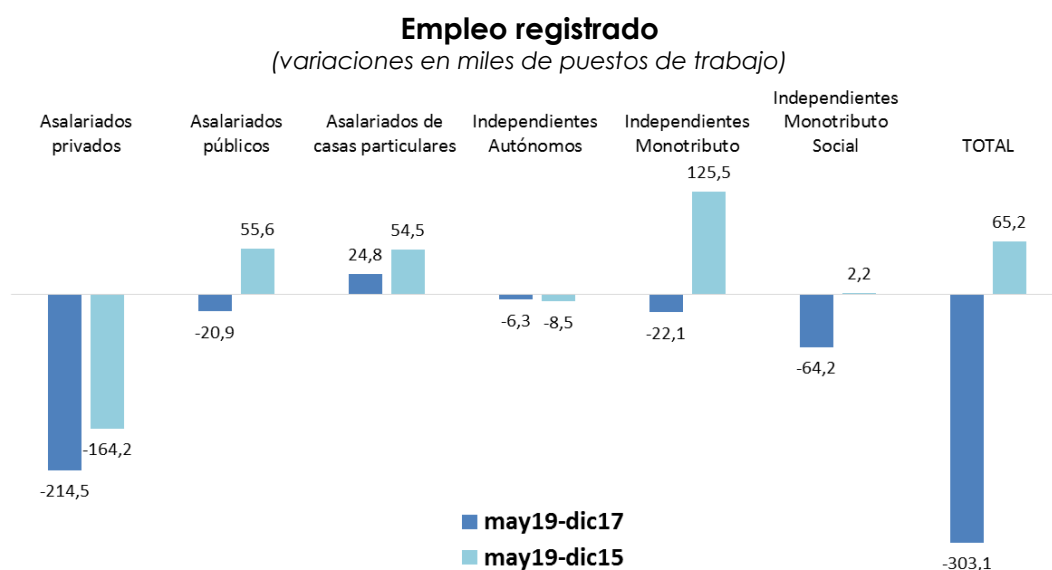
1. Claves

- **Estalló la economía en agosto consolidando uno de los peores meses desde la salida de la convertibilidad.** En agosto, maridaron una devaluación de proporciones con el retorno de los controles de cambios y la declaración de default restringido sobre parte de la deuda pública nacional.
- Las incongruencias del modelo económico interno, se conjugaron con las tensiones propias del período electoral y ambas se vieron potenciadas por un contexto internacional que no colabora, dadas las tensiones comerciales entre las principales potencias globales, que permean sobre los emergentes.
- Quedará para los libros de historia el debate sobre las razones de este derrotero. **Buena parte de los desequilibrios sistémicos fueron heredados, y parte del esfuerzo macroeconómico de estos años fue su corrección.**
- No obstante, a la luz de los hechos es evidente la subestimación sobre las "contraindicaciones" de algunos de las herramientas implementadas. **En algunos casos, el remedio termina siendo peor que la enfermedad.**
- Las consecuencias de este colapso no son menores. En primer lugar, los coletazos de inestabilidad posteriores a las elecciones, determinó un salto cambiario considerable, que tendrá incidencia directa sobre precios.
- Por otro lado, el default selectivo atenta contra las perspectivas de crecimiento a mediano plazo. **Emprender un nuevo proceso de renegociación de (parte de) la deuda, retrasará la llegada de inversiones, y atentará contra el valor accionario de las empresas argentinas.**
- **Por último, el CEPO (light) implementado, implica distorsiones varias sobre los incentivos económicos de diferentes agentes, volcándolos hacia actividades rentísticas vinculadas a la búsqueda de arbitrajes financieros.**
- Hay interrogantes varios en relación a la continuidad económica posterior al vendaval. La modificación de algunos de los pilares fundamentales del diseño macro, implican desafíos e incertidumbres para los próximos meses.
- **La renegociación del acuerdo con el Fondo, será la novela principal que nos depara el cierre de año.** Así formulado será de imposible cumplimiento. Esto lo sabe el oficialismo y la oposición, pero también lo sabe el FMI.
- El objetivo central será la estabilización cambiaria. Si no se contiene el tipo de cambio en septiembre no hay octubre. **Y sin octubre no habrá diciembre.**

2. Se esfumaron las expectativas de recuperación

La economía doméstica sigue transitando un ciclo recesivo. La apertura tanto de la cuenta capital como de la balanza comercial, empezó a colapsar en abril del 2018 con una fuerte corrida contra las reservas del Banco Central y la devaluación de la moneda, que terminó con la suscripción de un acuerdo *Stand By* con el Fondo Monetario Internacional.

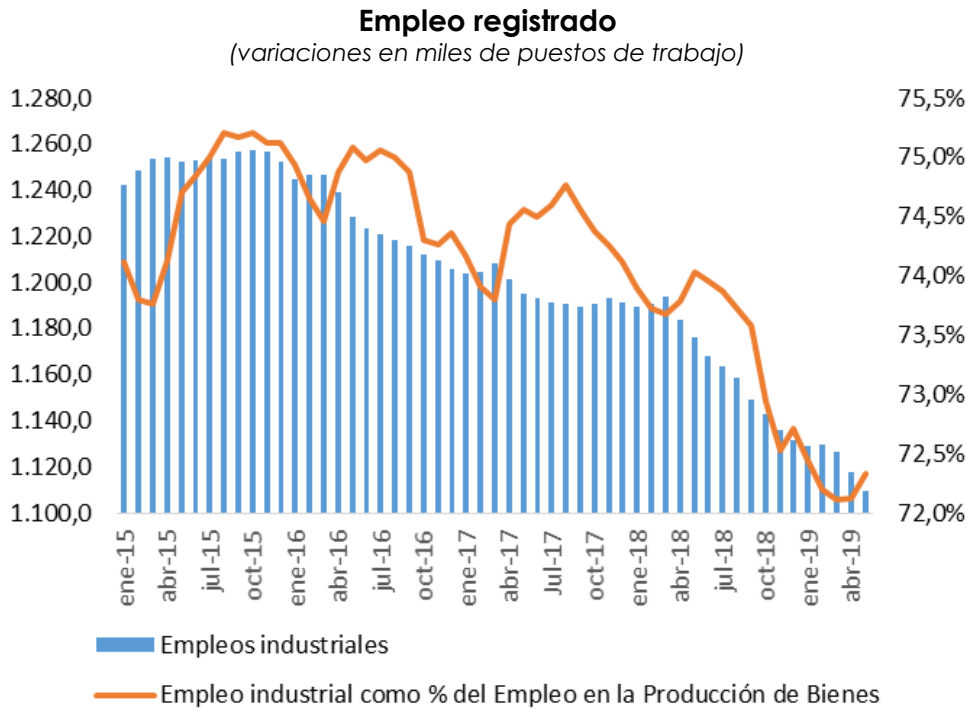
La devaluación de la moneda aparejó una aceleración de la inflación y una caída del poder adquisitivo de las familias que no pueden ajustar sus ingresos en pesos al ritmo que lo hacen los precios. Esto hundió la demanda doméstica y consecuentemente las ventas de las empresas en el mercado interno. Ante la evidencia del desplome de la actividad económica las empresas ajustan la producción vía suspensiones o reducción en el plantel de personal. La pérdida del empleo agudiza la caída de la demanda interna y el proceso se profundiza. Con todo, la caída de la producción y del empleo termina por no encontrar un piso.



Fuente: SIPA-MTEySS

El resultado es una caída de los asalariados del sector privado con aportes a la seguridad social de 214.500 desde diciembre del 2017 hasta el mes de mayo de este año (último dato disponible) y de 20.900 empleados públicos. Con lo cual, explica los 235.000 puestos de trabajo formales perdidos en menos de un año y medio.

A su vez, se tiene una reducción del número de autónomos (-6.300) y de monotributistas (-88.300 incluyendo al régimen tradicional y a los sociales). Como única salida laboral aparece la creación de empleo por medio de los asalariados de casas particulares que en el periodo crecieron en 24.800. Sumando todos los casos se cuenta que son más de 300.000 los puestos de trabajo destruidos en un año y cinco meses.

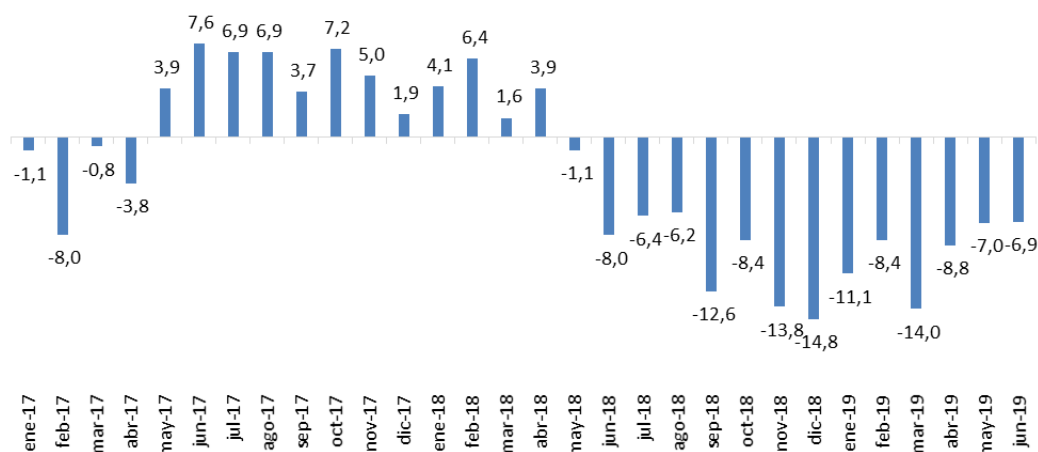


Fuente: SIPA-MTEySS

Por otro lado, uno de los principales sectores afectados ha sido el sector industrial. La caída de los puestos de trabajo industriales da cuenta de ello. A partir del 2015 la caída no ha encontrado piso, mostrando que el descenso industrial trasciende la recesión actual. La pérdida de trabajo industrial asciende a 82.000 puestos de trabajo desde diciembre del 2017 y a 147.000 desde

noviembre del 2015. Además el empleo industrial pierde participación como porcentaje de los puestos de trabajo en la producción de bienes.

Índice de producción industrial manufacturera (en % de variación interanual)



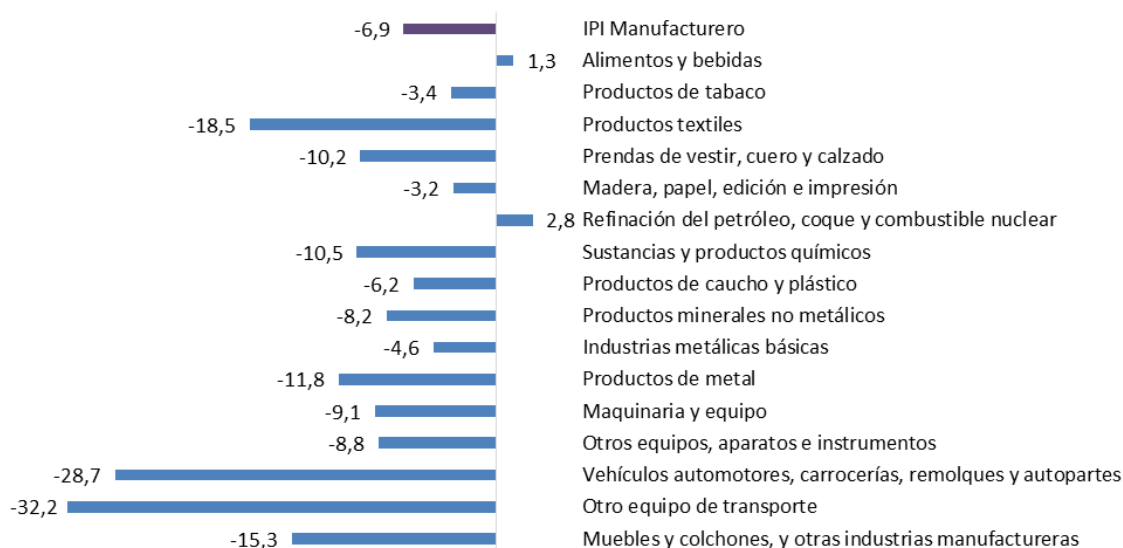
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

La aguda situación industrial se pone de manifiesto con la evolución del Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPIIM) que elabora el INDEC. El mismo había mostrado valores positivos desde el segundo cuatrimestre del 2017. Sin embargo, la crisis del 2018 ya lo impactó en mayo y acumula desde entonces 14 meses de caídas interanuales. Los últimos dos meses de caídas se comparan con meses donde la industria ya presentaba un derrotero negativo, con lo cual se trata de las primeras señales que evidencian la postergación del efecto rebote.

Al interior del sector industrial se observa que han caído 14 de los 16 sectores industriales. Apenas alimentos y bebidas (+1,3% interanual) y refinación del petróleo, coque y combustible nuclear (+2,8%) han crecido. En cambio, otros sectores han sufrido caídas profundas por encima del promedio (-6,9%) como los de otros equipos de transporte (-32,3%), vehículos automotores, carrocerías, remolques y autopartes (-28,7%), productos textiles (-18,5%), muebles y colchones (-15,3%), productos de metal (-11,8%), sustancias y productos químicos (-10,5%), prendas de vestir, cuero y calzado (-10,2%), maquinaria y

equipo (-9,1%), otros equipos, aparatos e instrumentos (-8,8%), productos minerales no metálicos (-8,2%).

Índice de producción industrial manufacturera por divisiones (en % de variación interanual – junio 2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

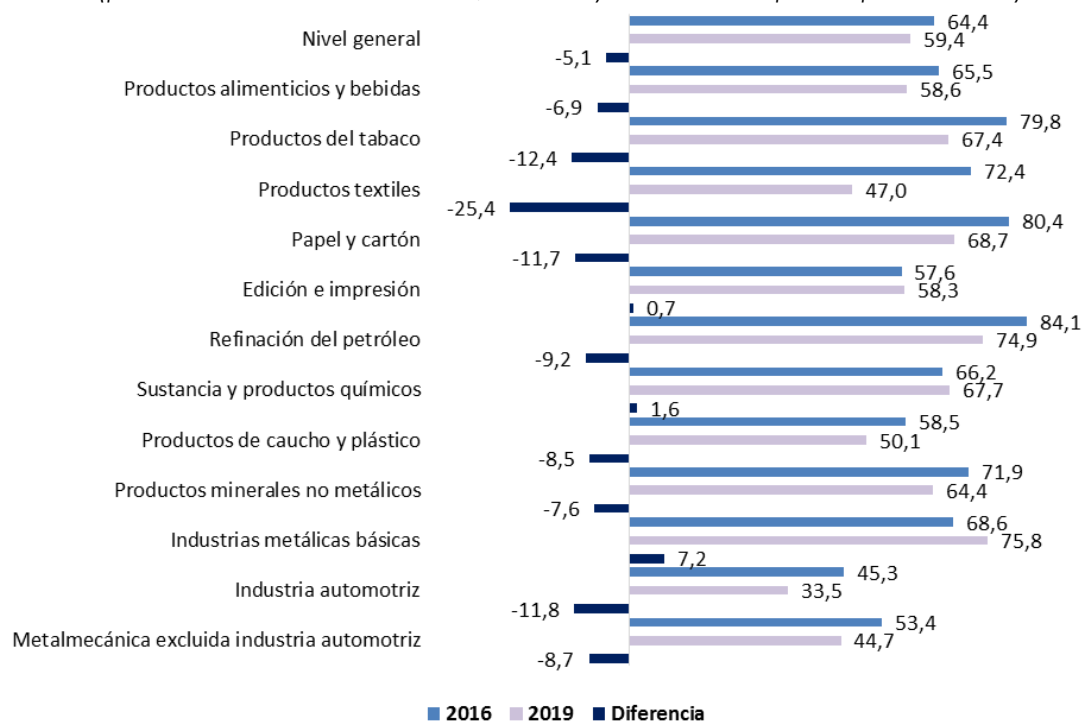
El parate de la actividad industrial en múltiples ramas de la producción ha llevado a una caída de la utilización de la capacidad instalada (UCI) en las industrias. Ante la retracción de la demanda doméstica y el freno de la producción para evitar acumular stocks, los equipos industriales reducen los tiempos que están en operación, generando importantes caídas en la UCI.

El promedio industrial de los primeros seis meses del 2019 es una UCI del 59,4%, lo cual implica una caída de 5,1 puntos porcentuales (pp.) con respecto a la UCI del 2016. No obstante, se encuentran sectores que han reducido su UCI en mayor medida que el promedio.

El que más lo hizo es el de productos textiles, con una reducción en 3 años de 25,4 pp. y una UCI en 2019 del 47%. Le siguen productos del tabaco con una caída de 12,4 pp. y aunque al partir de un nivel más alto, su UCI se ubica en el 67,4%. Por su parte, la industria automotriz redujo su UCI en 11,8 pp. alcanzando actualmente un 33,5%, el sector con menor capacidad instalada en funcionamiento.

Utilización de la capacidad instalada. Nivel general y bloques sectoriales

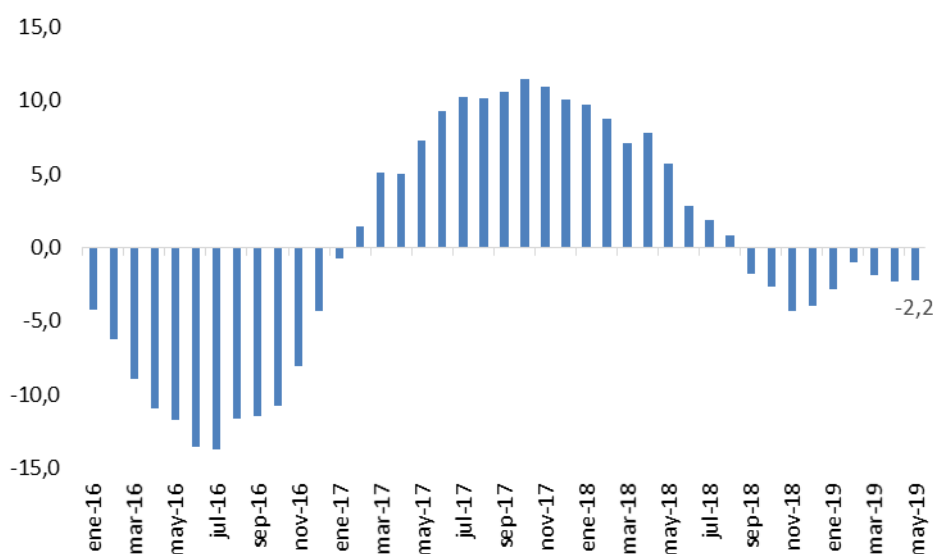
(promedio 1er semestre del 2016, del 2019 y diferencia en puntos porcentuales)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

Además del derrotero bajista en el empleo industrial, otro de los sectores importantes a la hora de favorecer la creación de puestos de trabajo y que ha sufrido con intensidad los coletazos de la tormenta 2018, es el de la construcción.

Empleo en la construcción (en % de variación interanual)

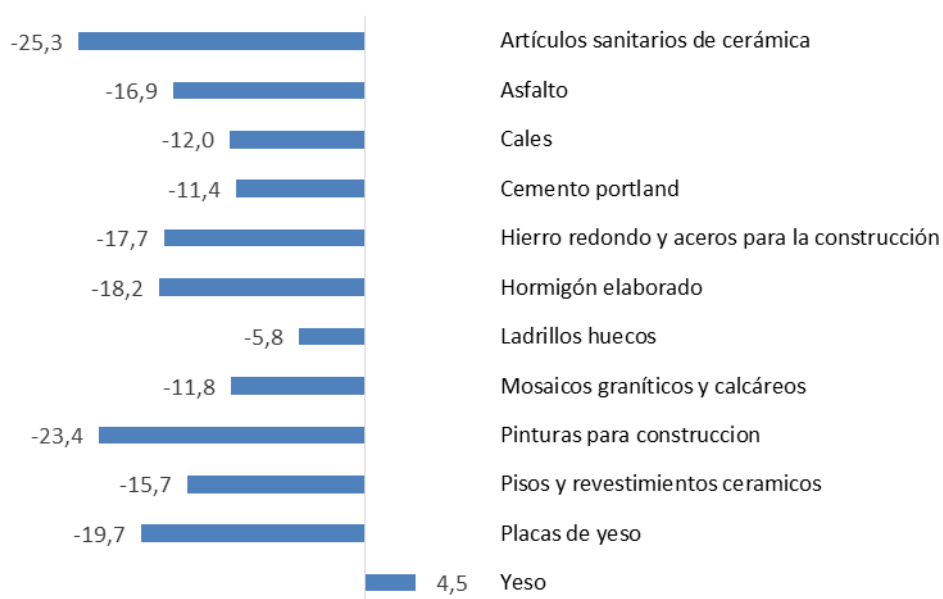


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

El empleo en la construcción había crecido fuertemente durante el año 2017 y principios del 2018, principalmente por el impulso de la obra pública y de la construcción inmobiliaria a través de los créditos UVA. No obstante, producto de las turbulencias iniciadas en el mes de abril del año pasado, el empleo en la construcción empezó a caer y ya acumula 9 meses de caídas interanuales. Desde septiembre del 2018 que el indicador interanual muestra valores negativos y en mayo del 2019 presenta una caída del 2,2%.

Al mismo tiempo, se observa que se ha reducido la producción de un conjunto de materiales para el sector de la construcción. A excepción del yeso (+4,5), otros 11 insumos para la construcción han visto reducir sus niveles de producción. Las mayores caídas se encuentran en artículos sanitarios de cerámica (-25,3%), pinturas para la construcción (23,4%), placas de yeso (-19,7%), hormigón elaborado (-18,2%), hierro redondo y aceros para la construcción (-17,7%), asfalto (-16,9%), pisos y revestimientos cerámicos (-15,7%), cales (-12%), etc.

Fabricación de Insumos para la construcción (en % de variación interanual – junio del 2019)

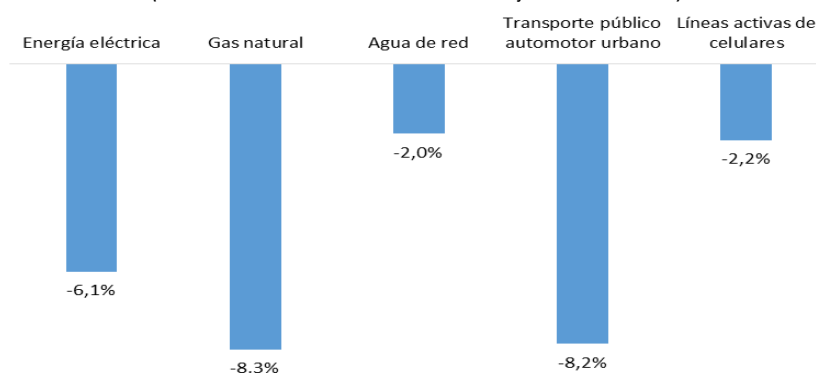


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

De la misma forma, ha bajado el consumo de los servicios públicos en términos interanuales como los casos del gas natural (-8,3%), el transporte público urbano automotor (-8,2%), el consumo de energía eléctrica (-6,1%), las líneas activas de celulares (-2,2%), y el agua de red (-2%). En algunos casos, como el de la energía eléctrica, influye tanto la caída en el poder adquisitivo de las familias, como la caída en la producción, ya que la misma representa un porcentaje importante de los gastos, tanto de los hogares como de las empresas.

Servicios Públicos

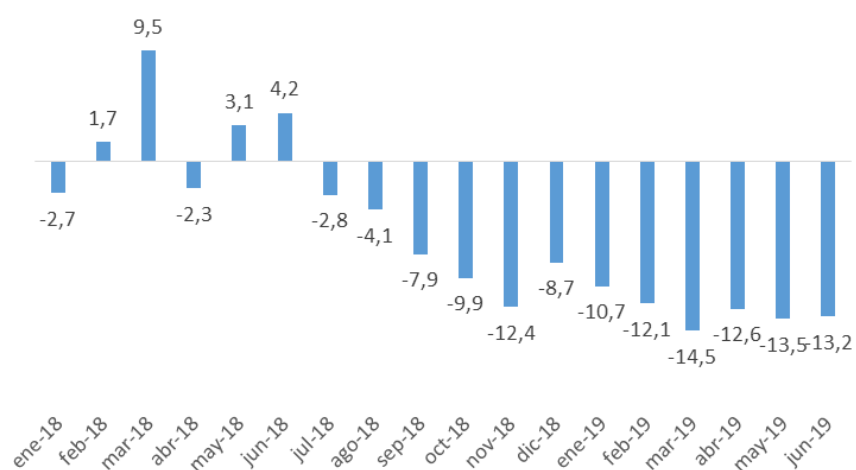
(en % de variación interanual – junio del 2019)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

De la misma forma, las ventas en supermercados han presentado ya 12 meses de caídas interanuales y no se vislumbran señales de recuperación, lo cual indica la depresión que está enfrentando el consumo interno, incluso el de los bienes más básicos. La caída de junio alcanzó el 13,3%.

Ventas en supermercados
(en % de variación interanual)

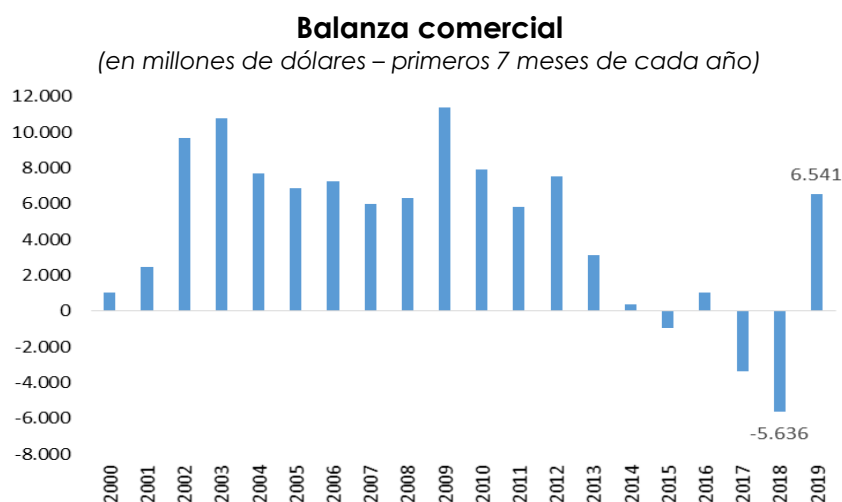


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

3. Crisis y “beneficios colaterales”

La significativa contracción en la actividad y la devaluación de la moneda nacional, permitió un desplome de las importaciones, que viene recuperando un superávit comercial incipiente, en el intercambio de bienes.

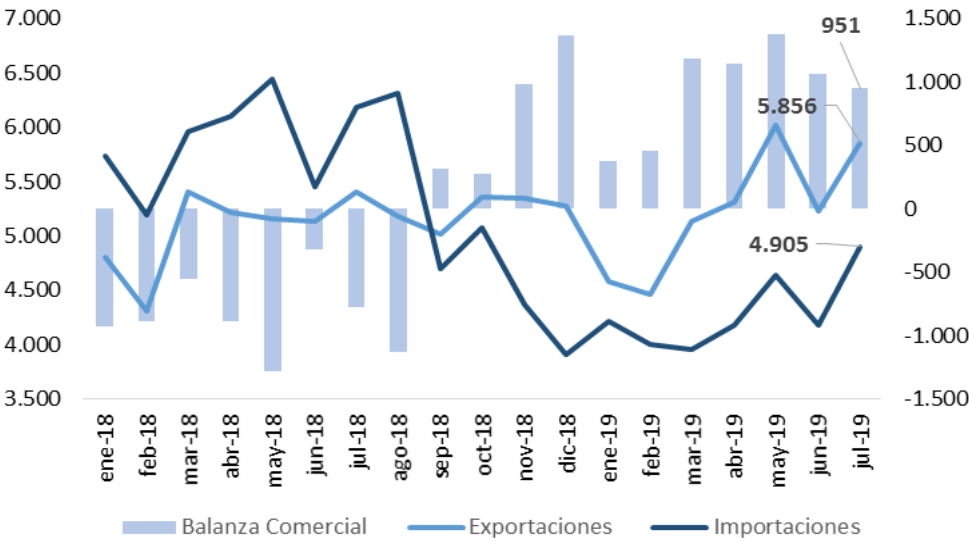
En los primeros 7 meses del año, el superávit comercial alcanzó los USD 6.541 millones lo que contrasta fuertemente con el profundo déficit en el mismo periodo del año anterior por USD 5.636 millones. Este superávit es el más alto desde el año 2012.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

Desde septiembre del año pasado que la balanza comercial presenta valores positivos. La fuerte devaluación y la cosecha record, no han sido incentivo suficiente para expandir sustancialmente las exportaciones que rondan los USD 5.500 millones mensuales.

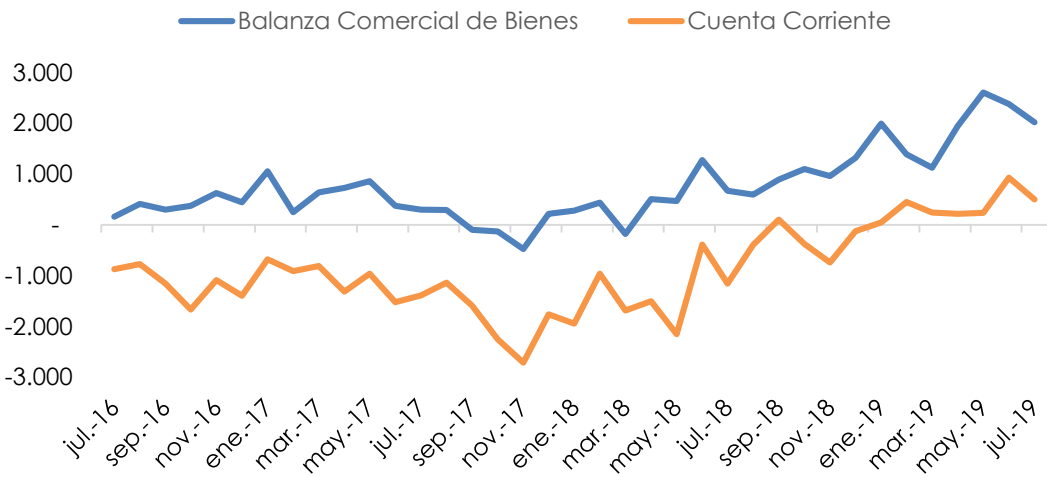
Exportaciones, importaciones y balanza comercial
(en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC.

Esta situación de superávit de la balanza comercial genera cierta holgura en la cuenta corriente, que por primera vez en años, presenta un resultado acumulado positivo. USD 2.624 millones es el monto que ha ingresado al mercado de cambios como resultado de la diferencia de lo que ingresa por superávit comercial de bienes y de lo que sale por déficit en servicios y por ingreso primario por pago de intereses y remisión de utilidades y dividendos.

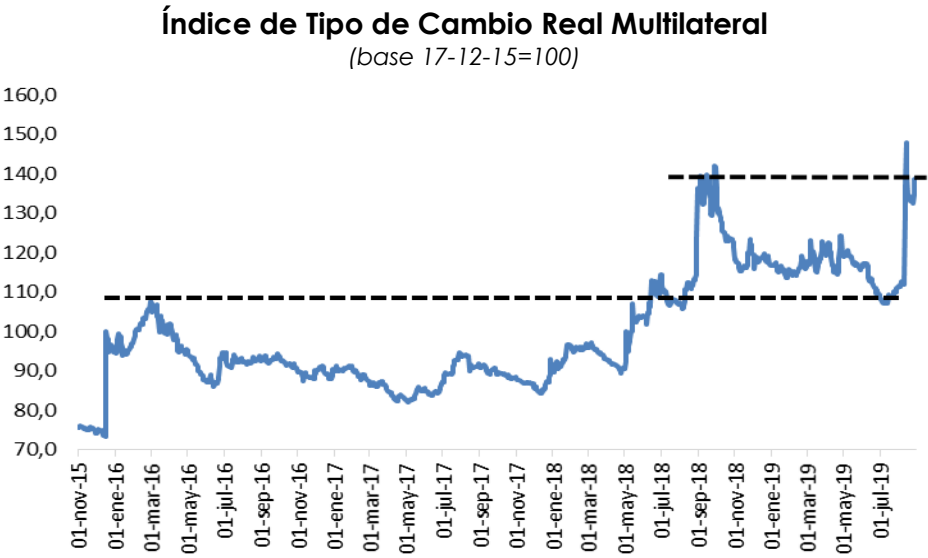
Exportaciones, importaciones y balanza comercial
(en millones de dólares)



Fuente: BCRA

Además, el tipo de cambio real multilateral (ITCRM) que mide el Banco Central está en su nivel más alto desde el 2015. Luego del fuerte aumento que experimentó con la salida del cepo cambiario, el mismo logró mantener la estabilidad hasta mediados de 2018. Sin embargo, la fuerte crisis que se experimentó en ese año, lo empujó nuevamente al alza, hasta alcanzar un pico en septiembre del cuando el tipo de cambio nominal llegó a unos \$ 40 por dólar.

La posterior apreciación real (por un dólar estable y una inflación en crecimiento) contribuyó a que volviera incluso a acercarse a los niveles de principios del 2016. No obstante, el salto post PASO llevó el ITCRM a superar el techo de septiembre del año pasado. La incertidumbre y la volatilidad actual hacen pensar el ITCRM pueda continuar aumentando, lo cual no haría otra cosa que deprimir las importaciones y promover aunque en menor medida las ventas al exterior.



Fuente: BCRA

Esta situación de ingreso de divisas por medio del sector comercial externo que permite presentar una cuenta corriente positivo, contrasta con la elevada volatilidad financiera que genera presión sobre el nivel del tipo de cambio y sobre las reservas internacionales. Paradójicamente, la consecución del equilibrio en materia externa, contrasta con las incongruencias macro en materia monetaria y financiera, las cuales discutimos en el siguiente bloque.

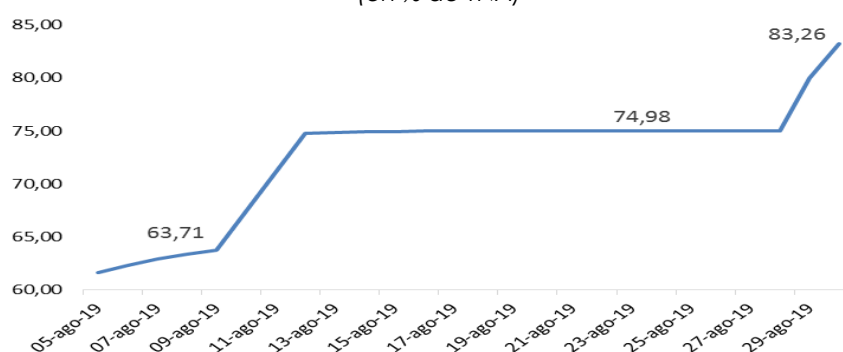
4. La tormenta (financiera) perfecta

Si los ingresos de divisas por parte del sector externo debieran dar estabilidad a la economía doméstica, el descalabro financiero que acontece, particularmente después de las PASO, pone en jaque la sustentabilidad a mediano plazo de este diseño macroeconómico. La evidencia de un posible cambio en el rumbo político y las dificultades del ejecutivo nacional para conducir el proceso de transición hasta las elecciones generales, se terminaron llevando puesta la endeble estabilidad de inicios del mes de agosto.

En el día inmediatamente posterior a las PASO el BCRA evitó intervenir en el mercado de cambios y el tipo de cambio se disparó un 23% en un día. Además, las acciones y los bonos argentinos sufrieron un lunes negro ya que el Merval cayó un 48% en dólares, lo que implicó la segunda mayor caída de una bolsa a nivel mundial desde 1950. Por otra parte, el riesgo país se disparó desde los 872 puntos básicos del viernes hasta los 1.467 el lunes y 1.957 el martes, duplicándose en apenas dos días. Esto fue el reflejo del hundimiento de los bonos argentinos que empezaron a mostrar valores de default.

Para evitar una mayor presión sobre la moneda, el BCRA impulsó una sobrereacción en el aumento de la tasa de interés. En la primera semana la llevó de 63,71% hasta los 74,98%, un aumento de 11 puntos porcentuales. Posteriormente, tras los anuncios del Ministro de Hacienda que se comentarán a continuación, el impacto de una mayor incertidumbre obligó al Central a volver a subir las tasas. Esta vez hasta los 83,26%. Con lo cual, la TEA supera largamente el 100%.

Tasa de política monetaria (Leliqs) (en % de TNA)



Fuente: BCRA

Además, el aumento de la incertidumbre llevó a una salida virulenta de depósitos en dólares del sistema financiero, lo cual empujó hacia abajo las reservas internacionales teniendo en cuenta que una buena parte de ellas (la mitad) están compuestas justamente por los depósitos en dólares que realizan los bancos comerciales en el BCRA.

Depósitos en dólares en el sistema financiero (en millones de dólares)

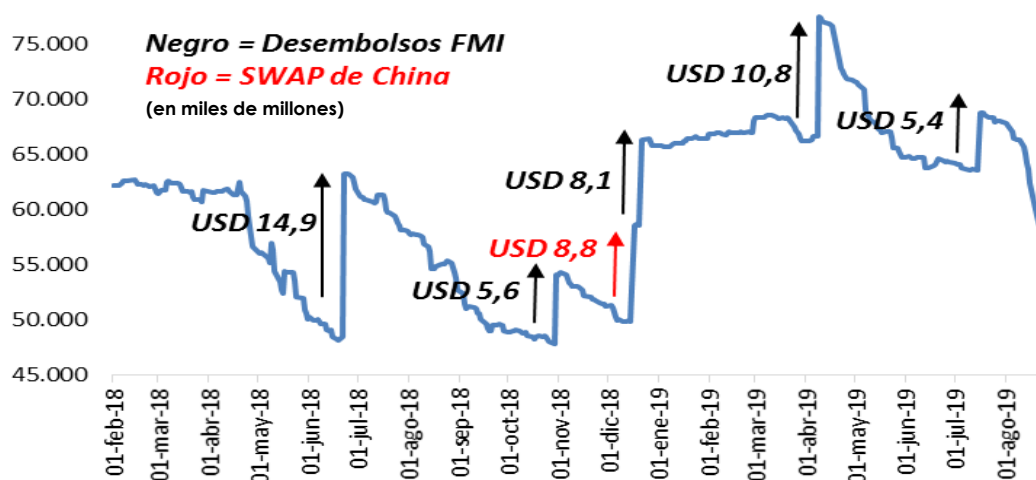


Fuente: BCRA

La salida de depósitos de las entidades financieras ya suma unos USD 3.355 millones en apenas dos semanas, lo que implica una caída del más del 10% de los depósitos totales en moneda extranjera. La caída de reservas se agravó por las mayores intervenciones que debió realizar el BCRA, aplicadas para evitar una devaluación mayor.

Reservas brutas Internacionales

(en millones de dólares)



Fuente: BCRA

La corrida contra las reservas prácticamente no ha tenido *impasse* desde principios del 2018. A partir de abril de ese año, el BCRA debió sostener el nivel de sus reservas, principalmente con los desembolsos del FMI y con el SWAP otorgado por China. Estos aportes a las reservas internacionales suman a la fecha unos USD 54 mil millones. Se observa como las reservas después de las PASO han caído en USD 8.390 millones en apenas dos semanas.

Desembolsos del FMI y SWAP con China

(en millones de dólares)

	FMI	SWAP
22-jun-18	14.916	
30-oct-18	5.619	
17-dic-18		8.765
21-dic-18	8.128	
09-abr-19	10.818	
16-jul-19	5.386	
Total		53.633

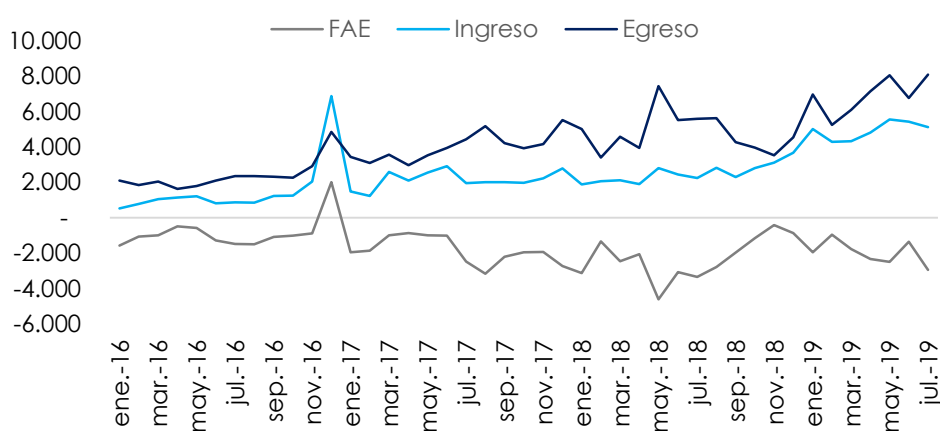
Fuente: BCRA

Por otro lado, la fuga de capitales ha alcanzado los USD 41 mil millones desde enero del 2018. Si bien, luego de la política monetaria que implementó el BCRA a partir de octubre del 2018 la fuga se redujo, a medida que fue avanzado el

2019 fue recrudeciendo nuevamente mes a mes, al punto de alcanzar en julio los USD 2.951 millones.

Pero además cabe observar el crecimiento del flujo de entrada y salida, lo que implica que la economía está aún más sujeta a los flujos financieros internacionales en relación al año pasado. Si bien, en julio fueron USD 5.124 millones los ingresos voluntarios de capitales al mercado de cambios, los egresos alcanzaron el record de USD 8.075 millones.

Formación de activos externos del sector privado no financiero (en millones de dólares – total, ingresos y egresos)



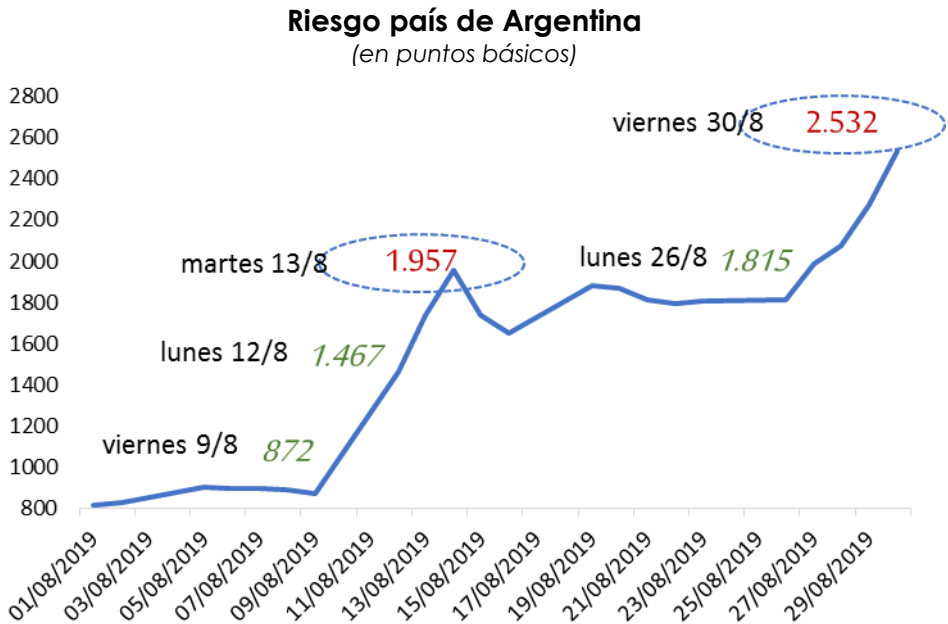
Fuente: BCRA

Tras la renuncia del Ministro de Hacienda, Nicolas Dujovne, se esperaban medidas por parte del nuevo funcionario de la cartera, Hernan Lacunza, para traer calma a los mercados. Especialmente luego de una fallida ronda de renovación de Letes y Lecaps, la cual prácticamente quedó vacía (apenas se renovaron el 10% de las mismas) lo que dejó de manifiesto que los problemas de financiamiento se agudizarían.

Es así que en su segunda aparición pública, el Ministro Lacunza anunció el tan mentado "reperfilamiento" de los vencimientos de bonos públicos de corto plazo (Lecap, Letes, Lecer y Lelinks) en manos de personas jurídicas quienes tienen el 10% de los mismos, principalmente fondos comunes de inversión. En estos casos, se pagarán 15% al vencimiento, 25% a los 3 meses y 60% a los 6 meses.

Lo llamativo de la medida es que algunas de las Letras estn nominadas en pesos. Desde ya que no es habitual incurrir en un incumplimiento de compromisos nominado en una moneda que produce el Estado Nacional. Por otro lado, se convoca al FMI para posponer los vencimientos de deuda con el organismo, de los cuales la mayor parte caen en 2022 y 2023. Además se convoca a los bancos internacionales para elaborar una propuesta de canje de bonos y se mandar al Congreso un proyecto de ley para reestructurar los plazos del resto de la deuda pública.

Toda esta convulsión implicó la aceleración de la volatilidad, y llevó el riesgo país a quebrar la barrera de los 2.000 puntos básicos, nivel que no se presentaba desde el año 2005.



Fuente: JP Morgan

A su vez, implicó que el precio de los bonos argentinos continúe mostrando precios virtualmente de default. En ciertos casos, la tasa interna de retorno de bonos soberanos nominados en moneda extranjera se aproxima al 300% anual, lo cual implica que los inversores internacionales estn descontando que Argentina no estará en condiciones de pagar la deuda.

Algunos de estos bonos tienen vencimiento para los próximos meses, otros hasta 2023, es decir, para el próximo mandato presidencial. Pero incluso, algunos de

los bonos con un rendimiento propio de una deuda a punto de caer en cesación de pagos, vencen posterior a 2023.

El primero, el Argentina 2028, presenta un TIR de 296%. Le siguen el República Argentina 3 375, con vencimiento en 2023, el Bono Dual, con vencimiento en febrero del 2020, Letras del Tesoro con vencimiento a fines de noviembre del 2019, dos Bonar con vencimiento en 2020, Letras del Tesoro con vencimiento a fines de este año y principios del que viene, dos Bonar con vencimiento en 2024, son aquellos con una TIR superior al 90%. Como se puede observar los precios de los Bonos indican que Argentina está en una situación de default.

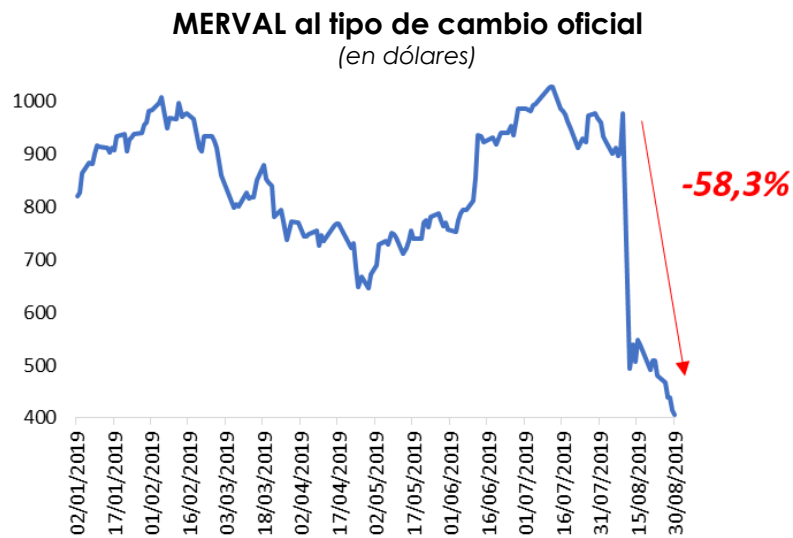
Bonos nacionales

(ordenados en función de su tasa interna de retorno – TIR mayor a 50%)

NOMBRE	Moneda	Ticker	TIR%
ARGENTINA 2028 L.NY	USD	AL28	296,5%
REPÚBLICA ARGENTINA 3 375 2023	EUR	AE23	294,7%
ARG. BONO NACION M.DUAL 13/02/2020	USD	AF20	244,0%
LETRA DEL TESORO USD 29/11/2019	USD	U29N9	211,7%
BONAR 2020 D L. ARG	USD	AO20D	176,5%
BONAR 2020 L. ARG	USD	AO20	159,5%
LETRAS DEL TESORO U\$S 210D VTO.20/12/19	USD	U20D9	134,9%
LETRAS DEL TESORO U\$S 217DIAS. 31/01/20	USD	U31E0	102,8%
BONAR 2024	USD	AY24C	101,5%
BONAR 2024 D L. ARG	USD	AY24D	95,3%
BONO INTERNAC. EUR 2022 L. NY	EUR	ARGENT22	89,2%
BONAR 2024 L. ARG.	USD	AY24	88,5%
LETRA DEL TESORO USD 28/02/2020	USD	U28F0	72,7%
BONO REP. ARGENTINA USD 5 625 26/01/22	USD	A2E2D	60,1%
BONO REP. ARGENTINA USD 5 625 26/01/22	USD	A2E2	59,5%

Fuente: Puente

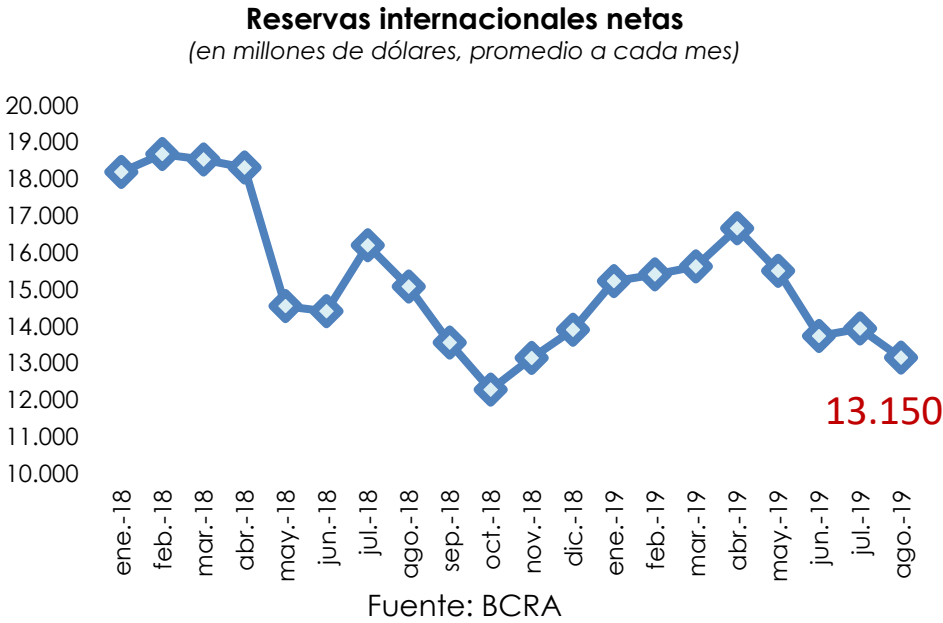
En cuanto a la bolsa, la caída de las acciones argentinas fue también estrepitosa. El Merval cayó un 48% medido en dólares al tipo de cambio oficial lo que significó la mayor caída en un solo día a nivel global desde 1950, sólo superado por Sri Lanka. En las dos semanas la bolsa ya se desplomó un 58% en dólares.



Fuente: Rava Bursátil y BCRA

Por otro lado, el BCRA interrumpió durante agosto las licitaciones diarias que realizaba en nombre del Tesoro por USD 60 millones y lleva adelante ventas directas que han alcanzado los UDS 300 millones en un día. Además elevó un comunicado el último viernes, que obliga a los bancos a solicitar autorización en el caso de que requieran remitir utilidades o dividendos el exterior.

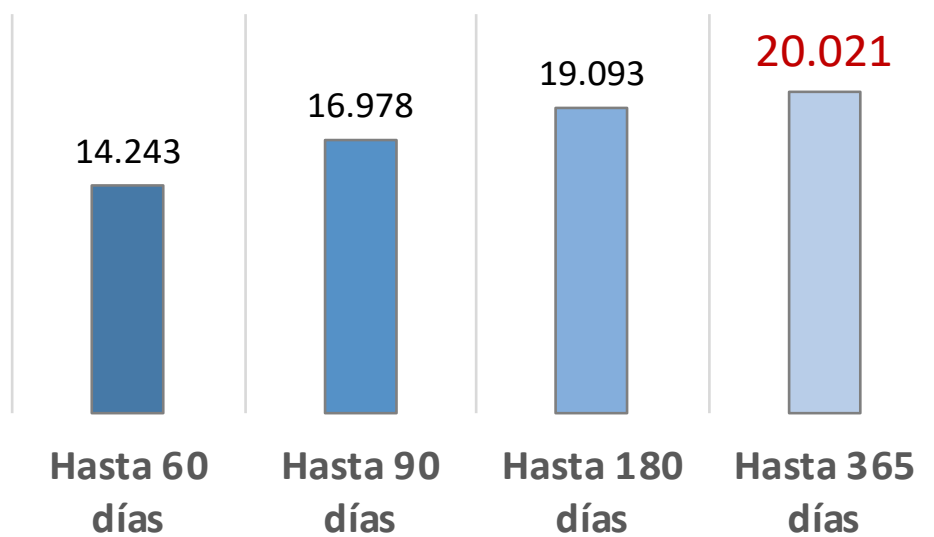
Esto último parece una medida en el sentido de avanzar en la regulación de la cuenta capital, con lo cual es de esperar que los inversores internacionales puedan interpretar la misma como una primera medida de muchas otras que puedan llegar a tomarse en las próximas semanas en este sentido. Ante esto, los inversores puedan descontar un escenario de mayor regulación de la cuenta lo que puede implicar una mayor salida de fondos.



Asimismo, con la caída de reservas brutas de las últimas dos semanas, nuestra estimación es que las reservas netas promediaron en agosto la friolera cifra de USD 13.500 millones, mientras que a inicios de septiembre ya se posicionan por debajo de los USD 12 mil millones. Con los más de USD 8 mil millones de caída del stock bruto en las últimas dos semanas, la situación actual es extremadamente delicada y requiere de un consenso amplio, que coadyuve para alcanzar la estabilización a corto plazo, previa a la posibilidad de hacer control de daño sobre las consecuencias del reciente default restringido.

El gran riesgo en caso de que no se logren alinear las expectativas, tiene que ver con la creciente dolarización de activos. En tanto, vehículo de cobertura por excelencia, el billete estadounidense sigue siendo el instrumento más prominente para sobrellevar dinámicas disruptivas como la actual. Si se contabiliza el stock de depósitos por plazo, el potencial de dolarización de instrumentos en moneda local llega hasta a superar los USD 20.000 millones. Claro que más de la mitad, se explica en un plazo muy reducido (60 días), dada la baja maduración del stock actual de depósitos, producto de la baja confianza de los ahorristas sobre la fortaleza de nuestra moneda.

Potencial de depósitos dolarizables, según plazo
(en millones de dólares)



Fuente: BCRA

