



Grupo de trabajo sobre políticas financieras, monetarias y fiscales.

Primer Informe de coyuntura

Octubre de 2018

Grupo de Trabajo sobre Políticas Financieras Monetarias y Fiscales. Primer Informe de coyuntura- Octubre de 2018

Integrantes:

- Alejandro Vanoli
- Cecilia Allami
- Carlos Martinez
- Alan Cibils
- Juan Fal
- Ricardo Aronskind
- Arnaldo Ludueña
- Daniela Triador
- Martin Mangas
- Alejandro Lopez Accotto
- Mariano Arana
- German Pinazo
- Ricardo Paparas
- Nicole Toftum
- Nicolas Kieper
- Cecilia Wilhelm
- Gustavo Curra
- Camila Covas
- Roberto Bufelli
- Lucas Ferreria
- Lucas Benitez
- Eugenio Heinze
- Nicolas Dinerstein

RESUMEN EJECUTIVO

Sector Financiero y cambiario

La política monetaria de Cambiemos ha implicado un aumento de las tasas de interés con el fin de mantener bajo control los agregados monetarios. En este eje se hará foco fundamentalmente en la evolución de las tasas de interés de referencia, el tipo de cambio y el stock acumulado en instrumentos como las LEBACs y las LELIQs .

Actividad, empleo y sector externo

Con el gobierno de Cambiemos la economía real se ha visto afectada, no solo por la política monetaria contractiva, sino también por desregulaciones que afectan de manera directa la balanza de pagos, la actividad económica y el mercado de trabajo. En la sección de Economía real se cuantificarán estas variables y se estimará su impacto en el empleo y la pobreza.

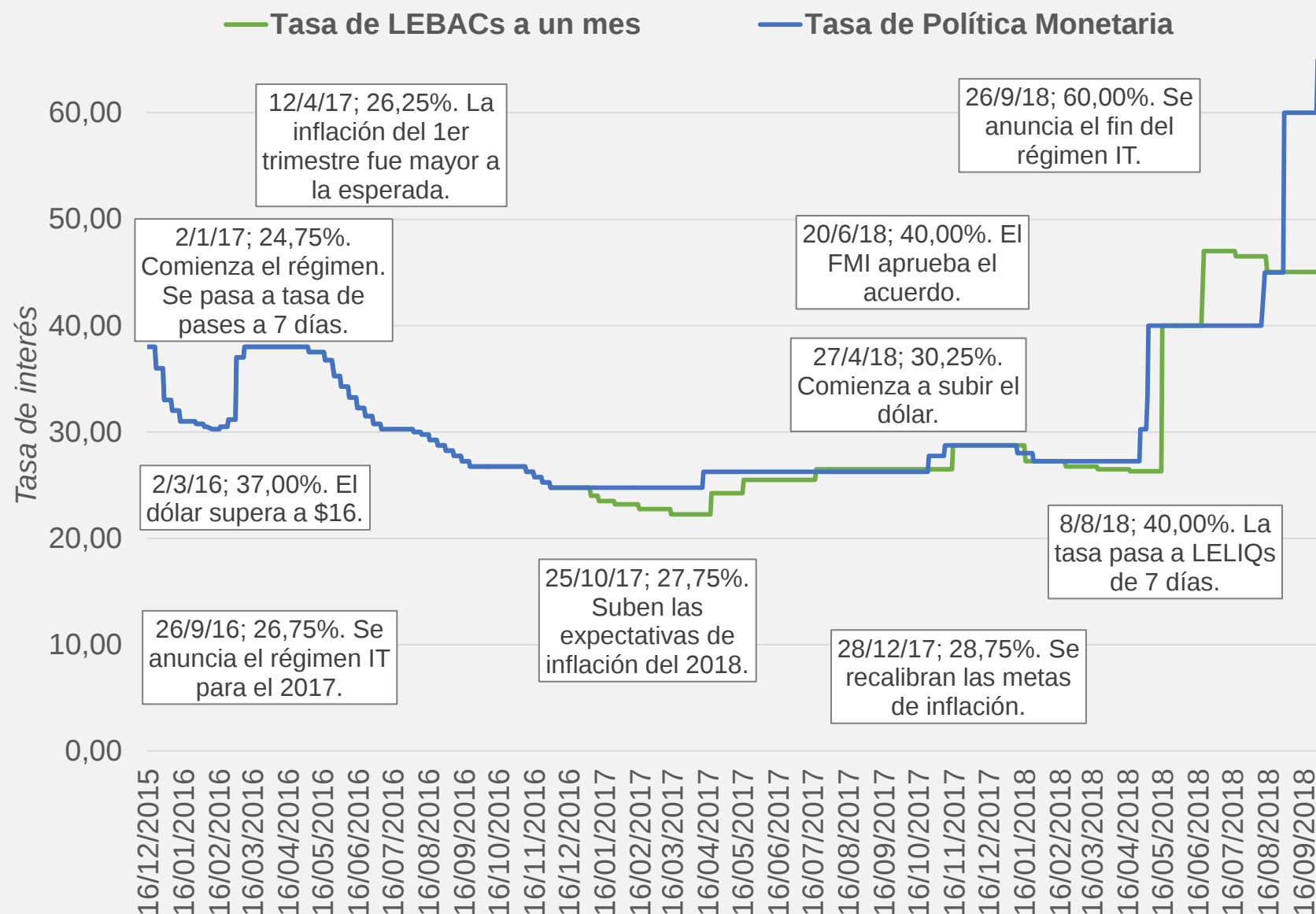
Sector público

El nivel de deuda contraído por el gobierno de Mauricio Macri se ha incrementado de manera exponencial desde el inicio de su gestión. En este eje se hará foco en la evolución de los niveles de endeudamiento, el pago de intereses, y su peso relativo.

Sector Financiero y cambiario

Análisis de las políticas del BCRA en el marco de la
desregulación financiera y cambiaria del gobierno
Cambiemos

Política monetaria

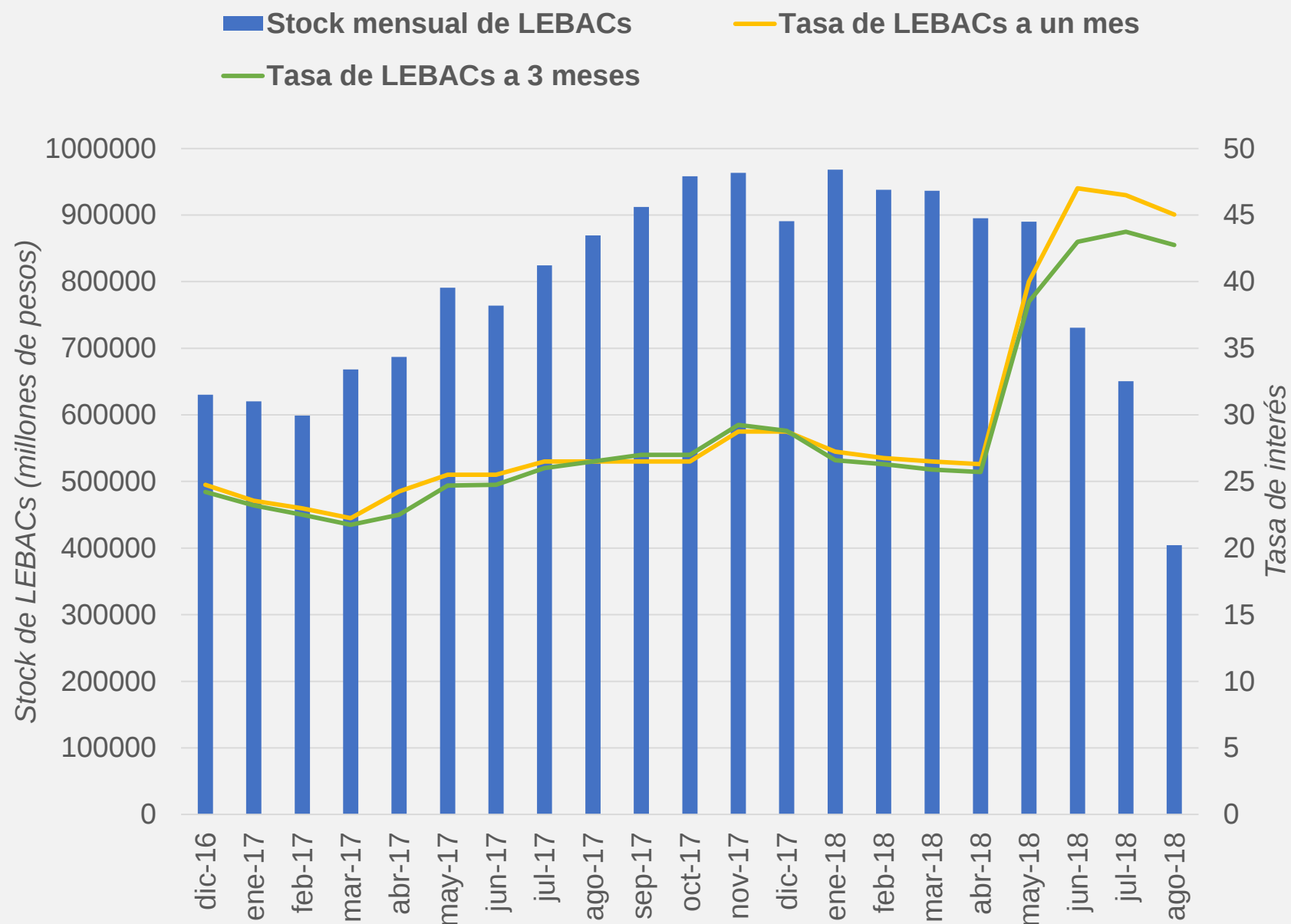


➤ Desde la gestión de Sturzenegger en el BCRA, este organismo se convirtió en una institución facilitadora de la especulación financiera, en el marco de la desregulación de los controles de capitales que, buscando fomentar una “lluvia de inversiones”, habilitó el ingreso irrestricto de capitales especulativos buscando altas tasas de rentabilidad.

➤ Se impulsó un régimen de metas de inflación (IT por sus siglas en inglés) que tuvo como objetivo central una política monetaria contractiva -absorbiendo pesos a partir de Letras y Notas del BCRA- para controlar el aumento de precios, a partir de una visión de carácter monetarista. A pesar de haber elevado la tasa a niveles insostenibles, Sturzenegger -y luego Caputo- no lograron reducir la tasa de inflación ni estabilizar los desequilibrios externos.

➤ A partir de abril del 2018, la tasa de interés fue utilizada para intentar retener inversiones en pesos y así evitar las presiones cambiarias, pero no se obtuvieron los resultados esperados.

Burbuja y desarme de LEBACs

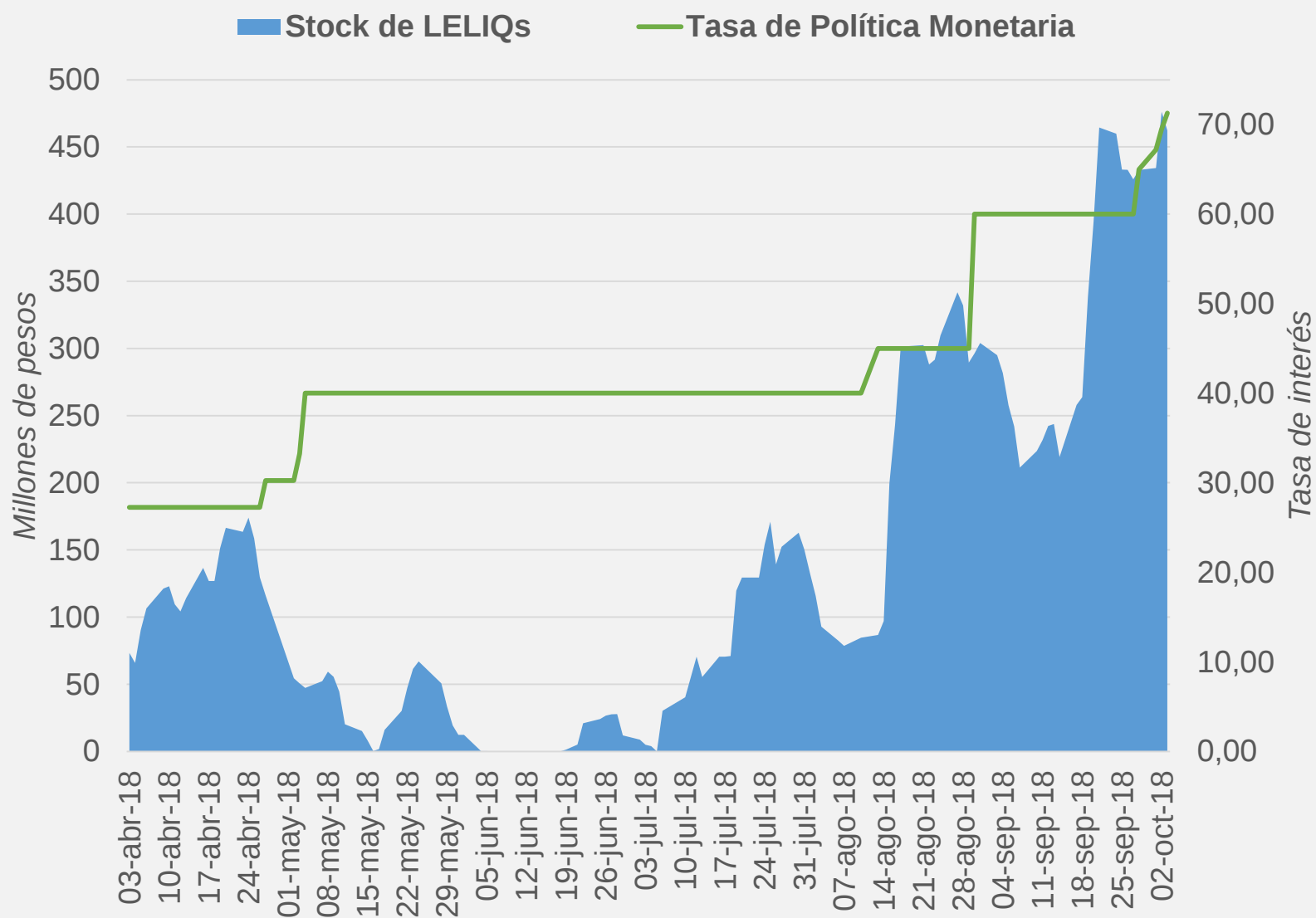


➤ En línea con un régimen de metas de inflación, durante el año 2017 las LEBACs de corto plazo (entre 28 y 35 días) fueron el instrumento predilecto para reducir la disponibilidad de pesos en el mercado. Las Letras y Notas del BCRA se convirtieron en el vehículo fundamental del *carry trade* generado por las altísimas tasas ofrecidas y el ingreso de capitales especulativos buscando altos retornos en pesos. El stock de LEBACs y NOBACs alcanzó un total de 1.175.094 millones de pesos en junio de 2018, incrementándose casi un 300% respecto a diciembre de 2015, generando una enorme carga en el pago de intereses.

➤ En gran medida, estos activos fueron reemplazados por LETES y, a partir de agosto de 2018, por LELIQ, instrumentos a 7 días que pueden adquirir los bancos.

*El stock nominal de LEBACs fue deflactado por IPC-INDEC base 100=dic/2016. El último dato corresponde a agosto de 2018.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.



Burbuja de LELIQs

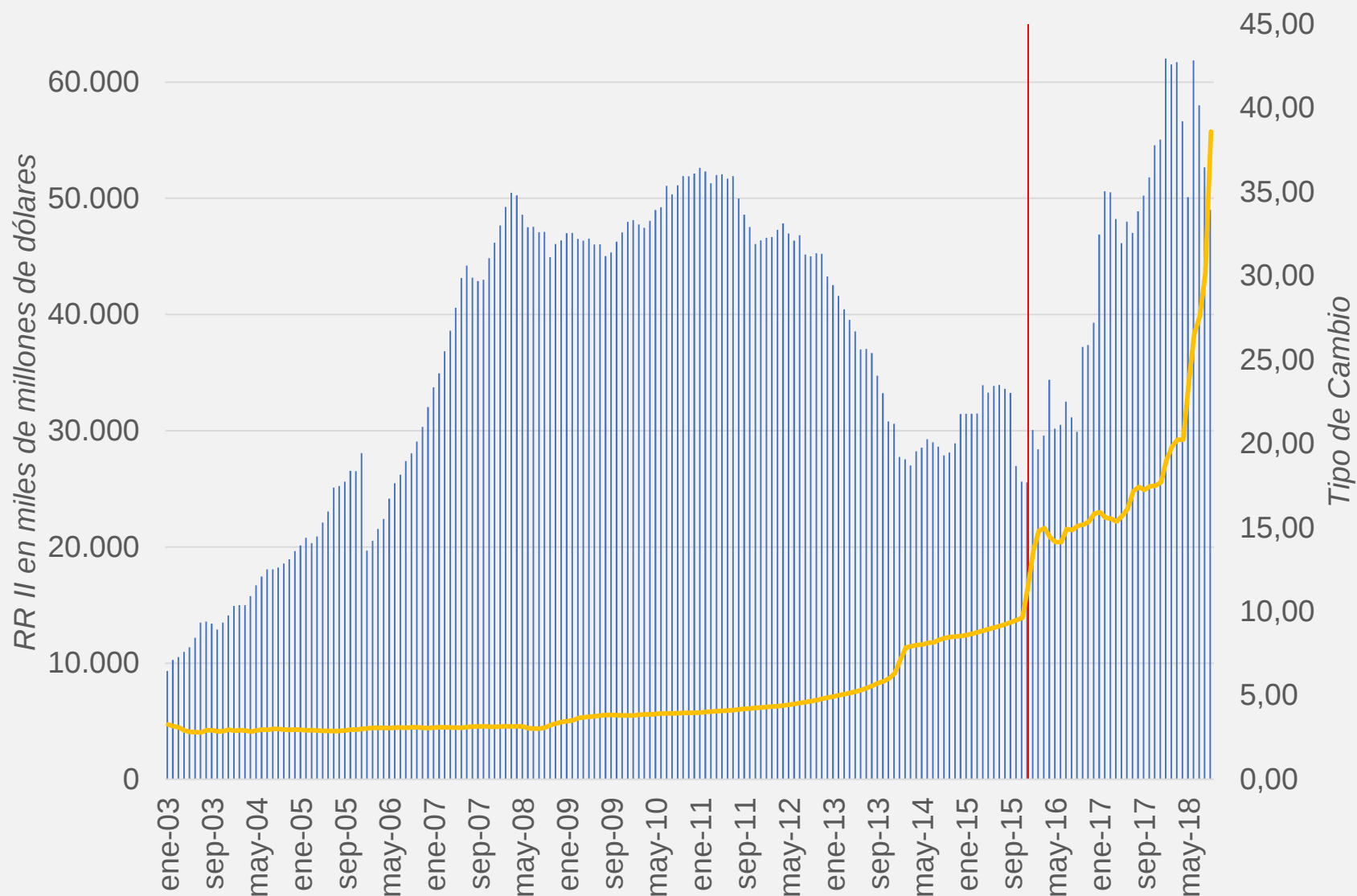
- Como contraparte al desarme de LEBACs se observa un fuerte crecimiento tanto en el stock como en la tasa de interés de las LELIQs.
- El viraje hacia estas letras implica cambiar endeudamiento a un mes por endeudamiento a 7 días.
- Por otro lado, su tasa de interés corresponde a la tasa de política monetaria desde agosto del 2018. Sin embargo, desde el 26 de septiembre del 2018, Guido Sandleris, nuevo presidente del BCRA, ha anunciado el fin del régimen de metas de inflación (o su suspensión) y el inicio de un régimen de control sobre agregados monetarios: se planteó un crecimiento de la base monetaria de 0% hasta junio del 2019.
- Históricamente, este tipo de régimen ha generado fuertes fluctuaciones en la tasa de interés, que ya se encuentra en niveles muy elevados en Argentina.

* A partir del 2/1/2017 y hasta el 2/5/18, la tasa de política monetaria, corresponde al centro del corredor de tasas de interés de los pases a 7 días de plazo. A partir del 8/8/18, la tasa de referencia de la política monetaria es la de Letras de Liquidez (LELIQ). A partir del 1/10/18, la tasa de política monetaria pasa a ser definida como la tasa promedio resultante de las operaciones diarias de LELIQ con las entidades financieras.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

■ Reservas Internacionales

— Tipo de Cambio



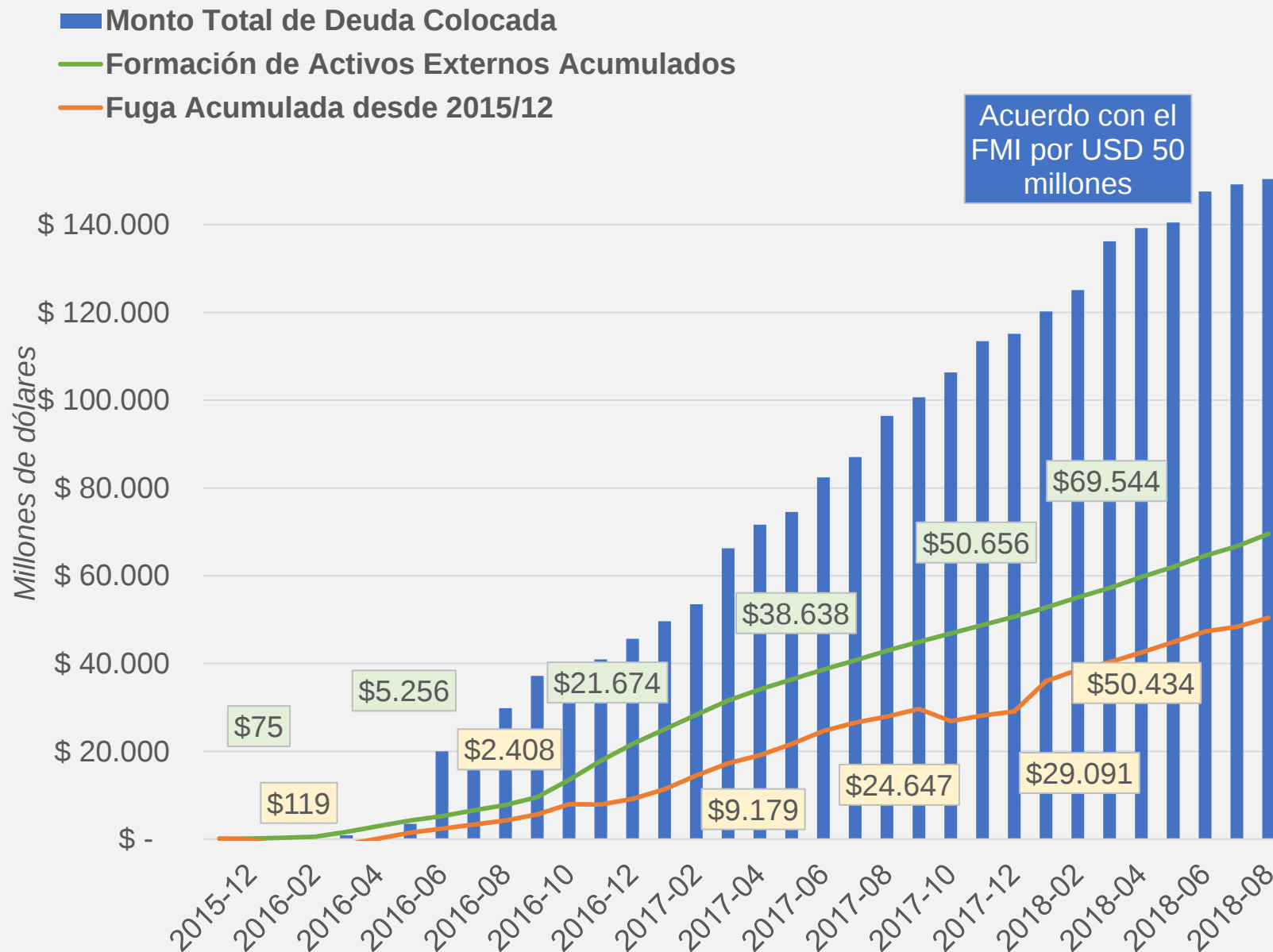
Reservas Internacionales y Tipo de Cambio Nominal

➤ Como se observa en el gráfico, a partir de la asunción de Mauricio Macri, y fundamentalmente por la desregulación del mercado de cambios y de capitales, se produjo un fuerte ingreso de capitales especulativos buscando altas tasas de rentabilidad en el mercado financiero local además de un creciente endeudamiento público en moneda extranjera. Esto generó una fuerte acumulación de reservas que, sin embargo, y dada la volatilidad de estos capitales, comenzaría a revertirse a partir de mayo de 2018.

➤ Ante la aceleración de las corridas cambiarias en junio del 2018, el gobierno recurrió a un crédito Stand By otorgado por el FMI. Aunque el desembolso logró desacelerar momentáneamente las presiones sobre el tipo de cambio, las corridas consecutivas lograron ser controladas recién en septiembre.

* El stock de RR II es el de fin de cada mes y el Tipo de Cambio Nominal está presentado en su promedio mensual simple.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.



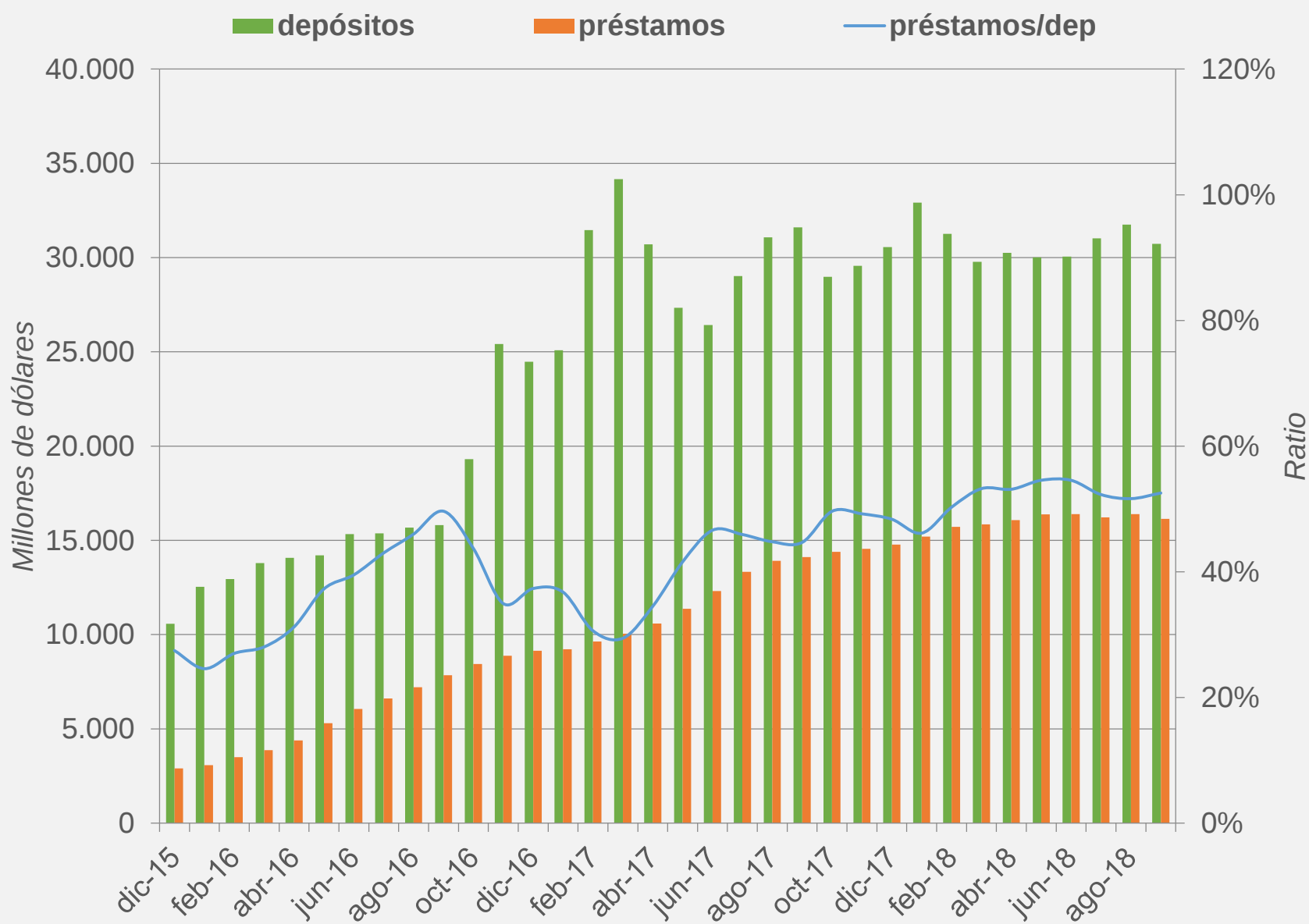
Fuga de Capitales

➤ Desde la asunción de la Alianza Cambiemos se ha generado una fuga masiva de capitales sostenida en los últimos tres meses con parte del acuerdo realizado con el Fondo Monetario Internacional el 20 de junio pasado. Se ha recibido un adelanto de USD 15.000 millones de los cuales se podían utilizar USD 7.500 millones para controles cambiarios. Sin embargo, desde entonces se han perdido USD 14.271 millones (principalmente en los intentos por controlar el dólar) y se han acumulado más de USD 3.000 millones en fuga.

➤ La correspondencia en las tendencias de endeudamiento total y fuga de capitales genera la posibilidad de hipotetizar en la actuación en conjunto de ambas dinámicas.

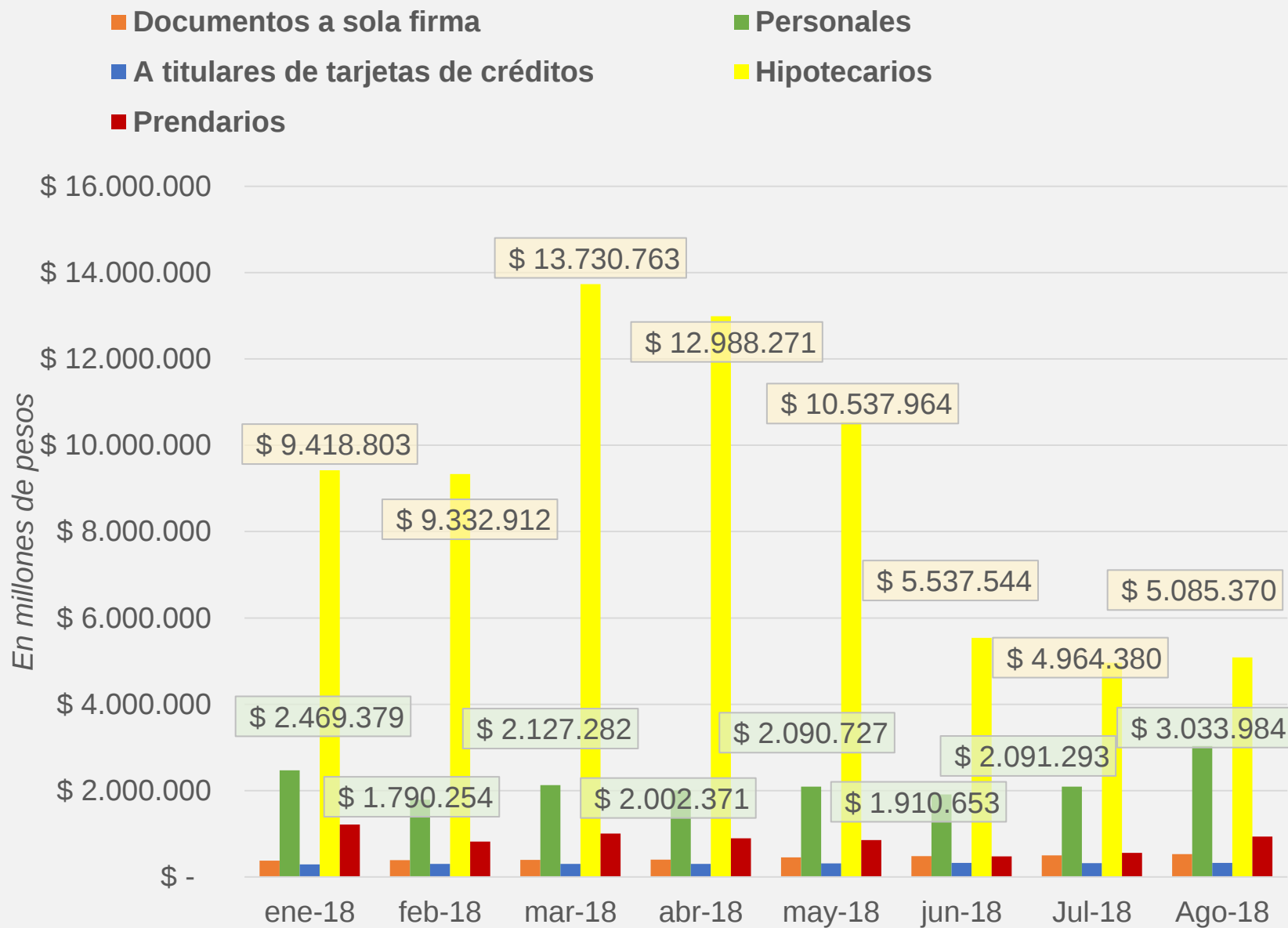
*Para estimar la Fuga de Capitales se utilizó el método de Balance Cambiario. Al monto mensual de la Formación de Activos se le ha descontado la variación, también mensual, de los depósitos en dólares del Sector Privado no Financiero

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y Fundación Germán Abdala.



Balance en dólares de bancos

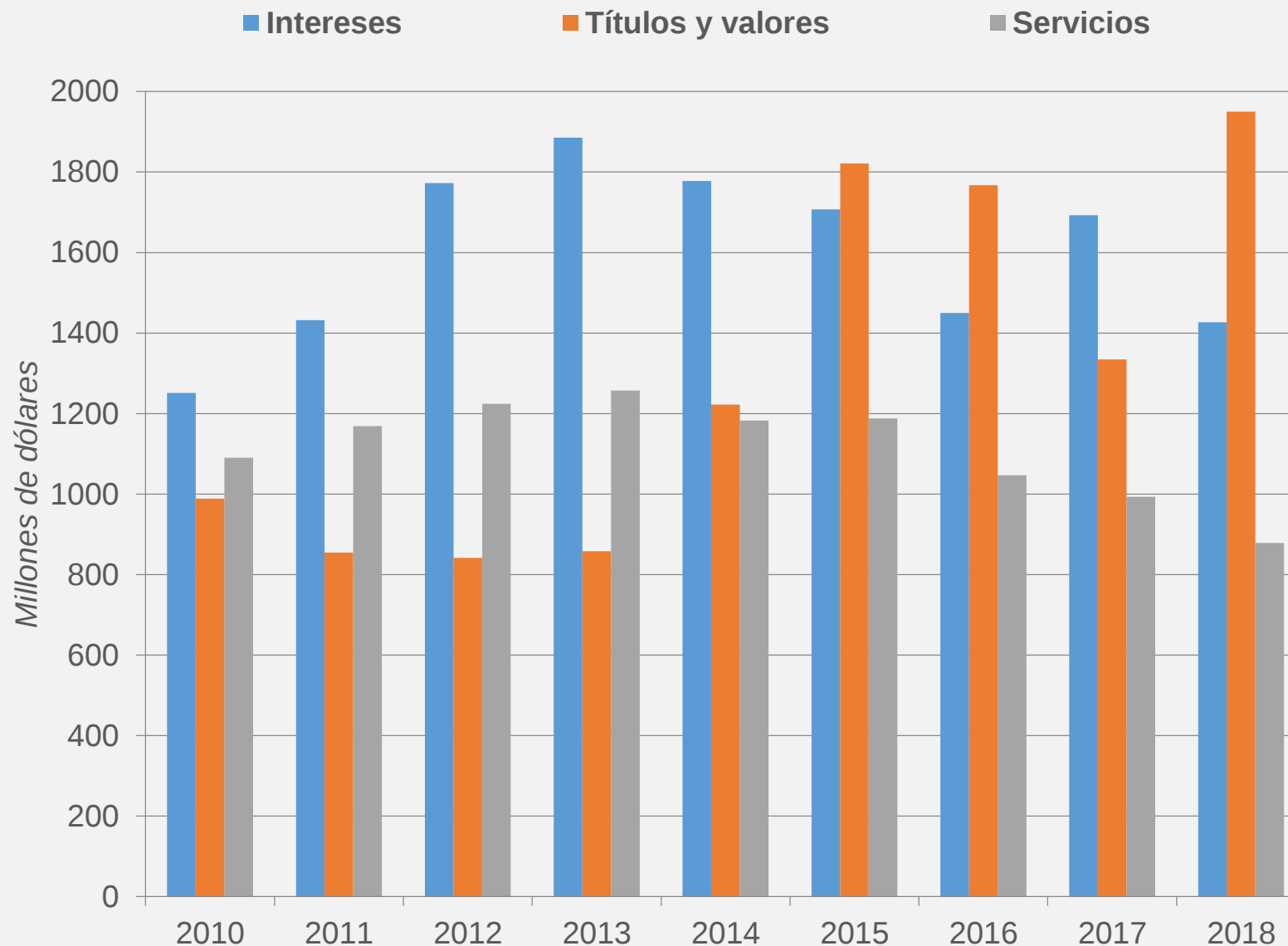
➤ Si bien los depósitos en dólares en entidades bancarias aumentaron fuertemente desde octubre de 2016, los préstamos en dólares también se incrementaron y el ratio préstamos/depósitos muestra una tendencia ascendente. Este aumento se explica mediante la ampliación de los potenciales tomadores de créditos en dólares desde inicio del mandato de Cambiemos.



Préstamos al Sector Privado

- Resulta interesante señalar el fuerte crecimiento que tuvo a lo largo de 2018 el otorgamiento de Préstamos a sola firma y los Créditos personales a la hora de pensar en los niveles de endeudamiento de la sociedad. Esta expansión puede explicarse por la caída del ingreso real, que es compensada por los hogares con endeudamiento.
- El auge observado en los créditos hipotecarios se explica por la expansión de los créditos UVA (Unidad de Valor Adquisitivo), que han sido fomentados por el gobierno con el fin de dinamizar el mercado inmobiliario y el sector de la construcción.

Más sobre las entidades bancarias: rentabilidad



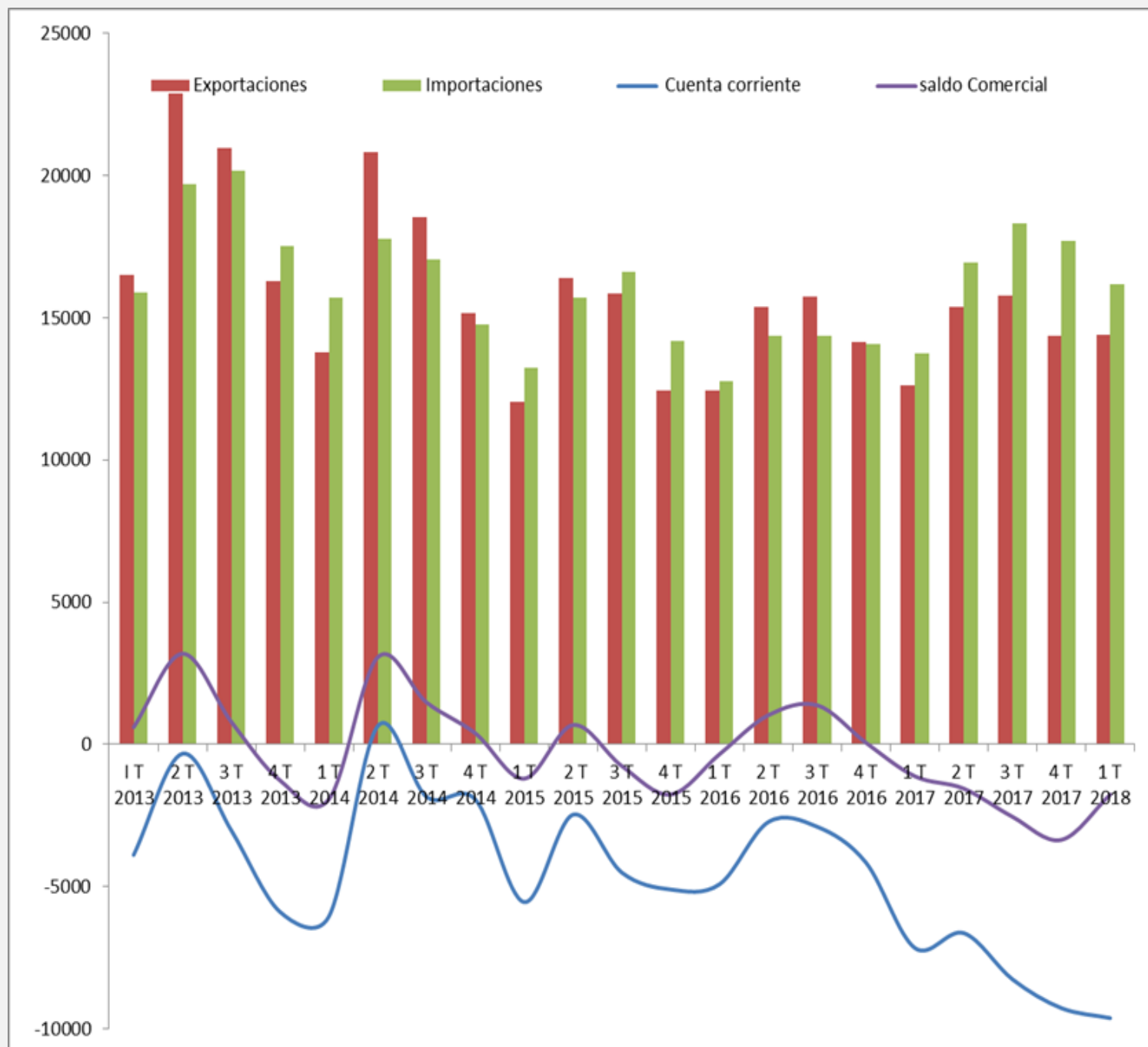
➤ Respecto a la rentabilidad del sistema financiero, se observa un crecimiento en términos de los resultados por títulos y valores y una caída en la rentabilidad por intereses y servicios.

➤ Esto se explicaría por las altas tasas de retorno que tuvieron los bancos debido a sus tenencias en cartera de bonos del BCRA y del estado nacional.

➤ La caída de los intereses se explicaría principalmente por la caída de la actividad en 2016.

➤ Debido al aumento de tasas de interés las perspectivas son que estas tendencias se acentúen.

Actividad, empleo y sector externo

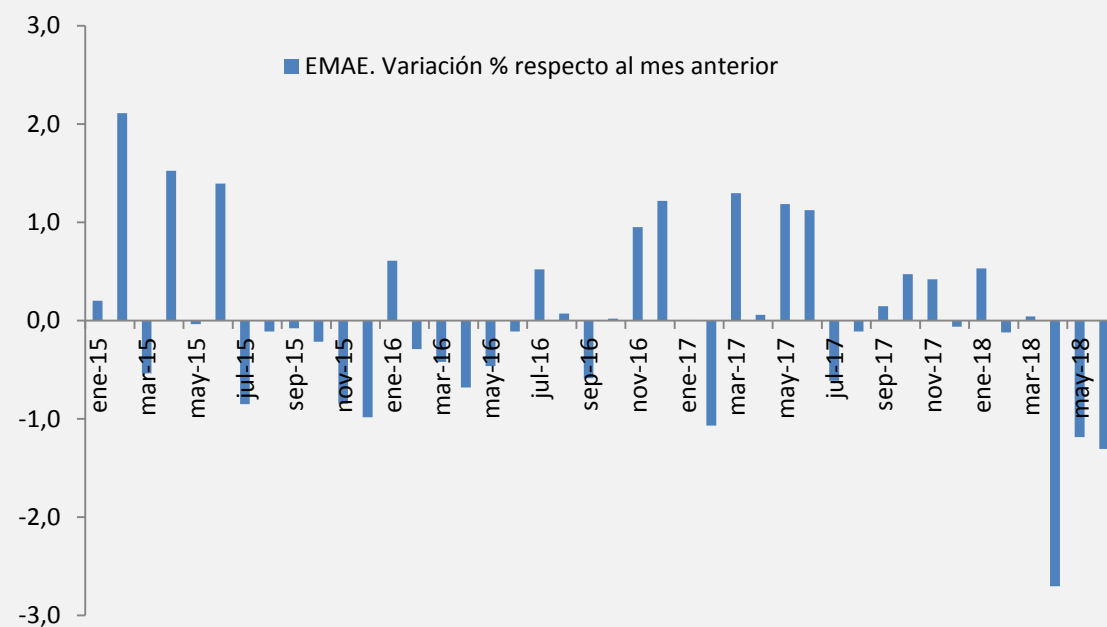
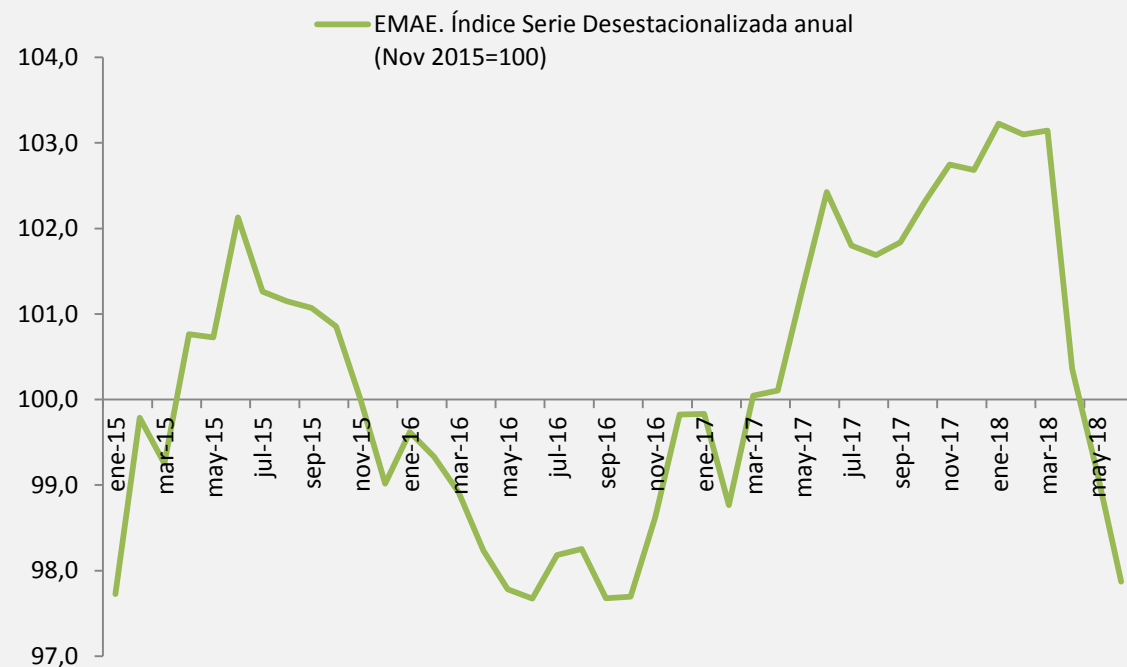


Balanza de Pagos

- Con respecto a la cuenta corriente, se observa una tendencia negativa que se acrecentó desde la asunción de Cambiemos. El nivel más bajo fue el primer trimestre del 2018 con un déficit de -\$9.623 millones de dólares.
- Al analizar el saldo comercial, también se verifica la tendencia negativa, en correlación con la cuenta corriente.

Cuenta Corriente, saldo comercial, exportaciones e importaciones en miles de dólares.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

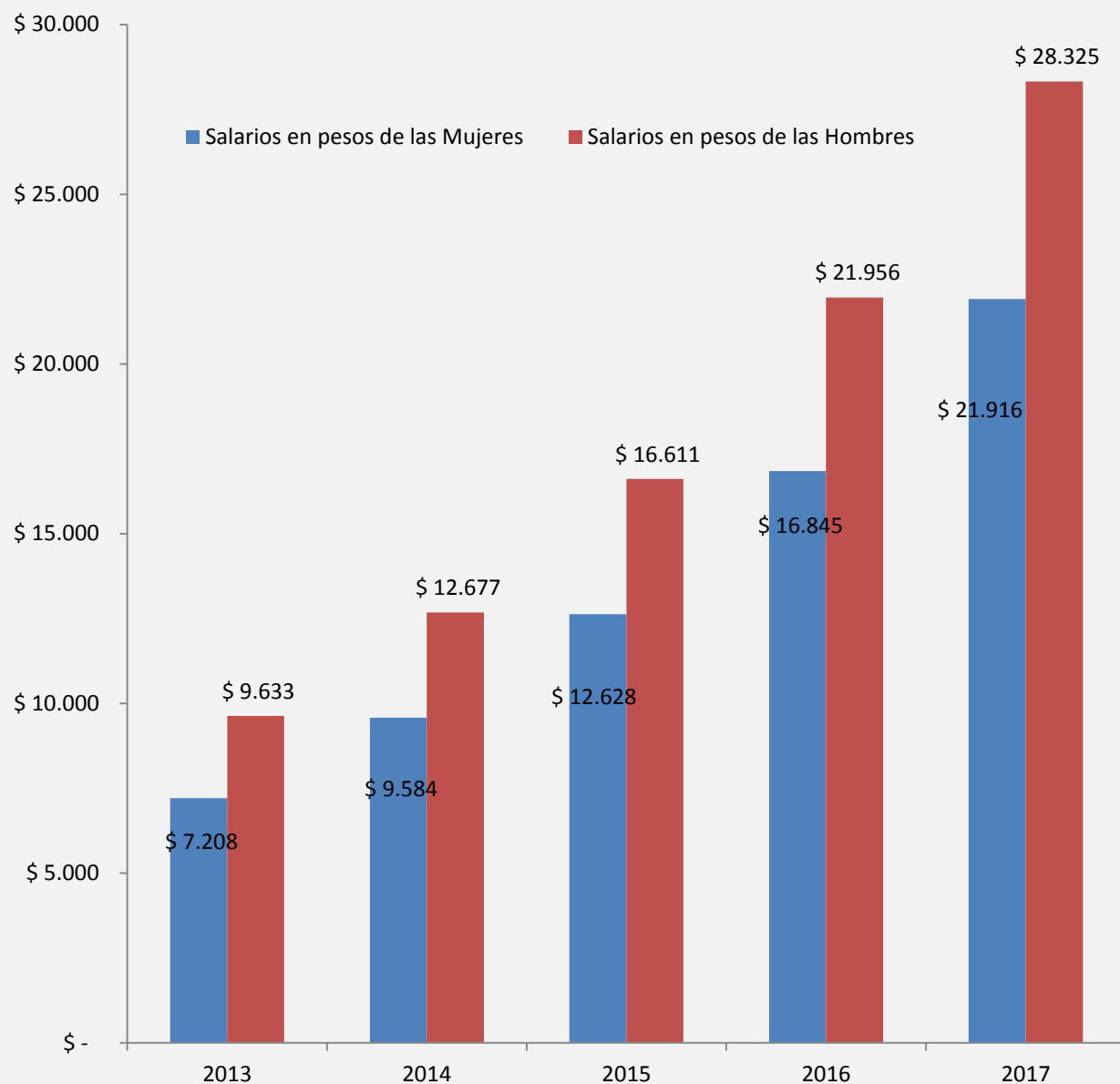


Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAЕ)

- Con respecto a la actividad económica, se observa una caída del EMAЕ en el primer semestre del 2018, que se ubica en los niveles más bajos desde que asumió la alianza Cambiemos.
- La magnitud de la recesión es comparable con el año 2016 .
- Si se consideran las proyecciones de lo que resta de 2018 y la propuesta del presupuesto del gobierno nacional para el 2019, el gobierno de Macri va a tener 3 de los 4 años de gestión con recesión económica.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

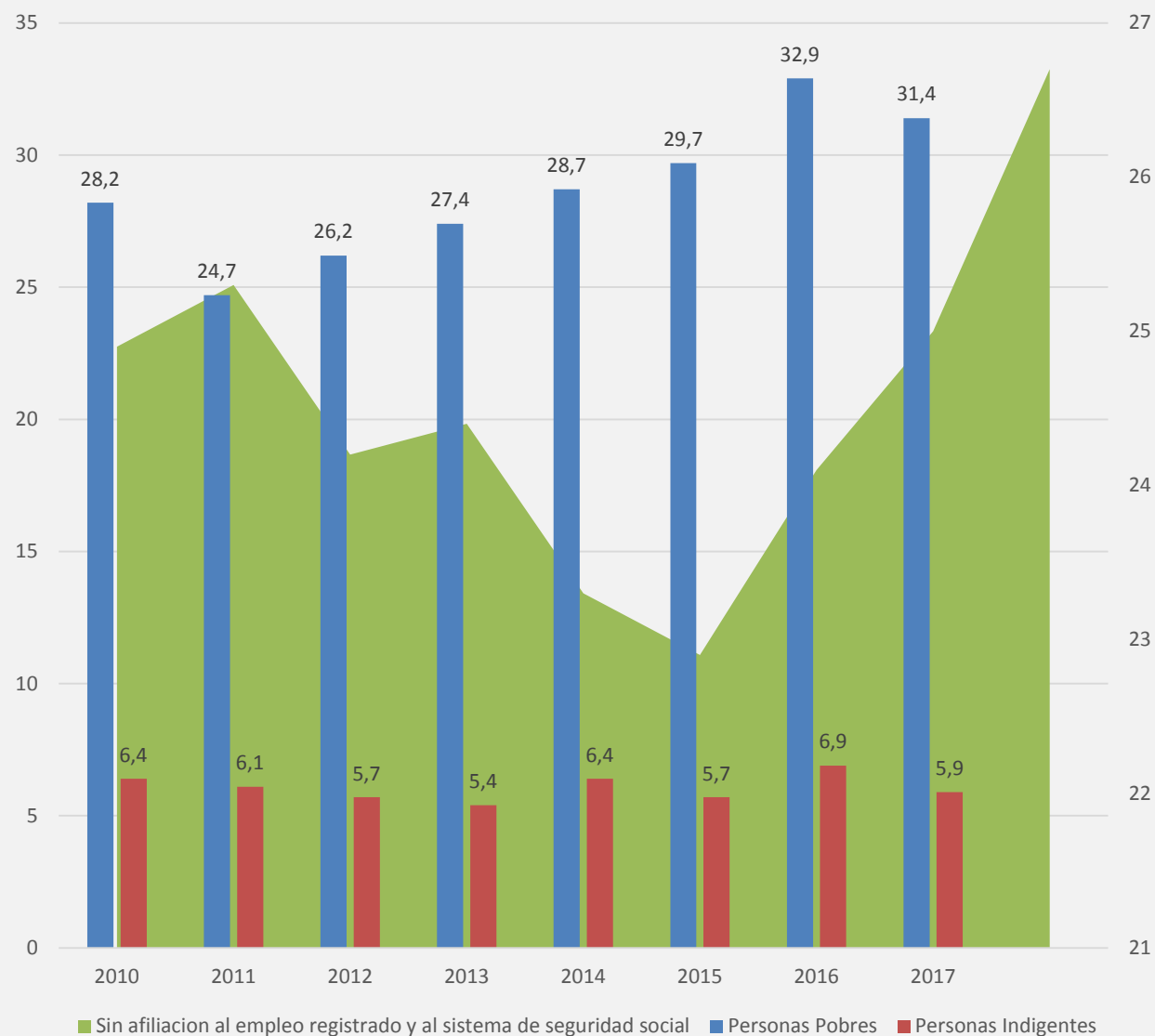
Remuneración entre ambos sexos.



➤ La brecha salarial promedio entre hombres y mujeres trabajadores del sector privado ha aumentado considerablemente. Para finales de 2015 la brecha promedio se ubicaba en \$3.983, con salario promedio para hombres en torno a los \$16.611 y para mujeres en \$12.628.

➤ Para el cierre del año 2017 la brecha se acrecentó hasta llegar a los \$6.410.

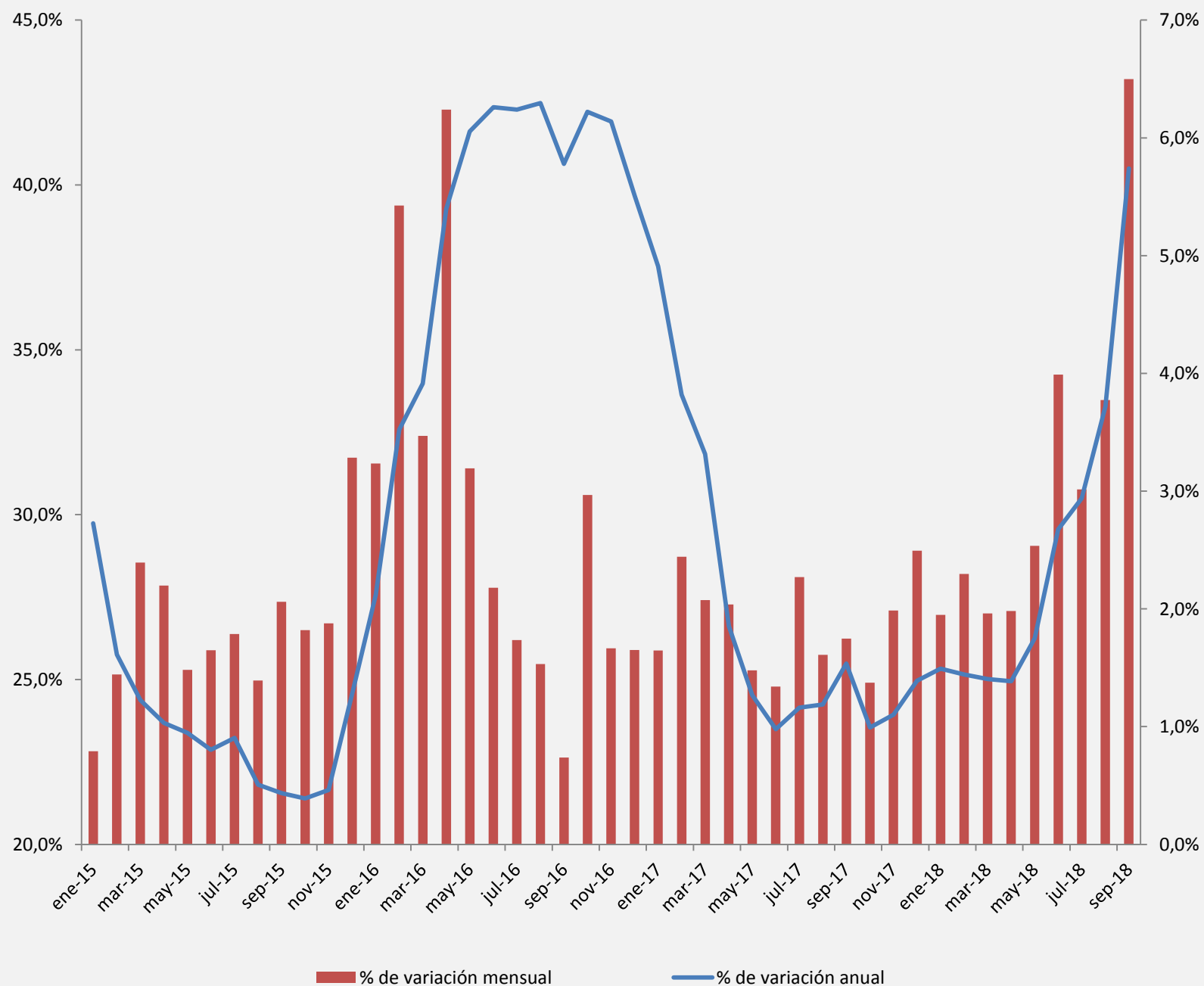
Fuente: elaboración propia en base a Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial -DGEYEL - SSPTYEL - en base a SIPA



Pobreza e Indigencia

- En términos de inequidad social, un tercio de la población se encuentra bajo la línea de pobreza.
- Los indicadores de pobreza e indigencia mejoraron en el 2017, en sintonía con el desenvolvimiento de la economía de ese año. Sin embargo, a lo largo del 2018 estos indicadores empeoran debido a los altos niveles de inflación, a la fuerte devaluación y a la políticas de ajuste

Fuente: Observatorio de Deuda Social de la UCA.

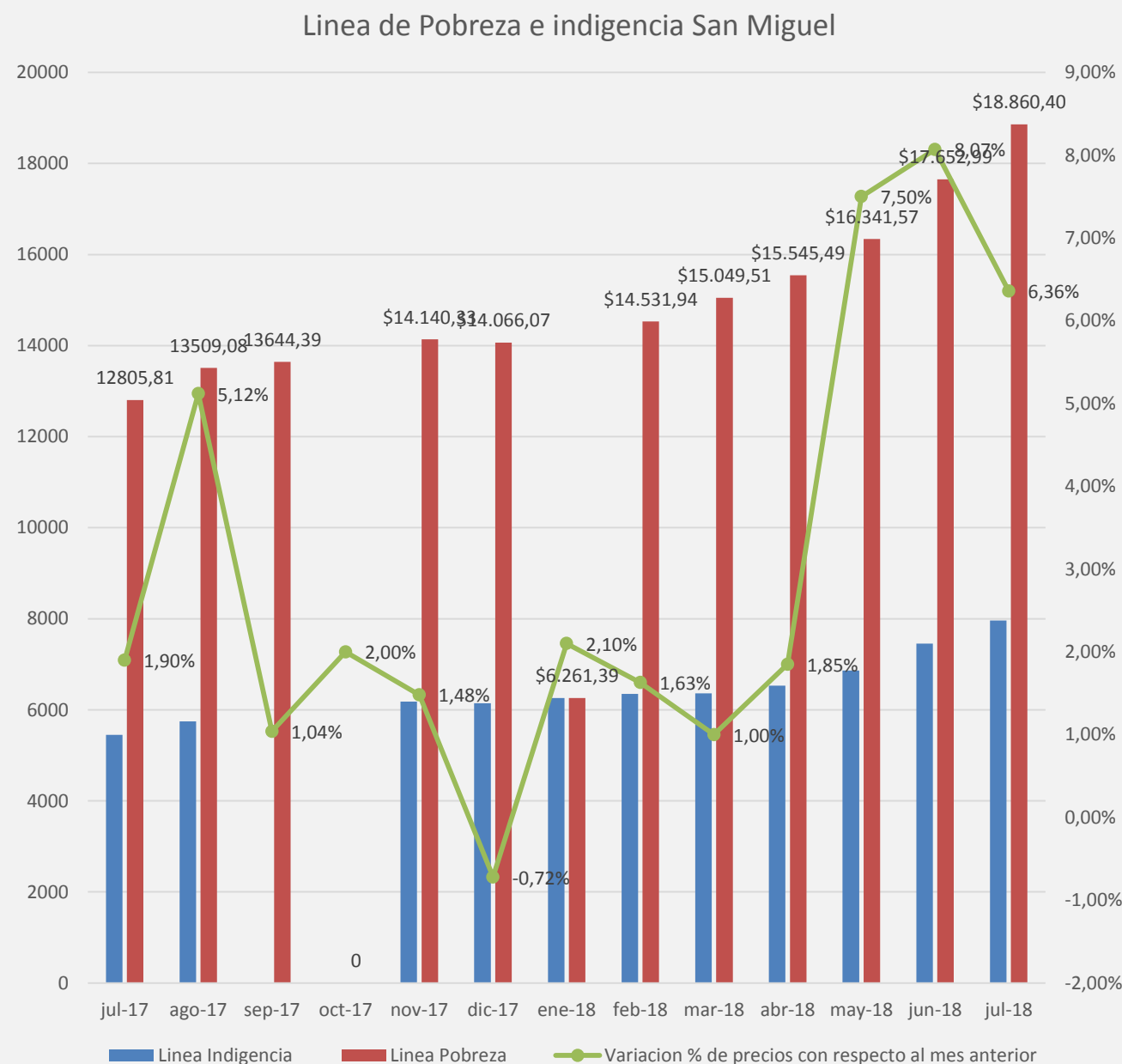


Índice de Precios

➤ El nivel general del índice de precios al consumidor (IPC) representativo del total de hogares del país registró en el mes de septiembre una variación de 6,5 % con relación al mes anterior y una variación interanual de 40,5%.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Índice de precios y línea de pobreza e indigencia San Miguel.

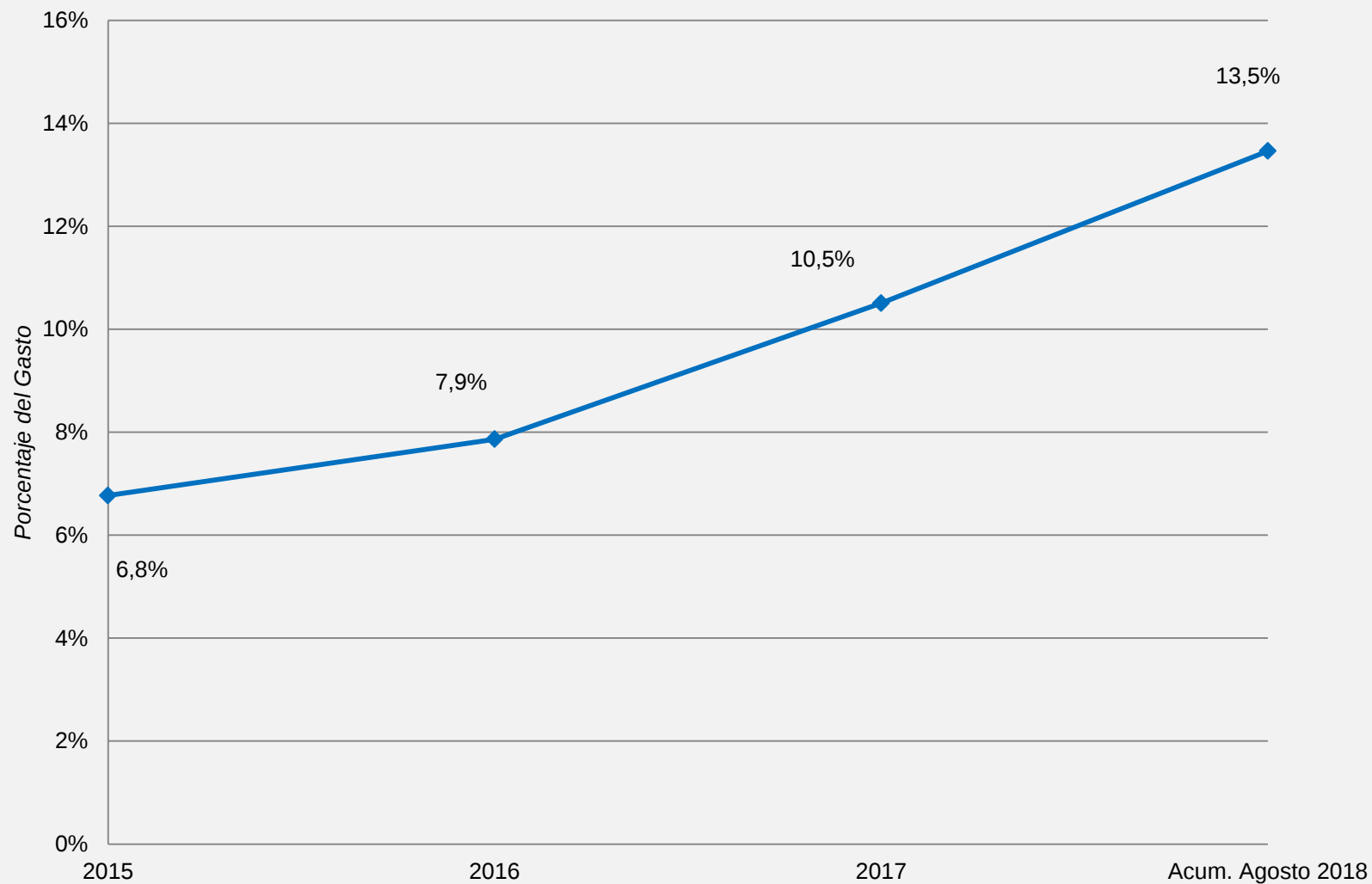


➤ El índice de precios de San Miguel arrojó niveles superiores al IPC representativo del total de hogares del país que efectuó el INDEC. Para julio del 2018 el incremento de precios fue 6,36% para San Miguel. Mientras que para el IPC nacional fue de 3,1%.

Fuente: elaboración propia en base a Programa Interinstituto sobre Empleo, Trabajo y Producción de la Universidad Nacional de General Sarmiento.

Sector Público

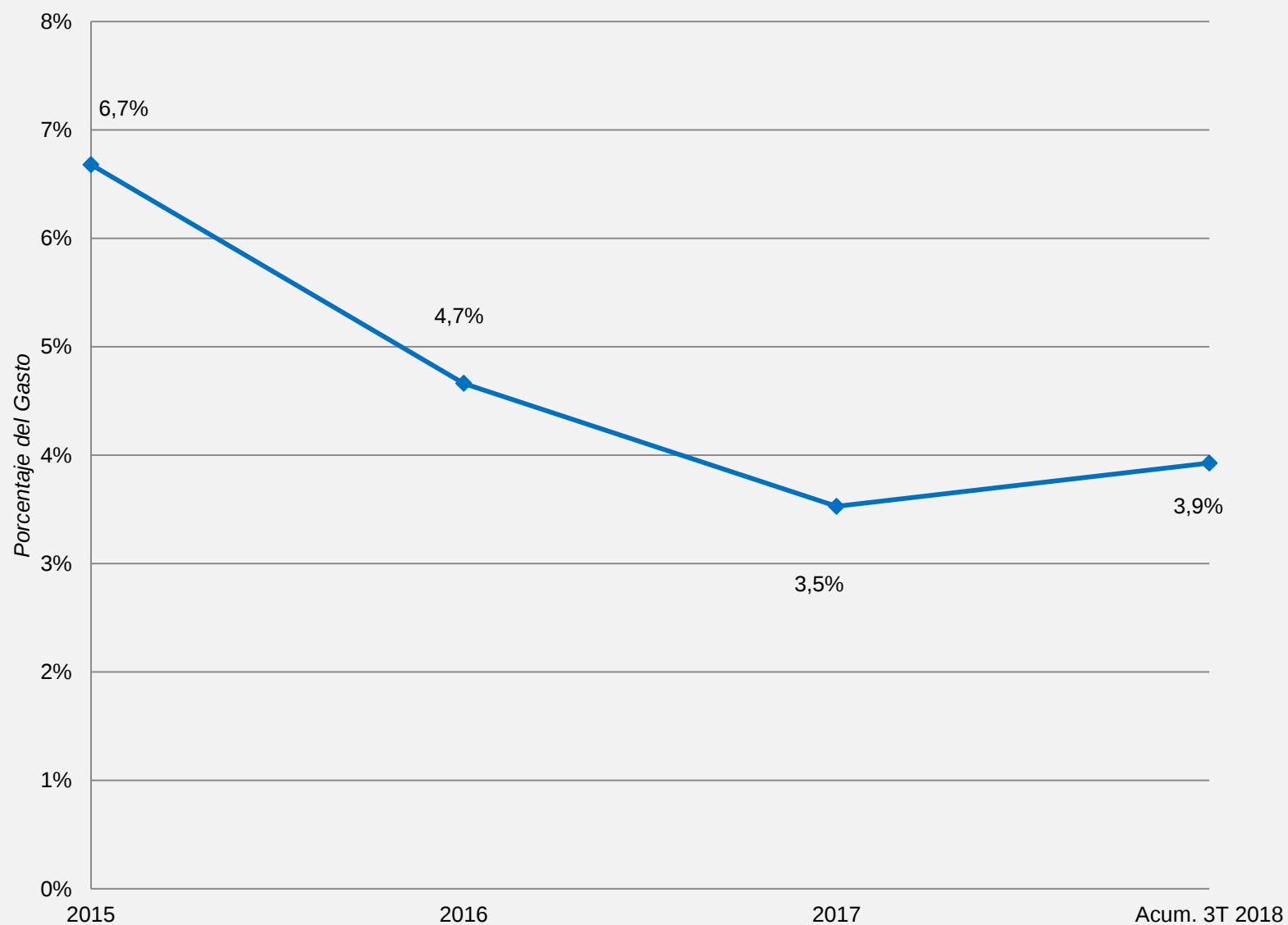
Intereses de la deuda sobre gasto total.



➤ Hay un peso creciente de los intereses de la deuda en el gasto total.

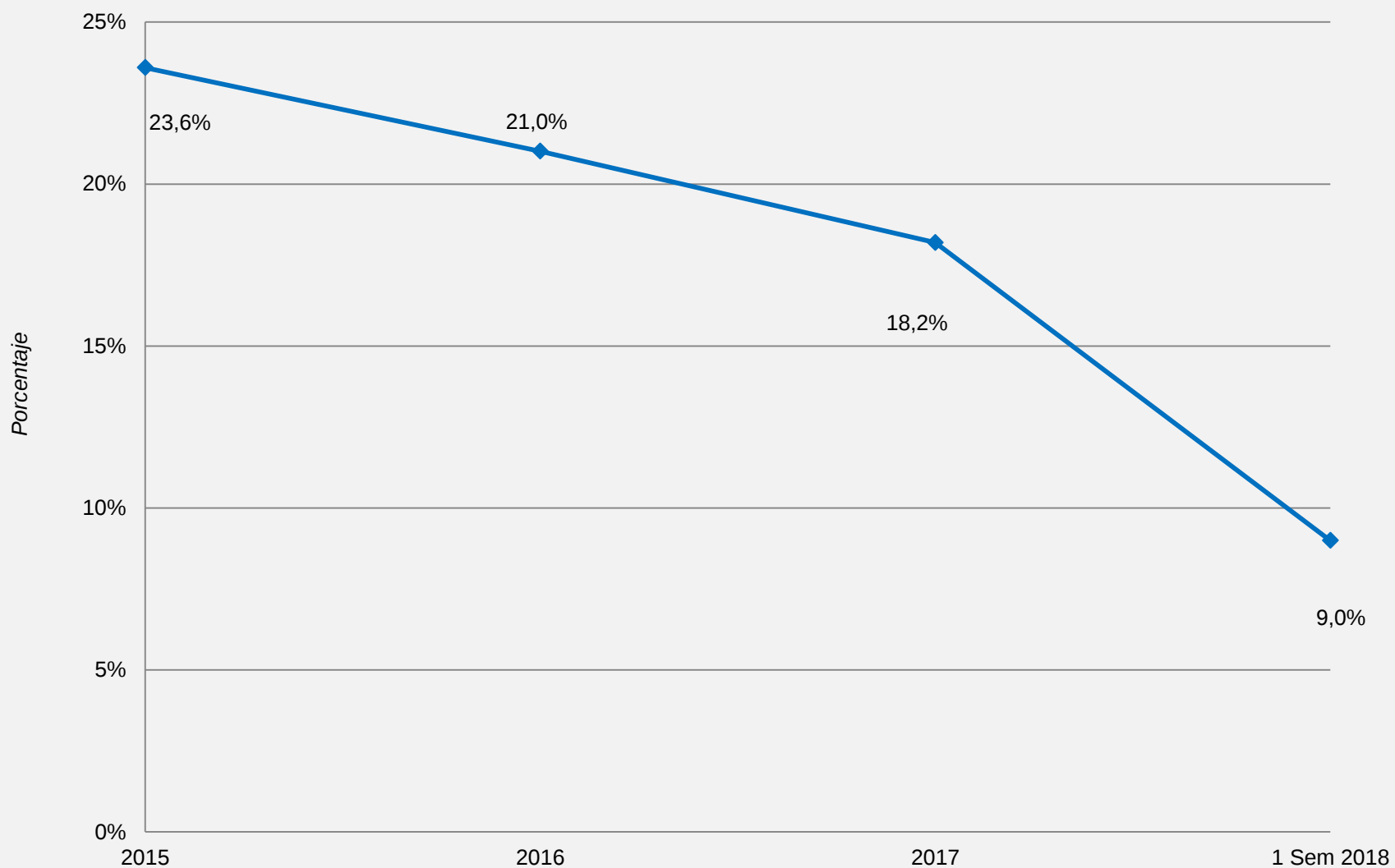
➤ La suba se explica, en 2016 y 2017, por emisiones de deuda y en 2018 por la variación del Tipo de Cambio Nominal que, a la fecha, supera el 100%.

➤ El crecimiento previsto para estos intereses, en 2018-2019, se refleja en el hecho de que el presupuesto 2019 los posiciona como la segunda transferencia en importancia, representando un 17,7% de los gastos totales previstos para el año próximo.



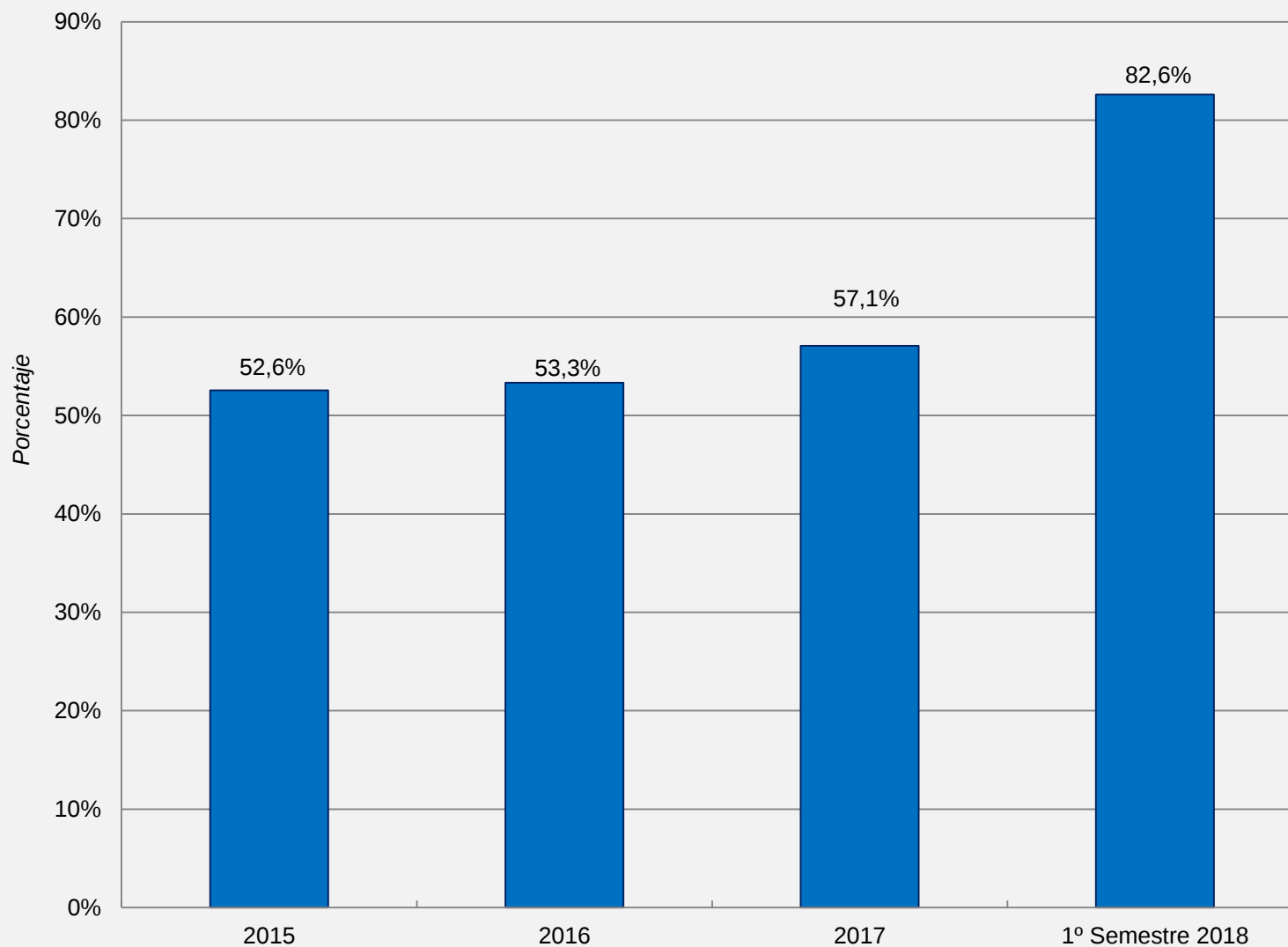
Derechos de exportación sobre total de ingresos tributarios.

- La tendencia decreciente se explica por la decisión política del gobierno de eliminar la alícuota de los derechos de exportación (retenciones) a la mayoría de las producciones y reducir las de la soja.
- Todavía no se refleja una mejora en este rubro producto de las nuevas retenciones aplicadas por el gobierno en agosto de 2018, ni el impacto pleno de la devaluación sobre el valor en pesos de dichas exportaciones.



Exportaciones sobre stock de deuda.

- Este indicador representa la capacidad de repago de la deuda de una economía.
- La merma exorbitante en el año 2018 es producto de que la mayoría de la deuda esta en moneda extranjera, lo que la hace sensible a las variaciones en el tipo de cambio.
- A su vez, es importante hacer notar que cuando el tipo de cambio estuvo en niveles relativamente estables (desde la devaluación de diciembre de 2015 hasta fines de 2017) también podemos observar un deterioro en producto del proceso de acelerado endeudamiento.

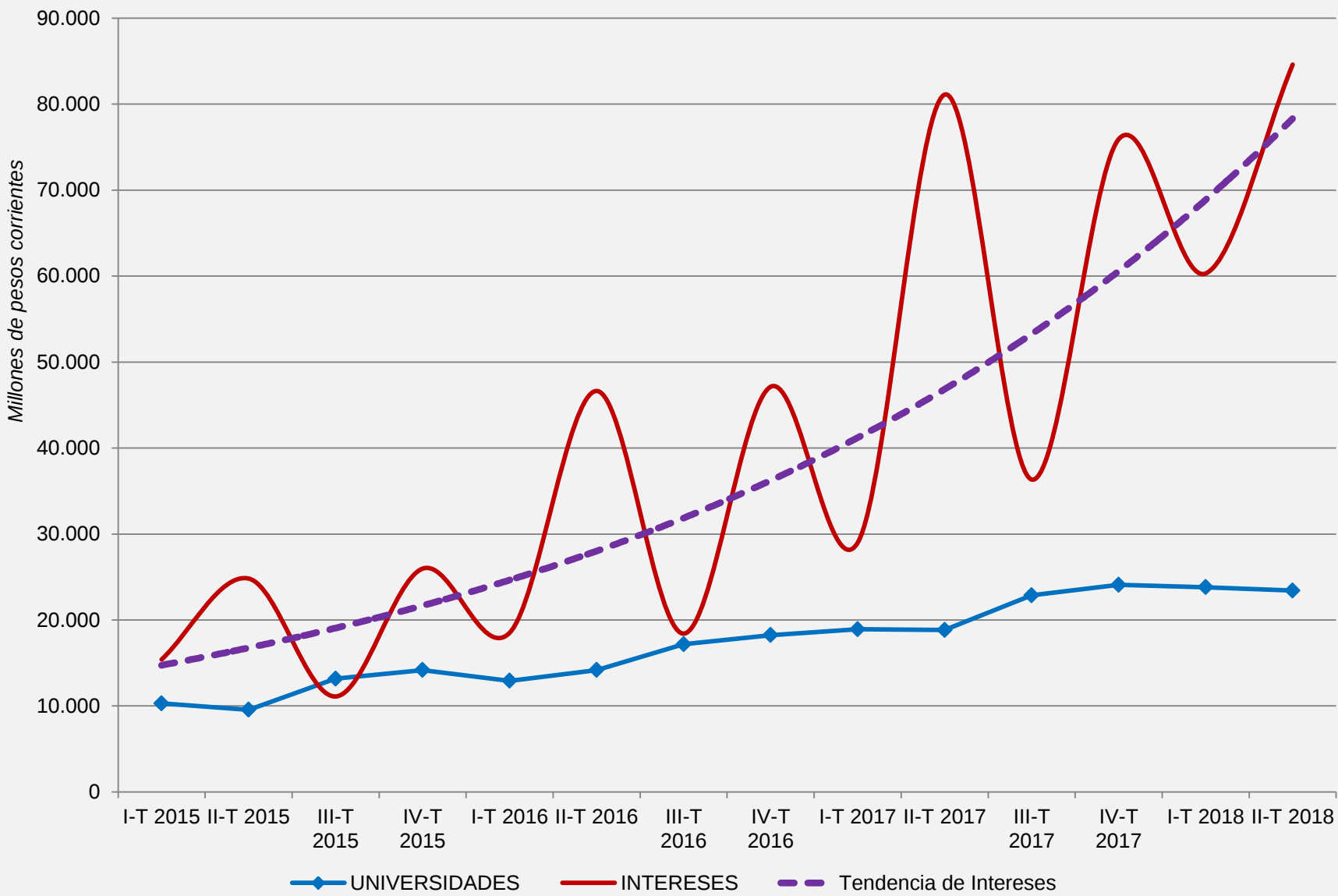


Fuente: Elaboración propia de datos del Ministerio de Hacienda

Stock de Deuda sobre PBI

- Entre la devaluación de fines de 2015 y el año 2017 el indicador no aumenta, porque el crecimiento de la deuda en dólares se invisibiliza por la apreciación real del peso (aumento del valor del dólar menor a la inflación).
- La devaluación de 2018 produce, en consecuencia, un salto importante.
- El guarismo se ubica en el 83% tomando el ultimo tipo de cambio del mes de Junio (28,86 pesos por dólar).
- En cambio, si se considera un tipo de cambio de 40, la relación se ubica en torno al 114%.

Transferencia a Universidades e intereses de la Deuda.



- Es notorio el cambio en las prioridades del Estado Nacional a partir del cambio de gobierno de fines de 2015.
- Así, por cada peso que se destinaba a las Universidades Nacionales, en 2015, se asignaron 1,64 al pago de intereses de la deuda.
- Este valor fue de 2,09 en 2016, de 2,62 en 2017 y de 3,07 en la primer mitad de 2018. El presupuesto 2019 lo estima en 4,10 para 2019.
- Es decir que los pagos de los intereses de la deuda, entre 2015 y 2019, han ganado un espacio presupuestario que es el triple que los fondos para la Universidad Pública.

Fuente: Elaboración propia de datos del Ministerio de Hacienda
Deflactado por IPC