

La recuperación: si ocurre, no será igual a las de antes

Un dato alentador de la coyuntura es que **las señales de recuperación que se venían observando se manifestaron nuevamente en los indicadores que se conocieron en los últimos días**. Pero más allá de la importancia circunstancial que la cuestión tiene en la antesala de las PASO, hay dos factores que no se deberían perder de vista. El primero es que **la restricción de liquidez y crediticia sigue siendo un obstáculo de peso para que la recuperación se afiance** y, el segundo, que **para que la incipiente expansión sea sostenible deberá tener características muy diferentes a las recuperaciones que hemos vivido** en la última década. De más está decir, por otro lado, que la validez de cualquier análisis que hagamos estará adicionalmente condicionada por la evolución internacional; en particular, a corto plazo **es clave lo que decida la FED en relación con la esperada corrección hacia abajo** de sus tasas de referencia.

Los indicadores de industria y construcción correspondientes al mes de mayo sugieren que tiende a consolidarse el panorama que esbozaba el EMAE de abril. Ese panorama era el de una economía que tiende incipientemente a recuperarse, pero a partir de un piso muy bajo, determinado por la profundidad de la recesión disparada por las turbulencias del año pasado. La combinación de caída fuerte con tímido rebote aparece muy claramente en el índice de producción industrial que presenta una caída del 6,9% respecto a igual mes del año 2018 —y una retracción acumulada de 9.8% en los primeros cinco meses del año—, pero simultáneamente un aumento del corregido por estacionalidad 0,6%. Este último dato es auspicioso porque es el segundo consecutivo de signo positivo y, como es sabido, las series desestacionalizadas suelen ser las más representativas de hacia dónde se dirige la economía en el muy corto plazo. Por ello, si hay rebote, es de esperar que esta serie sea la primera en detectarlo. Un punto relevante en este sentido es que, cuando se examinan los valores desestacionalizados desde enero hasta mayo, se identifican cuatro datos de crecimiento de la industria y sólo uno de caída en abril, que fue un período signado por fuerte volatilidad financiera y cambiaria. **Si los datos positivos se siguieran afianzando aun en un contexto muy influido por las incertidumbres de la política, ello implicaría que la economía efectivamente encontró un piso relativamente sólido a partir del cual recuperarse.**

El panorama que presenta la construcción no difiere excesivamente. Al igual que en el caso de la industria, como reflejo de la profundidad de la recesión, el indicador sintético de la actividad de la construcción presenta una caída de 3,4% respecto a igual mes del año 2018. Pero el signo negativo desaparece cuando la comparación se hace con abril de este año. La serie sin estacionalidad arroja un crecimiento del 2.3% y sin corregir por estacionalidad la suba es también positiva y de 6,8%. La evolución desde enero, no obstante, es más volátil en la construcción que en la industria ya que se registran tres meses con valores positivos y dos con valores negativos.

Las medidas que tomó el gobierno para reanimar el consumo como precios esenciales, incentivos para la compra de automóviles, disponibilidad de créditos a jubilados, pensionados y AUH así como el Ahora 12, a lo que se suma la reducción de retenciones para productos de economías regionales, **seguramente van a hacer su aporte en favor de que se consolide un eventual rebote. En el mismo sentido van a actuar las recomposiciones salariales vía paritarias. Los salarios tienen espacio para recuperarse** debido a que quedaron bastante rezagados durante la recesión. Según la última información del INDEC, el índice de salarios total de los trabajadores registrados acumuló un aumento del 38.1% en los 12 meses que van de abril de 2018 a abril de 2019, frente a una tasa de inflación entre puntas en ese período que rondó el 50%.

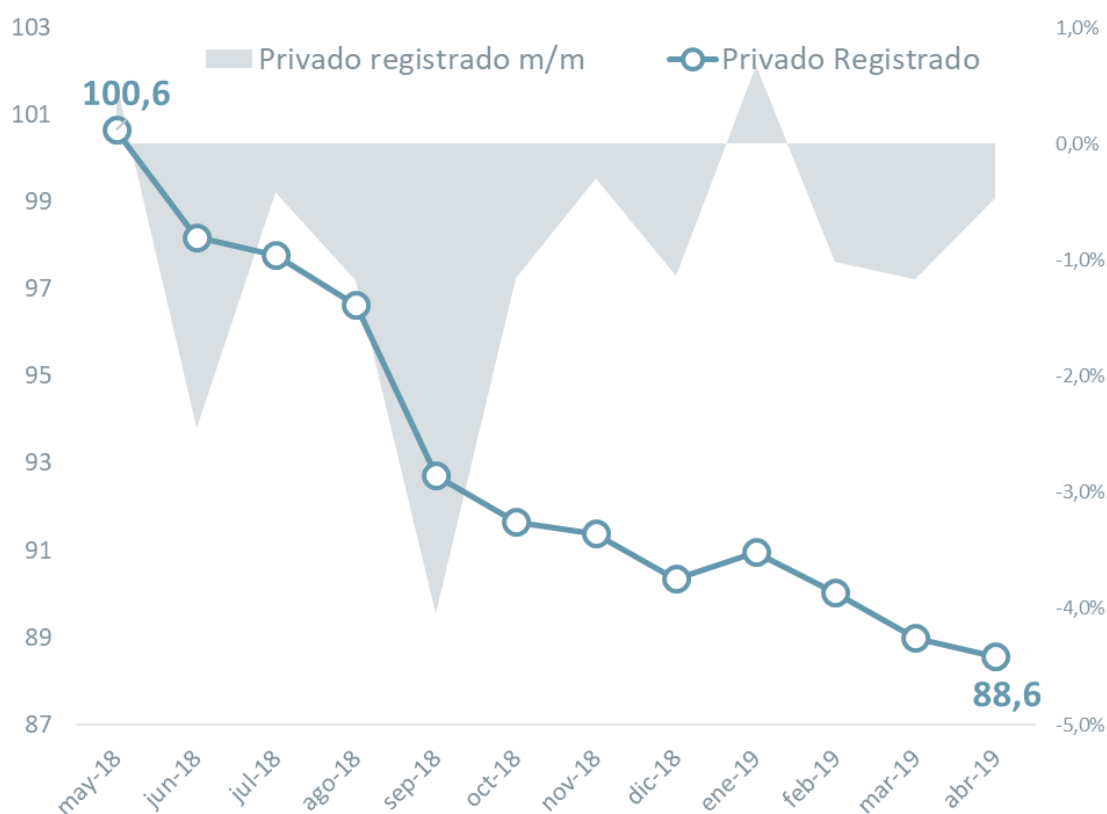
ABECEB

hacemos más real la economía real

Es interesante notar que, a pesar de la rigurosidad del ajuste en el sector público, la retracción de los salarios reales privados fue similar a la de los públicos. Esto habla a las claras de la profundidad de la **recesión** a la que nos referimos más arriba. Incluso el incremento privado fue levemente inferior al público ya que el salario privado registrado arrojó un aumento del 37.2% contra uno de 39,7% del sector público. En el segmento del mercado laboral privado más "flexible", donde opera la informalidad, la caída fue aun superior: 31.1%. **Si los índices del INDEC reflejan bien la composición de la fuerza de trabajo, para apuntalar la recuperación será vital que se recompongan los salarios en blanco privados**, que tienen la mayor ponderación en el agregado de salarios (el índice le asigna 50.1%) y generan el empleo de mejor calidad.

Evolución índice CVS Real y var m/m. Base oct-2016=100

En puntos básicos



La evolución del crédito y las condiciones de liquidez, no obstante, son un obstáculo no menor para que se afirme el rebote del nivel de actividad. Este punto es muy claro en el Informe Monetario de junio que elabora el Central. En el marco del Stand by, el Central informó que cumplió con la meta de incremento nulo en la base monetaria. Como la tasa de inflación es muy superior a cero, **no sorprende que el saldo del M2 privado**, que suma el circulante en poder del público y los depósitos a la vista en pesos del sector privado, **se encuentre en "niveles históricamente mínimos"** para usar las palabras de la autoridad monetaria (10,3% del PBI). **La evolución de los depósitos a plazo fue mejor porque subió en junio un 2,7%, pero se trata del primer aumento significativo** y en línea con la inflación desde febrero. **En el cambio de**

ABECEB

hacemos más real la economía real

tendencia ha influido sin duda la implementación de los plazos fijos web, que incrementó la competencia entre los bancos. En este marco de marcada restricción monetaria, los préstamos en pesos al sector privado continuaron mostrando una tendencia descendente, registrando una caída de 2,5% mensual. La restricción de crédito es en parte la contrapartida del incremento de la liquidez bancaria en pesos que alcanza máximos históricos. En particular, la liquidez amplia en pesos—incluye los saldos en cuentas corrientes en el BCRA, efectivo, LELIQ y el bono del Tesoro Nacional admitido para integrar encajes— fue equivalente a 63,1% de los depósitos en pesos. En otras palabras, **el sector público se apropia de una u otra forma de alrededor de dos tercios de los fondos disponibles para prestar; un nivel de crowding out que claramente juega muy en contra de la recuperación.**

Si el Central definiera un régimen monetario capaz no sólo de brindar un ancla nominal para los precios sino, también, generar crédito privado ello sería de gran ayuda para la actividad. Claro que una cosa es expresar los objetivos deseables y otra contar con los instrumentos de política para conseguirlos. **Por ahora, en un contexto de incertidumbre en que la demanda de dinero es acotada, el objetivo que prioriza el Central es el de proveer un ancla nominal que ayude a la desinflación** a través de la base monetaria y la banda de referencia. **El objetivo del crédito y, por ende, de reactivar, queda subordinado a esto.**

Hemos afirmado al comienzo que, para consolidarse, la expansión deberá ser diferente a lo que venimos viendo. Hay dos puntos a enfatizar. En primer lugar, **si bien los salarios harán su aporte y empujarán el consumo, no podrán ser el motor de la recuperación.** Los salarios públicos tienen una participación alta (29.9%) pero una recuperación empujada por éstos no es consistente con las metas fiscales acordadas con el FMI. Aunque es cierto que las Provincias tienen una situación algo más desahogada que la Nación y podrían tentarse con una recuperación salarial más generosa que sea funcional para incentivar el consumo. El trabajo informal aporta el restante 20%. Por supuesto, los salarios informales se van a recuperar si la economía lo hace ya que, para los informales, lo que manda es la ley de la oferta y la demanda. Pero, obviamente, cuanto más importante sea el aporte de los salarios informales, de menor calidad y más frágil será la recuperación.

De aquí que hayamos enfatizado **el rol clave de los salarios registrados. Sin embargo, para que éstos se eleven y eventualmente empujen al consumo primero tiene que subir la productividad**, de lo contrario las firmas no podrán afrontar los costos de la mano de obra. **Las expansiones recientes nos llevaron al stop-and-go, justamente porque subieron los salarios y el consumo sin que subiera la productividad. Ahora, por necesidad, el camino deberá ser el inverso: tendrá que subir la productividad para que puedan subir los salarios y el consumo de forma sostenible. Esto, por supuesto, implica un cambio copernicano en relación a la última década. Y la razón es simple: el sector privado registrado no genera empleo desde 2012** y una razón fundamental es que la productividad está estancada. Para tener una idea de lo que está ocurriendo con la productividad, baste recordar que el PBI per cápita —que es un reflejo de la productividad— cayó alrededor de 1% por año en promedio desde 2012. Se concluye, entonces, que **los empleos de calidad sólo van a generarse si se revierte la mala evolución de la productividad**, de forma que las empresas estén en condiciones de financiar el mayor costo laboral que implica tener un trabajador registrado. **El énfasis en la productividad, obviamente, no implica negar que reformas en la legislación laboral ayudarían también a reducir la informalidad.** Pero hay que considerar que **una reducción de costos vía reforma laboral es un evento de baja de los costos que sólo puede darse una vez, mientras que los incrementos de productividad no tienen límite** y se pueden dar de manera continua a través del tiempo.

Un punto adicional a tener en cuenta es que, lamentablemente, por ser una economía de alta inflación, la Argentina enfrentará en la expansión un problema adicional: la inflación inercial. Por ello, **una tarea**

ABECEB

hacemos más real la economía real

inevitable para el futuro es definir una política anti-inflacionaria que esté en condiciones de lidiar con la inercia que generan las recomposiciones salariales. Por ahora el gobierno utiliza una combinación de bandas de referencia con metas de moneda que funcionó para evitar la espiralización de la inflación. Pero recibió una gran ayuda de la recesión. Si la economía se reactiva, el poder de negociación de los sindicatos aumentará al reducirse el temor al desempleo. **Uno de los peligros es que la recuperación salarial genere fuerzas en favor de un deterioro de la competitividad del tipo de cambio real**, como ha sido el caso frecuentemente en las expansiones.

En segundo lugar, **la expansión deberá ser diferente porque deberá tener un sesgo hacia los bienes transables**. Hasta el momento, la Argentina ha mostrado una gran versatilidad para ajustar su sector externo. El déficit de cuenta corriente del primer trimestre de este año ha sido un 60% más bajo que el del primer trimestre del año 2018: pasó de 9369 millones de dólares a 3849 millones. Es un ajuste realmente encomiable. Pero el mismo se hizo, sobre todo, comprimiendo las importaciones. **Si la economía se reactivara siguiendo las mismas pautas de la última década, las importaciones volverían a crecer rápidamente** como ocurrió en 2017, sin ir más lejos. **Elo no sería consistente con los casi 800 puntos básicos de riesgo país. Con este riesgo no hay prácticamente acceso al mercado internacional de capitales. Así, la reactivación, para ser viable, tendrá que tener un sesgo pro-exportador y pro-inversión extranjera directa.** Las dos condiciones esenciales para llenar estos requisitos son un tipo de cambio real que no se aleje de su equilibrio de largo plazo y un clima de negocios que atraiga las inversiones. La perspectiva de que se materialice el acuerdo con la Union Europea puede ayudar de manera crucial en esto último.

Stock de IED en economías del MERCOSUR como % del PIB

