

Inflación, salarios y actividad económica

Índice

1. Precios y salarios
2. Actividad económica
3. Sector fiscal
4. Sector externo
5. Sector monetario y financiero

Documento elaborado por el Departamento de Economía del IAE, Universidad Austral.

EDITORIAL

**Por Juan J. Llach*

Auspicia:



PRECIOS

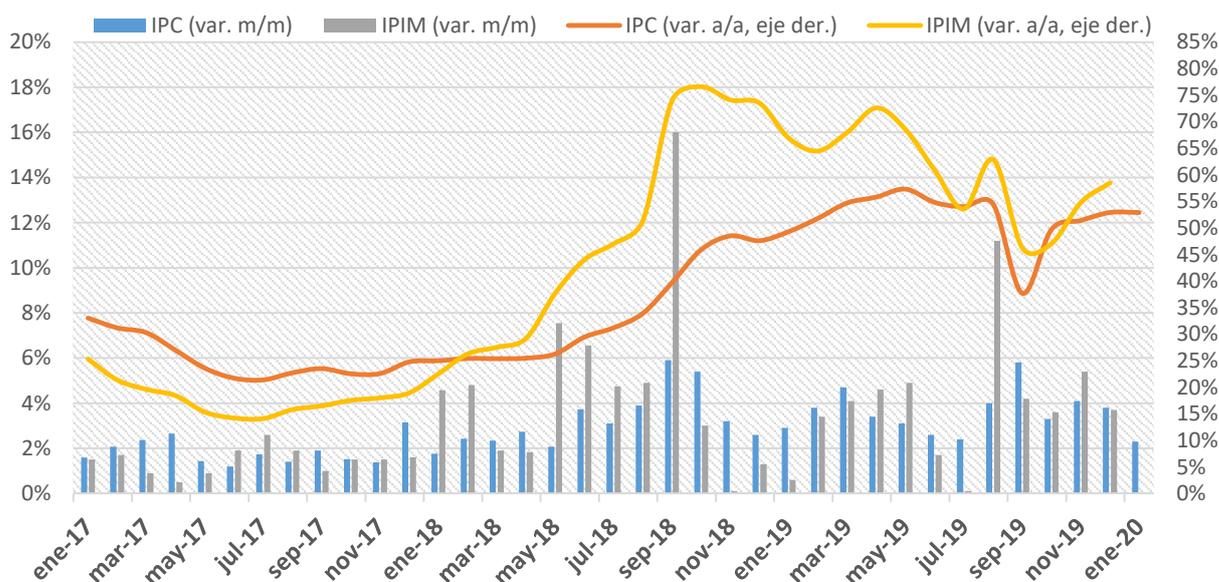
*Por Martín Calveira

Necesidad de estabilización inflacionaria en el nuevo gobierno

- **La inflación mensual minorista de enero fue 2,3%.** Se sitúa en un menor nivel respecto del último semestre de 2019 y por debajo del promedio mensual del año 2019.
- **El ritmo de crecimiento de los precios de la economía parece encontrar cierta ancla temporal pero en niveles relativamente altos.** La nueva gestión económica espera efectos derivados de las fuertes restricciones monetarias y programas de precios.

Inflación minorista y mayorista

(Variación porcentual mensual e interanual)



Fuente: INDEC

Resumen

- Las restricciones cambiarias parecen tener efectos sobre la dinámica de precios. Cierta estabilidad del tipo de cambio puede ser más eficaz junto con el lanzamiento de programas de precios regulados.
- Luego de un año de fuerte volatilidad y recesión la gestión económica deberá establecer un programa de estabilización no solo sobre los precios sino sobre los efectos generados en los ingresos de asalariados.

Auspicia:

- El ajuste de las cuentas públicas puede ser un factor relevante sobre la inflación pero es sustancial que la gestión implemente un programa que revea el deterioro de los ingresos y los desalineamientos de las variables de la economía.
- El nivel general de precios minoristas (IPC) evidenció un crecimiento de 2,3% mensual en enero, registrando un nivel menos respecto al Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el Banco Central que fue de 3,5%.
- Mientras que las proyecciones de inflación minorista de febrero se establecen en 3,1%.
- El panorama inicial de precios es determinado por expectativas que se conformaron por la inflación anual del año 2019. Mientras que Índice de Precios Minoristas (IPC) se situó en 53% anual, el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registró una suba de 58,5% anual.

-
- La inflación del mes de enero 2020 registró un aumento mensual de 2,3%. Lo que la sitúa en el menor nivel desde julio 2019.
 - Se destaca que el rubro de mayor incidencia en la dinámica, Alimentos y bebidas no alcohólicas, registró una variación mensual de 4,7%.
 - Si bien con cierta disminución, la dinámica inflacionaria continúa determinada por la incertidumbre derivada de la ausencia de un programa de estabilización integral. El sesgo que notamos en la gestión sobre la necesaria reprogramación de deuda, se deberá ajustar a la necesidad de atender los desafíos que presenta el estado actual de la dinámica de precios.
 - El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), realizado por el Banco Central estima que la inflación minorista mensual de febrero se situará en 3,1% configurando un 51% anual.
 - Es cardinal que se establezcan estrategias que generen convergencia en las expectativas y decisiones de precios. Una puede situarse en acuerdos de precios de un mayor espacio de tiempo, y que alcance a todos los sectores formadores de precios.
 - La actualización del programa Precios Cuidados puede ser un elemento para establecer precios referenciales, pero no dista de ser un factor antiinflacionario dado su limitado alcance y su irrelevancia sobre las expectativas y las decisiones de los formadores de precios.
 - Decisiones de precios en alta inflación no solo inducen mayores costos en toda la estructura económica, sino que ralentizan decisiones económicas y financieras. Sin dudas, el impacto sobre la economía real es la profundización de la recesión en el marco de alta inflación.
 - Si bien el ritmo de crecimiento de precios y las proyecciones REM siguen siendo desalentadoras en el corto y mediano plazo, notamos cierta reversión a niveles menores en

un contexto de ausencia de volatilidad del tipo de cambio. No obstante, esto dependerá de lo que ocurra con el lado financiero de la economía.

- El nivel general de precios mayoristas de diciembre de 2019, estimado a través del índice IPIM del INDEC, registró un crecimiento del 3,7% intermensual, acumulando un 58,5% durante el año 2019.
- El costo de la construcción estimado por el Índice del Costo de la Construcción (ICC) en el Gran Buenos Aires registró un aumento de 1,7% en diciembre de 2019 respecto del mes anterior. Este resultado surge como consecuencia del alza de 2,4% en Materiales, Mano de obra en 1,1% y 2,5% en otros Gastos generales.
- El poder adquisitivo total de los salarios (empleo registrado e informal) continúa con ajustes negativos respecto a la dinámica de precios minoristas y, más aún, por la suspensión del cálculo de actualización de los haberes jubilatorios. No obstante, se espera que la estabilidad cambiaria temporal y se hace notoria la necesidad de implementación de un plan antiinflacionario que minimice esos efectos negativos sobre los ingresos salariales.
- En ese sentido, una medida parcial de ajuste puede notarse al observar que en el período enero-noviembre del año 2019, el promedio mensual de crecimiento de los ingresos totales fue 3%, el cual fue menor al crecimiento mensual del IPC registrado en 3,6%.
- Las últimas estimaciones del INDEC muestran que el índice de salarios del total registrado tuvo un crecimiento de 2,3% en noviembre de 2019 respecto al mes anterior, resultante del incremento de 2,8% del sector privado registrado y un aumento de 1,7% del sector público. Mientras que el aumento en el sector no registrado estuvo en línea con el sector formal, pues la variación salarial mensual de ese período para el sector fue 2,3%.
- En la comparación interanual respecto de noviembre de 2018, el aumento de interanual de precios minoristas es sustancialmente mayor respecto a los salarios totales. Mientras que los salarios crecieron 40,7% interanual durante noviembre 2019, la inflación doméstica aumentó 51,4% interanual. Esto representa una contracción de los ingresos ajustados por la inflación doméstica de 10,7%.
- Se torna sustancial que la gestión económica implemente un programa de estabilización a los efectos de introducir elementos relacionados a la minimización de los efectos contractivos sobre los ingresos de los asalariados. Esto es, una política de ingresos estable y coordinada con la política fiscal y monetaria. No solo a los efectos de evitar otra escalada negativa de redistribución de la riqueza, sino como un elemento de reactivación del consumo y de la demanda agregada.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

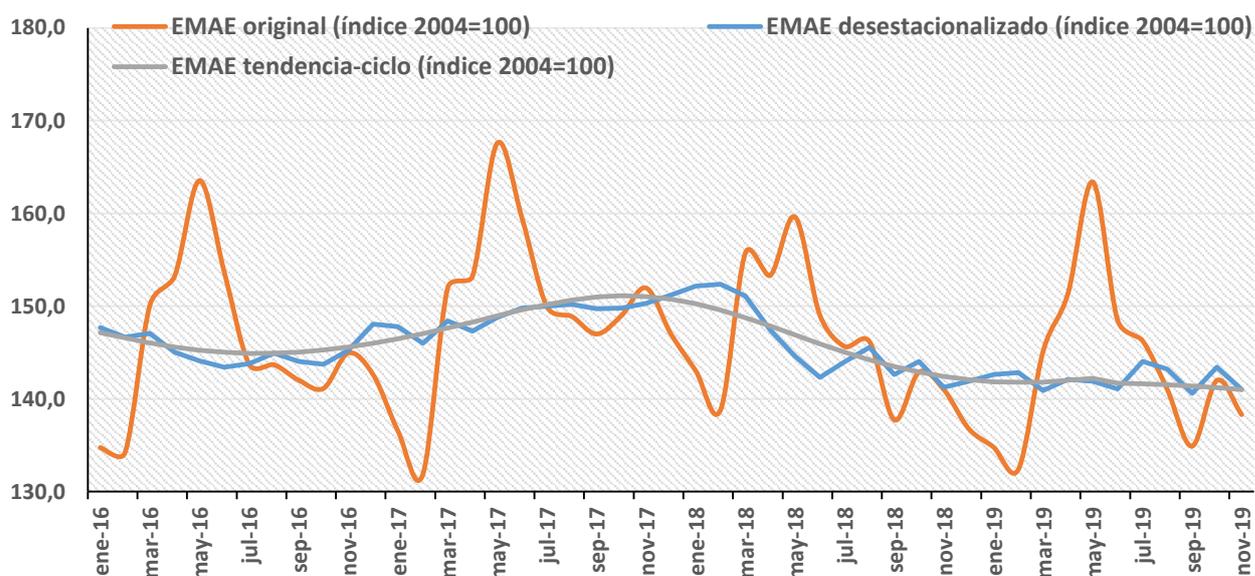
*Por Martín Calveira

Escenario expectante respecto al potencial programa económico

- **La actividad mensual continúa en una fase recesiva.** Las proyecciones actividad se siguen afectadas por el alto nivel de inflación y por la implementación de una mayor presión tributaria por el nuevo gobierno.
- **Las proyecciones de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para el primer trimestre del año se establecen negativas.** El desempeño interanual del PIB para el año 2020 registraría una contracción del 1%.

Actividad general

(EMAE-INDEC, Índice 2004 =100)



Fuente: INDEC.

Auspicia:

Resumen

- La nueva gestión económica deberá establecer un panorama claro acerca para la política económica futura a los efectos minimizar la fase de contracción económica que se observa tras las PASO.
- El aumento de la presión tributaria implementado a través de La ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva no es alentador en ese sentido ya que evidencian potenciales restricciones sobre el ingreso disponible y la demanda agregada.
- Las perspectivas de la actividad económica no son favorables al menos para la primera parte del próximo año, más aún luego del establecimiento una política fiscal restrictiva y la alocución presentada por el Ministro Guzmán en el Congreso.
- El último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) realizado por el Banco Central estima una contracción de la actividad económica 2,9% para el año 2019 y 1,1% para este año.
- En el tercer trimestre de 2019 la estimación preliminar del Producto Interno Bruto (PIB) registró una contracción interanual de 1,7%. Mientras que la variación desestacionalizada con respecto al segundo trimestre de 2019, arroja un crecimiento de 0,9%
- La última estimación mensual de la actividad (EMAE), perteneciente a noviembre de 2019, registró una contracción en términos desestacionalizados de 1,7% respecto de octubre 2019.
- Los datos relevados de capacidad instalada de la industria (UCI-INDEC) muestran un nivel superior en diciembre de 2019 (56,9%) respecto al mismo mes de 2018 (56,6%).
- El Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI-INDEC) muestra una suba de 1,2% durante diciembre 2019 y respecto a igual mes de 2018. El índice de la serie desestacionalizada muestra una variación positiva de 1,1% respecto al mes anterior.
- La actividad de la construcción, estimada por el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), muestra una caída desestacionalizada durante diciembre de 2019 en 7,9% respecto a noviembre.
- El desempeño de los sectores relacionados con el consumo, siguen sosteniendo una caída en términos reales desde abril de 2018. En la última estimación correspondiente de noviembre de 2019 se registró una variación negativa interanual promedio en centros de compras y supermercado de -4% y -2,3% a precios constantes, respectivamente.

- Las perspectivas económicas para el cierre 2019 y el año 2020 permanecen en el plano contractivo abandonando la recuperación incipiente registrada en el segundo trimestre de 2019. La incertidumbre respecto al plan macroeconómico que deberá dar a conocer el ministro y la volatilidad nominal latente de la coyuntura actual afectan el desempeño y las perspectivas de mercado.
- La gestión fiscal de sesgo contractivo que se destaca en La ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva no es favorable en un período en el cual las variables nominales como el tipo de cambio y los precios profundizan la contracción de la actividad, las perspectivas de recuperación se retroalimentan en un sendero negativo.
- Es fundamental establecer un el programa de estabilización a los fines de minimizar la caída de la economía real enfatizando una política de ingresos adecuada y sostenible.
- Los efectos de aumentos de alícuotas impositivas y demoras en la actualización de jubilaciones y paritarias, no solo conforman potenciales tensiones sociales sino que ralentizan el freno a la caída de la actividad económica.
- El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el Banco Central estima una contracción de la actividad económica de 2,9% para el año 2019. Mientras que la estimación para el año 2020 es de -1,1% y una recuperación de 1,7% para 2021.
- La estimación del PIB del tercer trimestre de 2019 registra una retracción de 1,7% con relación al mismo período del año anterior. El PIB desestacionalizado del tercer trimestre de 2019, con respecto al segundo trimestre de 2019, arroja una variación de 0,9%.
- La dinámica macroeconómica de ese trimestre de 2019 determinó una variación en la oferta global de -4,4% con respecto al mismo período del año anterior, debido a la baja de 1,7% del PIB y a la variación de -13,4% en las importaciones de bienes y servicios reales.
- En la demanda global se observó una disminución de 10,2% en la formación bruta de capital fijo (inversión), el consumo privado disminuyó 4,9%, el consumo público 0,9% y las exportaciones notaron un crecimiento de 14,2 %.
- El indicador mensual de actividad (EMAE desestacionalizado) del INDEC correspondiente a noviembre de 2019 registró una variación de -1,9% respecto al mismo mes de 2018. El indicador desestacionalizado y su tendencia-ciclo observaron variaciones negativas respecto de octubre de 1,7% y 0,1%, respectivamente.
- Los datos de utilización de la capacidad instalada en la industria (UCI-INDEC) reflejan que la utilización se ubica en el 56,9% en diciembre de 2019, reanudando el crecimiento incipiente del nivel en la comparación con el mismo mes de 2018 (56,6%).
- Nuevamente debemos notar que el desempeño de la capacidad instalada no solo responde al nivel de producción del período corriente, sino a las perspectivas en relación a la política economía futura. En este sentido, si el poder ejecutivo no genera señales correctas, es

Auspicia:

posible que la recuperación económica y la inversión no se reanuden con celeridad.

- En el sector de la construcción continúa afectado por las restricciones cambiarias y la crisis de confianza. Esto se agudiza principalmente por el alza de precios y las expectativas futuras. En la última estimación, correspondiente a diciembre de 2019, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) muestra una caída menor caída que la registrada en meses anteriores, el nivel fue de 6,4% respecto a igual mes de 2018. Mientras que en el acumulado total de 2019, el índice serie original presenta una disminución de 7,9% respecto a igual período de 2018.
- Durante diciembre de 2019, el Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI-INDEC) nota un crecimiento de 1,2% respecto a igual mes de 2018. El acumulado del año 2019 presenta una disminución de 6,4% respecto al año 2018. Sin embargo, el índice de la serie desestacionalizada muestra una variación positiva de 1,1% respecto al mes anterior.
- En el plano de la demanda de consumo, las ventas finales en supermercados y en centros de compras continúan sin evidenciar recuperación en términos reales (ajustadas en moneda constante), aunque la dinámica negativa fue relativamente menor. Durante noviembre de 2019 las ventas de supermercados registraron disminuciones del orden de 2,3% y, en centros de compras, de 4% a precios constantes, respecto al mismo período de 2018.
- Sin embargo, en las estimaciones a precios corrientes se relevaron aumentos de 51,8% en supermercados y 58,8% en centros comerciales. Dichos aumentos están en línea con la inflación del período, es decir, el efecto precios subyace nuevamente a esa dinámica.

Auspicia:

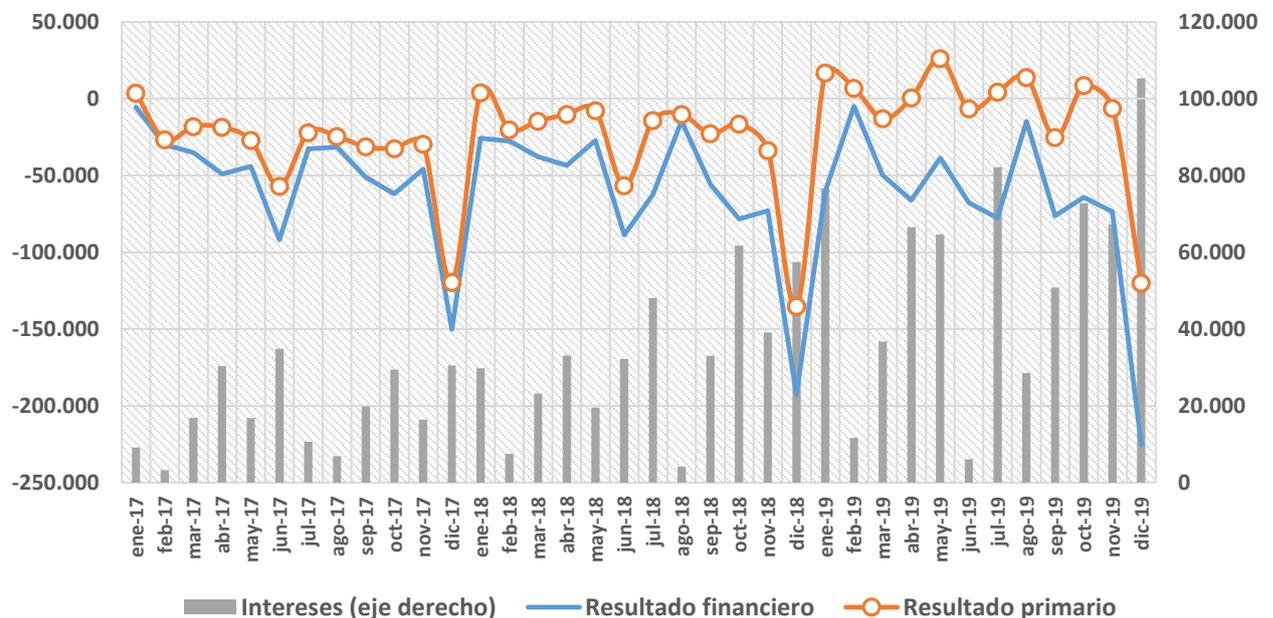
SECTOR FISCAL

*Por Martín Calveira

Política fiscal con sesgo contractivo

- La nueva gestión de gobierno se inició con la implementación de una ley con elementos contractivos. Se intenta sostener la senda hacia el equilibrio fiscal observada desde el año anterior.
- Las necesidades financieras relacionados con los pagos futuros de deuda es una restricción que intenta resolver la gestión económica actual. La política económica ha establecido un sesgo hacia su resolución durante este primer trimestre lo cual pone en evidencia la necesidad de ajuste.

Resultado fiscal primario, financiero e intereses (S. Público no financiero, en millones de \$)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Auspicia:



Resumen

- Las necesidades financieras del sector público deben ser atendidas con celeridad dado que ante un escenario de dificultades en los cumplimientos la coyuntura puede trasladarse a un punto de mayor contracción.
- La política económica estableció un aumento de impuestos a los efectos de generar mayor recaudación y evitar una salida abrupta de divisas.
- Los anuncios del Ministro Guzmán en el Congreso evidencian la intención de coordinación y consistencia de las cuentas fiscales desde lo cual no es esperable una política fiscal expansiva.
- La necesidad de solidez fiscal en una economía en estanflación y de factores muy cíclicos derivados del bimonetarismo exacerbado, es una condición determinante.
- La misión del Fondo Monetario Internacional (FMI) se encuentra en Buenos Aires a los fines de acordar una solución de pagos y realizar el seguimiento de las cuentas públicas.
- El resultado fiscal primario del año 2019 resultó en déficit del orden de los \$ 95.122 millones. En términos del desempeño de las cuentas, sigue siendo auspicioso para la posición de liquidez primaria dada su disminución interanual.
- Los datos recientes de recaudación tributaria del mes de enero de 2020 notan un aumento interanual de 44,9% situándose por debajo de la variación de precios de ese mismo período en 52,9*%.

-
- Notamos que el inicio de gestión económica se centra en la generación de recursos, evitar aumentos de gastos corrientes y administrar las divisas en favor del comercio y de los pasivos financieros. El establecimiento del impuesto PAIS (Impuesto a la compra de moneda extranjera para la promoción y financiamiento de la inclusión social) y el aumento de alícuotas impositivas determinan una perspectiva de austeridad fiscal, al menos en el corto plazo.
 - Transcurrida la gestión para el intento de solucionar las obligaciones financieras de este año, el gobierno deberá presentar un programa integral que minimice las distorsiones potenciales que se puedan generar por la instauración del desdoblamiento cambiario y la mayor presión fiscal.
 - La implementación de la ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva modificó las expectativas de una potencial gestión de expansión del gasto y deterioro de las cuentas fiscales. Si bien esto es esperable a los efectos de equilibrar los desajustes generados desde la irresponsabilidad fiscal, notamos que los efectos en términos de actividad económica no serán positivos.

Auspicia:

- A través de esa ley se produce la suspensión de la reforma tributaria de 2017 y de la ley de movilidad jubilatoria, la gestión fiscal lograría un ahorro de \$167.000 millones en el resultado fiscal primario.
- Mientras que por el paquete de medidas impositivas (aumento de retenciones y del impuesto a los Bienes Personales), el nuevo impuesto al dólar y los cambios en impuestos internos a los automotores, se obtendría ingresos por \$220.000 millones (1% del PIB).
- Con el objetivo de generar influjo de dólares se amplió el alcance de los beneficios de quedar exceptuados de nuevas alícuotas impositivas a quienes tengan bienes en el exterior y antes del 31 de marzo de 2020 reingresen al país, al menos, el 5% del valor total del patrimonio.
- Los fondos repatriados, que deberían permanecer depositados en una entidad bancaria hasta el 31 de diciembre de 2020, podrán ser utilizados para realizar inversiones con el fin de aumentar la oferta al mercado financiero nacional y sobre las líneas de crédito productivo.
- Destacamos que si la economía se reactiva y se estabiliza el proceso inflacionario, los ingresos fiscales crecerán en términos reales, sustentando un mayor espacio para las políticas fiscales futuras. Si esas condiciones se dan, el poder adquisitivo de la recaudación fiscal también se recuperará.
- La misión del FMI tiene el objetivo de establecer un programa de pagos y el seguimiento de las cuentas públicas. La actual administración estima que alcanzará el equilibrio fiscal hacia 2023, luego se proyecta un superávit fiscal en un rango de entre 0,6% y 0,8%.
- La administración Fernández hasta el momento no accedió al saldo del paquete de ayuda que concedió del orden de US\$ 57.000 millones sobre el cual el país tomó US\$ 44.000 millones.
- La recaudación tributaria de enero registró un crecimiento de 45% interanual (\$ 527.284 millones). Dado que la inflación interanual para dicho mes se situó en 52,9%, el poder adquisitivo de los ingresos impositivos de enero vuelve a contraerse en términos reales.
- Durante este año 2020 el poder ejecutivo deberá afrontar pagos de deuda pública totales (dólares y en pesos) del orden de los US\$ 52.000 millones, equivalente a un 13% del Producto Interno Bruto (PIB) del año 2019.
- Mientras que los ingresos totales acumulados del año 2019 registraron un crecimiento de 51,4% respecto del mismo período acumulado de 2018, siendo casi similar al crecimiento de la inflación de ese mismo período de 52%.
- Los gastos totales acumulado del año 2019 crecieron un 37,2% respecto al año 2018. Esto nota un menor crecimiento respecto a los ingresos evidencia el ajuste en las erogaciones que se registraron durante la mayor parte del año.
- En consecuencia, durante 2019 se contabilizó un déficit primario total anual del orden de \$ 95.122 millones. Esto significó un mejor desempeño a mejora sustancial del déficit del 72% en comparación al año 2018.

Auspicia:

- Por el lado financiero, que incluye el pago neto de intereses de la deuda pública, se registró un aumento del déficit de 12,6% respecto del año 2018. Esto es consecuencia directa de las mayores erogaciones en concepto de intereses de deuda en 113,3%.
- Mientras que los intereses netos de deuda pública del año 2019 fueron \$ 724.285 millones, durante el mismo período de 2018 las erogaciones por ese concepto fueron \$ 388.940 millones, es decir, un crecimiento interanual de 86,2%.

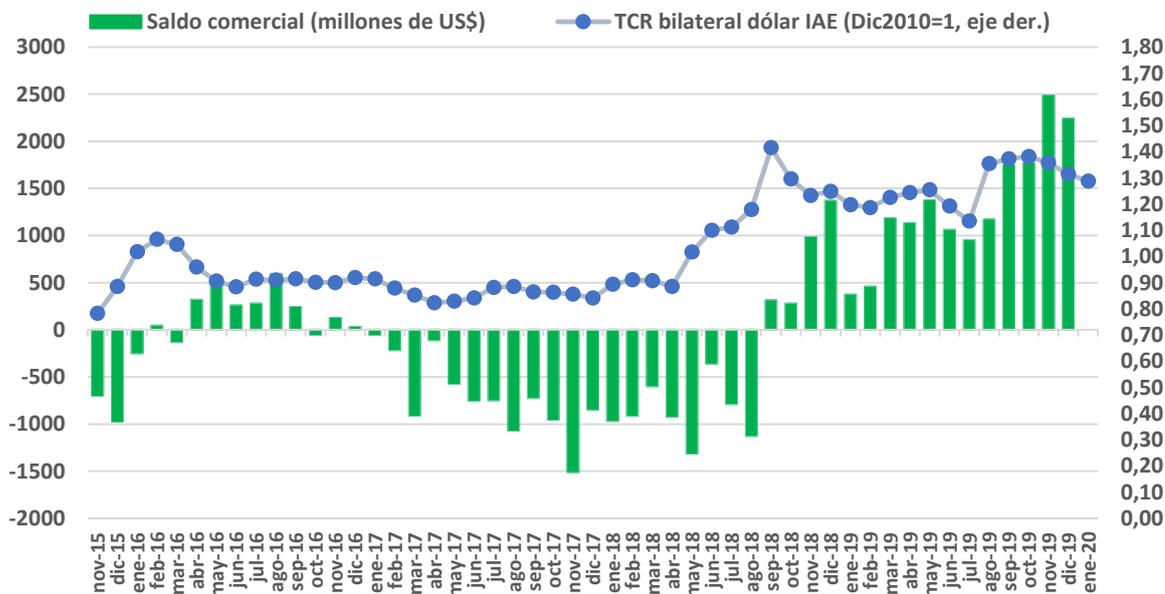
SECTOR EXTERNO

*Por Martín Calveira

El superávit comercial continúa en un escenario de tipo de cambio múltiple

- **El superávit comercial se sostiene luego de quince meses.** El resultado comercial positivo se sostiene siendo la principal fuente de generación de divisas para la nueva gestión de gobierno.
- **El tipo de cambio real se apreció un 2% promedio mensual en enero 2020 (base 2010=1).** El nivel actual se sostiene por encima del promedio de toda la serie del año 2019.

Exportaciones, Importaciones y TCR (diciembre 2010=1)



Fuente: IAE-Austral e INDEC.

Auspicia:

Resumen

- Estados Unidos y China firmaron un acuerdo que cierra el primer capítulo del conflicto comercial, generando la apertura a empresas estadounidenses y con el compromiso de que Estados Unidos no aumente aranceles a productos chinos.
- El acuerdo avanza hacia una segunda fase en la que se deberá resolver algunas de las principales fuentes de las tensiones entre ambas economías como ciberseguridad y servicios informáticos.
- La administración Trump decidió eliminar preferencias especiales de comercio exterior a economías clasificadas como en vías de desarrollo entre las cuales se incluye a Argentina.
- La decisión se debe a una reconsideración de la política comercial estadounidense que afectará a sectores principalmente primarios de nuestro país por un total de U\$S 300 millones. Esto se debe al aumento de 1% de arancel sobre esos sectores.
- La epidemia de Coronavirus tiene efectos sobre la economía China y sus principales socios comerciales. El canal comercial es la principalmente fuente de transmisión de efectos dado el aislamiento temporal de ese país.
- El nivel actual de tipo de cambio sigue en condiciones de generar un mejor espacio para el sostenimiento del crecimiento de las exportaciones, aún con las tensiones de precios domésticos puedan matizar el efecto. Esto se traduce en generación de liquidez externa.
- El intercambio comercial argentino (importaciones más exportaciones) durante diciembre disminuyó 8,1% interanual alcanzando los U\$S 8.507 millones, situándose en el menor nivel desde febrero 2019.
- El superávit de la balanza comercial se sostiene desde septiembre de 2018 cumpliendo quince meses consecutivos en positivo. El saldo positivo se sostuvo creciente registrando los US\$ 2.241 millones, el cual es explicado por el marcado descenso interanual de las importaciones de 20%.
- El establecimiento del impuesto PAIS del 30% y el aumento de las retenciones a las exportaciones se plantean como una decisión necesaria para administrar las divisas, dados los compromisos financieros del año.
- El nivel del TCR actual promedio resultó en una apreciación respecto de diciembre de 2019 en 2% (diciembre 2010=1). Esto lo ubica un 10% por debajo del promedio histórico enero 1959-enero 2020, es decir, en promedio histórico, el nivel actual registra una apreciación real.

- El cierre de la fase 1 del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China generó apertura para empresas estadounidenses, supone aumentos de exportaciones a China y compromisos de no aumento de aranceles a importaciones chinas.
- Si bien Estados Unidos mantiene los aranceles a productos chinos de aproximadamente U\$S 360.000 millones, el presidente Trump comunicó la intención de retirar aranceles sobre las importaciones chinas tan pronto como ambos países completen la Fase 2 de su acuerdo comercial.
- La administración Trump decidió eliminar preferencias especiales en comercio exterior que venía otorgando a economías clasificadas como en vías de desarrollo entre las cuales se incluye a Argentina.
- La decisión no representa un cambio sustancial para nuestro país ya que es 1% de restitución de arancel sobre algunos sectores. El monto aproximado para los exportadores de nuestro país sería solo de U\$S 300 millones.
- El impacto del Coronavirus se extienda a los lamentables costos humanitarios. Se estima que las compras agroindustriales totales de ese país son de U\$S 140.000 millones de dólares. Siendo un cuarto de esa estimación proteínas de origen animal (carne y lácteos), en los que la Argentina tenía una participación de 4%, es decir, unos U\$S 1.400 millones anuales.
- La instauración de mayores restricciones cambiarias que desdoblaron el mercado cambiario entre "dólar turista" y la cotización oficial para el comercio exterior, genera un intento de administración a los efectos de que la oferta de divisas se oriente para enfrentar los compromisos de deuda y el comercio exterior principalmente de bienes y servicios de la estructura productiva.
- La instrumentación del plan de equilibrio fiscal se lleva a cabo aplicando, entre otras medidas, el 30% a la compra de divisas que supongan bienes y servicios personales o solo atesoramiento de divisas. El objetivo del desdoblamiento cambiario es tener mayor oferta de divisas para los compromisos financieros y evitar un sobresalto cambiario.
- El ministro Guzmán plantea que esas restricciones son temporales con el objetivo de generar mayores grados de disponibilidad para resolver los pasivos externos de corto y mediano plazo. Sin dudas esto tiene un sesgo recesivo de corto plazo en la actividad. La demanda de bienes y servicios que se adquirirían en el exterior deberá canalizarse en el mercado interno.
- A eso se suma el aumento de los derechos de exportación en 3%. Así, la soja tendrá un máximo de retención del 33% y el maíz y trigo de un 15%. Mientras que los importadores deberán enfrentar un aumento de tasa estadística que la llevará a un nivel de 3%.
- Los últimos datos publicados de comercio exterior registran un saldo positivo para la balanza comercial, durante todos los meses del año se contabilizó superávit de comercio. Esto es consecuente de la fuerte devaluación de los años 2018 y 2019, y un escenario de actividad económica en niveles bajos.

Auspicia:

- En el transcurso del año de 2019, las exportaciones totalizaron US\$ 65.115 millones (5% interanual) mientras que las importaciones ascendieron a US\$ 49.125 millones (-25% interanual).
- La balanza comercial registró un superávit comercial de U\$S 15.990 millones durante 2019. Mientras que el intercambio comercial total del año registró disminuyó 10,2% interanual alcanzado US\$ 114.240 millones.
- Las exportaciones en los doce meses de 2019 notaron un aumento de 5,4% (U\$S 3.333 millones) interanual, debido al incremento en cantidades de 12,2%, ya que los precios cayeron 6%. A nivel de rubros, productos primarios, manufacturas agropecuarios (MOA) y combustibles y energía aumentaron 25,1%, 4,5% y 4,1%, respectivamente, mientras que disminuyeron las manufacturas industriales (MOI) en 6,8%.
- Las importaciones del año 2019 se contrajeron 25% respecto del año 2018 (-U\$S 16.358 millones). Los precios bajaron 5,4% y las cantidades se redujeron 20,7%. Las importaciones de bienes de capital cayeron 30,7%, de bienes intermedios, 16,2%, las de combustibles y lubricantes, 32,2%, las de piezas y accesorios para bienes de capital, 16,8%. A su vez, las de bienes de consumo, 25,6%.
- El tipo de cambio nominal promedio mensual mayorista del Banco Central en el mes de enero registró una dinámica de mayor estabilidad como motivo de las extensiones en las restricciones del mercado de cambios. Mientras que el promedio de cierre del mes de diciembre fue \$ 59,9, el cierre correspondiente a enero se situó en \$ 60, es decir, un nivel de variación casi nulo. Sin embargo, la comparación interanual respecto de enero de 2019 registra una depreciación nominal sustancial de 60%.
- El tipo de cambio nominal respecto al dólar minorista promedio del último día de enero de 2020 fue \$ 63,09, mientras la cotización efectiva tras la imposición del 30% es de \$ 82. Hacia la segunda semana de diciembre, el mercado cambiario minorista se sostiene en esos niveles y en ausencia de volatilidad, evidenciando los efectos del desdoblamiento cambiario tras las restricciones al atesoramiento y el turismo.
- El nivel del TCR actual, estimación para el comercio y la competitividad, se encuentra 1,5% por encima (depreciación neta) del promedio del año 2019. Esto como consecuencia de la fijación cambiaria dada por las restricciones cambiarias y el espacio otorgado por las fuertes depreciaciones del año. No obstante, si se observa el promedio histórico del período enero 1959-enero 2020 (base diciembre 2010), se ubica un 10% por debajo de ese promedio, es decir, un nivel de TCR apreciado en perspectiva histórica.
- Si en lugar de utilizar el valor promedio mensual del tipo de cambio consideramos el valor de cierre de enero de 2020 de \$ 60,33 por dólar, el TCR bilateral evidenciaría una menor apreciación, ubicándose por debajo del promedio de la serie histórica enero 1959-enero 2020. Es decir, se registraría una apreciación real de 9%.

- Sin embargo, el dólar de “equilibrio” estimado por el IAE Austral (valor del dólar según el TCR promedio del período diciembre 2010-noviembre 2019) sería de 58,40 \$/US\$, es decir, un 3,2% por debajo del valor actual de cierre del mercado mayorista. En retrospectiva, se sostiene una sustancial depreciación real actual del peso lo que genera un potencial espacio para sostener el resultado comercial externo y por lo tanto, un canal sustentable de generación de divisas.

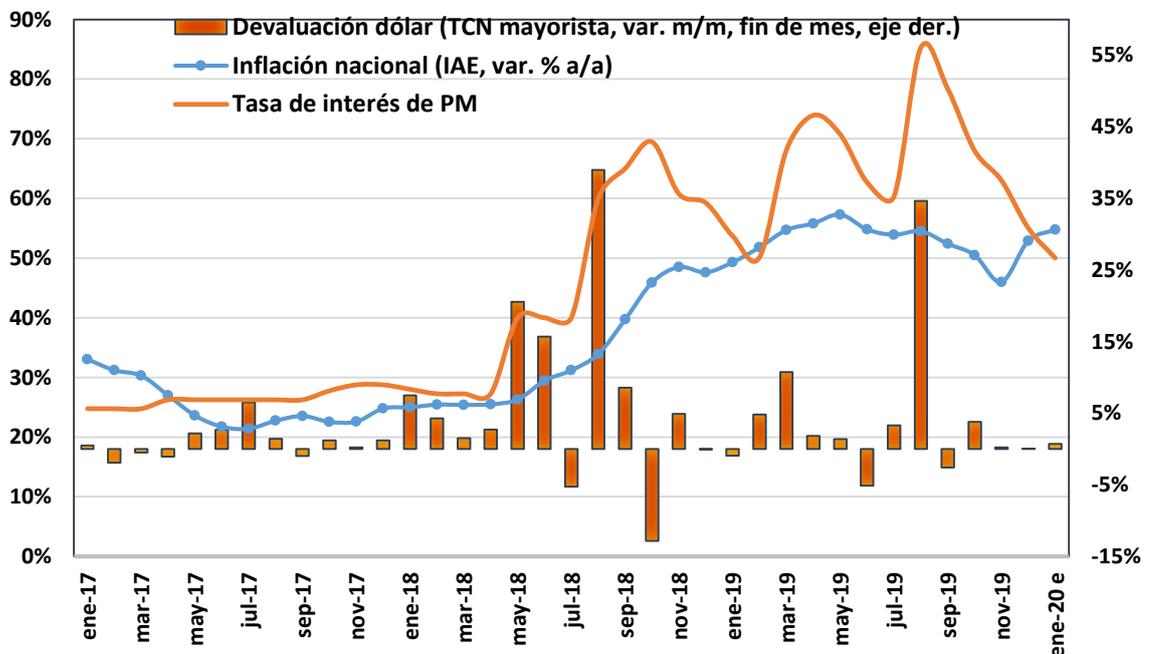
SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

**Por Martín Calveira*

Restricciones cambiarias y expectativas respecto a la deuda externa

- **El Banco Central decidió disminuir la tasa de referencia.** Las nuevas autoridades intentan compatibilizar esta decisión con la necesidad de reactivar el crédito.
- **La dinámica cambiaria se observó sin sobresaltos en el inicio del año.** El mercado cambiario está restringido tras la implementación del impuesto a la compra de divisas.

Dólar, inflación y tasa de interés de política monetaria



Fuente: IAE-Austral, INDEC, BCRA

Auspicia:



Resumen

- Las nuevas autoridades monetarias profundizaron las restricciones en el mercado de cambios formal. El denominado impuesto PAIS que establece una alícuota del 30% en la compra de divisas permitió estabilidad en la cotización.
- La nueva gestión monetaria deberá intensificar la política de estabilización de precios, dados los efectos no deseados sobre el mercado de cambios. Es sustancial evitar tensiones sobre las distintas cotizaciones del tipo de cambio tras las restricciones.
- La política monetaria decidió establecer una fase de disminución de tasa de interés a los efectos de revertir el sesgo recesivo sobre la actividad económica. Esto deberá ser consistente con los eventuales efectos sobre los mercados cambiarios.
- Se intentará promover una expansión prudente de los agregados monetarios. Durante el mes de enero se observó el crecimiento del dinero circulante y nuevas líneas de crédito para la producción.
- En ese sentido se sitúa la decisión del Tesoro Nacional de no solicitar los fondos al Banco Central para el pago del bono Dual por US\$ 1.650 millones.
- La incertidumbre respecto a lo que sucederá con la reprogramación de la deuda afectó a los títulos nacionales determinando una fase de deterioro en su cotización.
- La autoridad monetaria dispuso una disminución del límite inferior de la tasa de interés de LELIQ de 2 puntos, pasando de 50% a 48%, dadas las condiciones recesivas de la economía.
- El Comité de la Reserva Federal de Estados Unidos dejó sin cambios la tasa de referencia entre 1.50% y 1.75% en el contexto de ausencia de tensiones respecto al crecimiento económico y la inflación.
- Durante el mes de enero el tipo de cambio minorista mostró leves variaciones, cerrando el valor del dólar el último día del mes en un promedio de \$ 63 luego del cierre de diciembre en un valor similar.
- El saldo de reservas internacionales finalizó enero en US\$ 44.917 millones, lo que implicó un incremento de US\$ 136 millones respecto al cierre del mes previo, consecuencia directa de las restricciones cambiarias.
- El riesgo país medido por el EMBI+Arg cerró en enero en 2068 p.b., sosteniéndose en niveles altos desde las PASO y evidenciando nuevamente el nivel de incertidumbre y escepticismo en la política económica y la sostenibilidad de la deuda pública externa.

- La incipiente estabilidad monetaria y cambiaria de los dos primeros meses de gobierno acentuó la continuidad de las restricciones sobre el mercado de cambios. El impuesto PAIS sobre la compra de divisas ejerció cierta fijación sobre el tipo de cambio.
- La política monetaria deberá atender el desafío que presenta el escenario de tipos de cambio múltiple. Es cardinal para este aspecto que los esfuerzos para minimizar la dinámica inflacionaria tengan los efectos deseados. Pues, si el tipo de cambio informal evidencia tensiones respecto al mercado formal, será muy difícil la estabilización de precios y tasa de interés.
- Tras dos meses de mandato, es vital converger nuevamente a una fase de estabilidad nominal (tipo de cambio y precios) sostenida, así poder generar sustentabilidad en el eventual intento de disminución de tasa de interés. De lo contrario, los costos sobre la economía real se reflejarán en tensiones sociales ascendentes.
- El ritmo de depreciación diario del tipo de cambio se mantuvo casi nulo tras la continuación y ampliación de las restricciones a la compra de divisas con un límite de US\$ 200 mensuales más el 30% de costo. Por este motivo, la autoridad monetaria se enfrentó a una menor demanda relativa de divisas.
- El saldo de reservas internacionales finalizó enero en US\$ 44.917 millones, lo que implicó un crecimiento de US\$ 136 millones respecto al cierre de diciembre. Las restricciones cambiarias y las regulaciones de liquidez sobre las entidades financieras constituyen en un factor favorable temporal para que la entidad monetaria pueda sostener el nivel de reservas.
- El gobierno Nacional intenta evitar el financiamiento desde el Banco Central para el vencimiento del bono Dual de US\$ 1.650 millones dado que en el canje reciente solo reunió el 10%. Evitar el financiamiento desde el Banco Central implica no generar un aumento abrupto del circulante.
- El llamado a una nueva licitación el lunes 10 de febrero de tres bonos del Tesoro Nacional es determinante para hacer frente al vencimiento del bono. Si se logra que la adhesión sea exitosa, se evitará un crecimiento no deseado de la emisión monetaria lo cual tendrá efectos negativos sobre la inflación y el intento de disminución de tasa de interés.
- La incertidumbre respecto a lo que sucederá con la reprogramación de la deuda generó que los bonos se situarán en una fase de deterioro respecto de sus paridades, situándose en un nivel promedio de 45% de su precio, mientras que ese nivel hacia fines de 2019 era del 55%.
- El promedio mensual de tasa de enero disminuyó respecto a diciembre de 2019. El nivel de cierre del mes se situó en 48% anual desde el 63% que había dejado la gestión previa, es decir, una acumulación de 15 puntos de recorte en el rendimiento de las LELIQ.
- El circulante en poder del público creció por segundo mes consecutivo durante enero en 5,1%, debido a que durante enero se observaron los efectos de las medidas que favorecieron los ingresos de sectores que hacen un uso más intensivo de circulante, como el pago del segundo tramo de un subsidio extraordinario a jubilados y pensionados con haber mínimo.

Auspicia:

- No obstante, la perspectiva precautoria en relación a la oferta de pesos se sigue sosteniendo. Se implementaron modificaciones que centralizan el rol de las letras de la autoridad monetaria (LELIQ). En tanto que el stock de esos pasivos hacia el final de enero se estableció en \$ 1.472.838 millones, el monto nota un aumento sustancial respecto al mes precedente de 94%. Esto se generó luego de la modificación del Banco Central que posibilita la compra de LELIQ a 14 días de plazo y, a su vez, la disminución de las tasa de pases pasivos.
- Otro de los impactos sobre los agregados monetarios fue la reducción gradual de la tasa de interés de los pases de Fondos Comunes de Inversión (FCI) en el Banco Central a partir del 10 de enero. La tasa de interés de los pases de FCI pasó de 33,7% hasta 5%. Tras lo cual se produjo un traspaso de esos fondos hacia depósitos en entidades financieras.
- La Reserva Federal de Estados Unidos dejó sin modificaciones la tasa de referencia entre 1.50% y 1.75%. En el primer anuncio del año, destacaron que el mercado laboral es sólido y que la actividad económica se ha mantenido creciendo en un ritmo moderado con una baja tasa de desempleo y ante una expectativa de inflación cercana al objetivo de 2% anual.
- El inicio de disminución de la tasa de referencia tuvo efectos similares sobre la estructura de tasas del mercado de crédito local. El costo de fondeo de las empresas disminuyó luego de varios años de niveles elevados. En el cierre de enero el nivel de tasa de interés de préstamos a 7 días para las empresas de primera línea se situó en 40,5% notando un descenso desde el 50% de fines de diciembre.
- El riesgo soberano medido por el EMBI+Arg, cerró el mes de enero en 2068 p.b.. Esto nota un aumento de 19% respecto al último día de diciembre de 2019. Mientras que al cierre de la primera semana de febrero el valor nota cierta disminución ubicándose en los 1864 p.b.