

## **Inflación, salarios y actividad económica**

### **Índice**

EDITORIAL: Factores imprevistos acentúan las amenazas previstas para la economía global

1. Panorama coyuntural: La deuda en el centro de la escena ¿y el plan de crecimiento?
2. Panorama interno I: El comercio exterior hacia el inicio del mandato
3. Panorama interno II: Las pymes transitando la recesión
4. Panorama político: El contexto institucional es clave para la macro local
5. Precios
6. Actividad económica
7. Sector fiscal
8. Sector externo
9. Sector monetario y financiero

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

## EDITORIAL

\*Por Juan J. Llach

### **Factores imprevistos acentúan las amenazas previstas para la economía global**

Sobre llovido, mojado, a la extensión de la epidemia de coronavirus o COVID-19 se añadieron las disidencias entre países petroleros –sobre todo Arabia Saudita vs. Rusia- y el “oro negro” se desplomó, acentuando la caída de los mercados financieros globales, más allá de que pueda haber rebotes transitorios. Todo esto ocurrió sobre una economía global mal preparada para las tormentas, como venimos diciendo hace algunos meses. La actual presidenta del Banco Europeo, Christine Lagarde, anunció que la institución lanzaría nuevas medidas porque la situación puede ser similar a la de 2008. Y la Reserva Federal de los EEUU amplió su programa de “*quantitative easing*” –emisión monetaria para comprar bonos y otros activos- que podría llegar hasta 1,5 billones.

Estamos así ante una situación sin precedentes desde 1929: no hay medidas evidentes de política económica para detener el derrumbe de mercados. Las tasas de interés se acercan a cero y las políticas fiscales también encuentran límites, porque los niveles de endeudamiento - público y privado- son demasiado altos, unos 250 billones de dólares, casi un 300% del PIB global y la deuda pública bruta de los países desarrollados llega al 103% de su PIB, aunque la neta, de “sólo” 75%, da algún margen.

Hasta febrero la economía norteamericana seguía desempeñándose bien. El empleo aumentó ese mes en 278.000 puestos, 222.000 de los cuales fueron del sector privado. La tasa de desempleo bajó de 3,6% a 3,5% y tanto la participación en la actividad económica como la tasa de empleo tuvieron aumentos interanuales de 0,3% y 0,4%. El déficit comercial se redujo en enero a 45.300 millones, desde 48.600 en diciembre, pero se debió a que las importaciones cayeron más que las exportaciones, indicando así un debilitamiento de la economía.

Aunque desactualizadas es bueno recordar las optimistas proyecciones que hacía el FMI en enero, apenas ayer, para 2020 y 2021 (Cuadro 1). Seguramente las revisará a la baja en julio próximo –o quizás antes- y es probable que este año veamos algunos trimestres recesivos en países líderes.

**Cuadro 1. Proyecciones del Fondo Monetario Internacional, enero de 2020**

|                      | 2018              | 2019              | 2020              | 2021       |
|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------|
| <b>MUNDO</b>         | <b>3,6</b>        | <b>2,9 (-0,1)</b> | <b>3,3 (-0,1)</b> | <b>3,4</b> |
| <b>Desarrollados</b> | <b>2,2 (-0,1)</b> | <b>1,7 (-0,2)</b> | <b>1,6 (-0,1)</b> | <b>1,6</b> |
| - EEUU               | 2,9               | 2,3               | 2,0 (-0,1)        | 1,7        |
| - Área euro          | 1,9               | 1,2               | 1,4 (-0,1)        | 1,4        |
| <b>Emergentes</b>    | <b>4,5</b>        | <b>3,7 (-0,2)</b> | <b>4,4 (-0,2)</b> | <b>4,6</b> |
| China                | 6,6               | 6,1               | 6,0 (+0,2)        | 5,8        |
| LATAM                | 1,1 (+0,1)        | 0,1 (-0,1)        | 1,6 (-0,2)        | 2,3        |
| - Argentina (*)      | -2,5              | -3,1 (-1,8)       | -1,3 (-2,4)       | 2,6*       |
| - Brasil             | 1,3 (+0,2)        | 1,2 (+0,3)        | 2,2 (+0,2)        | 2,3        |
| - México             | 2,1 (+0,1)        | 0,0 (-0,4)        | 1,0 (-0,3)        | 1,6        |

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, enero 2020. En rojo, rebajas respecto de octubre 2019; en azul, subas; en negro, sin cambios. (\*) Las proyecciones para la Argentina 2018-2020 son del informe de octubre 2019 y las de 2020 se tomaron de la última evaluación del programa (mediados de 2019).

La magnitud de las caídas de los mercados, sin precedentes desde el 2008, se muestran en nuestro habitual Cuadro 2. A ellas hay que agregar que el índice de volatilidad VIX, llega ya a 67, aproximándose al record de 80 ocurrido en 2008. Las únicas subas en el último mes se dieron en el oro, como es habitual en las crisis, el euro, el yen —el dólar ya no aparece como “el” refugio— y la bolsa de Shanghái, quizás por el retroceso del coronavirus en China.

**Cuadro 2. Principales mercados desde la asunción de Trump**

|  | 8/11/2016 | 10/2/2020 | 12/3/2020 | Mr.20/Nv.16  |
|--|-----------|-----------|-----------|--------------|
| <b>Monedas</b>   |           |           |           |              |
| Dólar (DXY Bloomberg)  | 97.86     | 98.728    | 97.48     | -0.4         |
| USD / Euro   | 1.103     | 1.093     | 1.118     | 1.4          |
| Yen / USD  | 105.2     | 109.7     | 105.3     | -0.1         |
| Yuan / USD   | 6.79      | 6.98      | 7.03      | -3.5         |
| Peso AR / USD  | 14.95     | 61.0      | 62.7      | -76.2        |
| Peso BR / USD  | 3.17      | 4.32      | 4.81      | -34.2        |
| Peso MX /USD   | 18.33     | 18.78     | 21.69     | -15.5        |
| <b>Rendimiento Bonos</b>   |           |           |           |              |
| Bono 10 años EEUU  | 1.86      | 1.57      | 0.84      | - 102 puntos |
| Riesgo EMBI emergentes*  | 365       | 286       | 390       | +25 puntos   |
| <b>Commodities(Bloomberg)</b>  | 169.3     | 158.4     | 140.7     | -16.9        |
| Oro (Comex)  | 1274.5    | 1576.9    | 1577.2    | 23.8         |
| Petróleo (WTI)   | 45.0      | 49.8      | 31.3      | -30.4        |
| Cobre (Comex)  | 238.0     | 254.8     | 245.7     | 3.2          |
| Soja x bushel  | 1011.3    | 886.5     | 859.5     | -15.0        |
| <b>Bolsas</b>  |           |           |           |              |
| EEUU, S&P500   | 2139.6    | 3338.4    | 2518.5    | 17.7         |
| Europa Bloomberg 500   | 224.8     | 282.0     | 195.5     | -13.1        |
| China, Shanghai Composite  | 3147.9    | 2890.5    | 2923.5    | -7.1         |
| Japón, Nikkei 500  | 1619.4    | 2252.9    | 1780.1    | 9.9          |
| Argentina, Merval  | 17138.4   | 40896.9   | 28703.7   | 67.5         |
| Brasil, Bovespa  | 64157.7   | 112920.6  | 73052.5   | 13.9         |
| México INMEX   | 2819.2    | 2595.7    | 2144.1    | -23.9        |
| Notas. Variaciones último mes: verde, sube; rojo, baja; negro, igual. La columna final de monedas expresa apreciación (+) o depreciación (-) respecto del USD. |           |           |           |              |
| Dato del EMBI: estimación propia.  |           |           |           |              |

Como dijimos en los últimos editoriales, pese a no ser brillante, la reactivación de la economía mundial desde la Gran Crisis del 2008 puede estar cerca de finalizar, en un contexto en que las herramientas de política macroeconómica disponibles dan signos de agotamiento o, al menos, de menor eficacia. Es muy probable que la Reserva Federal de EEUU añada a la extensión del *quantitative easing* una baja de sus tasas de intervención, como entonces, a entre 0 y 0,25% anual. El Banco Central Europeo tomará medidas análogas. Pero, a diferencia del 2008, es probable que no alcance con esto.

Se tiró demasiado de hilo, por ejemplo, con el conflicto entre China y los EEUU y otras medidas anti globalización y con la pasividad de las autoridades frente a la fragilidad financiera por valuaciones extravagantes de muchos activos, en especial en los EEUU. Se agregan otras preocupantes tendencias de fondo, como el aumento en la propensión a ahorrar no acompañada por la propensión a invertir, lo que lleva a un *saving glut*, es decir, un exceso de ahorros sobre el que Ben Bernanke llamó la atención ya en 2005. Pese a los problemas encontrados con ellas por Dinamarca y Suiza es posible que deba recurrirse en países importantes, a tasas de intereses

Auspicia:

nominales negativas, pero a plazo fijo, por ejemplo, un año, para tratar de inducir a aumentar la inversión y el gasto.

Más profundamente, es probable que el exceso de ahorros y la escasez de inversión aniden en la cultura del siglo XXI, cada vez más propensa al bienestar presente, aun a costa del de las generaciones futuras que, en un contexto de bajísimo crecimiento demográfico, parece interesar a pocos. En cualquier caso, este tipo de medidas requiere una coordinación internacional, similar a la lograda en la reunión del G20 en Londres, en abril de 2009 y en su faz preparatoria. Por ejemplo, si no hay coordinación en la política de tasas de interés, pueden darse valorizaciones o desvalorizaciones buscadas de las monedas nacionales. Recordar, al respecto, lo dicho en el editorial de febrero respecto de las intenciones de Trump de depreciar el dólar.

En el marco descripto, el horizonte de la Argentina se oscurece, tanto para la renegociación de la deuda pública como para las inversiones y las exportaciones, aun en los recursos naturales. También aumenta el riesgo de que, ante la probable crisis global, se refuerce la orientación de nuestro país al mercado interno. Se acentuaría así el error, de carecer de un plan estratégico que incluya a las exportaciones y las inversiones, sin cuyo crecimiento relevante la Argentina no saldrá de la estanflación que ya lleva casi diez años consecutivos ni de la decadencia relativa a otros países que lleva ya 85 años. Urge superar las rencillas internas e intentar los proclamados pero ausentes acuerdos.

Juan J. Llach.

## PANORAMA COYUNTURAL

*\*Por Eduardo L. Fracchia*

### **La deuda en el centro de la escena ¿y el plan de crecimiento?**

El efecto contagio producido por el Coronavirus ha generado un "cisne negro". Toda la coyuntura se subordina a este shock que hay que seguir día a día. Condiciona toda la economía argentina. China puede crecer al 4 % por este efecto y el mundo al 1%. La exportación ha caído a nivel mundial, en parte también por la guerra comercial americana con China. Hay que monitorear la marcha de la economía mundial que está en modo temor. Trump está fortalecido y los candidatos que surgen de las elecciones primarias del Partido Demócrata son de bajo crecimiento potencial. Hay deterioro general en las economías latinoamericanas y tendencia a la devaluación de las monedas, liderada por Brasil y Colombia. El crecimiento de Brasil es acotado, se estima 1% para el año. Recordemos que si Brasil crece 1%, crece 0,25% la economía nacional.

Chile sigue tenso en cuanto a reclamos sociales. Piñera con muy baja popularidad. Pareciera que es una demanda de clase media parecida a la vigente de chalecos amarillos en Francia.

En el frente interno, la renegociación de la deuda es clave. Todavía hay chances de default si los bonistas no están alineados a la propuesta de reestructuración y riesgo de que los buitres compren bonos de alto riesgo. La deuda relevante para la negociación es la basada en ley extranjera. Es donde tenemos mayor grado de compromiso. Se puede llegar a un acuerdo de facilidades extendidas con el Fondo aunque el pedido implícito de reformas se ve difícil de cumplir. La deuda es insostenible en la visión del gobierno y del Fondo.

Los mensajes del Fondo son favorables hacia Argentina aunque a veces un tanto ambiguos. Desea el FMI una fuerte quita a los bonistas. Se desea idealmente que luego de la negociación de deuda el riesgo país pase a 900 puntos básicos. Al 13 de marzo, fecha de este artículo, estaba en más de 3000 puntos básicos fruto, en parte, del efecto pandemia.

Le toca al peronismo administrar en esta gestión con escasez, sin cajas para financiarse. La macro domina sobre la micro, no alcanza con medidas de apoyo puntuales. No hay en el país más "dinero en el bolsillo" y por eso el consumo no termina de arrancar. El gobierno está buscando el equilibrio fiscal, recién hacia el año 2023. Parece una meta poco ambiciosa. El gasto público se redujo 3 puntos en la gestión de Macri pero esto es insuficiente para equilibrar las cuentas fiscales. El discurso solidario tiene el riesgo de bajar incentivos por presión tributaria excesiva hacia la producción y hacia el crecimiento futuro.

Pareciera que el Banco Central no es tan independiente. El discurso de Pesce está muy alineado al del Presidente en una visión productivista que se manifiesta en la reducción de tasas de interés. Lo deseable sería que el Banco Central compre el superávit comercial con pesos. La inflación de "góndolas" está en el centro de la escena, sobre todo por los precios de los alimentos que están creciendo más que el nivel general de precios. La inflación no crece tanto porque está reprimida por tarifas, moderación de paritarias y dólar oficial clavado. No hay perspectivas de salto hiperinflacionario porque no hay huida del dinero. La mayor emisión de pesos podría influir en una mayor brecha cambiaria. Por ahora la brecha es manejable pero crecen los adelantos transitorios al Tesoro. La disminución de la tasa de las Leliqs es complicada por las presiones sobre la emisión monetaria y por el crecimiento de la brecha cambiaria que puede ocurrir. Han crecido mucho los adelantos transitorios del Central al Tesoro desde el 10 de diciembre (3.000 millones de dólares)

Se ve que el consumo no crece por la caída en recaudación tributaria en estos tres meses de gestión. El tipo de cambio real se va retrasando y es un riesgo que el dólar oficial no crezca a un ritmo cercano a la inflación. La evolución de Reservas desde el 10 de diciembre ha sido casi

neutral. Están en U\$S 15.000 millones las Reservas netas. Las retenciones a la soja, hasta llegar al 33%, suponen un ingreso adicional de 500 millones de dólares. Vaca Muerta está con problemas, sigue estancada la producción y el precio del crudo más bajo es una mala señal.

La inversión sigue floja y es la gran variable a seguir de la macro porque supone confianza.

El debate sobre empresas basadas en conocimiento sigue vivo. Quizás la propuesta de Macri fue discrecional por determinar sectores concretos y no ser, en cambio, más generalista. La visión actual tampoco es clara en este sector que es tan dinámico y promisorio. El sector real está en 50% de utilización de capacidad instalada, hay rubros muy afectados como el automotriz y la construcción. Las exportaciones están en niveles bajos siendo un problema estructural de la Argentina en un contexto de escasez de dólares. Van a afectarse por caída de materias primas.

En las secciones fijas hay un detalle sobre cada dimensión de la coyuntura. Las proyecciones del REM son relevantes por tratarse del promedio de opinión de muchas instituciones expertas. La recesión estimada para este año se profundiza, en el B.C.R.A. estiman que el Coronavirus haría disminuir el PIB.

En la tónica general de medidas se percibe cierta reminiscencia a los 80, decisiones aisladas en el marco de una economía que no crece y con una inflación que no cede. La pobreza, si el país fuese a un ritmo de crecimiento de 4% anual durante 10 años, estaría en torno a la mitad del número actual, cerca de 18%, según el CEDLAS. Considero, si hubiese que arriesgar un pronóstico, que habrá estancamiento en los cuatro años de Alberto Fernández con una inflación en torno promedio al 30%. Esperamos con convicción el plan de crecimiento y estabilización, pero mucho antes esperamos que el shock del Coronavirus no paralíce la economía como en 2008.

Eduardo L. Fracchia.

## PANORAMA INTERNO I

*\*Por Eduardo L. Fracchia*

### **El comercio exterior hacia el inicio del mandato**

El intercambio comercial argentino experimenta un desafío por la caída del precio del crudo y otras materias primas que han descendido a mediados de marzo con ocasión del efecto Coronavirus.

El objetivo de incrementar las ventas al exterior tiene como norte asegurar un mayor ingreso de divisas y consolidar el superávit comercial que se había perdido durante muchos años. De acuerdo con las medidas adoptadas, la intención del gobierno parece estar destinada a modificar la estructura económica hacia una economía más intensiva en la producción de bienes transables, en particular en aquellos bienes en los cuales Argentina posee ventajas comparativas a nivel mundial. Las importaciones cayeron en valor por la recesión en los últimos años. El fuerte crecimiento de las importaciones ocurrió en 2017. Sumado al estancamiento de las exportaciones, terminó agravando de manera importante el déficit comercial durante ese año de la gestión de Macri.

El estancamiento de la economía combinado con una potencial apreciación cambiaria y un menor grado de apertura comercial definen el panorama del comercio exterior. Gran parte de la industria nacional no está acostumbrada a competir contra los productos importados. Las restricciones a las importaciones pueden compensar la apreciación cambiaria pero, de aplicarse, son distorsivas.

En cuanto al comportamiento sectorial de las exportaciones se viene observando una mejora del sector agropecuario, aunque esta actividad puede ser afectada por las condiciones climáticas y los precios.

Las importaciones vienen cayendo a un ritmo importante. Del lado de las exportaciones, las principales ramas afectadas por la menor demanda de bienes externos han sido las industrias textil e indumentaria, calzado, alimentos, y bienes de capital, en particular en el segmento PyME.

Se espera que el gobierno adopte medidas de política que podrían revertir parcialmente la tendencia al estancamiento de las exportaciones tales como mejorar la competitividad vía precios

(depreciación del tipo de cambio real oficial). A mediano y largo plazo es razonable fomentar la apertura comercial. De manera sostenible sólo será posible mediante la mejora de la competitividad basada en el crecimiento de la productividad, en parte gracias a una mayor inversión.

La tendencia de la balanza comercial es hacia un superávit decreciente. El descenso de las importaciones se explica por el tipo de cambio real, todavía razonable, y por la caída de la actividad económica. También está retrasando las importaciones el componente bienes de capital, maquinarias y equipos vinculados al crecimiento negativo de la inversión.

Para lo que resta del año 2020 y el 2021 se espera que los factores mencionados sigan actuando sobre el intercambio comercial. Esperamos menor apertura comercial, deterioro del tipo de cambio real y crecimiento económico negativo que demandará menos importaciones.

El objetivo del gobierno en materia de comercio exterior es priorizar las exportaciones del sector primario, básicamente Pampa Húmeda y Vaca Muerta. En este contexto, la única forma de quebrar la tendencia observada en el corto plazo pareciera ser cierto aumento del tipo de cambio real con lo cual se pueda contener las importaciones y fomentar aún más las exportaciones.

¿Cuáles son las perspectivas para este segundo semestre y qué oportunidades se abren para el mediano plazo?

Para este año se espera que continúe la tendencia hacia un superávit comercial decreciente que ayude a cerrar el déficit de cuenta corriente. Si esto ocurre, el año finalizaría con un superávit comercial pero supeditado al Coronavirus.

El comercio internacional se está deteriorando por el amesetamiento de las economías centrales. Los precios de los commodities caen e incluso algunos mucho como el caso del crudo. En este contexto, la demanda de productos primarios de China, Estados Unidos y la zona del Euro comenzará a debilitarse fuerte. La salida moderada de la recesión de Brasil es una buena noticia para el comercio exterior argentino, en particular, para la industria automotriz local pero aún insuficiente.

Es muy probable que estemos frente el inicio de un nuevo ciclo de estancamiento económico mundial y Argentina no debería quedar descolocada. La economía argentina es, como se sabe, una economía cerrada en términos comerciales, por lo cual, para sumarse a esta nueva oleada de manera sostenible y evitar la famosa “restricción externa”, será fundamental mejorar la competitividad, no sólo mediante ajuste de precios sino fundamentalmente vía productividad.

Para lograr esto último, se requerirá de una mayor inversión que sólo se hará presente y de manera sostenible en un contexto de estabilidad macroeconómica e institucional.

Eduardo L. Fracchia.

## PANORAMA INTERNO II

*\*Por Eduardo L. Fracchia*

### Las pymes transitando la recesión

La tasa de desempleo es cercana al 12% y algo mayor en el conurbano. El desequilibrio en el mercado laboral es un escenario que veremos por algunos años. El excedente de mano de obra genera un problema estructural en la economía argentina. Hay aproximadamente 4 millones de ocupados en negro y 6 millones de trabajadores formales. Si tenemos presente que el 45% de los argentinos no terminó la secundaria, para combatir el desempleo es necesario crear puestos para una calificación profesional más limitada. El desempleo se relaciona con factores cíclicos. Es importante encarar su reducción de manera estructural y para enfrentar este desafío las pymes son claves por ser generadoras netas de empleo.

La Pyme es cada vez más una entidad formativa central en el sistema social dado el deterioro de la familia, la escuela y la desaparición del servicio militar. En los casi 4 años de gestión de Macri cerraron 5000 pymes contra 8000 que lo hicieron en el segundo mandato de Cristina. En la etapa final de la convertibilidad cerraron muchas más firmas de esa condición por tamaño y empleo.

El mayor problema de las pymes está en la presión tributaria, en el acceso al financiamiento y en el marco laboral. El acceso al crédito es muy limitado en Argentina: solo 14% del PIB es el ratio de depósitos a producto contra el 80% en Chile o más del 100% en EEUU. Por otra parte, las pymes representan una porción menor del total de préstamos (el 19%), por lo que el crédito a pymes representa solo el 2,5% del PIB y son préstamos de corto plazo. Por otra parte se esperaba con la reforma tributaria de 2017 que algunos impuestos distorsivos disminuyan su participación pero esto no ocurrió.

Se han dado estímulos desde el Estado. El gobierno está trabajando para impulsar a las pymes. La ley de emprendedores, por otra parte, es funcional a esta dinámica de mejora del mercado laboral. El Plan Empalme ha caído bien como propuesta (Cámaras, sectores) pero hay que estimular la oferta por si los incentivos no son suficientes para salir de la zona de confort de los planes sociales. Siempre los planes dan cierta seguridad. Actualmente el gobierno impulsa la moratoria.

Los programas de beneficio fiscal y descuento de cheques deben llegar de modo más masivo al universo de 800.000 pymes del país.

Se han bajado 5.000 empresas aproximadamente de la base de 15.000 pymes exportadoras (Pymex) a lo largo de los últimos años. En el valor exportado las pymes sólo representan el 10% del total, un porcentaje mucho menor respecto a otros países centrales o emergentes donde las pymes son protagonistas en el comercio exterior. Pensemos España con 150000 pymes exportadoras. Con más razón, es importante recuperar compañías pymes exportadoras. El programa de ventanilla única (VUCE) está orientado al comercio exterior y se estima que su beneficio equivale a una reducción del 10% del arancel del extranjero para introducir bienes en otros países. El impulso del Tratado entre Mercosur y Unión Europea puede ser relevante para el sector que debe aprender a capitalizarlo.

Por último, la situación de la mano de obra es difícil y es clave que exista un régimen razonable que baje el riesgo de las pymes para contratar dada la fuerte litigiosidad. El riesgo laboral es crítico para el empresario pyme. Por otra parte se debe integrar la formación profesional a través de una agencia para darle consistencia a las diferentes iniciativas repartidas en diversos organismos.

El prestigio social de las pymes es elevado y supera la imagen de las grandes empresas e incluso de las multinacionales. El principal desafío de las pymes es entre otras cosas crecer en productividad para lograr una rentabilidad sustentable. A la vez es clave que el costo argentino se reduzca para que sean competitivas estas organizaciones.

Eduardo L. Fracchia.

## PANORAMA POLÍTICO

*\*Por Eduardo L. Fracchia*

### **El contexto institucional es clave para la macro local**

Transcurren los primeros 100 días de gobierno que son claves. En el oficialismo tenemos una suerte de coalición representada por los cercanos a Massa, Alberto Fernández (AF) y Cristina. Por ahora no se observan conflictos entre estos grupos.

En cuanto al peso de la opinión pública, el Presidente ha crecido y es natural la "luna de miel" de comienzos de mandato. Macri, en cambio, ha descendido y le costará mantener una imagen positiva si continúa ausente de la política. El discurso de AF es de fortalecimiento institucional y de cerrar la "grieta". En el discurso del 1º de marzo en el Congreso planteó esta posición. La estrategia en temas críticos aparentemente pasa por Vilma Ibarra y por Gustavo Beliz.

Los frentes de conflicto político están abiertos: campo, aborto, jubilados, Comodoro Py, entre otros. El gobierno va lento en la agenda de transformación productiva. Está en "modo pausa" priorizando cómo se resuelve el tema deuda y procesando el shock mundial.

Las tensiones con el campo se podrían haber evitado y la mesa de enlace debería haber seguido negociando.

La orientación diplomática y geopolítica del gobierno sigue confusa. Al eje Evo - Maduro no se lo condena fuerte. Por otra parte, existen buenas relaciones con los países centrales. AF parece conducir la economía, sin injerencias de Cristina.

El poder territorial aún no se ve en un mayor protagonismo de los gobernadores, en general más alineados con AF. Cambiemos ha apoyado medidas legislativas, funciona como una oposición constructiva.

Los cuadros radicales se van posicionando. La UCR participa en Cambiemos y las voces disidentes como la de Alfonsín han cedido. Negri y Cornejo tallan fuerte. Lousteau puede seguir creciendo. Elisa Carrió sigue fuera del sistema pero en cualquier momento reaparecerá y, como siempre, lo hará dominando la escena. La UCR sigue en búsqueda de un liderazgo fuerte para el partido. En el espacio hay muchos dirigentes de peso, pero no surge un referente de consenso que pueda impulsar a Juntos por el Cambio e incluso liderar el frente opositor.

Cambiemos está firme en la oposición aunque con liderazgos poco claros. Pichetto sigue activo. Larreta crece en visibilidad gobernando la ciudad de Buenos Aires, mientras tanto Patricia Bullrich tendrá mayor protagonismo por su posición de presidente del Partido Pro.

Las otras fuerzas políticas de menor protagonismo electoral, dados sus votos del año 2019, no parecen que se vayan consolidar y a crecer. La Cámpora aparece como menos visible aunque desde sus cuadros surgen puestos para el Estado nacional o provincial.

Un trabajo, muy delicado para el gobierno, es cerrar las causas judiciales de la familia Kirchner. La corrupción durante el Kirchnerismo se presenta desde la visión de Cristina como una motivación o capricho de la prensa, de Estados Unidos y de otros actores que han intervenido en el denominado lawfare.

La crisis chilena es un antecedente complejo para la región y para Argentina en particular. El alumno ejemplar ha sido cuestionado de raíz. Esto puede impulsar agendas populistas más corridas hacia la izquierda que desafíen a la economía de mercado.

La elección del año 2021 será clave para fortalecer el modelo y para que AF gane poder interno en la coalición oficialista y también respaldo electoral para disputar la reelección en el 2023.

Eduardo L. Fracchia.

## PRECIOS

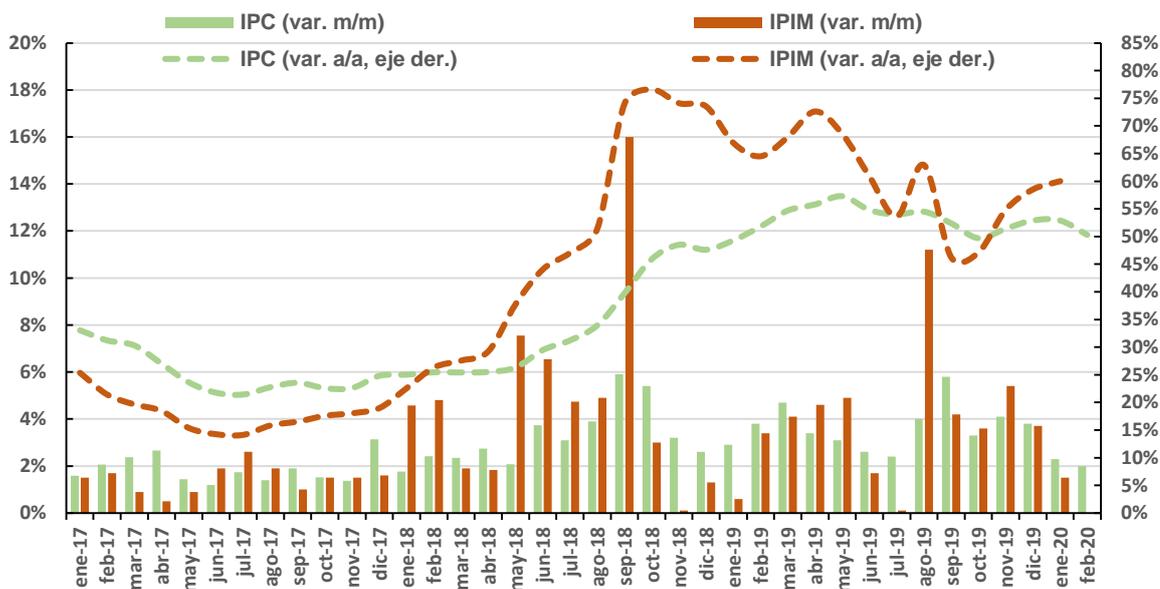
\*Por Martín Calveira

### Necesidad de estabilización inflacionaria en el nuevo gobierno

- **La inflación mensual minorista de febrero fue 2%.** Reitera el 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 establecerse en un nivel menor.** El desafío del shock mundial Coronavirus sobre la estabilidad de variables precios se traducirá en nuevas presiones sobre la dinámica nominal.

### Inflación minorista y mayorista

(Variación porcentual mensual e interanual)



Fuente: INDEC

### Resumen

- La cierta estabilidad del tipo de cambio y su accionar estabilizar de expectativas de precios parecen desanclarse a los efectos de amortiguar las tensiones sobre el mercado mundial de monedas.
- El nivel general de precios minoristas (IPC) evidenció un crecimiento de 2% mensual en febrero, registrando un nivel menor respecto al Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el Banco Central que fue de 2,5%.
- Si bien se evidencia un menor crecimiento mensual del índice de precios minorista, la dinámica inflacionaria continúa determinada por la incertidumbre derivada de la ausencia de un programa de estabilización integral y con el potencial de efectos que emergen con el shock Coronavirus.
- Mientras que Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registró una suba mensual de 1,5% en enero respecto a diciembre.
- Las proyecciones de inflación minorista de marzo se establecen en 2,9%, con cierta aceleración por los efectos estacionales y dependiente de lo que sucede en el mercado cambiario tras el shock mundial Coronavirus.

- 
- La inflación del mes de febrero de 2020 registró un aumento mensual de 2%. El ritmo de crecimiento se sitúa en el menor nivel desde enero de 2018.
  - El crecimiento de precios acumulado del año 2020 se sitúa en 4,3%. Mientras que en la comparación interanual, la inflación respecto de febrero de 2019 registró un crecimiento del 50,3%.
  - Se destaca que los rubros de mayor incidencia en la dinámica fueron Alimentos y bebidas no alcohólicas, y Vestimenta ya que registraron una variación mensual de 2,7% y 2,4%, respectivamente.
  - Si bien se evidencia desaceleración, la dinámica inflacionaria continúa determinada por la incertidumbre derivada de la ausencia de un programa de estabilización integral. A su vez, el sesgo que notamos en la gestión sobre la necesaria reprogramación de deuda y el shock Coronavirus, estimamos que pondrían temporalmente en otro orden el programa antiinflacionario.
  - El efecto económico de la pandemia Coronavirus el cual se observa en la volatilidad financiera y las decisiones de modificación de los tipos de cambio de la región, presionan la cotización del dólar en nuestro país, principal ancla de expectativas de precios. Por lo tanto, el ritmo de crecimiento de precios puede tener cierta reversión a niveles mayores.

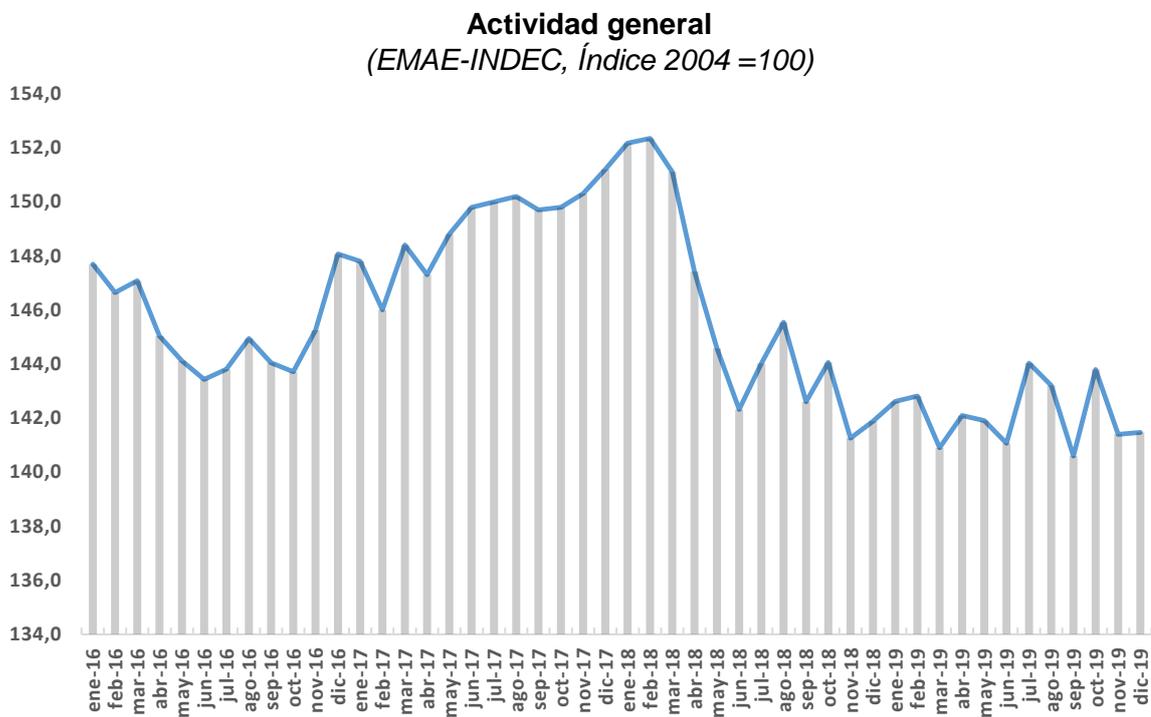
- Por otro lado, aún en un escenario de contracción mundial que eventualmente demande acciones fiscales expansivas, es cardinal que se establezcan factores que generen convergencia en las expectativas y decisiones de precios.
- En ese sentido, si bien se espera una política fiscal de menor austeridad temporal, se espera que el sector público establezca una agenda de acuerdos con los formadores de precios con alcance a todos los sectores.
- El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), realizado por el Banco Central estima que la inflación minorista mensual de marzo se situará en 2,9% configurando un 39,6% anual.
- La actualización del programa Precios Cuidados parece ser un elemento para establecer precios referenciales pero no constituye un instrumento antiinflacionario consistente dado su limitado alcance y su irrelevancia sobre las expectativas y las decisiones de los formadores de precios.
- El nivel general del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registró un crecimiento de 1,5% en enero de 2020 respecto del mes anterior. Este aumento se explica por la suba de 1,6% en los Productos nacionales y de 0,1% en los Productos importados.
- El costo de la construcción estimado por el Índice del Costo de la Construcción (ICC) en el Gran Buenos Aires registró un aumento de 5,2% en enero de 2020 respecto del mes anterior. Este resultado surge como consecuencia del alza de 1,8% en Materiales, Mano de obra en 7,9% y 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.
- En ese sentido, una medida parcial de ajuste puede notarse al observar que en el período del año 2019, el crecimiento acumulado de los ingresos totales fue 40,9% el cual fue menor al crecimiento mensual del IPC registrado en 52,9%. Esto resulta en una pérdida real del poder adquisitivo de los salarios promedio de 12%.
- Las últimas estimaciones del INDEC muestran que el índice de salarios del total registrado tuvo un crecimiento interanual de 43,8% en diciembre de 2019, en consecuencia del incremento de 44,3% del sector privado registrado y un aumento de 42,9% del sector público. Mientras que el aumento en el sector no registrado distó sustancialmente del sector formal, pues la variación salarial mensual de ese período para el sector fue solo 29,5%.

## ACTIVIDAD ECONÓMICA

\*Por Martín Calveira

### Escenario expectante respecto al potencial impacto del shock mundial Coronavirus

- **La actividad mensual continúa en una fase recesiva con perspectivas de profundización.** A las proyecciones de actividad afectadas por el alto nivel de inflación mensual y una mayor presión tributaria, se le suma el efecto potencial negativo de la pandemia mundial Coronavirus.
- **Las últimas 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 0,5%.



Fuente: INDEC.

### Resumen

- El shock Coronavirus tendrá efectos restrictivos sobre la economía mundial. La macroeconomía internacional se verá afectada al menos en el corto y mediano plazo principalmente a través de la disminución de la oferta de bienes y servicios.
- Tras el aumento de la escala de contagio, principalmente Europa, Estados Unidos y China han formulado medidas económicas de contingencia.
- Los principales instrumentos que se anunciaron se circunscriben en fondos de financiamiento temporales, la anticipada decisión de disminución de tasa de referencia de la FED y mayor flexibilidad de normas fiscales, especialmente en el caso de la Unión Europea.
- Las consecuencias sobre la economía argentina se proyectan principalmente a través del comercio de bienes y servicios que exporta e importa nuestro país, y una eventual disminución de los flujos financieros.
- Los sectores económicos nacionales, esencialmente los relacionados con el comercio internacional, se deberán enfrentar a una posible caída súbita de la demanda mundial, del precio de los bienes exportables y problemas de abastecimiento de insumos necesarios para la industria nacional.
- Esta problemática se agrega a los desequilibrios macroeconómicos no resueltos que continúa afectando la estructura económica argentina. El desempeño de la actividad económica está fuertemente limitado por los desequilibrios y, ahora, por una menor demanda mundial.
- Uno de los establecimientos de mayor dinámica y proyección de la economía doméstica como Vaca Muerta también está afectado a la volatilidad del precio del petróleo generada con la guerra comercial iniciada por Arabia Saudita.
- El último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) realizado por el Banco Central estima una contracción de la actividad económica 2,1% para el año 2019 y 1,1% para este año.
- La última estimación mensual de la actividad (EMAE), perteneciente a diciembre de 2019 registró un incremento incipiente en términos desestacionalizados de 0,2% respecto de noviembre 2019.
- Los datos relevados de capacidad instalada de la industria (UCI-INDEC) muestran un nivel inferior en enero de 2020 (56,1%) respecto al mismo mes de 2019 (56,2%).
- El Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI-INDEC) muestra una disminución de 0,1% durante enero 2020 respecto a igual mes de 2019. El índice de la serie desestacionalizada nota una variación positiva de 1,5% respecto al mes anterior.

- La actividad de la construcción, estimada por el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), muestra una expansión desestacionalizada durante enero de 2020 de 0,4% respecto de diciembre.
- 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 a diciembre de 2019 se registró una variación negativa interanual promedio en centros de compras y supermercado de -6,8% y -6,3% a precios constantes, respectivamente.

- 
- Las perspectivas económicas de crecimiento está afectadas por la crisis derivada de la pandemia Coronavirus. Se observan revisiones en las perspectivas de la economía mundial que afectarán a distintas regiones y en distinto grado de intensidad.
  - Las principales autoridades económicas mundiales tales como la FED y el Banco Central Europeo promulgan medidas de expansión monetaria y fondos de contingencia. La FED resolvió adelantar la disminución de la tasa de referencia de los bonos, mientras que el Banco Central Europeo apoya la liberalización de fondos de estímulo para los países más afectados. De hecho, la Comisión Europea anunció que activa un fondo de urgencia de 25.000 millones de euros.
  - El desempeño de la actividad económica nacional se enfrentará a restricciones en el comercio y el sistema financiero mundial. Una caída de la demanda mundial de los productos que exporta nuestro país, caída de sus precios y problemas de abastecimiento de insumos industriales provenientes de los países asiáticos, constituyen efectos negativos sobre la estructura productiva doméstica.
  - El rol de los flujos financieros es un factor no menor. Las potenciales suspensiones de financiamiento comercial y la volatilidad financiera, generan incertidumbre y mayor disminución sobre los planes de producción. Especialmente para las empresas de gran porte vinculadas a empresas residentes países de mayor contagio.
  - Entre los sectores que se pueden enfrentar a una desaceleración de la actividad son los relacionados con la electrónica, automotrices, autopartes, maquinaria agrícola, bienes primarios y manufacturas de origen industrial. En ese sentido, el principal oferente de todos esos sectores son empresas establecidas en China.
  - Otro de los sectores que se enfrenta a fuertes tensiones es el petrolero. La guerra por los mercados mundiales de crudo generó una fuerte caída del precio del crudo en 40% promedio durante la segunda semana de marzo. Esto afecta las proyecciones de inversión y el funcionamiento de una de las fuentes de crecimiento más dinámicas del sector petrolero nacional como es el establecimiento Vaca Muerta.
  - Por lo tanto, será fundamental los planes de contingencia que pueda instrumentar el poder ejecutivo, aún con la perspectiva de austeridad adoptada desde diciembre. La necesidad que

impone la coyuntura deberá ser priorizada por encima del sesgo contractivo de la política fiscal la cual se había instaurado a los efectos de la negociación con acreedores.

- El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el Banco Central, previo a los vaivenes derivados del evento Coronavirus, informó una retracción de la actividad económica de 2,1% para el año 2019. Mientras que la estimación para el año 2020 es de -1,1% y una recuperación de 1,6% para 2021.
- El indicador mensual de actividad (EMAE) del INDEC correspondiente a enero de 2020 registró una variación negativa de 0,3% respecto a enero de 2019. El indicador desestacionalizado registró un incremento mensual respecto de diciembre de 0,2%.
- Los datos de utilización de la capacidad instalada en la industria (UCI-INDEC) reflejan que la utilización se ubica en el 56,1% en enero de 2020, registrando un menor nivel en la comparación con el mismo mes de 2019 (56,2%).
- Nuevamente notamos 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 y si el shock Coronavirus persiste, es 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, más aún, el nivel de incertidumbre que se deriva del escenario macro que enfrentará nuestro país. Esto se agudiza principalmente por el alza de precios y las expectativas futuras que se sitúan en el plano negativo. En la última estimación, correspondiente a enero de 2020, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) muestra una caída mayor a la registrada en meses anteriores. Si bien, el primer mes del año generalmente muestra un magro desempeño, el nivel de retracción interanual fue del 13,5%. Nivel de caída similar a enero de 2019 (15,7%)
- 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 diciembre de 2019 las ventas de supermercados registraron disminuciones del orden de 6,3% y, en centros de compras, de 6,8% a precios constantes, respecto al mismo período de 2018.
- Sin embargo, en las estimaciones a precios corrientes, se relevaron aumentos de 46% en supermercados y 44,4% en centros comerciales. Dichos aumentos están en línea con la inflación del período, es decir, el efecto precios ejerce causalidad relativa nuevamente sobre esa dinámica.

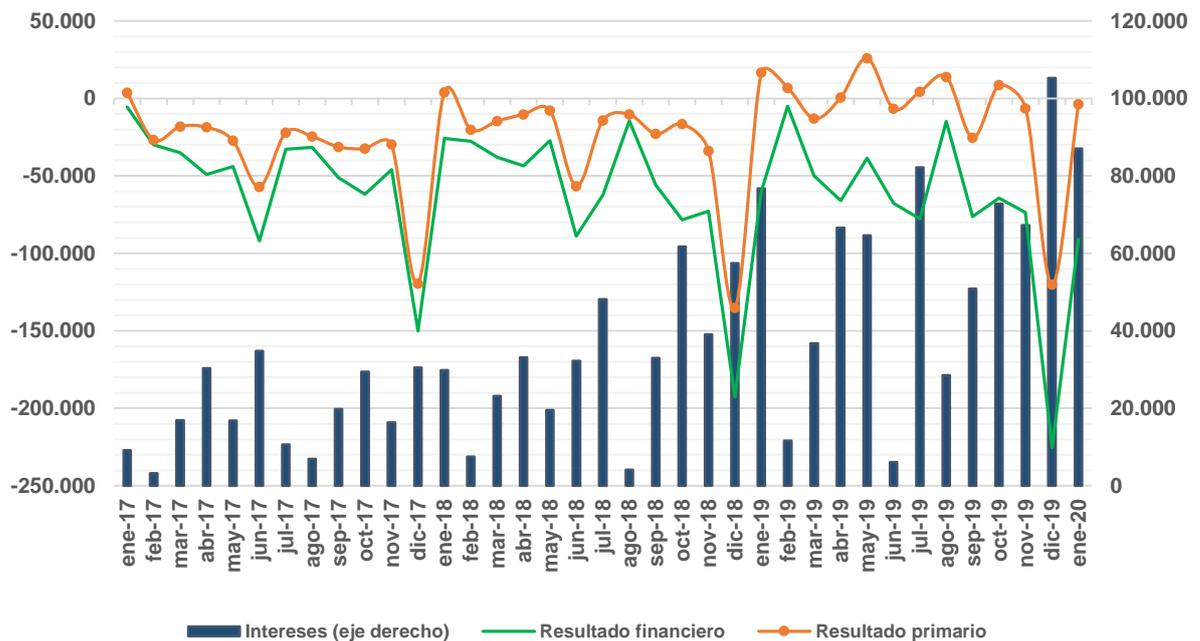
## SECTOR FISCAL

\*Por Martín Calveira

### Necesidad de recursos para enfrentar la negociación de la deuda

- **El gobierno estableció un aumento de las retenciones a la soja y sus derivados situándolas en un 33%.** Esto responde a la necesidad cardinal de financiamiento y de sentar una política fiscal alineada con el pago de la deuda determinó la suba.
- **La gestión fiscal intenta una resolución rápida respecto a la deuda.** Gran parte de la política fiscal que se observa está relacionada en generar recursos y negociar eficazmente los vencimientos del año.

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



Fuente: Ministerio de Hacienda

### Resumen

- La necesidad de un mayor espacio fiscal es preponderante en el escenario macrofinanciero que debe gestionar el nuevo gobierno, principalmente en el transcurso de este año.

- El aumento de la alícuota de retención a la soja y sus derivados, y el aumento jubilatorio a los sectores de ingresos más bajos, es un paso adelante del gobierno a los efectos de poder mostrar una posición más sólida ante los organismos y acreedores privados.
- La dominancia de la política fiscal puede ser positiva en ese escenario pero no se encuentra libre de costos sobre la economía real y algunos sectores económicos dados los efectos redistributivos.
- Sin dudas, 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 volatilidad y contracción económica.
- La misión del Fondo Monetario Internacional (FMI) finalizada durante la primera semana de marzo, tuvo el objetivo continuar monitoreando la evolución de las cuentas públicas y estudiar la estrategia de reperfilamiento que gestiona el Ministro Guzmán.
- El resultado fiscal primario del primer mes del año 2020 registró déficit del orden de los \$ 3.766 millones. La gestión del Presidente Fernández deberá evaluar la consistencia de un programa de ajuste fiscal sobre la actividad económica a los efectos de lograr el sostenimiento de los ingresos fiscales.
- Los datos recientes de recaudación tributaria del mes de febrero de 2020 notan un aumento interanual de 42,6% situándose por debajo de la variación de precios de ese mismo período en 50,3%.

- 
- Los primeros meses de gobierno notan un sesgo hacia la generación de un mayor espacio fiscal con el intento de mayor recaudación y evitar mayor gastos, aunque aún no se observan resultados positivos. Entretanto, durante los primeros dos meses del año no se observó una recuperación del resultado primario de las cuentas públicas.
  - Si bien es necesario converger a una posición de liquidez más sólida en el marco de la renegociación de la deuda con acreedores externos, es importante que la perspectiva de la política fiscal evite tensiones no solo con la política monetaria sino desde la política de ingresos, especialmente, con algunos sectores productivos y de clase media.
  - La dominancia fiscal se debería observar como una necesidad temporal que responde a los vencimientos sustanciales de deuda que comenzarán principalmente hacia mediados de mayo. Si bien una posición de mayor liquidez es cardinal para iniciar un proceso de estabilidad financiera y cambiaria, se generan efectos no deseados sobre la actividad económica.
  - El poder ejecutivo deberá afrontar la renegociación de la deuda de los U\$S 70.000 millones. Se espera que se presente la oferta final que no incluirá los U\$S 44.000 millones con el FMI y que se acuerde con al menos el 75% de los acreedores. Esto será sustancial para que el gobierno no declare el default de la deuda, factor condicionante para la coyuntura económica.

- Respecto a los vencimientos en moneda local, el gobierno abonó el primer viernes de marzo \$ 26.000 millones por el bono Bogato, del cual había logrado canjear el 67% del total del vencimiento original de \$ 76.000 millones.
- El cronograma potencial de vencimientos del mes de marzo quedarían con el bono Bopomo por \$ 25.320 millones y una Lecap por \$ 45.300 millones.
- La determinación de un aumento de las retenciones hasta el 33% a la soja, sus derivados y un menor ajuste en los haberes previsionales, no solo tienen el efecto de una potencial mayor recaudación y menores erogaciones, sino que la conflictividad de esas medidas que generan redistribución de ingresos no son menores.
- En el pasado ya se han observado efectos negativos no deseados tras la implementación de políticas similares, aún en contexto donde la necesidad de mayor liquidez es apremiante.
- En ese sentido, un achatamiento de los ingresos (movilidad jubilatoria) y una mayor presión impositiva (retenciones e impuestos) pueden tener efectos sobre la demanda agregada y, particularmente, una eventual restricción de la oferta de granos, respectivamente. Por lo tanto, el gobierno no deberá perder de vista la sustentabilidad de las modificaciones de la política fiscal en un escenario de necesidad menor volatilidad y reactivación económica.
- Transcurrida la gestión de la resolución de 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. Este aspecto es cada vez más importante a los fines de reactivación y sostener el crecimiento de la recaudación impositiva.
- La recaudación tributaria de febrero registró un crecimiento de 42,6% interanual. La recaudación en términos nominales registró \$ 471.693 millones, lo que marca una caída de 10,5% respecto a enero de 2020.
- El efecto de la continuidad de la recesión; la marcada caída de las liquidaciones de divisas de los exportadores de granos y del complejo oleaginoso, y la contracción del empleo asalariado y del salario real explicarían notoriamente la caída de la recaudación impositiva en términos reales
- Otro de los aspectos de importancia para la política fiscal es la necesidad de un proceso desinflacionario consistente y no aislado e intermitente. Los efectos de la pérdida de poder adquisitivo de la recaudación tributaria, dado el rezago temporal de generación y la posterior aplicación de los fondos, deterioran el resultado mensual de las cuentas fiscales. En ese sentido, dado que la inflación interanual para el mes de febrero es 50,3%, el poder adquisitivo de los ingresos impositivos del mes vuelve a contraerse en términos reales en 7,7%.
- El último dato correspondiente a enero 2020 respecto al desempeño fiscal mensual total indica que mientras que los ingresos registraron un crecimiento de 40,3% respecto del mismo período de 2019, la inflación de ese período registró un crecimiento de 51%. Esto representó una pérdida de poder adquisitivo en los ingresos fiscales en 11,2%.

- Los gastos fiscales primarios del mes de enero 2020 crecieron 50,6% respecto al mismo mes del año 2019. Esto nota un mayor crecimiento respecto a los ingresos, evidenciando cierto sesgo expansivo temporal de la política fiscal, a lo cual se suma que en el período enero 2019 los gastos primarios habían crecido 17% menos que en este año.
- Durante el primer mes del año 2020 se contabilizó un déficit primario total mensual del orden de \$ 3.766 millones. En la comparación interanual, esto significó un deterioro sustancial del resultado dado que en enero 2019 se había registrado un superávit.
- Por el lado financiero, que incluye el pago neto de intereses de la deuda pública, se registró un aumento del déficit de 51,3% respecto de enero de 2019. Esto es consecuencia de las mayores erogaciones en concepto de intereses de deuda en 13,5%.

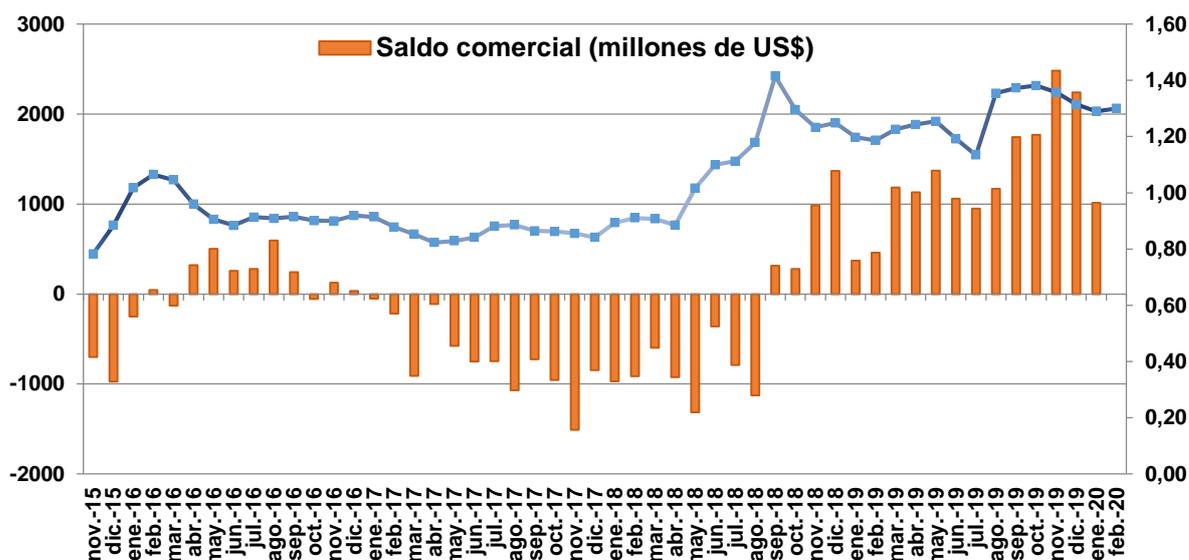
## SECTOR EXTERNO

\*Por Martín Calveira

### Incertidumbre comercial respecto al shock Coronavirus

- **El comercio internacional es uno de los sectores que está enfrentando los efectos adversos derivados de la declarada pandemia Coronavirus.** En consecuencia, se espera un menor dinamismo del comercio y servicios a nivel mundial a lo cual nuestro país no se encuentra exento.
- **El tipo de cambio real se depreció un 0,3% promedio mensual en febrero 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.

### Resumen

- El ritmo de contagio del Coronavirus se aceleró durante las dos primeras semanas de marzo, tras lo cual la Organización Mundial de la Salud (OMS) declaró el estado de *pandemia*. Los efectos económicos son potencialmente adversos.
- El mercado del petróleo fue afectado tras la decisión de Arabia Saudita de aumentar súbitamente la producción de barriles diarios a los efectos de ganar mercado frente a Rusia, su principal competidor.
- El acuerdo entre China y Estados en relación a las tensiones comerciales aún debe resolver los U\$S 360.000 millones en conceptos de aranceles a productos chinos. Se deberá gestionar sobre algunas de las principales fuentes de las tensiones entre ambas economías como ciberseguridad y servicios informáticos.
- Es muy relevante que la comunidad internacional gestione acuerdos con celeridad sobre las tensiones y posibles desequilibrios dado que el evento Coronavirus no representa un escenario de control para la economía mundial.
- 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 posible de liquidez externa.
- El intercambio comercial argentino (importaciones más exportaciones) durante enero disminuyó 8,1% interanual alcanzando los U\$S 8.083 millones, situándose en el menor nivel desde enero 2016.
- El superávit de la balanza comercial se sostiene desde septiembre de 2018 cumpliendo dieciséis meses consecutivos con saldo positivo. El resultado positivo disminuyó respecto al promedio mensual del año 2019, registrando los US\$ 1.015 millones, el cual es explicado por el marcado descenso interanual de las importaciones de 16%.
- El nivel del TCR promedio de febrero resultó en una leve depreciación respecto de enero de 2020 en 0,3% (diciembre 2010=1). Esto lo ubica un 9% por debajo del promedio histórico enero1959-febrero 2020, es decir, en promedio histórico, el nivel actual registra una apreciación real.

- 
- La aceleración del Coronavirus (COVID-19) a nivel mundial derivó en pandemia. Esto tiene efectos económicos negativos que se materializan no solo en las caídas bursátiles sino en el sistema de comercio mundial desde las suspensiones de producción y contracción del consumo.

- En principio la concentración del virus fue en China lo cual genera mayor adversidad relativa dado que este país es uno de los proveedores más importante a nivel mundial de una diversidad de productos industriales. Esto representa el 20% del total de los bienes intermedios (partes electrónicas, de transporte, químicos, etc.) que se comercian mundialmente.
- El Banco Asiático de Desarrollo (ADB) estima distintos escenarios derivados de los efectos del virus. El rango explorado sugiere un impacto global de U\$S 77.000 millones a otro más adverso de U\$S 347.000 millones o de 0,1% a 0,4% del PIB mundial, respectivamente. Siendo que dos tercios del impacto recae en China.
- Los efectos se evidencian en cierre temporal de establecimientos productivos y puertos en China, medidas similares en Corea del Sur, Japón y de Europa continental. La paralización del transporte marítimo y la disminución del transporte aéreo. Todo esto generará más dificultades sobre el crecimiento económico mundial.
- Las proyecciones de crecimiento económico desalentadores y el potencial de profundización de la problemática humanitaria deberán instar a que, principalmente las economías con mayor influencia en el sistema mundial, opten por instrumentar medidas de expansión controladas a los efectos de matizar la desaceleración y, en algunos casos, caídas abruptas del comercio.
- A eso se suma la guerra en el mercado del petróleo que se generó durante la primera semana de marzo, principalmente por la decisión del volumen de barriles ofrecidos. La empresa petrolera estatal de Arabia Saudita decidió aumentar la producción de crudo a 12,3 millones de barriles diarios. Esto afectó el precio del crudo en 24%.
- Estados Unidos aún mantiene los aranceles a productos chinos de aproximadamente U\$S 360.000 millones, aunque el presidente Trump ya comunicó la intención de retirar aranceles sobre las importaciones de ese país.
- Los efectos derivados sobre nuestro país pueden ser de mayor profundidad en el escenario de desequilibrios macroeconómicos no resueltos tales como el frente fiscal y las tensiones de precios. Por lo tanto, la necesidad de estabilizar la economía doméstica se puede presentar con mayor intensidad.
- La política comercial nacional deberá generar un eventual programa macroprudencial ante la potencial profundización de las restricciones en el comercio internacional. El gobierno deberá establecer mecanismos anticíclicos para los sectores exportadores, esencialmente vinculados a China y Europa ante la situación de un posible frenazo súbito de las compras desde esos destinos comerciales.
- En ese sentido, la suavización del esquema arancelario y de derechos a las exportaciones puede constituir una alternativa para matizar los efectos potenciales de una caída en la demanda de los principales productos exportables del país como son la soja, el complejo maicero y de carnes y cueros bovinos, siendo que el total de estos productos exportados

representaron el 41,5% del total de las exportaciones totales durante el año 2019 (U\$S 27.000 millones).

- Eventualmente, en ese escenario una alternativa puede ser rever la implementación del nuevo esquema de retenciones a la soja y sus derivados el cual lleva a la alícuota a un máximo de 33%.
- Se proyecta que el nuevo esquema de retenciones tiene el objetivo de recaudar alrededor de U\$S 500 millones adicionales. No obstante, se estima que las consecuencias del aumento de alícuota llevará a más del 60% de la producción con rentabilidad negativa y un impacto estimado en una reducción de 600.000 hectáreas en la próxima campaña.
- Los últimos datos publicados de comercio exterior registran un saldo positivo para la balanza comercial durante el primer mes del año. Esto sigue siendo consecuencia de la fuerte devaluación de los años 2018 y 2019, y un escenario de actividad económica en niveles bajos.
- La balanza comercial registró un superávit comercial de U\$S 1.015 millones durante enero de 2020. Mientras que el intercambio comercial total del año registró disminuyó 8,1% interanual alcanzado US\$ 8.083 millones.
- Las exportaciones alcanzaron los U\$S 4.549 millones durante enero, representando un retroceso interanual. Este resultado obedeció al deterioro interanual de los precios (-2,2%) y al crecimiento de las cantidades exportadas (1,5%). En este sentido, las cantidades de 3 de los 4 rubros que componen las exportaciones tuvieron un desempeño negativo en enero: Combustibles y Energía (-22,7%), Manufactura de Origen Agropecuaria (-8%) y Manufactura de Origen Industrial (-2%).
- Las importaciones de enero de 2020 registraron U\$S 3.534 millones y se ubicaron en el nivel más bajo desde el año 2010, para un mes de enero. Al igual que en el año 2019 y parte de 2018, esa dinámica se explica por la contracción de la economía argentina ante la crisis cambiaria y la recesión económica. En este sentido, tanto los precios como las cantidades se redujeron en su comparación interanual en 7% y 9,7%, respectivamente. Entre las caídas más pronunciadas respecto de enero 2019 se encuentran Vehículos (-50%), Bienes de consumo (-7,6%) y Bienes de capital (-7%).
- El tipo de cambio nominal promedio mensual mayorista del Banco Central en el mes de febrero continúa con una dinámica de estabilidad como motivo de las extensiones en las restricciones del mercado de cambios. Mientras que el promedio de cierre del mes de enero fue \$ 60, el promedio mensual correspondiente a febrero se situó en \$ 61,34 es decir, un nivel de depreciación del 2,2%. Sin embargo, la comparación interanual respecto de febrero de 2019 registra una depreciación nominal sustancial de 60%.
- El tipo de cambio nominal respecto al dólar minorista promedio del último día de febrero de 2020 fue \$ 64,26, mientras la cotización efectiva tras la imposición del 30% es de \$ 83,54.

Hacia la segunda semana de marzo, el mercado cambiario minorista registra leves variaciones situándose en un promedio de \$ 64,6, lo cual evidencia la necesidad de no atrasar el tipo de cambio real.

- El nivel del TCR correspondiente a febrero, estimación para el comercio y la competitividad, se encuentra 2,4% 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-febrero 2020 (base diciembre 2010), se ubica un 9% 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 la segunda semana de marzo de 2020 de \$ 64,5 por dólar a los efectos de captar el efecto tensiones cambiarias dadas por el shock Coronavirus, el TCR bilateral evidenciaría una menor depreciación mensual del 5,5% y se ubicaría por debajo del promedio de la serie histórica enero 1959-febrero 2020. Es decir, se registraría una apreciación real de 4%.
- Sin embargo, el dólar de “equilibrio” estimado por el IAE Austral (valor del dólar según el TCR promedio del período diciembre 2010-febrero 2020) sería de 59,40 \$/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, más aún si se considera las depreciaciones de marzo, lo que genera un potencial espacio para sostener el resultado comercial externo y por lo tanto, un canal sustentable de generación de divisas, en ausencia de una reversión hacia niveles altos de crecimiento de la inflación mensual.

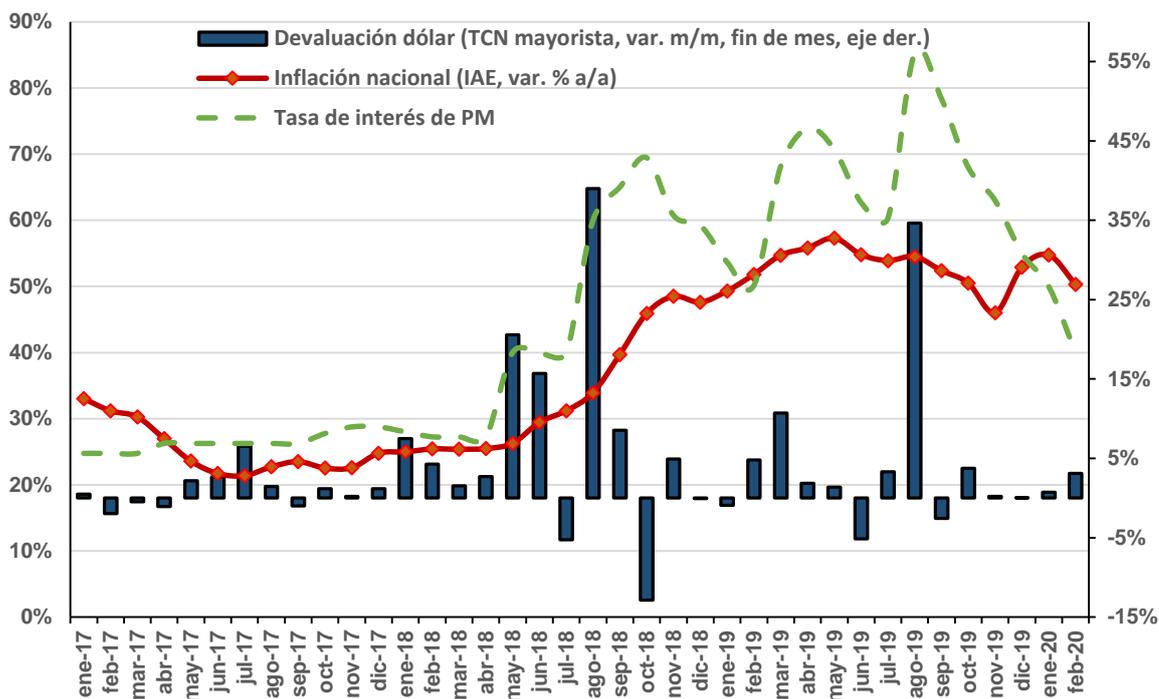
## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

\*Por Martín Calveira

### Escenario monetario y financiero expectante en un mundo de gran incertidumbre

- **El Banco Central mantiene el sendero de disminución de la tasa de referencia.** Con el dato positivo de inflación de febrero, se sostiene el objetivo de dinamizar el crédito productivo a través de un menor nivel de tasas de interés.
- **El tipo de cambio permanecía temporalmente sin sobresaltos en febrero de 2020.** El mercado cambiario continúa regulado aunque la incertidumbre mundial respecto a los eventos del Coronavirus derivaron en cierta variación durante marzo.

### Dólar, inflación y tasa de interés de política monetaria



Fuente: IAE-Austral, INDEC, BCRA

### Resumen

- Las nuevas autoridades monetarias sostienen las restricciones en el mercado de cambios formal lo que mantiene casi fija la cotización en un escenario incierto para el sistema monetario y financiero internacional luego de la aceleración de los efectos Coronavirus.
- Los posibles impactos del evento Coronavirus son evaluados por las autoridades monetarias mundiales. En efecto, las autoridades de las economías desarrolladas informaron que las eventuales acciones serán de carácter expansivo, ya sea por intervenciones directas o disminución de la tasa de referencia.
- El Comité de la Reserva Federal de Estados Unidos redujo su tasa de interés a los efectos de matizar los riesgos que plantea el Coronavirus. Pasando de un rango de 1,50% y 1,75% a 1% y 1,25%. Siendo la mayor reducción desde la crisis del año 2008.
- En ese contexto, los hacedores de política nacional deberán evaluar los posibles efectos y el tenor de los mismos ante una eventual aceleración de la propagación del virus. Esos eventos se podrán materializar en grandes shocks que se traducen en fuertes depreciaciones y salidas de capitales.
- La autoridad monetaria sigue gestionando una política de disminución de tasa de interés de referencia respondiendo a la necesidad de un mejor marco para la reactivación económica. Este accionar está limitado a la sostenibilidad y el nuevo contexto externo.
- La autoridad monetaria dispuso nuevamente una disminución del límite inferior de la tasa de interés de LELIQ en 6 puntos, pasando de 44% a 38%. Siendo el nivel más bajo desde mayo de 2018.
- La sostenibilidad de la política de depreciación de la moneda y disminución de la tasa de interés para afectar la estructura del costo del crédito, se enfrenta a vaivenes monetarios por la aceleración del Coronavirus.
- La incertidumbre respecto a lo que sucederá con la reprogramación de la deuda sigue afectando a los títulos nacionales determinando una fase de deterioro en su cotización a lo que se agrega la incertidumbre en el mercado mundial de valores.
- El gobierno decidió designar a bancos internacionales como eventuales colocadores de títulos reestructurados, los cuales suman alrededor de U\$S 70.000 millones. Antes de los vencimientos que comienzan en mayo se deberá generar una solución a los acreedores privados.
- Durante el mes de febrero el tipo de cambio minorista mostró leves variaciones, registrando una depreciación incipiente del 2% en lo transcurrido del año. El valor de cierre del dólar el último día del mes estuvo en un promedio de \$ 64,3.
- El saldo de reservas internacionales finalizó febrero en US\$ 44.791 millones, lo que implicó una reducción de US\$ 126 millones respecto al cierre del mes previo, notando nuevamente cierta estabilidad en el marco de las regulaciones cambiarias.

- El riesgo país medido por el EMBI+Arg cerró en febrero en 2283 p.b.. Mientras que en el escenario del shock mundial Coronavirus, hacia la segunda semana de marzo registró 3231 p.b. evidenciando un cambio de nivel de incertidumbre mundial que afectó a la economía doméstica.

- 
- La incipiente estabilidad monetaria y cambiaria de los tres primeros meses de gobierno responde a la continuidad de las restricciones sobre el mercado de cambios. Si bien es esperable una menor volatilidad cambiaria, la política económica no deberá descartar instrumentar medidas de contingencia ante el nuevo panorama internacional.
  - Los hacedores de política monetaria de los países desarrollados dejaron en claro que ante posibles aceleraciones y expansión del virus, gestionarán expansivas para sostener el crecimiento económico.
  - En ese escenario, el Comité de la Reserva Federal de Estados Unidos redujo su tasa de interés pasando de un rango de 1,50% y 1,75% a 1% y 1,25%. Siendo la mayor reducción desde la crisis del año 2008.
  - De acuerdo a los pronósticos del impacto económico, la FED podría instrumentar un nuevo recorte o mecanismos no convencionales de mayor asistencia. Esto se debe circunscribir a las repercusiones negativas en los mercados de valores. Las pérdidas bursátiles registradas en el mercado estadounidense durante la última semana de febrero estuvieron en torno al 13%.
  - La política monetaria nacional deberá atender el desafío que presenta el escenario de tipos de cambio múltiple y el nuevo escenario mundial. Si bien el dato de la inflación de enero es alentador, la disminución del nivel de tasa de interés y la contención cambiaria no se encuentran en un contexto de certidumbre de la política económica. Esto constituye un factor de riesgo sobre la reactivación económica.
  - Las finanzas internacionales son los flujos de mayor volatilidad en este tipo de escenarios, lo cual puede acentuarse en economías idiosincrática y estructuralmente vulnerables. Sin dudas, es un riesgo para nuestro país dado la ausencia de lineamientos de la política económica que llevará a cabo el nuevo gobierno.
  - Ese contexto responde a los riesgos que implican una súbita propagación del virus, sus efectos contractivos en la actividad económica y las posiciones de cobertura que tomarán los agentes financieros, lo cual se traduce en potenciales salidas de capitales y mayores sobre el tipo de cambio.

- Por lo tanto, la incertidumbre mundial sobre la extensión del virus es un elemento negativo que puede tener derivaciones para el desempeño de la política económica y resultados no esperados.
- Tras la quinta revisión al programa Stand By, el FMI informó que el endeudamiento de Argentina no es sostenible y sugirió una renegociación de la deuda. Un refinanciamiento manejable y un crecimiento del PIB potencial acorde no es factible en la coyuntura económica y política.
- La comunicación del organismo multilateral puede generar un mejor espacio para la futura negociación con los acreedores privados. Pues, se deberán reestructurar al menos un 75% de los U\$S 70.000 en títulos con vencimiento a partir del mes de mayo.
- 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 durante el mes de febrero. Por este motivo, la autoridad monetaria se enfrentó nuevamente a una menor demanda relativa de divisas.
- Sin embargo, la depreciación nominal que se observa durante la segunda semana de marzo tras los efectos financieros y monetarios del shock Coronavirus fue de 2,5% con un nivel promedio de \$ 64,50.
- El saldo de reservas internacionales finalizó febrero en US\$ 44.791 millones, lo que implicó una disminución de US\$ 126 millones respecto al cierre de enero. Las restricciones cambiarias y las regulaciones de liquidez siguen constituyendo un factor favorable para que la entidad monetaria pueda sostener el nivel de reservas.
- El promedio mensual de tasa de febrero disminuyó respecto al mes de enero. El nivel de cierre del mes se situó en 47,7% anual desde el 63% que había dejado la gestión previa, es decir, una acumulación de 15,3 puntos de recorte en el rendimiento de las LELIQ.
- Durante principios de marzo se confirmó una nueva baja de 2 puntos en la tasa de referencia, situando el nuevo nivel inferior en 38% anual acumulando un 25% de reducción. Mientras que el nivel de tasa efectiva en 45,4% anual.
- Si bien la política de reducción del nivel de tasa debería ejercer efectos sobre el crédito, especialmente en el sector productivo; el accionar no está libre de riesgos. En un escenario inflacionario, aún en un sendero de disminución, los pesos liberados pueden dolarizarse y renovar tensiones sobre el mercado cambiario.
- En tanto que el stock de esos pasivos hacia el final de febrero se estableció casi sin variación en \$ 1.589.614 millones, lo cual no constituyó un factor de demanda potencial de divisas. En tanto, notamos que si se observa el peso relativo sobre los depósitos totales del sistema, no es un factor potencial de fragilidad ante una reversión abrupta de los mismos, dado que representa el 37% del total de los depósitos.
- Otro de los factores regulatorios del costo del crédito fue la instrumentación de una baja en las tasas de financiamiento de todas las tarjetas de crédito, tanto bancaria como no bancaria.

Se estableció que los bancos no podrán cobrar más de un 55% de interés nominal anual y la suspensión del aumento de comisiones durante 180 días.

- El sendero de disminución de tasa tuvo efectos similares sobre la estructura de tasas del mercado de crédito local lo que se observa como una disminución del costo de fondeo de las empresas aun cuando la tasa de interés puede accionar como un instrumento desinflacionario. En el cierre de febrero el nivel de tasa de interés de préstamos a 7 días para las empresas de primera línea se situó en 31% notando un descenso desde el 40,5% de fines de enero.
- El riesgo soberano medido por el EMBI+Arg, cerró el mes de febrero en 2283 p.b.. Esto nota un aumento de 10,4% respecto al último día de enero. A su vez, el registro de la segunda semana de marzo se situó en 3231 p.b. derivado de los efectos de contagio internacional y la incertidumbre del Coronavirus.