INFORME ECONÓMICO MENSUAL – ABRIL 2019

Inflación, salarios, actividad económica y más

IAE BUSINESS SCHOOL
UNIVERSIDAD AUSTRAL

Cohen™

Autores

- **Eduardo Luis Fracchia**
  Investigador Senior

- **Martín Calveira**
  Asistente de investigación

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

Índice

- EDITORIAL: La desaceleración de la economía mundial y sus secuelas
- Panorama regional: América latina a 10 años de la crisis Subprime
- Panorama interno I: Esperando con optimismo, una vez más, la economía del segundo semestre
- Panorama interno II: La cuestión social hacia el final del mandato
- Panorama político: Reflexiones sobre el año electoral
- Precios y salarios
- Actividad económica
- Sector fiscal
- Sector externo
- Sector monetario y financiero

IAE BUSINESS SCHOOL UNIVERSIDAD AUSTRAL

Cohen™

EDITORIAL

Por Juan J. Llach

IAE BUSINESS SCHOOL
UNIVERSIDAD AUSTRAL

Cohen™

EDITORIAL

La desaceleración de la economía mundial y sus secuelas

El año 2019 es importante para la economía mundial y también, claro está, para la Argentina, en la que se suma una elección crucial. Será la primera vez desde 1928, que un presidente electo no peronista termina su mandato Más aun, Macri sería el primer presidente no radical, ni peronista, ni militar, que termina su mandato desde la ley Sáenz Peña. Por cierto, la economía local estará condicionada por las encuestas previas, por las PASO del 11 de agosto y por la elección general del 27 de octubre.

En cuanto a la economía global, y en línea con lo previsto en nuestros informes, se observa una fase de suave desaceleración. Coincide en esta visión la directora-gerente del FMI, Christine Lagarde. En su discurso del 2 de abril en la Cámara de Comercio de los EEUU anticipó que la institución revisaría levemente hacia abajo sus pronósticos de crecimiento mundial, como se ve en el Cuadro 1.

Cuadro 1. Crecimiento de la economía global, 2017-2020, según el FMI

	2017	2018	2019	2020
MUNDO	**3,8**	**3,6**	**3,3 (-0,2)**	**3,6**
Desarrollados	***2,4***	***2,2 (-0,1)***	***1,8 (-0,2)***	***1,7***
- EEUU	2,2	2,9	2,3 **(-0,2)**	1,9 (0,1)
- Área euro	2,4	1,8	1,3 (-0,3)	1,5 **(-0,2)**
Emergentes	***4,7***	***4,5 (-0,1)***	***4,4 (-0,2)***	***4,8 (-0,1)***
China	6,9	6,6	6,3 (0,1)	6,1 **(-0,1)**
LATAM	1,3	1,0 **(-0,1)**	1,4 (-0,6)	2,4 (-0,1)
- Argentina (*)	2,7	-2,5 (0,3)	-1,2 (0,5)	2,2 (-0,5)
- Brasil	1,1	1,1 **(-0,1)**	2,1 -(0,4)	2,5 (0,3)
- México	2,1	2,0 (-0,1)	1,6 (-0,5)	2,2 (-0,5)

Fuente: elaboración propia de los datos del Informe Económico Global del FMI, abril de 2019

Argumentó que, mientras hace dos años el 75% de la economía mundial había repuntado, este año se desaceleraría un 70% de ella, sin llegar a una recesión. Más aun, agregó que preveían un mayor crecimiento en la segunda mitad del 2019 y en 2020. Las dos principales causas de la desaceleración son el aumento de las tensiones comerciales (entre China y los EEUU, a los que no mencionó) y, por otro lado, el endurecimiento de las condiciones financieras en el segundo semestre de 2018.

La desaceleración de la economía mundial y sus secuelas

Ahora, en cambio, la economía mundial se beneficiaría del acuerdo comercial en ciernes entre China y los EEUU y, por otro lado, en un ritmo más paciente de normalización monetaria por parte de los principales bancos centrales —liderados por la Reserva Federal de Estados Unidos— y de un mayor estímulo en China y otros países. Sin embargo, la mejora mencionada sería precaria por incertidumbres en algunos países (caso del Brexit) y en cuestiones más amplias, como los altos niveles de deuda en algunos sectores y países, las tensiones en torno a la política comercial y la sensación de intranquilidad en los mercados financieros. Aprovechó para estimar que, si los aranceles a todos los bienes comerciados entre Estados Unidos y China aumentaran 25 puntos porcentuales, ello reduciría el PIB anual de Estados Unidos en un 0,6% y el de China en un 1,5%. También fue valioso que llamara la atención sobre los riesgos de la concentración empresarial que se observan, sobre todo, en los sectores de alta tecnología.

Coincidimos con estos diagnósticos, siempre y cuando se concrete el acuerdo comercial entre China y los EEUU ya que, en caso contrario, el mundo sí podría entrar en recesión. Y pensamos que a algún tipo de arreglo se llegará. Con estos supuestos, la mayoría de los países emergentes seguirá creciendo, especialmente en Asia y en África, y en menor medida en América Latina, que ha reemplazado a África como la región del mundo de menor crecimiento económico. Este punto es de gran importancia para la Argentina porque, por ahora en agro y en alimentos y, potencialmente, en muchos otros rubros, los emergentes son los socios comerciales estratégicos de la Argentina.

En el Cuadro 2 puede verse la evolución de los principales mercados desde la elección del presidente Trump.

La desaceleración de la economía mundial y sus secuelas

Cuadro 2. Los mercados desde la elección de Trump

	8/11/2016	*12/10/2018*	*13/2/2019*	*Fb.19/Nv.16*
Monedas				
Dólar (DXY Bloomberg)	97.86	95.22	97.15	-0.7
USD / Euro	1.103	1.160	1.127	2.2
Yen / USD	105.2	112.21	111	-5.3
Yuan / USD	6.79	6.92	6.76	0.4
Peso AR / USD	14.95	36.69	38.19	**-60.9**
Peso BR / USD	3.17	3.78	3.76	**-15.7**
Peso MX /USD	18.33	18.86	19.43	-5.7
Rendimiento Bonos				
Bono 10 años EEUU	1.86	3.17	2.70	84 puntos
Riesgo EMBI emergentes*	365	378	367	2 puntos
Commodities(Bloomberg)	169.3	178.6	167.4	-1.1
Oro Comex	1274.5	1222.0	1308.8	2.7
Petróleo WTI	45.0	71.2	54.0	20.0
Cobre Comex	238.0	280.1	277.6	16.6
Soja x bushel	1011.3	867.5	916.5	-9.4
Bolsas				
EEUU, S&P500	2139.6	2767.1	2753.1	**28.7**
Europa Bloomberg 500	224.8	242.0	245.2	9.1
China, Shangai Composite	3147.9	2606.9	2721.1	**-13.6**
Japón, Nikkei 500	1619.4	2097.1	1986.9	22.7
Argentina, Merval	17138.4	29598.2	33793.2	**97.2**
Brasil, Bovespa	64157.7	82921.1	95842.4	**49.4**
México INMEX	2819.2	2825.5	2508.1	-11.0

Notas. Variaciones último mes: verde, sube; rojo, baja; negro, igual. En negrita: las 3 mayores subas y bajas desde el 8/11/16. La columna final de monedas expresa apreciación (+) o depreciación (-) respecto del USD. (*) Medias del mes

Las catástrofes entonces pronosticadas de suba de tasas de interés, valorización del dólar y caída de los precios de las materias primas, no se han concretado hasta ahora, o lo han hecho muy moderadamente. El dólar está un poco más depreciado que en noviembre de 2016 –aunque sí se valorizó, y bastante, respecto de las monedas latinoamericanas y otras como la lira turca. Los bonos del Tesoro de EEUU subieron, pero luego bajaron y, sí, están un poco más altos que el bajísimo nivel de entonces. Son más las materias primas que subieron que las que cayeron, aunque hemos tenido la mala suerte de que, las que bajaron, son varios granos y subproductos –como la soja- debido a una sucesión sin precedentes de seis años con producción record, sobre todo en EEUU. En fin, el riesgo país medido por el EMBI está igual que en 2016 y bolsas como las de la Argentina y Brasil subieron, aun medidas en dólares.

En síntesis, nuestra visión sigue siendo moderadamente optimista respecto de la economía global. Si antes de la Gran Recesión de 2008-9 la economía global crecía cerca de 5%, y los países emergentes cerca de 6%, el mundo busca ahora un nuevo nivel de equilibro, de

crecimiento global de entre 3 y 3,5%, con entre 4,5% y 5% en los emergentes. Las principales amenazas son un aumento de la inflación en los EEUU, por su efecto en la suba de tasas, y la continua suba de los activos financieros, que puede transformarse en burbuja. Hay que seguir monitoreando ambas amenazas periódicamente, antes de festejar.

Juan J. Llach

PANORAMA REGIONAL

Por Eduardo L. Fracchia

IAE BUSINESS SCHOOL
UNIVERSIDAD AUSTRAL

Cohen™

América latina a 10 años de la crisis subprime

Los países en vías de desarrollo aparecen a inicios de 2019 sin crisis de la magnitud de las que experimentaban en los '80 y '90. Los fundamentals de la región son, con excepciones, más sólidos que en los ´90 y las políticas de acumulación de Reservas rinden sus frutos como seguro ante ataques especulativos en tiempos sin prestamista de última instancia, ante un perfil más bajo adoptado por el FMI.

En este contexto, América Latina parece recorrer un período de importante madurez con excepciones. Si bien el crecimiento de la región se hace últimamente a un ritmo bastante menor que el de otros bloques de países emergentes, el desempeño de estos primeros 20 años del siglo 21 fue quizás el mejor desde la posguerra.

Los avances de América Latina han sido importantes, aunque también lo son las cuentas pendientes. En el ámbito cambiario - donde la región históricamente mostró inconsistencias- quedaron en el recuerdo los famosos tipos de cambio fijos y los mismos fluctuaron de modo bastante libre de acuerdo a la lógica del esquema de metas de inflación que se ha constituido en el procedimiento normal de la región. Los proyectos de dolarización de los 90 (recordemos el propio caso argentino) han quedado completamente olvidados, salvo en Ecuador donde ha funcionado, para sorpresa de muchos, bastante bien el esquema desde 2000 y en Salvador donde también es exitoso. La flexibilidad cambiaria ayudó a mejorar la competitividad de América Latina, ya que permitió compensar parcialmente el escaso crecimiento de la productividad laboral entre 2000 y 2019.

La inversión bruta fija también mostró mejoras en los últimos años; en la década que corre promedia el 22% del producto, contra un 20% aproximado entre 1980 y 2000. Sin embargo, estos niveles aún se encuentran por debajo del promedio actual del mundo emergente. La inversión en capital humano tampoco es satisfactoria, como lo revela el hecho de que el nivel de escolarización secundaria sigue estancado y los resultados de las pruebas PISA sean desanimantes en la región.

En materia de comercio internacional, el crecimiento de los últimos años ha sido importante, aunque ha habido una tendencia a la primarización de las exportaciones que hace vulnerables a algunos países. Quizás este fenómeno de mayor inserción esté vinculado al protagonismo de China

como cliente de peso. El crecimiento del comercio se ha dado en un contexto en que el Mercosur no ha logrado avances significativos desde 1998 y en el que el impulso a los TLC ha sustituído al ambicioso y archivado proyecto del ALCA. De todos modos, las presiones por reinventar el ALCA no han sido tantas, básicamente porque América Latina es una región parcialmente olvidada por la administración americana tanto por Obama como por Trump.

Es interesante notar que durante estos años ha existido un patrón común al 90% de los países de la región de una gestión prudente de la macro con democracias con relativo buen funcionamiento. No obstante, a nivel de países concretos la realidad es dispar en términos de política y economía. El caso de Venezuela es el contraejemplo de los avances en la región. Brasil, complicado desde 2015 en el plano institucional y económico, puede ser un país de liderazgo por su tamaño y peso internacional, si revierte el estancamiento. Hay señales confusas por falta de unidad en el gabinete de Bolsonaro. Los primeros 100 días no fueron fundacionales aún. América Latina espera en definitiva una década, la de los 20, con futuro promisorio en el plano económico social.

Eduardo L. Fracchia

PANORAMA INTERNO

Por Eduardo L. Fracchia

IAE BUSINESS SCHOOL
UNIVERSIDAD AUSTRAL

Cohen™

Esperando con optimismo, una vez más, la economía del segundo semestre

Antes de ir a la macro local repasemos brevemente el contexto externo. Estados Unidos crece firme sin inflación. Europa con crisis de liderazgo, desafiados en la escena política Macron y May. Termina el ciclo de Merkel que es la política más sólida de la Unión. La economía crece moderadamente con menor desempleo en Europa. Brasil promete con una recuperación que se espera bajo Bolsonaro. Necesita muchas reformas y hay por ahora poco poder político para implementarlas. Brasil está encarando temas de difícil concreción como por ejemplo los 20 años de congelamiento del gasto público, la reforma laboral y lanzo la previsional. Le hace falta a Brasil mayor liderazgo y veremos cómo Bolsonaro se planta en la cancha. Pasaron los famosos 100 días. La cumbre del G20 supuso un gran protagonismo para Argentina como anfitrión en 2018. Es relevante tomar muy en serio este Foro ya que es la instancia principal de coordinación mundial.

La economía local seguirá la recuperación en una U muy suave. La proyección de recesión es de 2% para el año en curso. El año pasado fue afectado por la sequía y por la devaluación y fue casi 3% negativo.

La economía argentina tiene un tamaño considerable es la economía 30 del mundo en PIB entre 200 países pero lleva cinco décadas de estancamiento.

Se debe invertir más en la segunda parte del año para aspirar a 20% de inversión respecto al PIB a fin de 2023.

Hay sectores en situación más favorable. Se trata del agro, la minería, las energías renovables. La obra pública seguirá firme después de concluida esta recesión como demostró en 2017 con el crecimiento del asfalto y del cemento, insumos representativos del sector.

El consumo masivo sigue retraído según se registra en las ventas de shoppings y supermercados. Primero pareciera que se activa lo financiero en nuestra economía y recién después parece afectar al sector real. Baja la confianza en bonos y por eso creció parcialmente el riesgo país.

El crédito hipotecario (UVA) se presenta funcional y valioso con una menor inflación. Puede ser una buena apuesta por la demanda insatisfecha de vivienda cuando ceda la inflación.

Esperando con optimismo, una vez más, la economía del segundo semestre

La elevada presión tributaria es una cuestión central de la coyuntura que conspira contra la inversión.

El sector externo sigue frio en cuanto a exportaciones y han caído las importaciones. La economía está cerrada, aunque hay incentivos para que la situación mejore.

El déficit estructural en el sector del gas se pone en evidencia frente a los 120 millones de m3 de producción contra los 150 millones de m3 de demanda. Las importaciones fueron más baratas por la baja del precio internacional. La producción de petróleo todavía está floja. Las energías renovables deberán llegar a 20 % del total de la energía consumida a mediano plazo, una meta ambiciosa pero atractiva.

Con la inflación puede haber sorpresas el segundo semestre convergiendo al 1% mensual. Nafta, tarifas, otros costos clave y paritarias son claves. Se espera para fin de año que converja a 20 puntos menos que el año pasado.

El tipo de cambio todavía está competitivo. El dólar subió mucho desde comienzos de 2018. El régimen es flotante y la volatilidad observada puede inhibir parcialmente al "carry trade" especulativo. El Banco Central ha puesto una banda y esto favorece la estabilidad. El tipo de cambio influyó en la inflación pero también la inflación alimentó al tipo de cambio. La tasa de las Leliqs sigue alta y el compromiso del Central es claro en mantenerla para plantear una política monetaria contractiva.

La pobreza es función del crecimiento, de la estabilidad y del empleo por lo cual tomará tiempo reducirla. Entre 1991 y 1994, por citar un ejemplo, bajó mucho la pobreza pues el PIB crecía entonces muy fuerte a la vez que bajaba la inflación.

Finalmente el déficit de la cuenta corriente, el desequilibrio fiscal global y la brecha social configuran tres cuestiones en agenda para corregir para el próximo gobierno. Son tres brechas que revelan la falta de competitividad y de cohesión social. Pueden ser un buen norte para orientar la política económica para la próxima gestión. Para generar confianza es fundamental contar con mayor previsibilidad. Se está avanzando en esta dirección pero la recesión por otra parte castiga la imagen de la gestión.

Eduardo L. Fracchia

La cuestión social hacia el final del mandato

Desde que comenzó la recesión económica en abril de 2018 la preocupación por consolidar un proceso de desarrollo que siente las bases para la inclusión social de largo plazo se vuelve más relevante.

En primer lugar hay que reconocer que la cuestión social ha sido uno de los ejes centrales en la propuesta del gobierno con cierta continuidad con la agenda de contención social de los Kirchner. Podemos enumerar una larga lista de frentes en general liderados por Stanley más allá del debate acerca de si fueron alcanzados con eficacia.

Medidas que contribuyeron al bienestar fueron, entre otras, la universalización de los beneficios para la niñez y para los jubilados. Cabe destacar la continuidad en la asignación universal por hijo (AUH), derecho humano básico según Kliksberg y la extensión de las jubilaciones a aquellos inactivos que no habían contribuido al sistema previsional. Fueron positivos también los aumentos de salario mínimo.

El marco laboral empeoró a lo largo de 2018. La fuerte devaluación del peso generó un cambio de precios relativos desfavorable para el mercado laboral, con destrucción de 200.000 empleos. Gracias al incremento de la competitividad cambiaria hay sectores de exportación que se vieron favorecidos. De este modo desde el 8 % de desocupación observado a comienzos de 2018 la tasa se ubica en la actualidad en 9.1 % con destrucción neta de empleos en el período final de esta administración. Esta caída en el empleo tuvo un impacto innegable en el consumo y por lo tanto en el bienestar. Veremos cómo repercute en las urnas.

La pobreza, otro indicador social clave subió en los últimos meses. Mientras que en el primer trimestre de 2018 el 28% de los hogares eran pobres y alrededor del 8% eran indigentes, las últimas cifras oficiales y confiables nos hablan de valores cercanos a un 34% en pobreza.

Debemos también señalar la deuda pendiente con la sociedad ya que había sido una promesa explícita de campaña. Son cuestiones que deben ser abordadas en forma integral y que apuntan a la esencia misma de la política económica.

Un avance no menor es la corrección de la tergiversación de los indicadores sociales. En primer lugar se comunica en

La cuestión social hacia el final del mandato

forma apropiada la inflación y la pobreza. Las mediciones alternativas como las del Observatorio social de la UCA presentan cifras similares a las oficiales.

No se han establecido medidas de fondo que protejan a los pobres en una potencial profundización de la fase recesiva. En términos sociales se echa en falta un fondo estructural anticíclico a la chilena (ellos lo armaron con el cobre, el nuestro podría ser basado en soja) que suministre como muchos analistas impulsan recursos en tiempos de recesión.

Argentina está perdiendo el entorno económico favorable en parte por errores de política pública. El modelo se ha deteriorado, si es que todavía existe como tal, y la tasa de crecimiento a esperar en 2019 con una inflación instalada en 35% que puede escalar, afectan directamente a la pobreza y al empleo. Nuevamente la realidad señala que estamos desperdiciando una oportunidad de inclusión.

Los temas de esta importante agenda pública social podrían incluir, entre muchos otros aspectos, los siguientes:

- *La sintonía fina, gradualismo, en temas sociales es cuestionable.*
- *Las reformas estructurales como la de la AUH para disminuir indigencia son claves para cambiar a realidad social.*
- *La inversión arrastra empleo y este supone mejores condiciones de vida. La buena macro es fundamental y por eso el descenso de la inversión que se advierte desde 2012 es perjudicial para la pobreza.*
- *Falta mejorar las condiciones de vida de la clase media y recuperar nuestra histórica tendencia a la movilidad. Brasil fue un ejemplo de inclusión al incorporar 40 millones de personas a este segmento de clase media provenientes de la pobreza desde 2002 a 2012.*
- *A partir de la democracia somos más desiguales los argentinos y no por culpa de ella. La desigualdad genera mayor delito que es uno de los aspectos que más preocupa a la sociedad.*

La cuestión social hacia el final del mandato

- *Es clave una reforma impositiva en favor de los pobres y un aumento en la calidad de la educación, utilizando los recursos más sustanciales respecto a los que están disponibles en la actualidad.*

- *La percepción generalizada es que los planes sociales atentan contra la cultura del trabajo. Hay que reorientarlos para que no pierdan consenso social. Es un punto positivo que no haya habido niveles de recesión significativos como en 2009 o 2002. La pobreza crece con las caídas fuertes de PIB. Hay que cuidar la volatilidad macro para fortalecer el frente social.*

- *El populismo cambiario (bajo tipo de cambio real) es peligroso ya que proporciona bienestar de corto plazo hasta que una corrección brusca del dólar provoca un ajuste con crisis social.*

Eduardo L. Fracchia

PANORAMA POLÍTICO

Por Eduardo L. Fracchia

IAE BUSINESS SCHOOL
UNIVERSIDAD AUSTRAL

Cohen™

Reflexiones sobre el año electoral

Las elecciones de medio término resultaron de acuerdo a lo esperado, funcionando como una gran encuesta nacional de validación de gestión. Si bien se trató de una elección parlamentaria, igual fue muy relevante. Fue un plebiscito favorable a Macri. Después su imagen cayó.

Cambiemos fue el gran triunfador en las elecciones de medio término, ya sea por el voto cautivo y duro sino también por el voto anti kirchnerismo.

Cristina sigue siendo un animal político de peso en el sistema. El Gran Buenos Aires es cercano a Cristina, sobre todo el tercer distrito electoral. Sin embargo, en La Matanza Cambiemos suma votos, un logro no despreciable disputarle al peronismo su bastión electoral.

Vidal se puso al hombro la campaña de medio término como ocurrió en las PASO de 2015. Estar en el poder ayuda también a conseguir los votos (Pensemos en los créditos otorgados y en la obra pública).

Durán Barba fue funcional a Macri una vez más. El Pro le debe mucho a la estrategia electoral y de posicionamiento que en los últimos 10 años él orientó, con riesgo de cierta hermeticidad a ampliar el espacio político.

El error del peronismo no K es su falta de definición de un candidato. La polarización afectó principalmente a Massa y benefició a Cambiemos y esto lo quiere volver a plantear el macrismo en la general.

Cristina ya se posicionó como líder de la oposición. Parece probable que lo sea dado el frente judicial. A Cambiemos le conviene que siga siendo competitiva, es un tapón para la renovación peronista. Es difícil armar la renovación a partir de lo "viejo" presente y con tanto apoyo a Cristina representado por el kirchnerismo.

El kirchnerismo es hijo de la crisis de 2001 y Macri es también hijo directo del kirchnerismo. Por contraste y al constituirse como alternativa polar, no se comprende a Cambiemos sin los 12 años K. Si Reutemann o De la Sota hubiesen sido presidentes en 2003 (no estuvieron lejos) es difícil imaginar al PRO. La grieta sigue vigente aunque el kirchnerismo naturalmente se apaga. Por otra parte la grieta actual es marginal si se la compara con las existentes en nuestros 200 años de vida independiente.

¿Habrá líder del peronismo federal en 2019 con capacidad de sumar lo que hoy está tan disperso? Líderes del peronismo alternativo son Urtubey, Massa y Lavagna.

Reflexiones sobre el año electoral

El futuro del radicalismo está abierto y no parece que vaya a influir en Cambiemos sino de modo residual. ¿Cambiemos sustituirá a futuro al radicalismo como partido de clases medias?

Un 30% a nivel nacional otorga a Cambiemos apoyo para encarar las reformas económicas pendientes y otras todavía por asumir. Sin embargo, pese a la mejora de Cambiemos en su número de bancas, sigue siendo minoría en ambas cámaras.

En el medio año que le resta a Cambiemos, es preciso mucha negociación en el Congreso, con los gobernadores y con los sindicatos. El diálogo es clave. El ala técnica del gobierno es menos abierta que los cuadros políticos del Congreso, como por ejemplo el caso de Monzó, que son más dialoguistas. La influencia de Carrió con mayor motivo por su triunfo en Capital en 2017 será importante aunque por momentos por su estilo sea ingobernable.

El proyecto de instalarse en el poder (3° movimiento histórico de Alfonsín, Menem 99, alternancia de Néstor y Cristina) es lejano para Macri. Ganar las elecciones de medio término fue un típico respaldo que tuvieron también Menem, Alfonsín y Kirchner.

La visión del gobierno es desarrollista queriendo Macri emular a Frondizi. Dado el énfasis en el gasto social y la filosofía general por el Ejecutivo demostrada, no parece que el gobierno tenga un enfoque neoliberal, es mas centro.

2019 será un año muy político donde el Congreso se apagará como en 2017.

La economía no definirá las elecciones pero será crucial. La economía reaccionó con optimismo después de las elecciones de 2017 y luego se trabó. El gran desafío es reducir el peso del sector público, acotando a su vez el proceso de endeudamiento que fue mal diseñado, con demasiado optimismo.

Puede llegar a cumplirse el test ácido de Juan Carlos Torre para la madurez del sistema, el cual plantea que deben darse dos períodos consecutivos con gobiernos no peronistas.

Es difícil hacer conjeturas fuertes sobre los resultados de la elección presidencial. La clave es que el gobierno está débil pero tiene una oportunidad de apretar el acelerador y y consolidar el proceso de crecimiento que se espera recién y tímido para final de este año.

Eduardo L. Fracchia

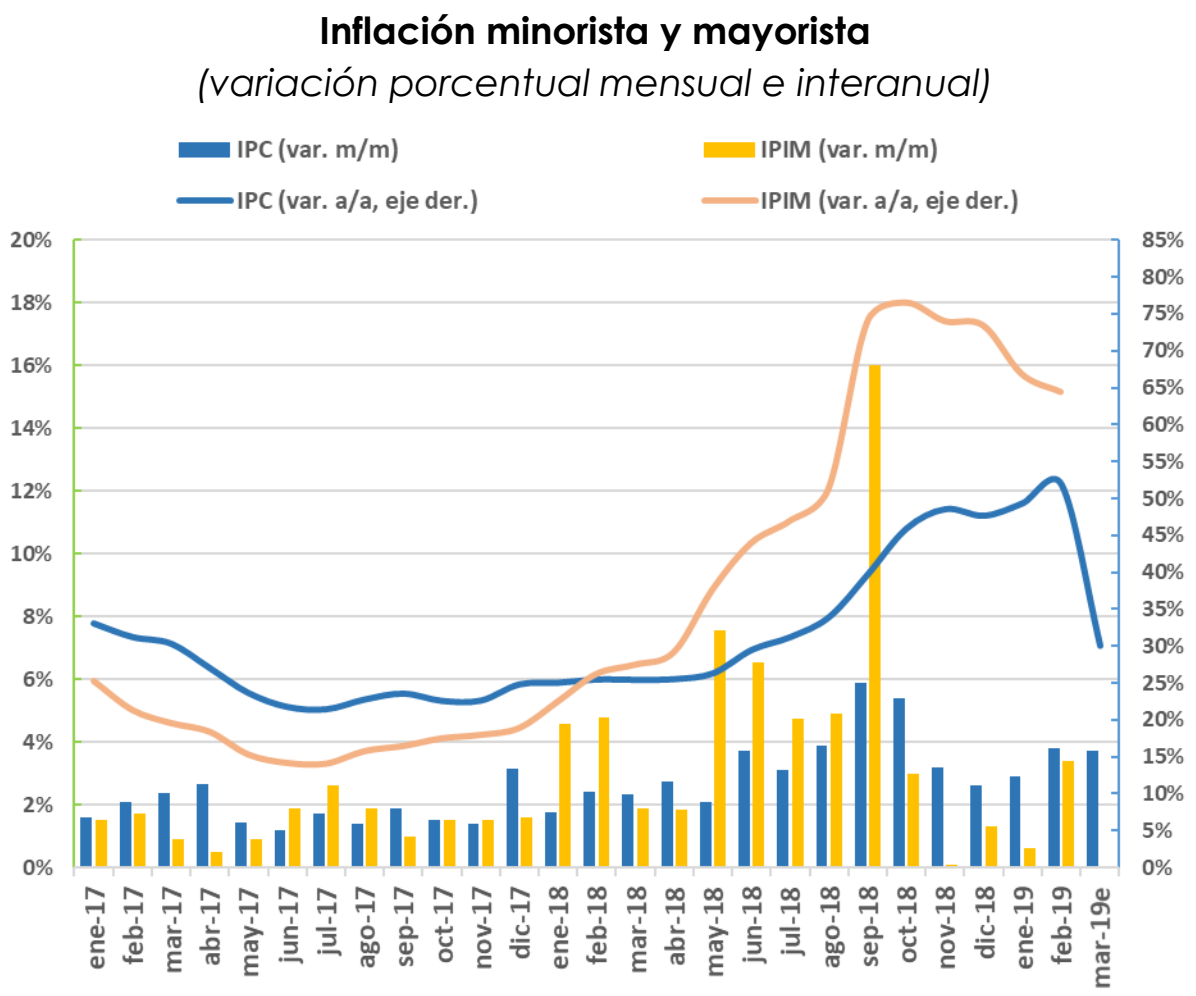
PRECIOS

Por Martín Calveira

IAE BUSINESS SCHOOL
UNIVERSIDAD AUSTRAL

Cohen™

PRECIOS
Inflación minorista y salarios



Fuente: INDEC.

- **La inflación mensual minorista de febrero fue del 3,8%, situándose en los niveles similares promedio a los del segundo semestre de 2018.** Se espera un nivel similar para marzo de acuerdo a los datos relevados por consultoras.
- **El salario nominal creció 32,2% a/a en enero de 2019.** Ajustado por la inflación mensual supone un retroceso de 17% respecto a enero 2018.

PRECIOS
Resumen

- El mes de febrero se presentó un nuevo aumento de la inflación nacional con cierta aceleración luego del impulso generado tras la depreciación nominal del peso, los aumentos de tarifas y de bienes particulares como carnes rojas.
- En ese sentido, las proyecciones para el corriente año se encuentran en niveles de crecimiento menores aunque dependen de la evolución de los próximos meses ya que las nuevas tensiones cambiarias pueden motivar otra ronda de aumentos.
- Si bien el índice general de precios evidenció nuevamente un crecimiento de cierta aceleración, se espera que la dinámica de precios observada desde julio 2018 comience a disminuir y se sitúe en niveles menores.
- Notamos que existen efectos derivados de la gestión de política económica. El recorte del déficit fiscal, la política monetaria contractiva y la recesión, si bien parecen no tener efectos desinflacionarios cuando se observa febrero y marzo 2019, es de esperar que se arribe a una fase de desinflación promedio de los precios domésticos.
- Respecto a la última medición del INDEC, el índice general de precios nacional (IPC Nacional) de febrero presentó una variación mensual positiva de 3,8%.
- En términos interanuales, la variación general de precios minoristas se situó en un aumento notorio del 51,3%.

PRECIOS
Resumen

- Durante febrero de 2019 la Canasta Básica Alimentaria (CBA) registró un aumento de 5,1% mensual y de 59,1% respecto a febrero de 2018.
- Similarmente, la variación mensual de la Canasta Básica Total (CBT) con respecto a enero de 2019 fue de 4,3% y de 57,2% respecto a enero 2018.
- La inflación mayorista, estimada a través del IPIM, registró en febrero una suba de 3,4% mensual. En términos interanuales, la variación fue 64,4%.
- El Índice de Costo de la Construcción del INDEC mensual de febrero de 2019 presentó un crecimiento mensual de 1,4%, principalmente por costos relacionados con transporte de materiales y servicios de alquiler en 4,2%.
- El último índice de salarios relevado correspondiente a enero de 2019, ajustado por el índice de inflación minorista (IPC), evidenció un aumento de 0,2% respecto al mes anterior. Mientras que en términos interanuales se evidencia una contracción de 17%.

PRECIOS
Desarrollo

- La recesión de la actividad económica, el nuevo marco de política monetaria establecido desde octubre y la política fiscal contractiva con efectos reales restrictivos; sostienen un escenario sobre el cual el índice de precios puede situarse en un sendero de menores niveles de inflación promoviendo, en consecuencia, el inicio de menores expectativas inflacionarias.

- Sin embargo, se destaca que el ajuste de tarifas de servicios públicos, el traslado intertemporal de esas variaciones observado en algunos bienes de la canasta básica y las tensiones sobre el tipo de cambio, configuran mecanismos de inercia y cierta inmovilidad a la baja de algunos precios de bienes y servicios.

- Ciertamente, la dinámica del índice general de precios nacional (IPC Nacional) continúa sustentada por el traslado a precios del salto del tipo de cambio durante 2018, el efecto de nuevos aumentos en las tarifas de bienes públicos y la inercia dada por las expectativas. El incremento en las divisiones Vivienda y Combustibles (9,7%), Alimentos y Bebidas no alcohólicas (9,3%), Comunicaciones (8,5%), fueron los de mayor importancia relativa, los que crecieron interanualmente un 52,4%, 58,3% y 51,7%, respectivamente.

- Estos aumentos impactan relativamente en mayor proporción sobre los ingresos de asalariados afectando la capacidad de compra mediante la disminución real del poder adquisitivo de los salarios.

- La mencionada pérdida del poder de compra de los salarios y de los ingresos de trabajadores no asalariados explican el crecimiento muy notorio de la indigencia y la pobreza. En ese sentido, en la segunda mitad de 2017 el 25,7% de la población se encontraba en la pobreza mientras que en el mismo período de 2018 su participación creció al 32%.

- La población en los niveles de indigencia pasó del 4,8 por ciento al 6,7% entre segundo semestre de 2017 y el segundo de 2018. Niveles razonables desde el fuerte ajuste de los precios y la recesión económica del año pasado.

PRECIOS
Desarrollo

- De acuerdo a las proyecciones relevadas por el B.C.R.A. (REM) se estima una reversión a niveles mensuales altos en comparación a las perspectivas de enero 2019. Esto es, en promedio, 3,7% y 3,3% para marzo y abril, respectivamente.
- La variación del IPC Núcleo (indicador que excluye precios regulados y estacionales), que representa el 70% del índice, registró un crecimiento interanual de 52,5% en febrero. Mientras que los bienes y servicios con comportamiento estacional (algunos componentes de frutas, verduras, turismo, entre otros) registraron un aumento de 36,7%, y los regulados (tarifas públicas, combustibles, entre otros) aumentaron en 54,5%.
- Durante febrero, la CBA, que determina la línea de indigencia según ingresos mensuales para una familia tipo de 4 miembros, alcanzó los $ 11.117. Esto significó un crecimiento de 5,1% mensual. El aumento interanual respecto a febrero de 2018 fue de 59,1%.
- La CBT, sobre la cual se estima el porcentual de pobreza, avanzó por encima de la inflación general con un aumento del 4,3% respecto a enero 2019, mientras que en términos interanuales fue 57,2%.
- La inflación de los precios mayoristas, medida por el IPIM (Índice de Precios Internos al por Mayor), registró un incremento de 3,4% en el mes de febrero 2019. Respecto a los Productos Nacionales, el crecimiento fue del 3,4% mensual mientras que los Productos importados registraron un aumento de 2,7%.
- El IPIM presenta una nueva aceleración respecto al aumento mensual del 0,6% materializado durante enero. En consecuencia, se espera una eventual presión intertemporal sobre el IPC.

PRECIOS
Desarrollo

- La variación interanual del IPIM ascendió al 64,5%. En términos acumulados enero 2019-febrero 2019, los precios mayoristas registraron una suba del 4%.
- El Índice de Costos de la Construcción (ICC) del INDEC registró en febrero 2019 una suba de 1,4%, explicado principalmente por el capítulo gastos generales (4,2%). En términos interanuales, el crecimiento fue del 43,9% explicado fundamentalmente por Materiales (58,1%). En lo que va del año el indicador acumula una expansión del 2,5%.
- Si se ajusta el salario nominal por los precios domésticos, se destaca un retroceso del 17,1% en términos acumulados respecto a enero 2018. Esto es, los precios minoristas acumularon enero 2018-enero 2019 un ascenso del 49,3% mientras que los salarios nominales totales crecieron 32,2%. Es decir, el nivel del poder adquisitivo de los salarios, en promedio, evidenció una contracción del 17,1%, en sintonía con los efectos recesivos sobre la economía doméstica a través de la demanda de bienes y servicios.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

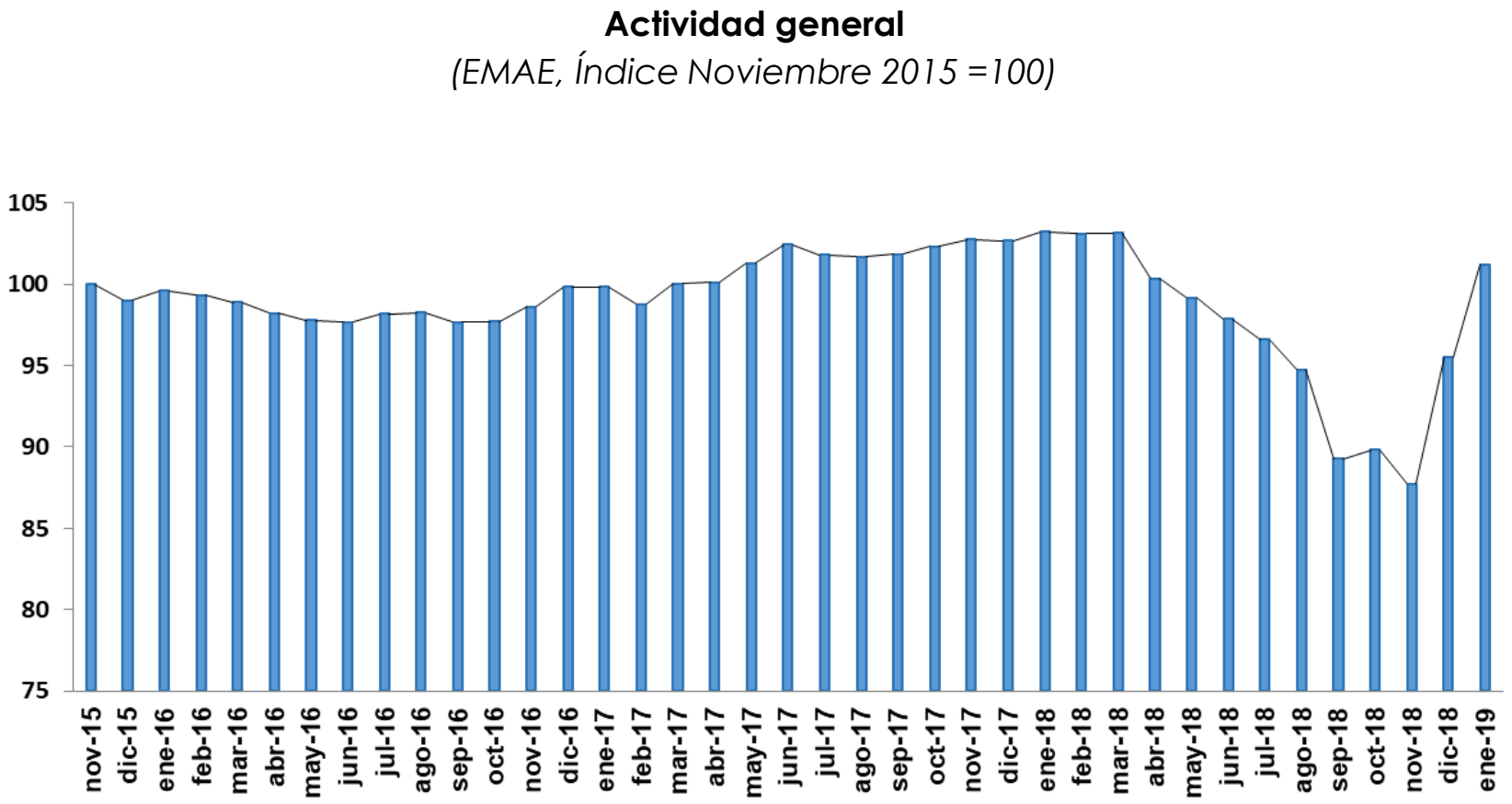
Por Martín Calveira

IAE BUSINESS SCHOOL
UNIVERSIDAD AUSTRAL

Cohen™

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Pronóstico de recuperación mensual de la actividad



Fuente: INDEC.

- **La estimación del Producto Interno Bruto (PIB) registró una caída de 6,2% durante el cuarto trimestre 2018 respecto al mismo período de 2017.** Mientras el PIB desestacionalizado del mismo período respecto al tercer trimestre se contrajo 1,2%.
- **En términos mensuales la actividad presenta factores de recuperación.** El indicador del sector construcción, Índice Grupo Construya, registró en marzo 2019 un aumento notorio del 9,7% mensual, evidenciando el tercer mes consecutivo de crecimiento.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Resumen

- La actividad económica se sostiene en un sendero recesivo. Se consolidó una contracción interanual del PIB por tercer trimestre consecutivo acumulando también una disminución para el mismo período de 2017.
- El estadio de recesión económica está relacionado con la gestión de la política monetaria con motivo de estabilizar el tipo de cambio y la tasa de inflación doméstica. Sin dudas, presenta un desafío para la gestión de política económica.
- Los acontecimientos de volatilidad financiera y cambiaria del año anterior, y la gestión de ajuste en las cuentas públicas con sus consecuentes efectos sobre la actividad, principalmente a través de la demanda de consumo e inversión, tienen efectos de largo alcance en la performance macroeconómica.
- Los datos del EMAE-INDEC correspondientes a enero 2019 convergen en un escenario contractivo. La estimación nota una reducción de 5,7% respecto a enero 2018.
- Si bien la frecuencia mensual de las estimaciones de actividad, EMAE-INDEC, evidencian una fase de sostenimiento de la recesión en comparación al año anterior, la comparación intermensual registra tasas positivas de diciembre 2018.
- El indicador EMAE-INDEC se contrajo en 5,7% respecto a enero de 2018. Mientras que la estimación desestacionalizada registró un aumento de 0,6% respecto a diciembre de 2018 registrando el segundo mes consecutivo de recuperación.
- El desempeño de la construcción presentó una disminución interanual marzo 2018-marzo 2019 y, a su vez, una recuperación mensual sostenida durante los primeros tres meses del año. El indicador del Grupo Construya mostró en marzo 2019 una disminución de 16,3% respecto al mismo mes de 2018. Mientras que la variación respecto a febrero 2019 fue sustancial, registrando con un crecimiento de 9,7%.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Resumen

- El desempeño de la industria manufacturera de febrero, medido por el Índice de Producción Manufacturero (IPI) del INDEC, resultó en una baja de 8,5% respecto al mismo mes de 2018.
- No obstante, en términos mensuales se destaca una nueva recuperación en el desempeño industria manufacturera. El índice de Producción Manufacturero (IPI) de febrero 2019 registró un crecimiento de 2,4% respecto de enero 2019, constituyendo el segundo mes de desempeño positivo. Durante enero 2019 se observó un crecimiento de 4,8% respecto del mes precedente.
- La producción de la industria PyME, se contrajo en febrero por décimo mes consecutivo. Todos los sectores sobre los cuales se estima el índice mostraron disminuciones sustanciales. El índice de producción industrial publicado por CAME disminuyó 6,1% respecto al mismo mes de 2018.
- El consumo masivo registró una variación negativa promedio en centros de compras y supermercado en el período enero 2019/enero 2018 de -15,1% y -10,5% a precios constantes, respectivamente.
- Los indicadores de ventas en supermercados y en centros de compras del INDEC registraron un aumento interanual a precios corrientes del 40% y 25%, respectivamente. Se debe notar que las variaciones positivas están explicadas por los efectos dados por los aumentos de precios de ese período para los bienes relacionados.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Desarrollo

- Desde el segundo trimestre de 2018 la economía se estableció en un proceso de caída constante. El estimador mensual de actividad registra disminuciones sostenidas en comparación con meses precedentes e igual mes del año anterior. Los promedios de caída ascienden a -4,3% (interanual) y -1% (intermensual). Se consolida no solo el arrastre temporal de la contracción para los primeros meses del año sino también las expectativas de los agentes.

- Las perspectivas económicas para 2019 no se establecen dentro de tasas de crecimiento positivas sostenidas sino en el marco de una recuperación incipiente. La necesidad del programa de estabilización monetaria ejecutado por el Banco Central luego de un año de fuerte volatilidad cambiaria y aumento del ritmo inflacionario no establece certidumbre respecto a la economía real. En ese marco, el último informe sobre perspectivas económicas mundiales (WEO) del Fondo Monetario Internacional (FMI) había marcado un sendero recesivo sobre PIB del orden de -2,6%, el cual converge, en promedio, con consultoras privadas.

- En el mes de enero el indicador mensual de actividad (EMAE desestacionalizado) del INDEC registró un crecimiento de 0,6% respecto al mes anterior, constituyendo el segundo mes consecutivo de recuperación intermensual ya que diciembre había notado un 1%.

- En términos interanuales, se observa los sectores pesca (10,2%) y agricultura (8,9%) como los de mayor dinámica. Mientras que comercio (-12,3%) y la industria manufacturera (-10,1%) ejercieron mayor importancia relativa interanual en la disminución del índice.

- La dinámica de la actividad industrial de febrero, medida por el IPI, nota una caída de 8,5% interanual, aunque evidenciando una recuperación mensual. Mientras que el primer bimestre de 2019 una disminución de 9,7% respecto a igual período de 2018. Respecto a la evolución comparada con el mes precedente (términos desestacionalizados), el índice evidencia una variación positiva 2,4% mientras que en enero 2019 se había observado un crecimiento mensual de 4,8%.

Desarrollo

- Los rubros que principalmente influyeron en el desempeño interanual del IPI fueron industria metálica básica (-34%), maquinarias y equipos (-31,6%), equipos de computación y comunicación (-27%) y equipos de transporte (-41,8%). Mientras que el único rubro que registró crecimiento fue productos del tabaco en 9,5%.

- La producción industrial PyME reiteró su caída interanual durante febrero en 6,1% siendo el décimo mes consecutivo con descenso, aunque dicha caída se desacelera en relación a enero 2019 donde había disminuido 8,8%. Respecto al comparativo mensual, el índice de producción industrial publicado por CAME registró una disminución de 4,2%. Si bien la caída se desacelera, la dinámica de la producción del sector es afectada por la coyuntura económica. En esa instancia, las bajas más pronunciadas se generaron en calzado (-20%) y productos de madera y muebles (-14,1%), y productos textiles (-11,4%).

- Durante marzo de 2019, el índice Construya, medición de ventas de productos para la construcción, evidenció una disminución interanual de 16,3%, mientras que en términos desestacionalizados se observó una sustancial recuperación de 9,7% mensual constituyendo el tercer mes consecutivo en el plano positivo. Enero y febrero de 2019 habían mostrado subas de 3,3% y 5,3%, respectivamente. El sector continúa afectado por la restricción de la obra pública y el ciclo económico recesivo a pesar que, desde la frecuencia mensual, se destaca la recuperación durante enero-marzo 2019.

- La recesión que indica el índice industrial fue acompañada por una disminución interanual de la capacidad instalada total. El nivel de utilización de capacidad de enero ascendió a 56,2%, nivel inferior al mismo período de 2018 en 4,4%.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Desarrollo

- Respecto a la demanda del sector, durante febrero se reiteró la disminución en el sector inmobiliario. La cantidad total de las escrituras de compraventa de inmuebles en CABA registró una disminución de 47,6% respecto del nivel de febrero 2018. Contrariamente, las cantidades de actos celebrados aumentaron 5,6% respecto a enero 2019. Por el lado de las escrituras con hipotecas, la dinámica también fue negativa. Durante el mes se observó un descenso interanual de 89%.

- En el plano de la demanda de consumo, las ventas finales en supermercados y en centros de compras aún no evidencian recuperación en términos reales. Durante el mes de enero las ventas de supermercados registraron disminuciones del orden de 10,5% y, en centros de compras, de 15,1% a precios constantes, respecto de enero 2018. Sin embargo, a precios corrientes, se relevaron aumentos de 40% en supermercados y 25% en centros comerciales. Si bien son aumentos sustanciales, el efecto precios subyace esa dinámica.

- Sin dudas, el desafío de la política macroeconómica en un año electoral se relaciona con la necesidad de reanudar el crecimiento económico y estabilizar las variables nominales de la economía, esencialmente los precios. Si bien los datos de frecuencia mensual del primer bimestre del año se sitúan en torno a la recuperación, el estadio consolidado de recesión económica de 2018 continúa con efectos de arrastre sobre los fundamentales económicos. El efecto inercial en la formación de los precios de los bienes y servicios de la economía junto con los niveles de incertidumbre, principalmente por el lado de la oferta, generan un gran contrapeso sobre el sendero incipiente de recuperación de la actividad. En ese desafío de matizar el frenazo real en el marco de evitar mayor presión en el mercado de cambios, el nivel de contracción es importante para la economía política en el año de elección presidencial.

Desarrollo

- En este escenario, es necesario contraer la demanda de moneda extranjera. En un proceso de estabilización, por ahora temporal, de los saldos nominales de la economía puede disminuir la presión sobre las tasas de referencia (tasa de LELIQ) y, por lo tanto, configurar un nivel menor de costo sobre la inversión real, es decir, una posible situación de reactivación del canal de crédito productivo.

- Otro factor potencial que puede contener el despegue de la actividad en 2019 se sitúa en el objetivo de déficit primario cero acordado con el FMI. El aumento observado de la intensidad en la contracción de la política fiscal durante 2018 con el objetivo de disminuir el déficit de las cuentas públicas, sostuvo efectos directos e indirectos no deseados sobre la demanda agregada. El efecto directo es el rol contractivo de las erogaciones del sector público sobre gastos de inversión y consumo, sus consecuencias y, en esta instancia, la sostenibilidad de esa política brinda sustento a la contracción. Los efectos indirectos se generan en las amplificaciones y extensiones de los primeros hacia los sectores no vinculados directamente a esas decisiones tales como los gastos de consumo de asalariados, la estructura de producción de esos bienes y servicios, entre otros. La evidente amplificación de ese escenario hacia todos los sectores de la economía genera postergaciones sobre decisiones productivas y de consumo que, si bien tendrán un efecto estabilizar sobre la inflación, la incertidumbre sobre el proceso productivo demandará decisiones de política en un tiempo breve y con mayor celeridad.

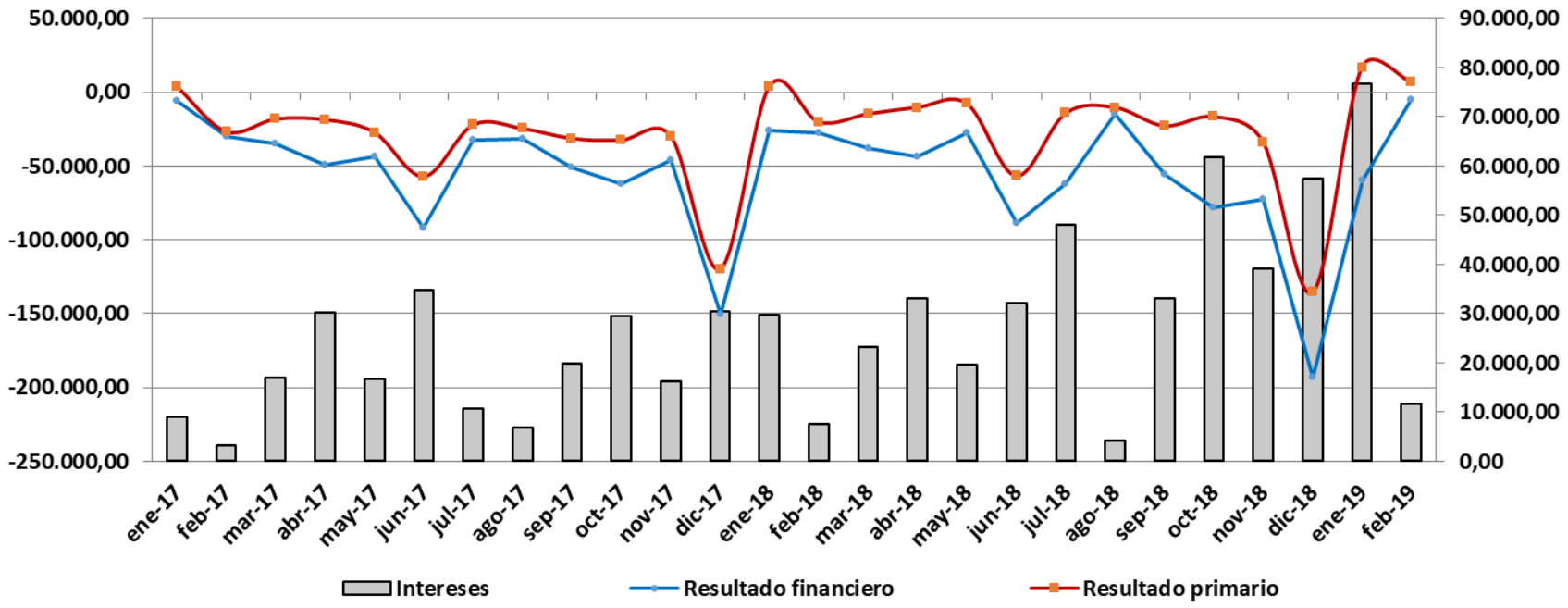
SECTOR FISCAL

Por Martín Calveira

Cohen™

SECTOR FISCAL
Posible recuperación de las cuentas fiscales

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



Fuente: Ministerio de Hacienda.

- **El superávit fiscal se sostuvo durante el mes de febrero.** Los ingresos crecieron 48,3% mientras que las erogaciones 29,3% respecto de febrero 2018.
- **El déficit financiero disminuyó sustancialmente en febrero en 82,3% en forma interanual.** Las erogaciones por intereses aumentaron pero el efecto de la disminución de gastos corrientes fue mayor.

SECTOR FISCAL
Resumen

- El mes de febrero cerró con un superávit primario de $6.726 millones. Respecto a enero 2019, se produjo una disminución del resultado positivo en 59,6%.
- El aumento del resultado fiscal primario de febrero 2019 se explica por el mayor crecimiento interanual de los ingresos (40,6%) y por un menor crecimiento interanual, en promedio, de los gastos corrientes (29,3%).
- El superávit primario totalizó $23.384 millones en términos acumulados enero-febrero 2019. Diferencia sustancial debido a que en el mismo período de 2018 se registró un déficit acumulado de $16.299 millones.
- Respecto al resultado financiero, las mayores erogaciones en concepto de intereses de 54,9% en relación al mes anterior, no determinaron un aumento del resultado negativo. del 28,4%.
- El pago de los intereses de la deuda pública creció en $4.122 millones respecto a febrero de 2018.
- En el acumulado del año 2019, el resultado financiero totalizó $-64.944 millones, registrando un aumento anual de 21,7% respecto al mismo período de 2018.
- La gestión fiscal es consistente bajo la perspectiva del acuerdo con el FMI. La política económica de sesgo contractivo se establece en línea con el déficit primario 0% del PIB para este año.
- Luego de la aprobación del envío de un nuevo desembolso de US$ 10.870 millones correspondiente a la línea de crédito Stand By, desde el organismo se insiste con la necesidad de mayores ingresos fiscales para arribar al equilibrio fiscal acordado.

Desarrollo

- La gestión de la política fiscal para arribar al déficit público en el marco del acuerdo con el FMI está siendo eficaz. Sin embargo, desde el organismo se plantea la necesidad de un marco que genere mayor espacio fiscal, es decir, condiciones para generar mayores ingresos fiscales y mayor eficiencia en la ejecución de las erogaciones.

- Esto puede tener efectos económicos ambivalentes si el objetivo de una mayor recaudación fiscal se acuerda a través de un aumento en la presión impositiva sobre el consumo de bienes y servicios de la canasta básica. Nuevamente la gestión de política macroeconómica tendrá un desafío no menor.

- El resultado fiscal positivo se explica básicamente por el sostenimiento del aumento de los ingresos. Se registró un crecimiento de 48,3% respecto al mismo mes del año anterior, con un monto nominal de $ 256.589 millones. El acumulado enero-febrero 2019 ascendió a $538.242 millones, un 43,1% mayor al mismo período de 2018.

- Respecto al comportamiento de los egresos, se destacan aumentos porcentuales menores. Las erogaciones primarias crecieron 29,3% respecto al mismo mes del año 2018. Mientras que el acumulado enero-febrero 2019 se estableció en los $514.858 millones, esto es, 31,2% superior al mismo período de 2018.

- En el segmento de los ingresos, se destacan un aumento del 40,6% de los ingresos tributarios y 162,3% de los ingresos por propiedad. En términos nominales, se alcanzaron los $ 222.648 por recursos tributarios y $22.189 por derechos de propiedad. De esta manera se explica relativamente el nivel de los ingresos fiscales.

- Se destaca que fue sustancial el comportamiento de los egresos por debajo del nivel de los recursos sobre el resultado primario. En forma desagregada, se observaron aumentos de 30,5% interanual en gastos corrientes y 13,6% en erogaciones de capital. En términos acumulados, se establecieron en los $481.716 millones y $33.142 millones, respectivamente. A su vez, en términos intermensuales se destaca una disminución del 6% en el total de los egresos, principalmente en los gastos primarios.

Desarrollo

- De esta manera, el superávit primario acumuló $23.384 millones durante todo el año. Este monto significó un aumento de $39.683 millones ya que se observó un traslado desde un resultado negativo de $16.299 millones al monto mencionado, es decir, una recuperación nominal de 170%.
- La recuperación del resultado acumulado responde al aumento de los ingresos totales en 43,1% mientras que las erogaciones se materializaron en 31,2%, configurando así, una brecha positiva del 11,9% entre los mismos en el acumulado anual.
- Por el lado financiero, el que incluye el pago neto de intereses de la deuda pública, se registró una sustancial disminución del déficit en 82,3% respecto a febrero 2018. Los intereses de deuda devengados constituyeron un aumento de 54,8% interanual. Mientras que el promedio del año 2018 las erogaciones por intereses fue de US$ 30.135 millones, durante febrero 2019 se devengaron US$ 11.632 millones, representando un disminución del 61,4% en relación al promedio mencionado.
- El resultado financiero acumulado del primer bimestre del año presentó un crecimiento del 21,1% respecto al mismo período de 2018, es decir, se registraron $64.944 millones durante enero-febrero en 2019, habiéndose registrado $53.627 millones en el mismo período del año anterior.
- El sector fiscal proyecta alcanzar déficit cero mediante el recorte de alrededor de $ 300.000 millones en las erogaciones totales las cuales serán $ 200.000 de Nación y $ 100.000 de las provincias. Este objetivo determina que el gasto nacional será del orden de $ 4,1 billones, un aumento nominal del 27,4% respecto a 2018.

Desarrollo

- De acuerdo a la ley de presupuesto, se sostiene que para este año más del 70% de los recursos presupuestados serán erogaciones de jubilaciones, salud y planes sociales junto a un aumento del 34,2% para el Ministerio de Desarrollo Social. Se estima, a su vez, un aumento del orden de 38,9% en la recaudación tributaria, esto es, una estimación da recaudación excedente de $4.829 millones de pesos. No obstante los resultados actuales, se proyectan nuevos ajustes impositivos a los fines de ampliar la recaudación tributaria.

- Se estima un aumento en los servicios de deuda. Si se postula que el nivel de deuda sobre PIB se estima en 87% ($315.698 millones), las erogaciones por intereses serían de $596.000 millones.

- Con la aprobación de la revisión del acuerdo Stand-By de 2018 llevada a cabo durante febrero-marzo 2019, el sector fiscal recibirá US$ 10.870 millones durante abril a los cuales se suman a los ya recibidos en diciembre de US$ 7.600 millones.

- Se plantean interrogantes respecto al objetivo de mejorar la posición financiera del sector público consolidado y bajo el cumplimiento del acuerdo con el FMI. El organismo internacional insta sobre la necesidad de una ampliación del espacio fiscal nacional con el objetivo de obtener grados de libertad en un año electoral. No obstante, si bien es deseable reforzar la posición financiera nacional, ante una mayor presión fiscal se generaría un canal de mayores restricciones a la economía doméstica.

- En el marco de un año de elecciones presidenciales, esa política fiscal procíclica (restricción del gasto público en recesión económica) configura una alternativa que para la economía política es compleja. El potencial escenario de mayor restricción fiscal a partir del segundo semestre implica riesgos cambiarios y, por lo tanto, posibles vaivenes financieros que promulguen nuevamente eventos de carácter disruptivo para la economía real y financiera. Por lo tanto, es de esperar la coordinación, lógica y sustentabilidad de políticas en un espacio de acuerdo electoral con independencia de la naturaleza política.

SECTOR EXTERNO

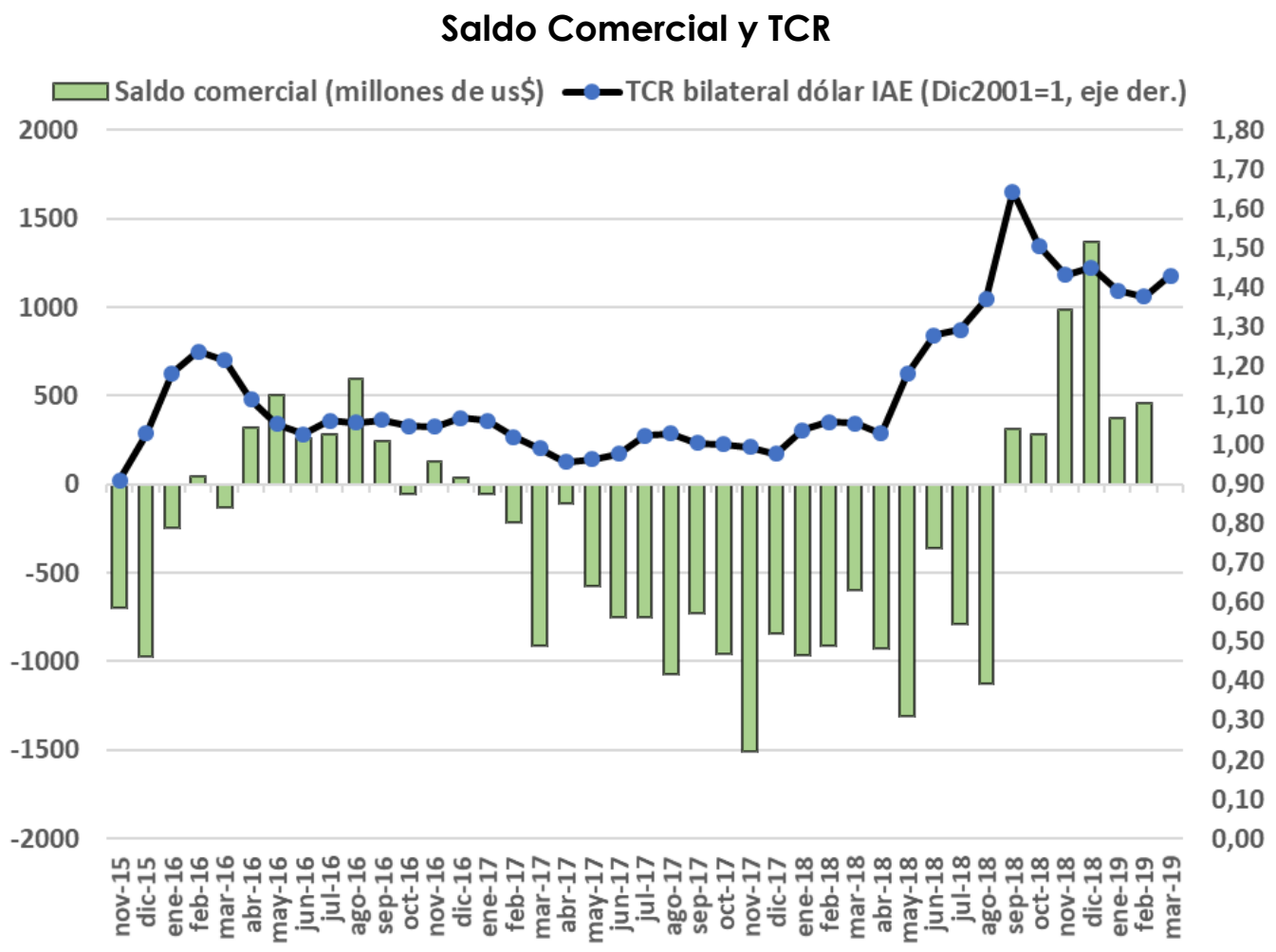
Por Martín Calveira

IAE BUSINESS SCHOOL
UNIVERSIDAD AUSTRAL

Cohen™

SECTOR EXTERNO

Sostenimiento en la mejora de la Balanza Comercial y apreciación Tipo de Cambio Real



Fuente: INDEC y IAE.

- **El superávit comercial registró un incremento de 24% mensual en febrero.** Se consolida el sexto mes consecutivo de recuperación del saldo del balance comercial.
- **El tipo de cambio real se apreció un 3,85% promedio mensual en marzo 2019 (base 2001=100).** El nivel actual del TCR se ubica por debajo del promedio de toda la serie revirtiendo la tendencia del año 2018.

SECTOR EXTERNO
Resumen

- La economía mundial se encuentra expectante respecto a un posible acuerdo que elimine las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Se espera que hacia abril se generen las condiciones para firmar el fin de la guerra comercial en el marco de la cumbre de presidentes.
- Es un factor relevante que el crecimiento económico mundial continúe en un sendero de cierta estabilidad y, finalmente, se arribe a un contexto de acuerdos. Pues, eventos de volatilidad y restricción de comercio son factores que configuran escenarios socio-económicos desfavorables.
- El crecimiento económico de Estados Unidos registró un desempeño positivo durante 2018. Sin embargo, desde el mercado, estiman que, en el escenario de contracción del comercio y dadas las tensiones comerciales, la economía pueda establecerse en tasas de crecimiento menores.
- En ese escenario, la FED realizó dos anuncios importantes. Por un lado, decidió dejar sin cambios el nivel de tasa de interés quedando en 2,5% luego de haberla subido un cuarto de punto en diciembre pasado. Adicionalmente, suspende todo tipo de modificación para este año.
- El intercambio comercial argentino durante febrero continúa en un sendero decreciente. Durante el mes se registró una contracción del intercambio (importaciones más exportaciones) de 10,9% respecto a febrero de 2018, registrando US$8.468 millones.
- Sin embargo, se registró superávit de la balanza comercial por sexto mes consecutivo. Durante febrero el saldo positivo fue de $460 millones. El resultado es explicado principalmente por la marcada disminución interanual de las importaciones en 22,9%.
- El nivel del TCR actual promedio resultó en una apreciación del 3.85% mensual revirtiendo parcialmente los efectos de la devaluación de 2018. Adicionalmente, se ubica un 14% por debajo del promedio histórico diciembre 2001- marzo 2019, es decir, en promedio histórico, el nivel actual registra una apreciación real.

Desarrollo

- El sostenimiento del conflicto comercial genera la probabilidad de cierta recesión económica en Estados Unidos. Por lo tanto, la decisión de la autoridad monetaria estadounidense en relación a establecerse en una postura de moderación sobre el ritmo de aumento de la tasa de los bonos federales suspendiendo las posibles subas para el 2019, se establece en aras de evitar canales adicionales de restricciones.

- En ese contexto, las proyecciones del El último informe de proyecciones del Fondo Monetario Internacional (WEO, enero 2019) se sostienen en un panorama de cierta desaceleración de la economía mundial respecto al informe previo (octubre 2018). Se proyecta que el crecimiento mundial correspondiente a 2019 será 3,5% y 3,6% para 2020. Mientras que la asignada a Latinoamérica se estima en 2% y 2,5% para 2020.

- Ante la suspensión del aumento de tasa de interés internacional para todo 2019, se espera que los flujos financieros tengan más dinámica sobre los mercados de economías emergentes matizando parcialmente el escenario desacelerador de las tensiones en el comercio internacional. No obstante, la posible apreciación mundial del dólar estadounidense y las restricciones sobre el comercio, configuran riesgos disruptivos que dependerán de las condiciones iniciales de cada país.

- Sin dudas, la dinámica del comercio internacional tiene derivaciones sobre las economías emergentes. En ese sentido, el intercambio comercial total argentino durante febrero de 2019 registró una disminución de 10,9% interanual alcanzado US$ 8.468 millones, y una disminución de 3,7% respecto a enero 2019 (US$ 8.800).

- Observando los primeros dos meses de 2019, el desempeño del comercio de Argentina continúa en el plano positivo luego de un año principalmente deficitario. Tras veinte meses consecutivos con saldo negativo, el comercio evidenció una recuperación incipiente a partir de septiembre de 2018 y sosteniéndose hasta la actualidad.

Desarrollo

- En el transcurso del primer bimestre de 2019, las exportaciones totalizaron US$ 9.050 millones (-0,7% interanual) mientras que las importaciones ascendieron a US$ 8.218 millones (-24,8% interanual).
- En términos interanuales, las ventas al exterior se expandieron 3,7%, y las compras al exterior disminuyeron marcadamente en 22,9%. Si se observa las variaciones en términos desestacionalizados, las exportaciones disminuyeron 2,66% (US$ 122 millones en valores nominales) respecto a enero de 2019. Mientras que las importaciones disminuyeron 5% respecto a dicho mes (US$ 210 millones en valores nominales).
- El resultado del balance comercial de febrero de 2019 permaneció en el plano superavitario con un valor de US$ 460 millones. El crecimiento respecto al mes precedente fue 23,65%. En comparación al mismo mes del año anterior se volvió a observar una reversión del saldo negativo pasando de un déficit de US$ 892 millones al superávit mencionado; una recuperación de US$ 1.352 millones.
- La expansión interanual del valor de las exportaciones se explica principalmente por el aumento en las cantidades del orden de 6,7% dado que los precios disminuyeron en 2,9%.
- En términos desagregados por rubros, se observaron aumentos interanuales de productos primarios en 1,2%, de las manufacturas agropecuarias (MOA) en 4,1% y de las manufacturas industriales (MOI) en 5,5%, y combustibles y energía en 3%. El crecimiento notorio de las cantidades exportadas se materializó principalmente en manufacturas agropecuarias (MOA) en 17,1% dada la performance de las ventas de aceite de soja y carnes congeladas.
- La contracción interanual de las importaciones se explica esencialmente por la fuerte caída de las cantidades en 21,9% mientras que los precios también disminuyeron en 1,3%. Consecuencias directas de la fuerte devaluación de los meses precedentes y sus efectos dinámicos, principalmente sobre la actividad económica.

Desarrollo

- La contracción interanual de las importaciones estuvo determinada en todos sus rubros. Las disminuciones más importante fueron compras de bienes de capital (inversión de la economía) en 32,6%, piezas y accesorios de bienes de capital en 18,2%, y vehículos automotores para el transporte en 46,5%.

- El tipo de cambio nominal promedio mensual del B.C.R.A de marzo 2019 fue $ 41,36, registrando una depreciación nominal de 7,7% respecto a febrero 2019. Al observar el correspondiente de marzo 2018, hay una notable depreciación de 104,4%.

- El tipo de cambio nominal respecto al dólar mayorista en el último día del mes de marzo de 2019 fue $ 43,35 mientras que el último día hábil de febrero de 2019 fue $ 39,15. Esto evidencia también una depreciación nominal mensual de 10,7%.

- El nivel del TCR actual, dado el nivel de inflación acumulada aún se encuentra 10,6% por encima (depreciación neta) del promedio del año 2018. No obstante, si se observa el promedio histórico dic2001-mar2019, se ubica un 14% por debajo de ese promedio. Esto es, una apreciación real en relación a ese promedio histórico.

- Ante la tasa de inflación estimada de marzo entorno a 4%, la depreciación real del tipo de cambio generada por ese aumento de precios y por la depreciación nominal promedio, se ubicaría en 3,7%. En principio, evidenciando una ganancia de competitividad precio de la economía doméstica.

- Si en lugar de utilizar el valor promedio mensual del tipo de cambio consideramos el valor de cierre de marzo de 2019 de $ 44,4 por dólar, el TCR bilateral se ubicaría por debajo del promedio de la serie, evidenciando una apreciación real. Sin embargo, el dólar de "equilibrio" estimado por el IAE Austral (valor del dólar según el TCR promedio del período dic2001-mar2019) sería de 41,67 $/US$, es decir, un 6,5% por debajo del valor actual de cierre indicando, en retrospectiva, una depreciación actual del peso.

Desarrollo

- Notamos cierta reversión hacia un sendero superavitario del sector externo, lo que en principio se traduce como un relajamiento de la restricción externa de la economía argentina. La posible solución a las tensiones entre Estados Unidos y China se transforma en un factor potencialmente positivo dado por el aumento del comercio. Adicionalmente, la interrupción temporal del aumento de tasas de interés de la FED es favorable en relación a los influjos futuros de inversión. La certidumbre sobre la tasa de interés internacional y la futura eliminación de tensiones comerciales, configuran un escenario ciertamente más benevolente para las economías emergentes.

- La evidente no reversión en la aceleración inflacionaria en el primer trimestre del año, y la consecuente apreciación real del tipo de cambio constituyen problemas fundamentales para el sector externo. Como primer resultado, tenderá a revertir el superávit, uno de los canales principales de financiamiento internacional.

- Si la política monetaria logra sostener la estabilidad del tipo de cambio, la tasa de inflación comenzará disminuir. Un tipo de cambio sin factores de apreciación podrá sostener un aumento de exportaciones y, finalmente, relajar la restricción externa. Desafíos ciertos y de gran envergadura para un año electoral.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

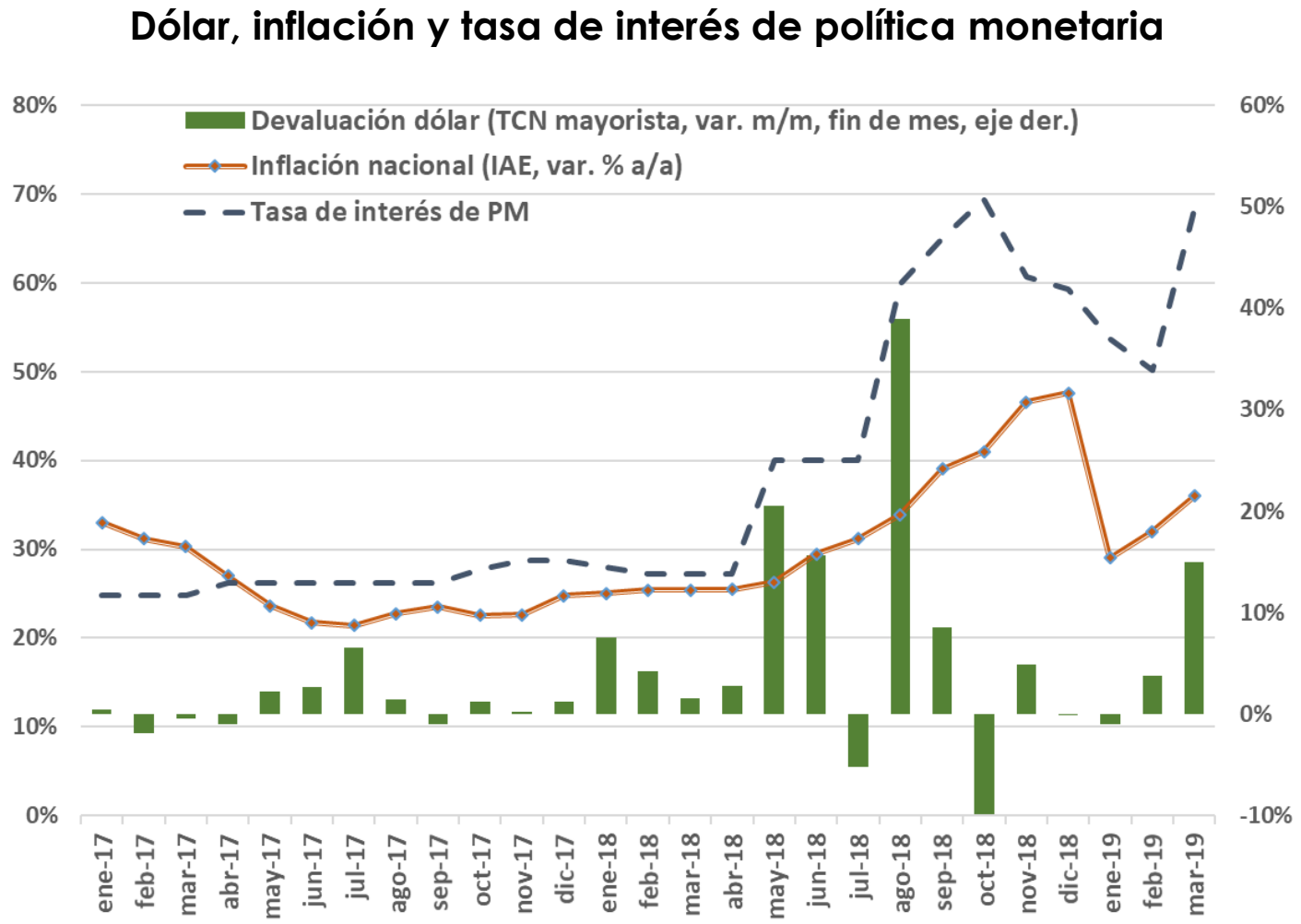
Por Martín Calveira

IAE BUSINESS SCHOOL
UNIVERSIDAD AUSTRAL

Cohen™

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Retorno de las tensiones cambiarias



Fuente: IAE Austral, INDEC, BCRA.

- **El retorno de las tensiones cambiarias acentuó la restricción de la política monetaria.** La autoridad monetaria autorizó un aumento de inversión en Letras de Liquidez (Leliq) a los bancos para alentar una suba de tasas de interés doméstica.
- **El dólar promedio nominal minorista del mes de marzo se situó en 41,36 pesos y cerró los 44,4.** El tipo de cambio registró una depreciación mensual de 10,6%.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Resumen

- El Banco Central sostiene su política de restricción cuantitativa y promulga aumentos de tasa de interés en el marco del objetivo de estabilización de la inflación y tipo del cambio.
- A mediados de marzo, la autoridad monetaria endureció su meta de Base Monetaria (BM). El nuevo objetivo se estableció en un crecimiento de 0% de la BM hasta fin de 2019.
- Se produjo una reversión del contexto de cierta estabilidad cambiaria observada en el primer bimestre del año lo cual evidencia la necesidad del sostenimiento de niveles altos de la tasa de interés.
- La incertidumbre sobre la efectividad de la política económica respecto al control de la inflación y la tendencia a la baja de la tasa de interés de referencia fueron determinantes para la dinámica del tipo de cambio.
- El tipo de cambio se ubicó, en promedio, cercano al límite superior de la zona de no intervención durante gran parte del mes. Hacia los últimos días de marzo, se notaron fuertes presiones al alza de la divisa.
- El nivel de reservas de cierre del mes de marzo fue de US$ 66.187 millones acumulando un aumento de US$ 381 millones respecto a diciembre.
- El tipo de cambio nominal minorista se depreció durante marzo un 10,6% con presiones sobre el límite superior de la zona de no intervención.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Resumen

- El Banco Central había convalidado una disminución del nivel elevado que venía sosteniendo de tasa de interés de referencia. Sin embargo, la renovada tendencia de depreciación del tipo de cambio generó el retorno de la senda creciente de la tasa. La tasa de las LELIQ al cierre de marzo se ubicó en 68,14% luego del cierre de febrero en 50,12%.

- La misión del Fondo Monetario Internacional y el poder ejecutivo nacional llegaron a un acuerdo sobre la tercera revisión del programa económico de la gestión del presidente Macri. Se hizo efectivo el desembolso de US$ 10.870 millones durante abril.

- El riesgo país medido por el EMBI+Arg cerró en 774 p.b. situándose en niveles similares a diciembre donde la media superó los 771 p.b..

Desarrollo

- El Banco Central reforzó el sesgo contractivo de su política monetaria. En ese sentido, endureció su meta de Base Monetaria (BM) desde mediados de mes. El nuevo objetivo se establece en un crecimiento de 0% de la BM hasta fin de 2019 desde el nivel registrado en febrero, $ 1.343 millones neto de expansión por compra de divisas y aumento estacional de diciembre.

- A su vez, la entidad monetaria continúa su política de control de agregados monetarios en el contexto de nuevas presiones en el mercado cambiario. A los efectos del control de la volatilidad cambiaria a través de afectar la demanda de dólares, se otorgó una ampliación a los flujos de inversión sobre instrumentos de liquidez (Leliq).

- La modificación permite a los bancos aumentar la proporción de los depósitos en cartera para la adquisición de los instrumentos con los que el Banco Central regula la cantidad de dinero de la economía. El aumento se traduce desde un 65% del total de depósitos a un 100%.

- Un nivel elevado de tasa de interés de Leliq se traduce en un activo de sustancial rentabilidad para las entidades bancarias. Por lo tanto, ante aumentos de tasas de pasivos de la autoridad monetaria, los bancos tendrán mayores incentivos para captar pesos de su cartera de clientes, instrumentando también aumentos de tasas pasivas (tasas de interés de depósitos a plazo) y, así, fondearse para adquirir Leliq.

- En la perspectiva de política monetaria, el objetivo de esa modificación es que el mecanismo de transmisión de la política tenga mayor celeridad en el sistema financiero. Ante modificaciones de la tasa de interés de referencia, la tasa de interés de los depósitos a plazo deberá aumentar como consecuencia de la mencionada necesidad de mayor captación de moneda doméstica.

Desarrollo

- El Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió adicionar esa normativa dado que la demanda de pesos continua en niveles bajos. El intento de configuración de un sendero de recorte de tasas de interés durante febrero tuvo consecuencias alcistas sobre del tipo de cambio, las cuales solo se contuvieron con la reversión sustancial de las tasas. En ese contexto, el Banco Central tuvo que revertir ese sendero bajista que había aplicado a los rendimientos de las Letras de Liquidez (Leliq) en la primera mitad de febrero.

- Al inicio del mes, la zona de no intervención se actualizó marcando un límite inferior de 38,64 y superior en 50 pesos por dólar. Hacia el último día del mes, los registros fueron de 39,38 y 50,97, pesos por dólar; respectivamente.

- Las reservas internacionales notaron un ajuste respecto a febrero del orden de US$ 1.828 millones. Sin embargo, aún se sostienen en niveles superiores al año anterior. El aumento mensual respecto a diciembre fue US$ 381 millones.

- El stock de pasivos LELIQ hacia fines de marzo se estableció en $ 913.823 millones. Si bien el monto nota un crecimiento respecto al mes precedente y se establece en niveles altos, al observar 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 un 26,37% del total de los depósitos. Monto menor a enero cuando representaban 29,5%.

- El nivel de tasa de interés de referencia del mercado (7 días de plazo), dado por las Letras de Liquidez (LELIQ), se estableció al último día del mes en 68,14% luego del máximo registrado en octubre entorno al 74%.

- El programa de financiamiento futuro con el FMI asigna US$ 22.800 millones para 2019 y US$ 5.900 millones para el bienio 2020-2021.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Desarrollo

- En virtud del proceso de sostenimiento de la posición financiera del tesoro nacional, el gobierno continúa en el marco del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. Ante la aprobación de la tercera revisión del plan acordado en 2018 realizada el 5 de abril, se espera un desembolso de US$ 10.870 millones.

- Continuando el sesgo restrictivo de la política monetaria, el Banco Central sostuvo el control de la oferta de dinero. El agregado monetario M2 (circulante en poder del público y depósitos a la vista del sector privado y público en pesos) se contrajo 0,2% mensual durante marzo. Mientras que el acumulado del año registró una disminución de 10,2%.

- La política monetaria restrictiva con objetivos de desinflar las presiones cambiarias y desactivar la inercia sobre los precios, sostiene el potencial de generación de efectos adicionales inmediatos sobre la economía doméstica. La restricción sobre el financiamiento de la inversión a través del denominado canal de crédito, tiene efectos contractivos sobre la demanda de inversión. En ese marco, la tasa de interés para las empresas de primera línea (línea Call Money) se situó en 66% anual mientras que para las empresas restantes por debajo de 70%.

- Luego de que la FED modere su política de suba de tasas y decida no subir la tasa de interés durante el 2019 permaneciendo en 2,5%, el escenario financiero internacional se observa relativamente positivo. La decisión del Comité Federal se materializa en una disminución del costo del crédito principalmente para los países emergentes y un aumento de la demanda de acciones en esos mercados. El riesgo país, medido por el EMBI+Arg, cerró en 774 p.b., con un promedio mensual de 748,4 p.b.. Un promedio mayor en 7% respecto al registrado en febrero.

Desarrollo

- El mercado financiero estuvo marcado por efectos opuestos. Por un lado, las tensiones cambiarias derivadas de los efectos de la inflación mensual persistente y, por otro, la percepción positiva con el anuncio de la FED sobre la suspensión de los aumentos de tasa para todo el año.

- Si bien la estabilidad de la tasa de interés internacional es un aspecto positivo sobre el costo del financiamiento doméstico, los niveles mensuales de inflación y, consecuentemente, el desarme de las posiciones en pesos, afectaron al mercado financiero local. En ese contexto, el MERVAL registró jornadas negativas durante la mayor parte del mes. En promedio, retrocedió 0,5%, con un aumento en el último día de marzo en 2,12%, cerrando el mes en los 29.167,55 p.b..