

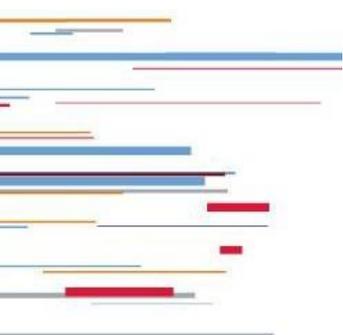
**INFORME ECONÓMICO MENSUAL –MAYO 2019**

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



**Cohen™**

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



# Índice

- **EDITORIAL: Las dos caras de la economía política de Trump y sus riesgos**
- **Panorama regional: La economía de Brasil busca consolidarse y su mejora arrastrará a Argentina**
- **Panorama interno I: Reflexiones sobre la competitividad**
- **Panorama interno II: La economía a final del mandato**
- **Panorama político: Reflexiones sobre el año electoral**
- **Precios y salarios**
- **Actividad económica**
- **Sector fiscal**
- **Sector externo**
- **Sector monetario y financiero**

# EDITORIAL

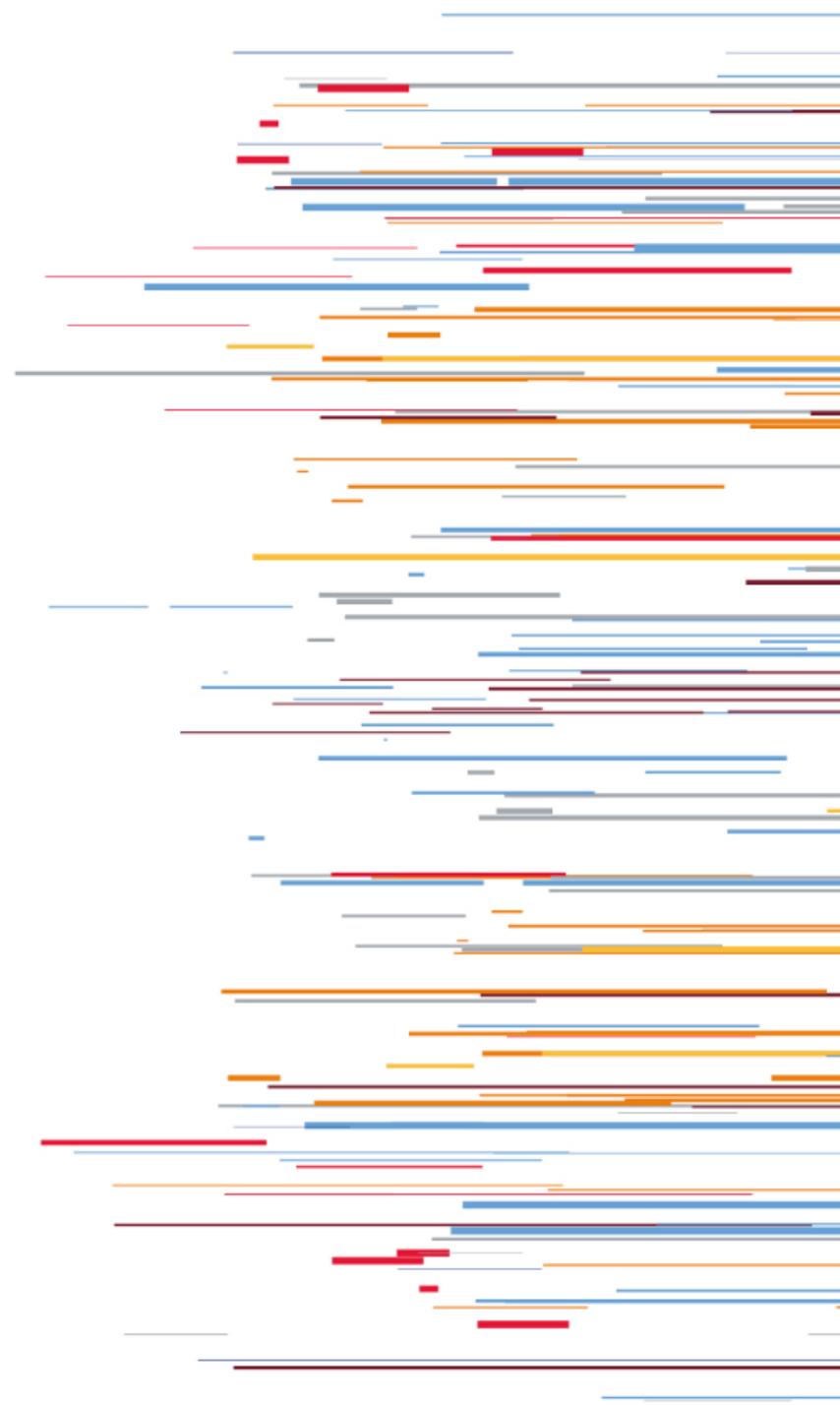
Por Juan J. Llach



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™



## Las dos caras de la economía política de Trump y sus riesgos

*Se va haciendo evidente que la economía política de Trump tiene dos caras y que dualidad es riesgosa para la economía global, y también para la Argentina. La "cara buena" se vio a pleno en la reciente lluvia de datos positivo de actividad económica, empleo e inflación. El PIB de los EEUU aumentó un sólido 3,2% en el primer trimestre (anualizado y contra el trimestre anterior). El desempleo bajó en abril de 3,8% a 3,6%, un record desde ¡1969! Ciertamente, fue ayudado por una menor tasa de participación en la actividad económica, de 70,0% a 62,8% y, además, la tasa de empleo (60,6%) todavía está unos 3 puntos por debajo de la anterior a la Gran Recesión. Ello no impidió que en abril se crearan 263.000 empleos (236.000 de ellos en el sector privado). El costo laboral unitario cayó 0,9% en el primer trimestre, pese a que los salarios subieron 3,2% en abril, lo que implica una fuerte suba de la productividad. En fin, la inflación más mirada por la Reserva Federal -la implícita en los gastos personales de los consumidores- fue en abril de 1,5% anual (y 1,6% la núcleo, que no incluye precios estacionales ni regulados). Tal catarata de buenas noticias lleva a preguntarse si esta rara combinación de buenos datos de actividad económica, empleo, desempleo e inflación no estará configurando una*

*nueva macroeconomía en los EEUU. Lo cierto es que nadie lo pronosticó.*

*La "cara mala" de la economía política de Trump se mostró, una vez más, en su endurecimiento hacia China, que llevó a aumentar, el viernes 10 de mayo, del 10% a 25% los aranceles a productos chinos, lo que implica un encarecimiento estático total de 200.000 millones de dólares, lo cual, según el FMI reduciría el crecimiento de los EEUU en un 0,6%. No obstante, el mismo día se informó que las conversaciones entre ambos países siguen en una "fase constructiva". Lo cierto es que la política económica de Trump tiene un fuerte componente de "doble discurso". Esto es bastante claro en el caso de la política inmigratoria, muy dura en las palabras, pero casi seguramente más blanda en los hechos. Si las puertas a la inmigración no estuvieran, al menos, entreabiertas, sería imposible la combinación observada de baja inflación, bajo desempleo y costo laboral unitario en baja. El mismo criterio de decir una cosa, pero hacer la opuesta, ya se vio en el caso del NAFTA, primero condenado a muerte, pero luego llegando a un acuerdo.*

## Las dos caras de la economía política de Trump y sus riesgos

*Si Trump cumpliera sus dichos de cerrar las fronteras a los inmigrantes y encarecer las importaciones, la inflación reaparecerá, más temprano que tarde, y naufragará la nueva y envidiable macroeconomía de Trump. Nuestra opinión es que Trump seguirá apretando tanto como pueda a los inmigrantes y a las importaciones chinas pero que, en última instancia, optará por mantener en pie la buena macroeconomía.*

*Para mirar esto en perspectiva histórica reciente es bueno recurrir a nuestro habitual cuadro de evolución de las principales variables de la macroeconomía global desde la elección de Trump. Allí puede verse que no se ha producido ni la valorización del dólar ni la caída generalizada de los commodities ni, menos aún, un derrumbe de los mercados accionarios. Estos pronósticos se basaban en el supuesto de*

*que las tasas de interés de los EEUU aumentarían significativamente. Cierto es que la Reserva Federal aumentó desde entonces sus tasas, de 0,50-0,75 en noviembre de 2016 a 2,25/2,50 hoy. Pero también es cierto que antes de que subieran a niveles históricamente normales, la Fed suspendió este año los aumentos programados. Los rendimientos de los bonos del Tesoro también aumentaron moderadamente. Al no subir las tasas tanto como se esperaba, tampoco cayeron todas las commodities: el oro se mantuvo relativamente estable y el cobre y el petróleo subieron. La que sí sufrió de lo lindo fue la soja, con una baja del 20% en dos años y medio y ubicada ahora en el menor nivel desde 2006! Esto fue principalmente producto de la guerra comercial entre China y los EEUU, aunque también influyeron la peste porcina en China y la serie de buenas cosechas mundiales.*

# Las dos caras de la economía política de Trump y sus riesgos

Los mercados desde la elección de Trump

	8/11/2016	7/4/2019	10/5/2019	My.19/Nv.16
<b>Monedas</b>				
Dólar (DXY Bloomberg)	97.86	97.40	97.33	-0.5
USD / Euro	1.103	1.122	1.123	1.9
Yen / USD	105.2	111.73	109.9	-4.3
Yuan / USD	6.79	6.71	6.83	-0.6
Peso AR / USD	14.95	43.9	44.8	-66.7
Peso BR / USD	3.17	3.87	3.95	-19.8
Peso MX /USD	18.33	19.07	19.07	-3.9
<b>Rendimiento Bonos</b>				
Bono 10 años EEUU	1.86	2.63	2.45	59 puntos
Riesgo EMBI emergentes*	365	397	420	55 puntos
<b>Commodities(Bloomberg)</b>				
Oro Comex	1274.5	1295.6	1286.8	1.0
Petróleo WTI	45.0	63.1	61.6	36.9
Cobre Comex	238.0	289.5	277.5	16.6
Soja x bushel	1011.3	899.0	809.3	-20.0
<b>Bolsas</b>				
EEUU, S&P500	2139.6	2892.7	2869.1	34.1
Europa Bloomberg 500	224.8	261.3	253.0	12.5
China, Shanghai Composite	3147.9	3246.6	2939.2	-6.6
Japón, Nikkei 500	1619.4	2064.7	1994.7	23.2
Argentina, Merval	17138.4	32666.9	33265.8	94.1
Brasil, Bovespa	64157.7	97108.2	94267.6	46.9
México INMEX	2819.2	2673.1	2558.4	-9.3
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 de referencia.				

*¿Cómo seguirá la situación de aquí en más? Para poder contestarlo cabalmente necesitaría estar en la cabeza de Trump, que no es el caso. Como venimos diciendo hace tiempo, la economía global se encuentra en una fase de desaceleración suave, cuyo destino final dependerá, justamente, de la intensidad que cobre la guerra comercial entre las dos mayores potencias económicas. Si ella se encauza, se seguirá más o menos como hasta ahora. En caso contrario, la economía global podría entrar en una recesión. Para la Argentina es muy necesario que China y los EEUU lleguen a un acuerdo. De lo contrario, la soja seguirá con precios bajos –salvo eventos climáticos, como el posible atraso de la siembra actual en EEUU, complicando un poco nuestra propia recuperación.*

**Juan J. Llach**

# PANORAMA REGIONAL

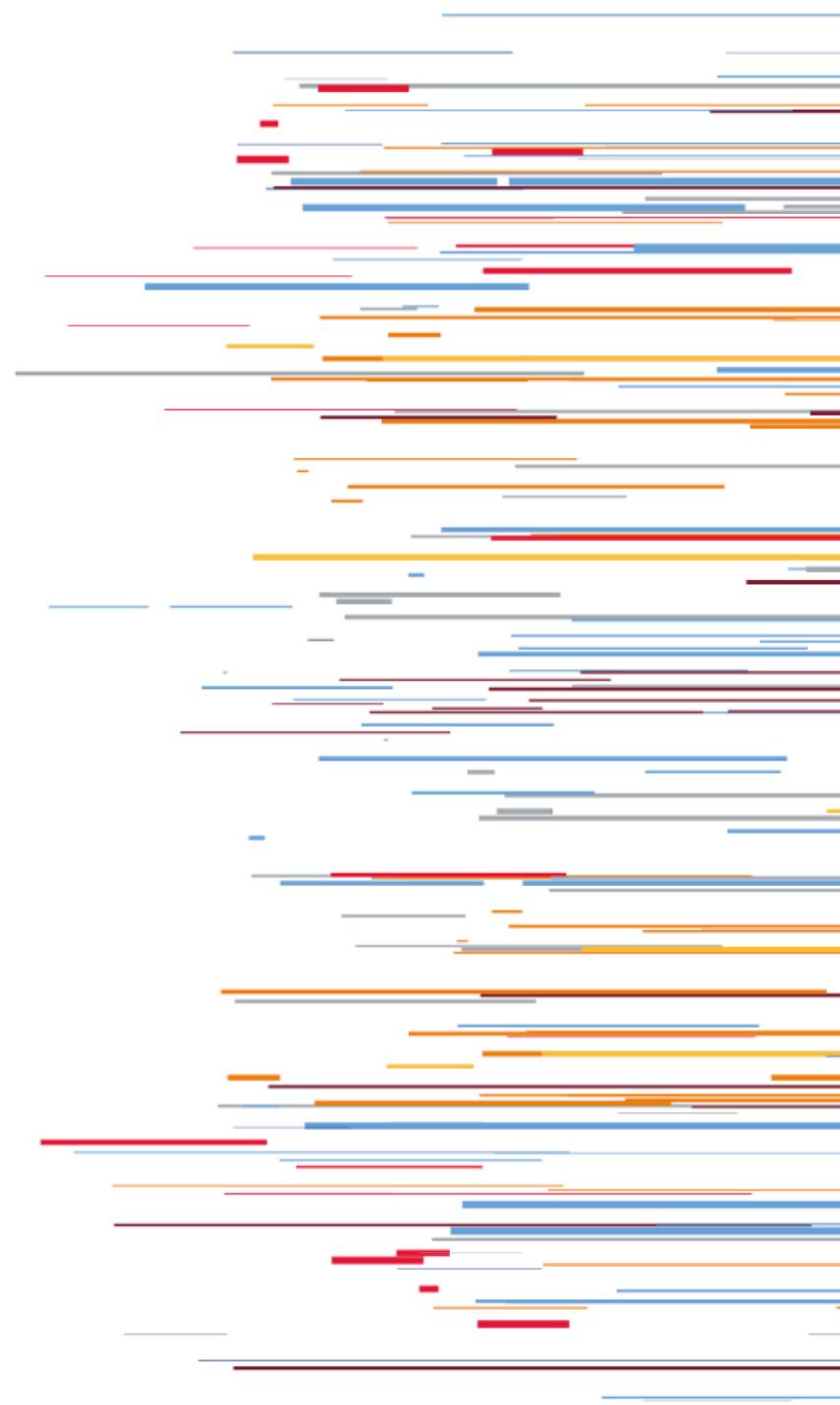
Por Eduardo L Fracchia



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™



# La economía de Brasil busca consolidarse y su mejora arrastrará a Argentina

*Es oportuno después de la crisis en actividad e instituciones contenidos por niveles razonables en la tasa de interés de los últimos años ver cuáles son las expectativas referencia (Selic), que sigue en valores nominales macroeconómicas de Brasil. Se trata del principal socio relativamente bajos para la historia de Brasil. La*

*comercial de la Argentina con el que tenemos un desequilibrio comercial considerable desde hace años. Para la Argentina el crecimiento de Brasil es un punto de enorme relevancia para consolidar el proceso de expansión. Por otra parte, dicho crecimiento al que se suma un tipo de cambio bilateral relativamente estabilizado puede fortalecer además el proceso de integración del Mercosur aumentando el flujo de comercio entre los dos principales países del bloque.*

*La economía de Brasil, después de varios años de bajo desempeño está tomando un ritmo modesto de expansión con disminución de la desocupación. El contexto mundial es favorable para Brasil ya que la tasa de interés de la Fed es baja y los precios de los commodities son razonables. ¿Todo está dado para reeditar otro milagro económico como entre los 50 y los 70? Es mucho decir. En buena medida depende de la continuidad de las políticas del nuevo gobierno que pretende impulsar ideas liberales en el plano de la economía.*

*Los temores de un aumento del nivel de precios están*

*combinación de políticas monetarias y fiscal contractivas, por la exigencia de números fiscales mejores es necesaria. Supone un esfuerzo sustancial y prolongado, aunque aparentemente compatible con la promesa de esta gestión de un mayor crecimiento económico. La mejor distribución del ingreso y la mayor ocupación estuvieron presentes en la campaña electoral de Bolsonaro.*

*El importante esfuerzo fiscal sumado al control de otras variables clave influye en que el riesgo país brasileño esté bajo control. ¿Cómo evolucionará el principal país de la región que fue en su momento el alumno predilecto del Fondo Monetario y de la comunidad financiera? Esta pregunta es clave para Brasil. La amenaza estructural de una deuda pública indexada ha disminuido. Mejoró claramente la estructura de la deuda alargando plazos y reduciendo tasas (los servicios de la deuda sobre el PIB se redujeron), el nivel de endeudamiento se contrajo. Está ganando gradualmente el test de confianza en los mercados. Está de moda apostar, aunque sean algunas pocas fichas, por Brasil.*

# La economía de Brasil busca consolidarse y su mejora arrastrará a Argentina

*Durante la administración de Lula se pasó de una tasa de inflación de dos dígitos a menos de 4% y la actual administración se ha comprometido a una inflación todavía menor. La crisis política que enfrentó el gobierno de Dilma tuvo efectos económicos. La política de fuerte ahorro fiscal con congelamiento del gasto público para disminuir tanto el peso de la deuda como la inflación está encaminada.*

*El actual tipo de cambio está de acuerdo con la política ortodoxa de "inflation targeting" que aplica el Banco Central. Genera ciertas resistencias en el núcleo duro de los industriales de Sao Paulo donde el desempleo es más elevado. La presión tributaria consolidada luce excesiva para el sector real. Con este tipo de cambio se vuelve más atractiva la inversión extranjera directa que está en niveles razonables, menores a los de los 90, cuando se hicieron las privatizaciones. El crecimiento es la gran asignatura*

*pendiente del Brasil. Su tasa de expansión ha sido un tercio de la chilena en los últimos 25 años. Hay mucho potencial de recursos naturales y de capital humano para que una de las cuatro "economías BRICS" (las de importante potencial de crecimiento) pueda sostener niveles de expansión del PIB que permitan cumplir con las metas fiscales. Se cree que para el período completo del nuevo gobierno, Brasil va a alcanzar una tasa de crecimiento de 3% promedio. También se espera que la tasa de interés Selic siga en este nivel de 6.5% dada la nueva visión del actual Ministro de Economía, Guedes, de orientación más productivista y liberal. En definitiva perspectivas promisorias para el líder de la región pero todavía con la preocupación de como sortear una crisis institucional tan marcada por hechos de corrupción. El desafío es reinventar un modelo de crecimiento que recupere un nivel de actividad que viene muy golpeado.*

**Eduardo L. Fracchia**

# PANORAMA INTERNO

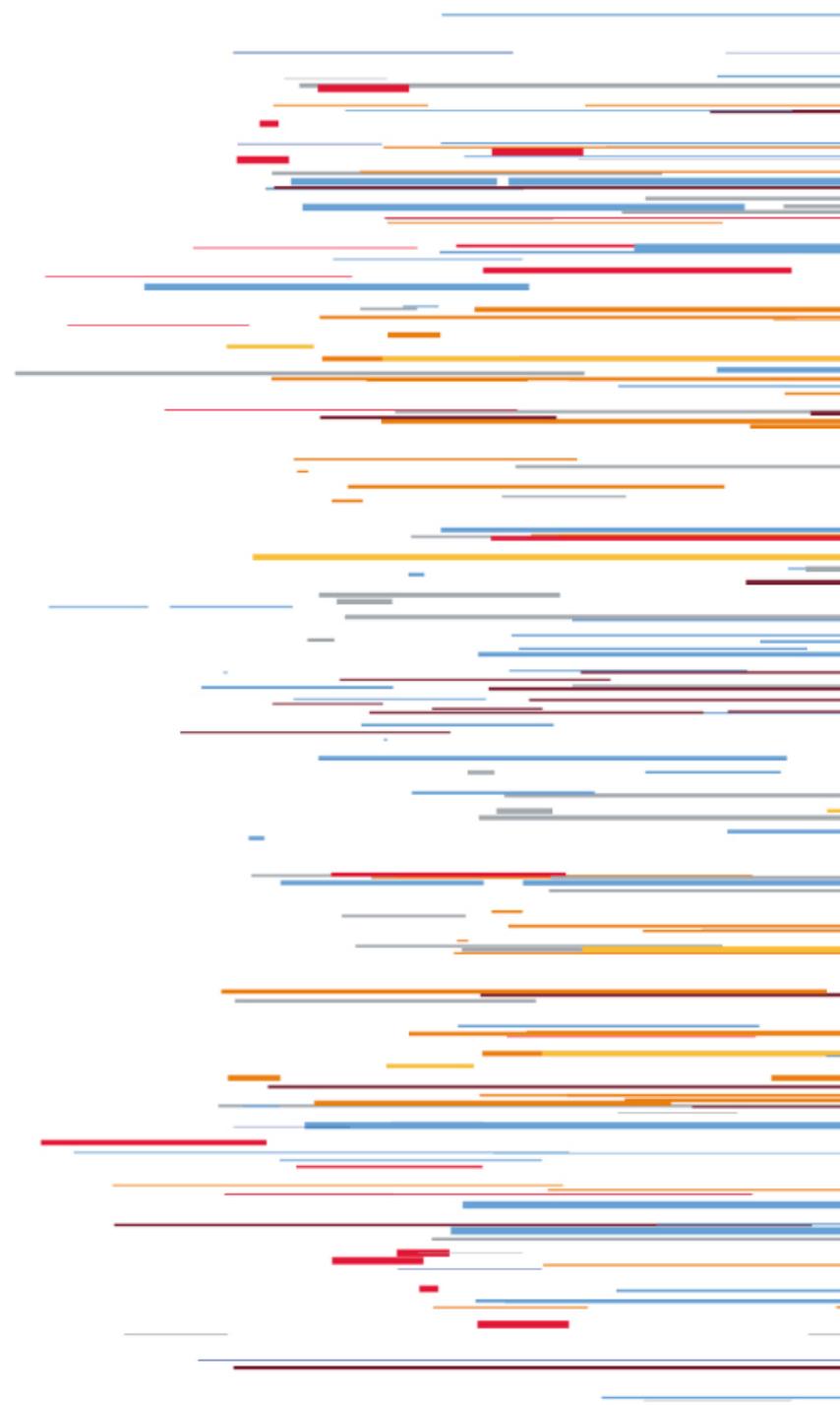
Por Eduardo L Fracchia



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™



## Reflexiones sobre la competitividad

*La inversión en 16% del PIB pareciera un dato a mejorar de la coyuntura y refuerza la necesidad de crecer en competitividad.*

*Como es sabido el gasto en I+D es muy precario en el país y esto se vincula con que las exportaciones tienen una participación de bienes con tecnología alta muy marginal.*

*El país sigue fracturado socialmente, la pobreza y una distribución del ingreso "latinoamericana" limitan la competitividad entre otras cuestiones porque incrementan la puja distributiva. Por eso es clave según lo señala el World Economic Forum (WEF) en sus recomendaciones profundizar en nuestro país en los gastos de educación y salud.*

*La información que suministra el relevamiento del WEF es valiosa. La inseguridad jurídica es a menudo destacada por esta network de pensamiento como el factor que más atenta contra el ambiente de negocios en la Argentina. Hay que cuidar las reglas del juego. En la medida en que los empresarios, aunque viene mejorando no tengan confianza en que podrán apropiarse de los beneficios de sus inversiones, no hundirán capital. No es ideológico, ni político, es simplemente que a nadie le gusta arriesgarse*

*gastando recursos para que sus proyectos sean inciertos en su rentabilidad.*

*No es extraño entonces que en la última edición del Índice de Competitividad Global elaborado por el WEF, la inestabilidad en reglas de juego haya sido el problema más mencionado en las encuestas a empresarios. Durante toda el período kirchnerista, la fragilidad institucional fue señalada por los encuestados locales como el elemento que más perjudica las posibilidades de hacer negocios en el país. La violación a los derechos de propiedad privada, la discrecionalidad en las políticas públicas, la ineficiencia de la burocracia gubernamental y la debilidad en los controles, tanto en el sector público como en el privado, las inversiones desalentaron al aumentar la incertidumbre en el final del mandato K.*

*La inestabilidad institucional no es el único problema que atenta contra los negocios en el país. De acuerdo al reporte del WEF, la inflación consiguió un puesto relevante en la mención por los encuestados. Pero naturalmente esto es lógico. Hoy la inflación es directamente perjudicial a la competitividad. La inflación es muy perjudicial para la competitividad argentina pues aleja el objetivo de*

### Reflexiones sobre la competitividad

*pesificación que se orienta hacia la confianza en la moneda y al desarrollo del crédito y del mercado de capitales evitando el tradicional bimonetarismo.*

*Las dificultades para acceder a financiamiento fueron señaladas por los empresarios. Tampoco parece una novedad. El ratio crédito interno a PBI es del 14% un nivel inusualmente bajo que revela la incapacidad del sistema bancario de convertir los depósitos en financiamiento al sector real de la economía. El gobierno parece haber tomado nota de esta situación.*

*Inmediatamente detrás en la lista de los problemas señalados se ubica la corrupción. Íntimamente ligada con ella, se señala a la ineficiente burocracia del sector público como factor que contribuye a obstaculizar los negocios en el país. Las restrictivas regulaciones laborales y los requerimientos tributarios completan la lista de puntos adversos. El relevamiento del WEF mide la sensación térmica de la comunidad de negocios. Se trata de elementos a tener cuenta para reformular el ambiente de negocios y fomentar las inversiones que la Argentina necesita para encauzar un proceso de desarrollo sustentable.*

*Los impulsos estratégicos de las áreas de Agricultura e Industria en la planificación hacia el 2030 son muy elogiables y apuntan al núcleo mismo de la competitividad, pero queda la duda de si hay consenso de los diversos actores para que el proceso de planeamiento sea compartido.*

*Argentina ve amesetar desde hace años el nivel de actividad en particular en la industria. Por el efecto arrastre se estima que el PBI manufacturero caerá fuerte en 2019. La competitividad es un catalizador para orientar el crecimiento de la economía argentina y para sentar las bases de un proceso de desarrollo genuino.*

**Eduardo L. Fracchia**

## PANORAMA INTERNO II

### La economía a final del mandato

*El crecimiento de Argentina será cercano a -2% en 2019, año recesivo como consecuencia sobre todo de los desaciertos de la política económica local y no tanto de factores exógenos como ocurrió en 2009. El arrastre afectaría a 2020 de modo favorable si la economía fuese a recuperar vigor en el segundo semestre, o perjudicial para 2020 si sigue un PBI en forma de L. No será neutral para los resultados de las elecciones presidenciales el desempeño económico. Suponemos que la economía crecerá con suerte casi cero entre puntas en 2019 si recupera el segundo semestre en forma de U. A pesar del enfriamiento de la actividad la inflación será elevada cerca del 40%. Las expectativas de inflación, que son cruciales para explicar el éxito del modelo, serán de 25 % para 2020 de continuar Macri en el poder*

*Sigue siendo una tasa alta de inflación en la comparación mundial. Recordemos que solo un puñado de 15 países tiene en la actualidad una inflación de más de dos dígitos.*

*Los intentos de pacto social han llegado tarde según la visión crítica del kirchnerismo y otros espacios políticos. Está desvirtuado el llamado. No estuvo firme en la agenda del gobierno esta convocatoria al diálogo que suena electoralista.*

*El dólar paralelo por la incertidumbre estará más volátil en el segundo semestre cuando tengamos las elecciones. Se esperan aumentos moderados en el dólar oficial en estas próximas semanas. El gobierno quisiera llegar a las elecciones de 2019 con un valor del dólar bajo control que no se dispare. Por ahora Sandleris en el BCRA lo viene consiguiendo. Hay Reservas suficientes para aguantar una eventual escalada del dólar y mayor comprensión por parte del FMI para actuar con mayor poder de fuego.*

*El sector fiscal seguirá desbalanceado por el gasto público imprudente del kirchnerismo (Ej: Subsidios energéticos y ampliación de la base de jubilados). La recaudación de impuestos caerá en términos reales por la menor actividad económica. Los precios de los commodities, continúan sin viento de cola. La soja especialmente baja menos de 300 dólares.*

*El sector externo continuará mejorando en lo referente a balanza comercial ya que las importaciones caen mucho más de lo que crecen las exportaciones. Se tiende con el nuevo nivel de tipo de cambio a una balanza comercial positiva como nos acompañó durante casi todo el kirchnerismo.*

## PANORAMA INTERNO II

### La economía a final del mandato

*El consumo seguirá cayendo al ritmo del descenso del salario real. En el caso de bienes durables puede haber una caída superior en 2019.*

*La inversión que es la señal de la confianza en el largo plazo está resentida. El nivel actual es de 17 puntos del PIB y puede caer más en 2019 y en el año próximo. Recordemos que fue de 24% este ratio en tiempos de Lavagna.*

*En cuanto al sector financiero sigue en buena forma. Es bastante conservadora la estructura de préstamos. Están centrados en las Leliq. Es un sector con perfil bajo y buenos niveles de rentabilidad a pesar de que el ratio de créditos respecto al PIB es muy acotado, de solo 13%.*

*La dependencia energética sigue presente. Tendremos a mediano plazo un desabastecimiento potencial en gas y en electricidad. Las exportaciones energéticas son superadas por el nivel de las importaciones. La Argentina es importadora neta de energía y revertir este desequilibrio tomará todavía algún tiempo y convicción política.*

*La distribución del ingreso se va a resentir aún más por la inflación, por el mayor desempleo y por la caída del salario real. Estamos con un coeficiente de Gini elevado (medida distributiva tradicional) y este índice puede verse aún más*

*afectado por la recesión.*

*En definitiva estamos ante un panorama recesivo y de alta inflación (estanflación) que constituye una herencia adversa para la próxima administración aunque los fundamentals mejoran con los compromisos asumidos con el FMI tanto en el plano fiscal como del sector externo.*

**Eduardo L. Fracchia**

# PANORAMA POLÍTICO

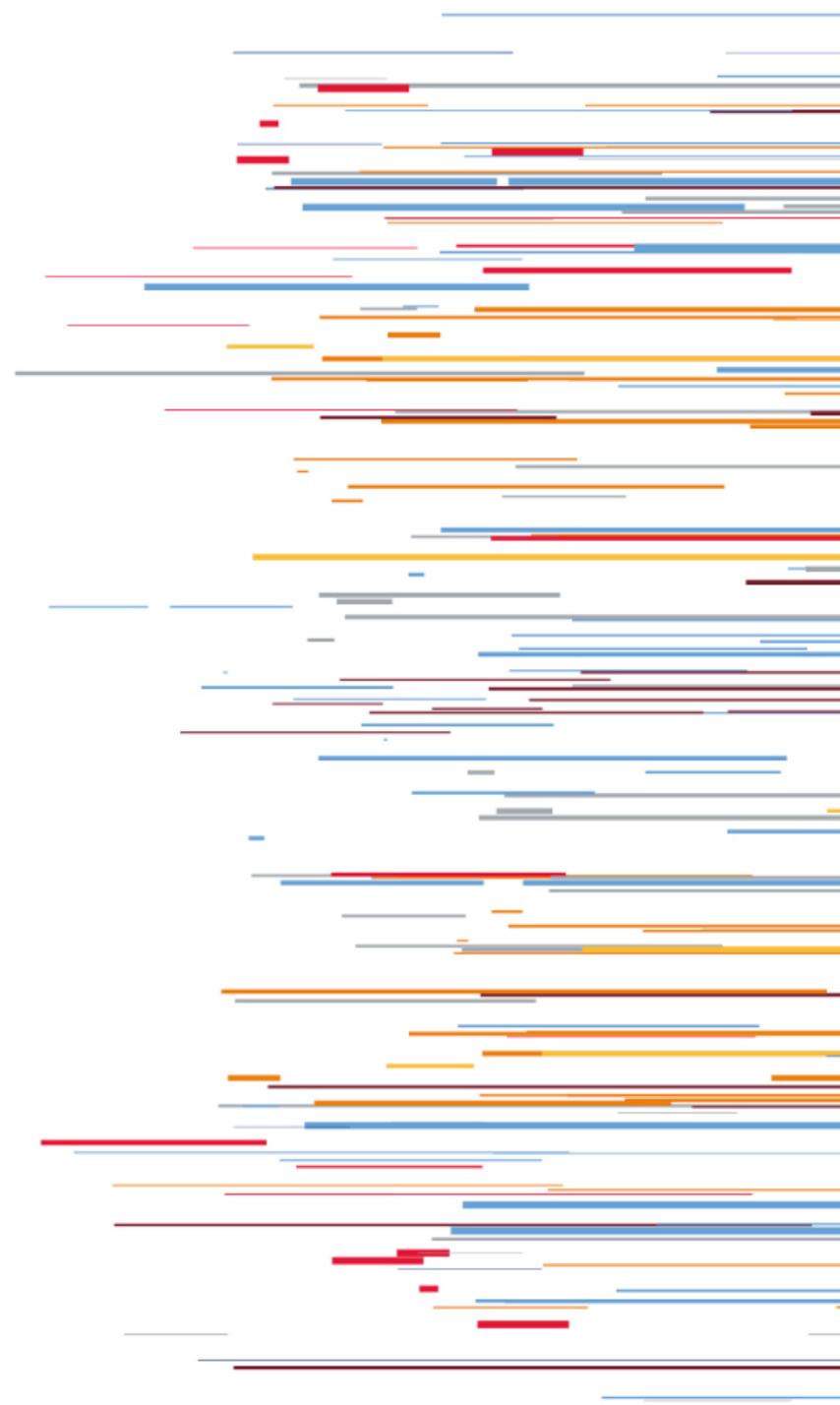
Por Eduardo L Fracchia



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™



## Reflexiones sobre el año electoral

*Argentina está enfocada en las próximas elecciones, claves en estos 36 años de democracia por el riesgo de retorno del populismo y la corrupción. Las PASO son de dudosa utilidad si no se usan como internas abiertas. Se trata de una enorme y costosa encuesta que tiende a polarizar la elección hacia un voto útil o estratégico en la primera vuelta. A las próximas elecciones nos referiremos en estas líneas.*

*Los candidatos ganadores en octubre de 2017, elección de medio término, que desafiaron la continuidad del kirchnerismo fallaron posteriormente en su política económica. Para los negocios a mediano plazo se presenta una perspectiva incierta. Como advirtió Julio María Sanguinetti, ex presidente del Uruguay, Argentina precisa dirigentes políticos "normales" en la próxima administración. Estamos frente a candidatos potenciales a suceder a Macri alineados con pares sudamericanos que son pragmáticos (Lavagna, Urtubey, Massa, Picheto) y por otro lado Cristina Fernandez que expresa una versión local del populismo económico. Repasemos algunos políticos de los próximos comicios.*

*Massa, el gran ganador en 2013, no aparece todavía como presidenciable. Quizás supo trascender las fronteras de su provincia natural que es la de Buenos Aires hacia una mayor*

*presencia federal. Debe reinventarse para mantener su fuerza y debe ampliar su espacio territorial para tener mayor masa crítica a nivel de todo el país. Es un candidato que puede apoyar a Lavagna pero que también opera con el kirchnerismo. Supo militar en las filas del kirchnerismo como jefe de gabinete y es un cuadro político que sabe dar juego a una figura subestimada en la tradición democrática, las intendencias. Los intendentes fueron estimulados en su momento por el gobierno kirchnerista puenteando incluso a los gobernadores. Los "jefes" del conurbano, en particular, son poderosos y poseen llegada directa a la gente. Su grado de profesionalidad ha crecido en las últimas décadas. La duda es si podrá Massa armar un espacio que arrastre a gobernadores.*

*Macri la tiene difícil en esta elección. El voto por el PRO es bastante local y capitalino a pesar de los avances importantes en algunas provincias. El espacio peronista federal puede robar votos afines a Macri en 2015. Es una apuesta difícil la del PRO por su declive de imagen. Cabe destacar el empuje innovador de esta fuerza joven, que ha supuesto una renovación parcial de la política pero por la economía ha perdido confianza en el electorado.*

## Reflexiones sobre el año electoral

*Lavagna lidera un espacio interesante que puede crecer a nivel nacional o bien quedarse acotado a un movimiento político que supo conseguir una década atrás 17 % del electorado en una propuesta electoral del radicalismo.*

*El radicalismo sigue siendo marginal en el mapa electoral pero está mejor posicionado que en su peor elección que fue la de 2003.*

*Urtubey no pudo diferenciarse aún y sigue con baja intención de voto, ¿Podrá ser en estas elecciones un peronista referente que aglutine al justicialismo? Urtubey ha hecho una elección mediocre en Salta y cuesta verlo como un referente nacional, todavía no tomó impulso. Quedó asociado al kirchnerismo si bien ha sido funcional a Macri en estos años.*

*Scioli tuvo su momento en 2015 y no lo supo capitalizar después. Ahora está en baja. No parece que su aventura electoral prospere. El tren pasó una sola vez y estuvo cerca de ganar. Scioli es un recurso político valioso para una transición que no genere demandas judiciales a la ex Presidenta. Tuvo por más de diez años imagen positiva elevada pero últimamente ha caído. No se ha desgastado por la gestión tanto de vicepresidente como la de gobernador de la provincia de Buenos Aires, pero si después de 2015.*

*La izquierda, dado su bajo protagonismo histórico, puede hacer una elección sin sorpresas, con poco caudal de votos.*

*Es un interrogante como ha reaccionado la ex Presidenta a los desafíos electorales. Veremos en estos días si hay una vocación de retorno a la gestión con candidatura para la presidencia. Pareciera que se va a presentar. La lógica de su pensamiento es proclive a redoblar la apuesta y a negar la realidad de la derrota electoral de 2015. Si Cristina corrige su discurso hablando no solo a su público cautivo puede ganar electorado en un gesto de apertura que sería reconocido por la sociedad. Hoy la sigue el núcleo duro del kirchnerismo para el que elabora un discurso basado en una estrategia de silencio.*

*El descenso de votos del 54% de 2011 a menos de 35 % en la actualidad ha sido fuerte. El kirchnerismo con su base de votos es competitivo en un ballottage. No hay que subestimarlo. No está muerto. Tuvieron la caja y el control del esquema de subsidios. Si después de políticas tan erráticas representa un 35% del electorado ¿qué podría lograr con un esquema coherente en áreas de seguridad, precios, comercio exterior y pobreza?*



## PANORAMA POLÍTICO

### Reflexiones sobre el año electoral

*En la elección de medio término los oficialismos si ganan suelen imponerse en la general. Este patrón lo destaca siempre, aportando evidencia empírica, Rosendo Fraga. 2019 todavía está muy lejos pero pareciera que el combate de*

*fondo que veremos será entre Cristina y Macri. El plan "V" con la candidatura de María Eugenia Vidal es relevante pero supondría reconocer el fracaso de la gestión del fundador del espacio gobernante.*

**Eduardo L. Fracchia**

# PRECIOS Y SALARIOS

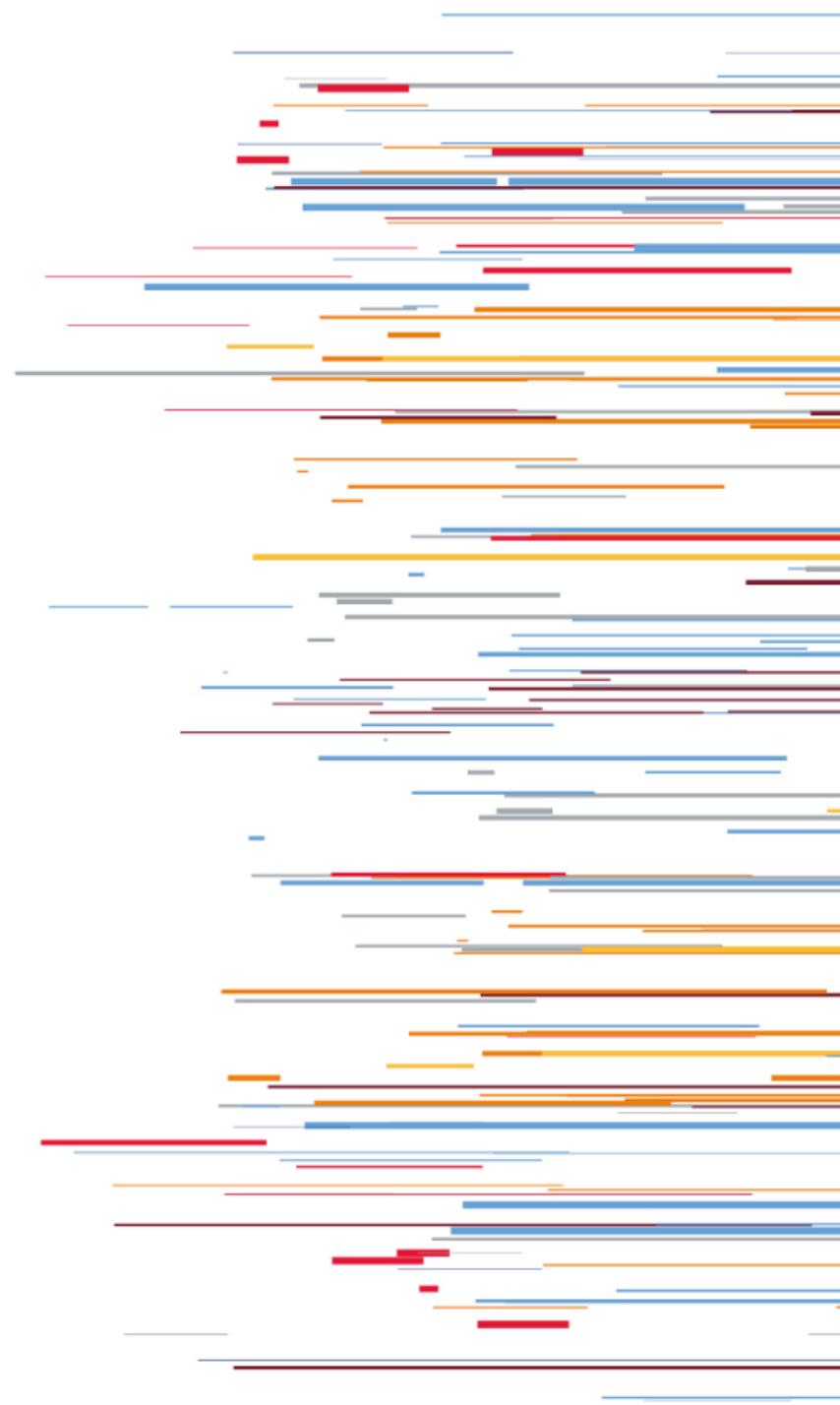
Por Martín Calveira

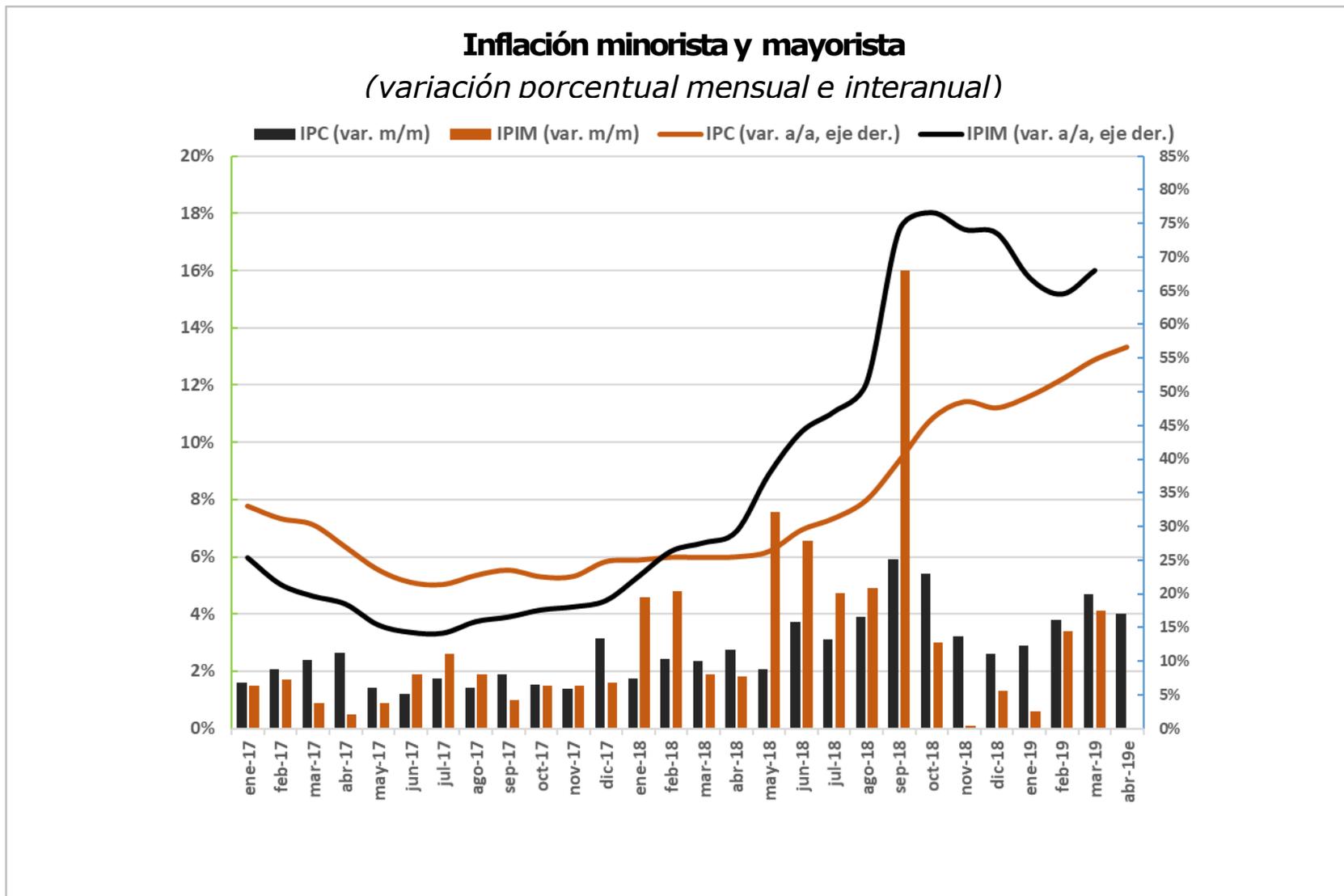


UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™





Fuente: INDEC.

- La inflación mensual minorista de marzo fue del **4,7%**, situándose en niveles elevados como los del promedio del **segundo semestre de 2018**. De acuerdo a las proyecciones privadas se espera un nivel similar para el mes de abril.
- El **salario nominal** registró una **variación positiva de 34,6% a/a en febrero**. Si se ajustado por la inflación del mes, evidencia un retroceso de **17%** respecto a febrero 2018.

# PRECIOS

## Resumen

- Durante marzo se registró nuevamente un **elevado nivel mensual de inflación** lo cual generó incertidumbre acerca de la eficacia del programa económico de estabilización. Principalmente los aumentos habituales del mes en indumentaria y educación explican el crecimiento del índice.
- Las **proyecciones** para el corriente año se encuentran en niveles superiores a las de marzo. El Relevamiento de Expectativas de Mercado que realiza el Banco Central (REM), establece un **crecimiento de la inflación** para los próximos 12 meses (abril 2019-abril 2020) de **32,6% promedio**.
- Los efectos desinflacionarios que posiblemente se esperaban por el contexto recesivo, aún no son evidentes dada el regreso de las tensiones cambiarias durante la segunda parte de abril. Es probable que los efectos de esas tensiones se trasladen al índice de mayo a través del componente inercial de los precios.
- Respecto a la última medición del INDEC, el índice de precios nacional (IPC Nacional) de marzo presentó una variación intermensual positiva de 4,7%. Mientras que en términos interanuales, se registró una variación positiva del orden del 54,7%.
- Los factores que determinan el índice están representados en los aumentos de las canastas de bienes y servicios de consumo. Durante marzo de 2019, la variación mensual de la canasta básica alimentaria (CBA) con respecto a febrero de 2019 fue 4,7%, mientras que la variación de la canasta básica total (CBT) fue de 4,3%. Las variaciones interanuales de la CBA y de la CBT resultaron del 64,2% y 60,9%, respectivamente.



# PRECIOS

## Resumen

- El **programa Precios Esenciales** se espera que sea un instrumento de corto plazo a los efectos de estabilizar los precios de un grupo específico de bienes de la canasta de consumo (64 productos). Si el acuerdo se sostiene se pueden estabilizar expectativas y suspender aumentos en un período muy limitado de tiempo. Ese solo instrumento no satisface el alcance e ímpetu necesarios que debe tener la política económica frente a estos niveles de inflación.
- La **inflación mayorista**, estimada a través del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) relevado por el INDEC, registró en marzo una suba de 4,1% mensual. En términos interanuales, la variación fue de 68%.

- La renovación de las tensiones cambiarias y los nuevos ajustes de los precios de un conjunto de bienes fundamentales de la economía, generó un nuevo impulso a la dinámica de precios domésticos. Estos aspectos son acompañados por el sesgo contractivo del accionar de la política fiscal en su objetivo de estabilizar el déficit primario (actualización de tarifas y menores subsidios).
- Si los resultados de corto plazo no se sitúan en un sendero desinflacionario, es probable que el sentimiento del mercado se establezca en un nivel alto de incertidumbre, lo cual se materializará en una mayor demanda de eficacia hacia las políticas monetaria y fiscal en relación al objetivo de estabilizar y disminuir los niveles de precios.
- Sin embargo, se destaca que el ajuste intermensual en los rubros Educación (17,9%) y Prendas de vestir (6,6%), dado que es por efectos estacionales, se espera que no se trasladen inercialmente a los meses siguientes.
- No obstante, otro de los mayores incrementos se observó en componentes fundamentales de consumo y con independencia del factor estacional. El sector de alimentos y bebidas registró una variación del 6%, en gran medida por el encarecimiento de las carnes y lácteos.
- La pérdida del poder de compra de los salarios y de los ingresos de trabajadores no asalariados, dado el ajuste de los precios, explica el crecimiento notorio de la indigencia y la pobreza. En ese sentido, en la segunda mitad de 2018 el 23,4% de los hogares se encontraba en la pobreza, esto comprende al 32% de la población. Mientras que la indigencia se situó en 4,8% de hogares, lo que representó al 6,7% de la población.



## PRECIOS

### Desarrollo

- El conjunto de aumentos de los bienes impulsa la variación del costo de la Canasta Básica de Alimentos (CBA), determinante de la línea de indigencia según ingresos mensuales. Durante marzo, para una familia tipo de 4 miembros, la CBA alcanzó los \$ 11.640. Esto significó un crecimiento de 4,7% mensual. El aumento interanual respecto a marzo de 2018 fue de 64%.
- La Canasta Básica Total (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 febrero 2019. En términos interanuales fue 60,9%.
- El nivel de aumento de precios genera que las expectativas de los agentes, en el corto plazo, se establezcan en niveles similares. El desafío de la política monetaria es desanclar el componente inercial de las expectativas. Ese efecto se evidencia en las proyecciones relevadas por el B.C.R.A. (REM), a través de las cuales se estima que el índice de precios crecerá 32,6% durante los próximos 12 meses. Esto representa un aumento de 7% respecto a las estimaciones del mes anterior.
- Durante marzo, 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% y respecto al mes anterior del 4,6%.
- Otro factor determinante de expectativas y de impulso sobre el nivel de precios domésticos, es la inflación de los precios mayoristas. El Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) registró un incremento intermensual de 4,1% en marzo 2019. Respecto a los Productos Nacionales, el crecimiento fue del 4,1% mensual mientras que los Productos importados registraron un aumento de 4,4%.



# PRECIOS

## Desarrollo

- Uno de los efectos de la devaluación desde 2018 es la reacción intertemporal de los precios que se observó en el desafío de ajustar los precios relativos. El fuerte aumento de los productos importados y la energía eléctrica no solo se constituyen como los principales causales del aumento interanual del IPIM (68%), sino como posibles factores determinantes de nuevos aumentos de tarifas de servicios públicos, los cuales impactan también en el índice minorista. El costo de la energía eléctrica contribuyó con un aumento del 79,7% interanual. A su vez, el aumento de los productos importados se estableció en 86,1%.
- Estabilizar los precios relativos en un marco de aumento de los principales componentes de la estructura económica (energía e insumos importados) es difícil ya que esos componentes van a determinar aumentos en otros grupos de bienes y servicios.
- El Índice de Costos de la Construcción (ICC) del INDEC registró en marzo 2019 una variación positiva de 2,6%, explicado principalmente por el capítulo gastos generales (6,4%). En términos interanuales, el crecimiento fue del 45,3% explicado fundamentalmente por Materiales (57,7%). En acumulado de 2019, el indicador registra una expansión del 5,2%.
- El poder adquisitivo de los salarios se ajusta continuamente con el nivel de precios domésticos. Si los bienes y servicios esenciales se ajustan por encima de los aumentos de salarios que se acuerdan en paritarias, se observa, en primer término, una disminución en el consumo y, ante la permanencia de esos diferenciales, se producen intertemporalmente deterioros en la estructura social. En ese sentido, la variación del salario real total evidencia un retroceso del 6% en términos acumulados respecto a enero de 2019.

# ACTIVIDAD ECONÓMICA

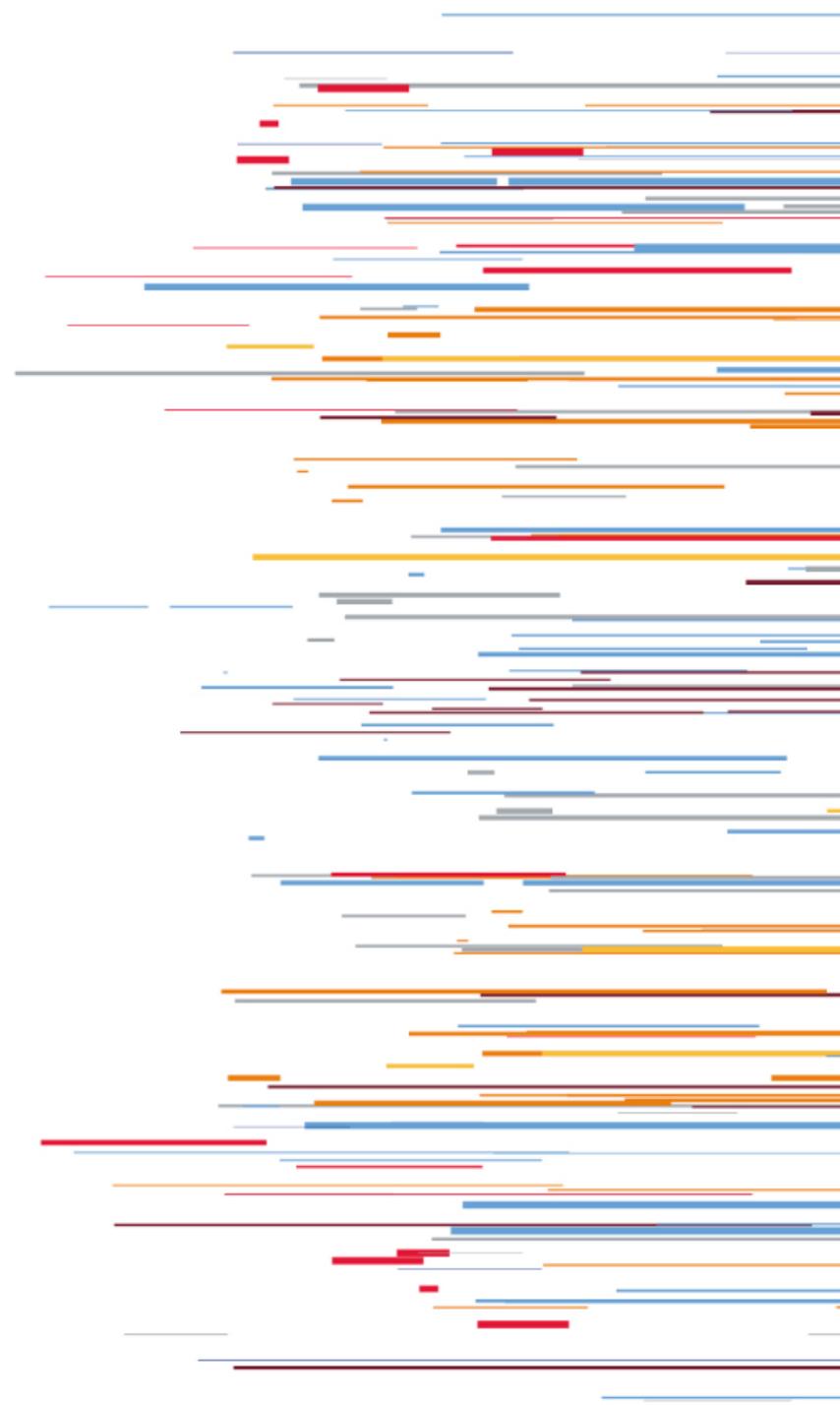
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™

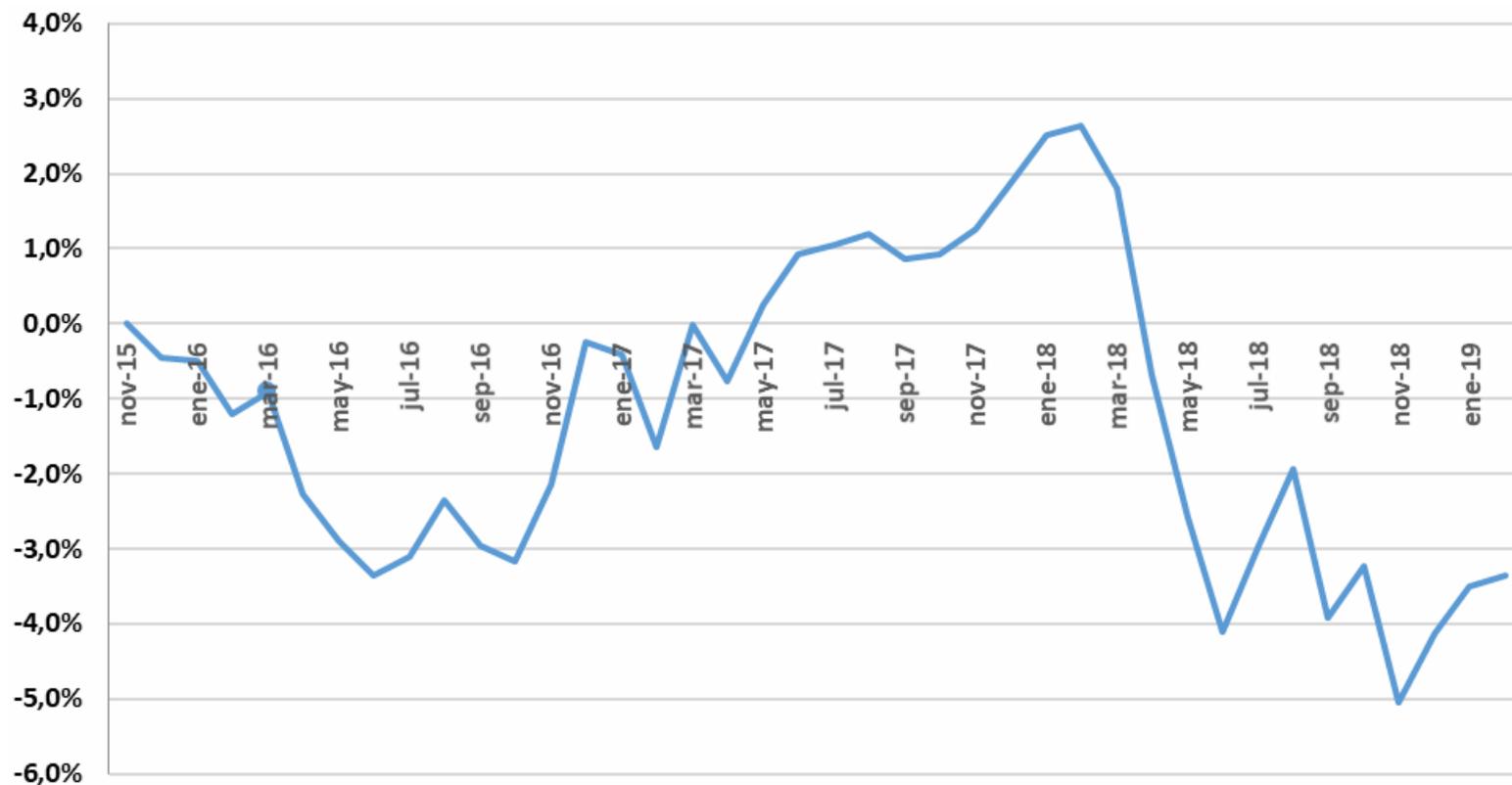


# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Pronóstico incierto de recuperación de la actividad

### Actividad general

(EMAE, Índice Noviembre 2015 =100)



Fuente: INDEC.

- **Las proyecciones de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) continúan siendo negativas.** El promedio de las consultoras privadas, relevado por el Banco Central, estima una caída de 1,3% para este año.
- **En términos mensuales, la actividad comienza a recuperarse aunque con niveles bajos.** El estimador mensual de actividad (EMAE) acumula un crecimiento durante el primer bimestre del año de 0,8%. La estabilización de precios y el tipo de cambio es condición necesaria para sostener la recuperación.

# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Resumen

- La **actividad económica** se sostiene en un **sendero recesivo** en la comparación interanual. Las proyecciones del promedio de las consultoras privadas estiman que el **PIB** se contraerá en 1,3% pese a que la frecuencia mensual nota una recuperación del índice.
- El regreso de las **tensiones cambiarias** establece un alto nivel de incertidumbre sobre el nivel de actividad futuro. Esto afecta las decisiones sobre proyectos de inversión lo cual, ex ante, genera efectos contractivos sobre la demanda agregada.
- El **sostenimiento de la recuperación mensual de la actividad** se deberá gestionar en el marco de un nivel menor de incertidumbre que apuntale las decisiones de inversión a lo largo de la estructura productiva. Las proyecciones para el mes de abril no parecen situarse en esa dinámica.
- Los **datos del EMAE-INDEC** correspondientes a febrero 2019 convergen en un escenario contractivo respecto al año anterior. La estimación nota una reducción de 4,8% respecto a febrero 2018.
- La **estimación desestacionalizada** del índice EMAE-INDEC registró un aumento de 0,2% respecto a enero de 2019, anotando el segundo mes consecutivo de recuperación.
- El **desempeño de la industria manufacturera** de marzo, medido por el Índice de Producción Manufacturero (IPI) del INDEC, resultó en una baja de 13,4% respecto al mismo mes de 2018.



# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Resumen

- La **producción de la industria PyME** evidencia cierta recuperación mensual. El índice de producción industrial publicado por la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) subió 12,1% en marzo de 2019 respecto al mes anterior.
- El **sector agrícola** registró un desempeño positivo en relación a la inversión productiva. Las **ventas de máquinas** crecieron 62,5% durante el primer trimestre de 2019 respecto al mismo período de 2018.
- Las **perspectivas de los sectores relacionados con el consumo** no son favorables en un entorno inflacionario. Durante febrero de 2019 se registró una variación negativa interanual promedio en centros de compras y supermercado de -17,6% y -12,1% a precios constantes, respectivamente.

# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Desarrollo

- Las perspectivas económicas para 2019 aún no se establecen dentro de tasas de crecimiento positivas sostenidas, sino en el marco de una recuperación incipiente y con el agregado de incertidumbre. 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 un escenario de recuperación sustentable respecto a la economía real.
- En este marco, el desafío de la política macroeconómica en un año electoral y con gran incertidumbre, se relaciona, en primera instancia, con la conformación de un programa que coordine expectativas y decisiones de precios a los efectos de minimizar el mecanismo inercial. Si esto no sucede, las decisiones de inversión privada no encontrarán un punto de convergencia con la necesidad de producción y creación de empleo.
- En el mes de enero el indicador mensual de actividad (EMAE desestacionalizado) del INDEC registró un crecimiento de 0,2% respecto al mes anterior, constituyendo el tercer mes consecutivo de recuperación intermensual.
- La dinámica de la actividad industrial de marzo, medida por el IPI, nota una caída de 13,4% interanual. Mientras que el primer trimestre de 2019 registra un aumento acumulado de 2,9% respecto a igual período de 2018. Respecto a la evolución comparada con el mes precedente (términos desestacionalizados), el índice evidencia una variación negativa de 4,3% revirtiendo la tendencia expansiva de los dos primeros meses del año.

# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Desarrollo

- Si bien la producción industrial PyME se contrajo interanualmente durante marzo 8,4%, siendo el undécimo mes consecutivo con descenso; en términos intermensuales, subió 12,1% respecto de febrero de 2019. La suba mensual responde a efectos estacionales: marzo tiene más días y suele ser un mes de mayor actividad que febrero.
- De acuerdo a CAME, las perspectivas de los meses posteriores revelan que la situación del sector industrial PyME sigue siendo negativa. El 75% de los empresarios consultados no cree que la reactivación del mercado interno en su actividad comience este año, lo que impulsa a realizar cambios en la estructura de la empresa o innovaciones que les permitan reducir costos, introducir nuevos productos o exportar para superar la crisis.
- El índice Construya, medición de ventas de productos para la construcción, sostiene su recuperación mensual. Durante abril de 2019 registró un nuevo aumento intermensual del orden del 3,7%, estableciéndose el cuarto mes consecutivo en el plano positivo. El crecimiento acumulado mensual del período enero 2019-abril 2019 fue 22%. No obstante, respecto al mismo mes del año anterior se observa una retracción del 17,1%.
- A pesar de que el sector de la Construcción continúa afectado por la restricción de la obra pública y el ciclo económico recesivo, la frecuencia mensual destaca una marcada recuperación durante enero-abril 2019. El sector puede actuar como un mecanismo amplificador sobre la dinámica general de la economía.
- Respecto a la demanda del sector, durante marzo se reiteró la disminución en el sector inmobiliario. La cantidad total de las escrituras de compraventa de inmuebles en CABA evidenció una contracción de 55,4% respecto del nivel de marzo de 2018. Contrariamente, las cantidades de actos celebrados aumentaron 27,8% respecto a febrero 2019. Por el lado de las escrituras con hipotecas, la dinámica interanual fue negativa. Durante el mes se observó un descenso interanual de 91%.



# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Desarrollo

- La industria agrícola tuvo una dinámica positiva durante el primer trimestre del año lo cual genera expectativas positivas en el principal sector generador de dólares del país. En ese sentido, las sembradoras e implementos registraron aumentos de 123,7% y 55,4%, respectivamente. Mientras que las unidades vendidas de sembradoras registraron un incremento de 43,9%, y las de implementos mostraron una variación positiva de 0,2% en el mismo período. No obstante, los tractores y las cosechadoras presentaron disminuciones de 28,8% y 10,6%.
- 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. Durante el mes de febrero las ventas de supermercados registraron disminuciones del orden de 12,1% y, en centros de compras, de 17,6% a precios constantes, respecto de febrero de 2018. Sin embargo, a precios corrientes, se relevaron aumentos de 40,5% en supermercados y 22,6% en centros comerciales. Si bien son aumentos sustanciales, el efecto precios subyace nuevamente a esa dinámica.

# SECTOR FISCAL

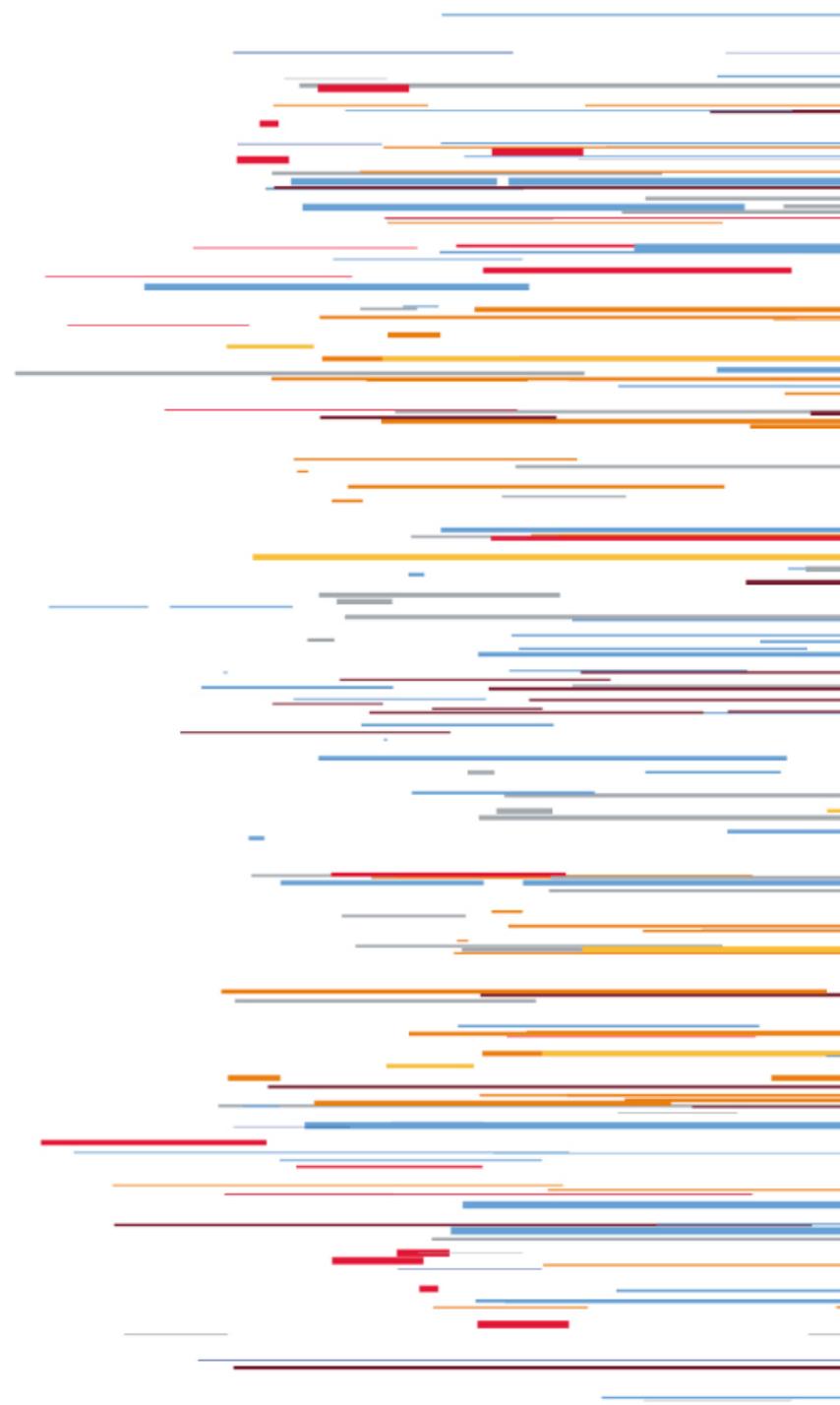
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL



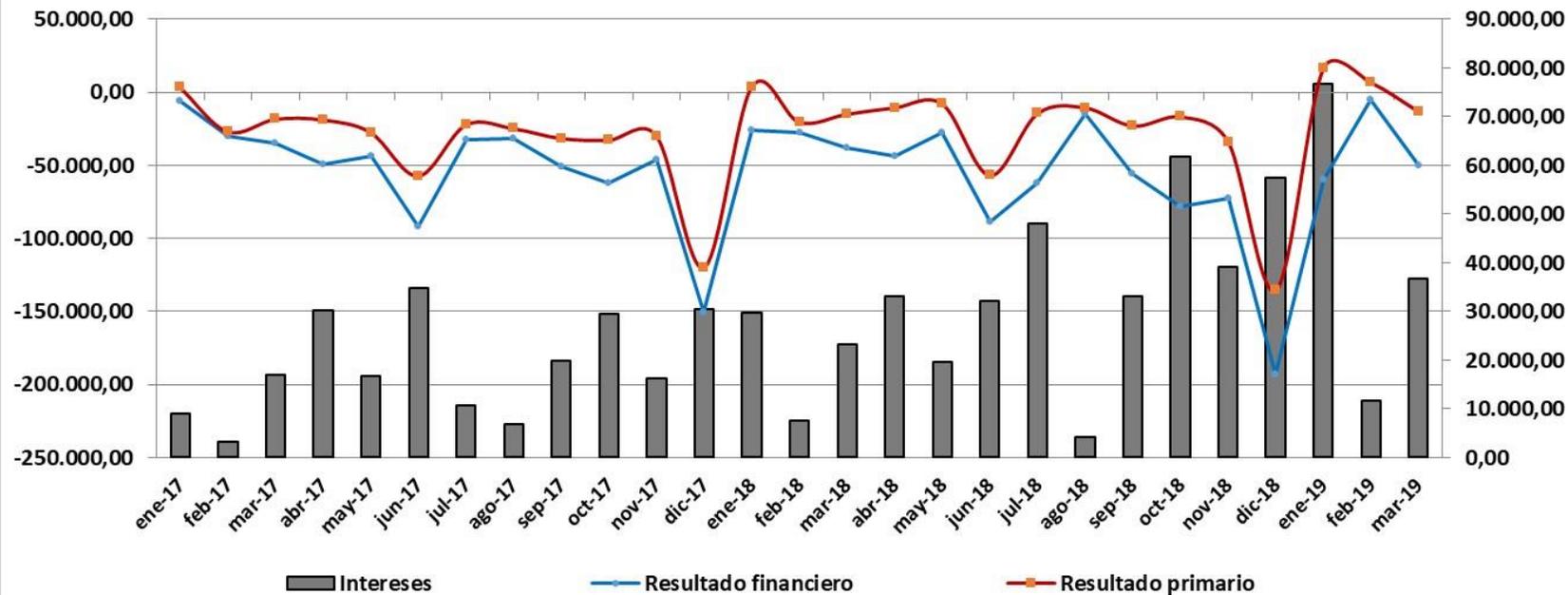
Cohen™



# SECTOR FISCAL

## Tendencia al equilibrio 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 primer trimestre del año.** La gestión fiscal evidencia resultados positivos en el cumplimiento de las metas de déficit primario cero.
- **El déficit financiero registró un crecimiento del 254% durante el primer trimestre del año.** Las erogaciones por intereses aumentaron sustancialmente en 106% respecto a 2018.

- El primer trimestre del año cerró con un **superávit primario** de \$ 10.347 millones. De esta manera, la **gestión de la política fiscal** se encuentra tendiente al cumplimiento de las metas acordadas con el FMI.
- En el mes de marzo de 2019 se registró una disminución del déficit de 11,3% respecto a febrero de 2019.
- El gobierno estableció un acuerdo de precios, freno a la suba de tarifas, **línea de crédito desde la Administración de la Seguridad Social y facilidades de pagos de la AFIP para las Pymes en aras de recuperar el ingreso disponible y la demanda agregada.**
- La disminución del déficit fiscal primario de marzo de 2019 se explica por el mayor **crecimiento interanual de los ingresos** (39,8%) y por **un menor crecimiento interanual**, en promedio, de los gastos corrientes (30,9%).
- En ese marco, la gestión fiscal sigue siendo consistente bajo la perspectiva del **acuerdo con el FMI**. La **política económica** de sesgo contractivo se establece con la meta de déficit primario 0% del PIB para este año.
- El resultado primario mensual de marzo totalizó -\$13.037 millones registrando una disminución interanual de 11,3%.
- Respecto al **resultado financiero**, las mayores erogaciones en concepto de intereses de 58,7% en marzo de 2018 determinaron el aumento del resultado negativo del 31,5%.
- El pago de los intereses de la deuda pública creció \$ 13.607 millones respecto a marzo de 2018.



## SECTOR FISCAL

### Resumen

- En el **acumulado del año 2019**, el resultado financiero totalizó \$-114.782 millones, registrando un aumento anual de 25,4% respecto al mismo período de 2018.
- Se espera un **nuevo desembolso** durante mayo de US\$ 5.500 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.



## SECTOR FISCAL

### Desarrollo

- la gestión de la política fiscal es consistente con el objetivo de arribar al equilibrio fiscal en el marco del acuerdo con el FMI. Sin embargo, desde el Fondo 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.
- El gobierno nacional anunció un nuevo programa con medidas fiscales a los efectos de morigerar la recesión económica. En el denominado Programa Económico y Social se destacan un acuerdo de precios que incluye 60 productos de la canasta básica y cortes de carnes, freno a la suba de tarifas de electricidad y telefonía celular, descuento del 70% para la compra de medicamentos de beneficiarios de AUH, créditos de la ANSES y un plan de pago de AFIP para pymes.
- La gestión fiscal intenta moderar el marcado efecto contractivo sobre los ingresos. El objetivo de acordar la suspensión de aumento de precios de algunos bienes y servicios públicos es expandir el ingreso disponible para el consumo. De esta manera, se espera que la demanda agregada tendrá mayores condiciones de recuperación.
- La disminución interanual del déficit fiscal durante marzo se explica básicamente por el sostenimiento del aumento de los ingresos. Se registró un crecimiento de 33,3% respecto al mismo mes del año anterior, con un monto nominal de \$ 261.284 millones. El acumulado enero-marzo 2019 ascendió a \$ 799.526 millones, un 39,8% mayor al mismo período de 2018.
- Respecto al comportamiento de los egresos, se destacan aumentos porcentuales menores. Las erogaciones primarias crecieron 30,2% respecto al mismo mes del año 2018. Mientras que el acumulado enero-marzo 2019 se estableció en los \$ 789.179 millones, esto es, 30,9% superior al mismo período de 2018.

- En el segmento de los ingresos, se destacan un aumento del 37,7% de los ingresos tributarios y 66% de otros ingresos corrientes. En términos nominales, se alcanzaron los \$ 225.169 por recursos tributarios y \$ 11.133 por otros ingresos. A su vez, los ingresos por rentas de la propiedad sufrieron una disminución incipiente de 2,3% interanual. 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 32% interanual en gastos corrientes y 8% en erogaciones de capital. En términos acumulados, se establecieron en los \$ 738.986 millones y \$50.193 millones, respectivamente.
- Por el lado financiero, el que incluye el pago neto de intereses de la deuda pública, se registró un crecimiento del déficit en 31,5% respecto a marzo 2018. Los intereses de deuda devengados constituyeron un aumento de 58,7% interanual. Mientras que el promedio del año 2018 las erogaciones por intereses fueron de US\$ 30.135 millones, durante marzo se devengaron US\$ 36.801 millones.
- El resultado financiero acumulado del primer trimestre del año presentó un crecimiento de 106,7% respecto al mismo período de 2018, es decir, se registraron \$ 125.129 millones durante enero-marzo de 2019, habiéndose registrado \$60.522 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.

- 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 recibió US\$ 10.870 millones durante abril. Mientras que luego de la cuarta revisión a efectuarse en mayo, recibirá US\$ 5.500 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 en 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.
- A pesar del apoyo del organismo internacional, durante el mes de abril la política económica tuvo grandes desafíos derivados de la volatilidad cambiaria y la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la deuda en el corto plazo. En ese marco, la política fiscal procíclica (restricción del gasto público en recesión económica) configura una alternativa no deseable para la economía política dado que la inestabilidad económica impacta negativamente en las perspectivas electorales. 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, sigue siendo esperable la coordinación, lógica y sustentable, de políticas en un espacio de acuerdo electoral con independencia de la naturaleza política.

# SECTOR EXTERNO

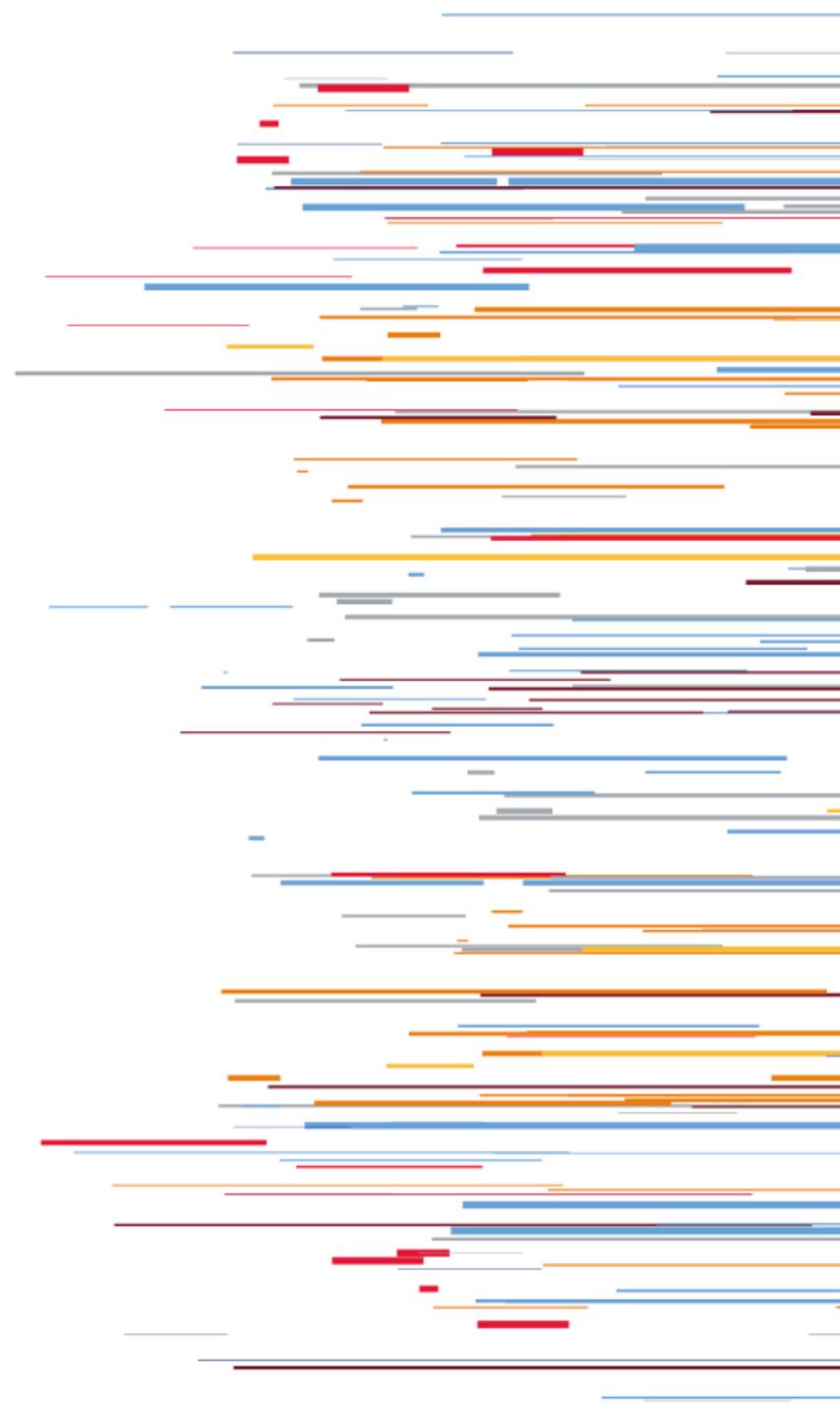
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL

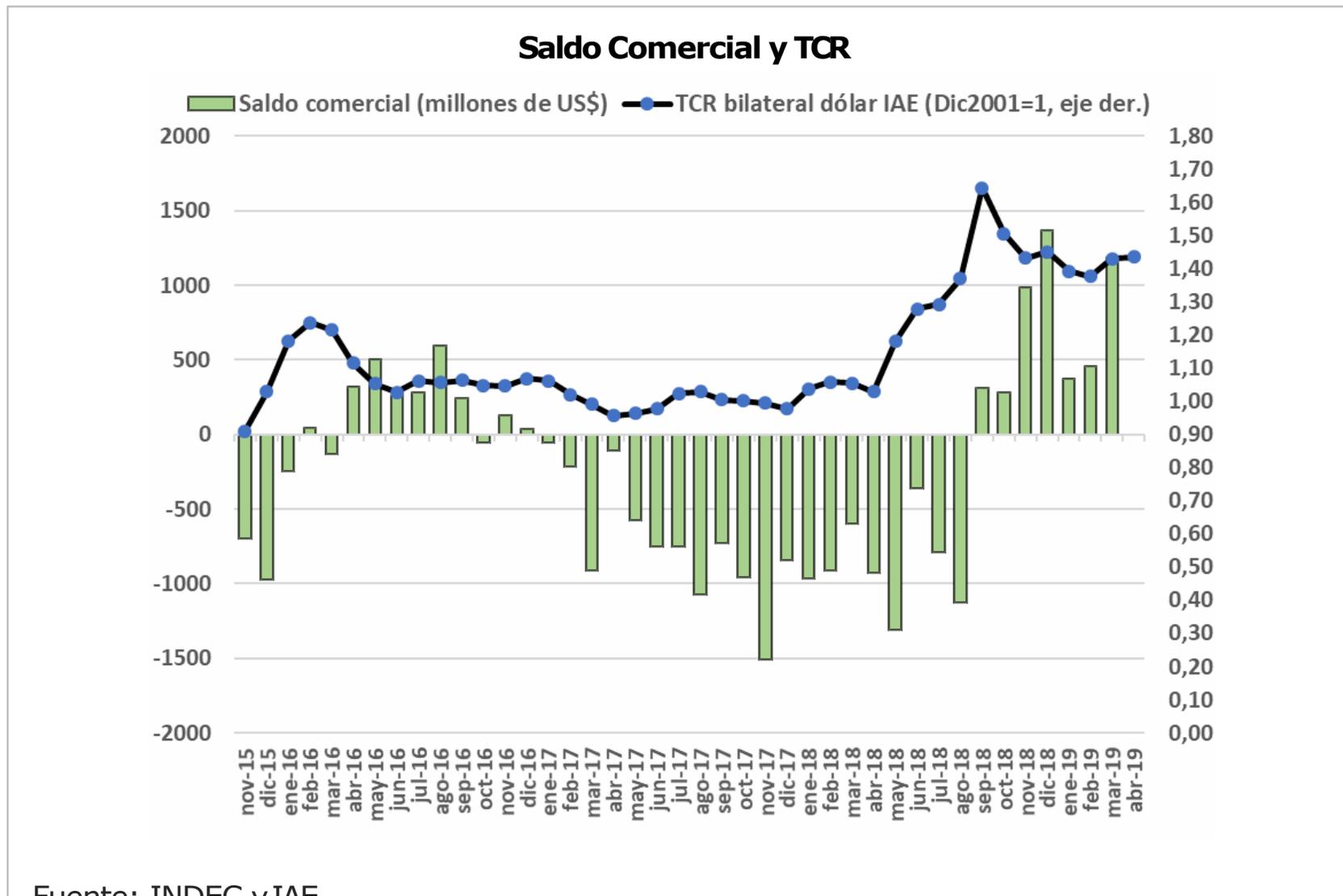


Cohen™



# SECTOR EXTERNO

## Sostenimiento en la mejora de la Balanza Comercial



Fuente: INDEC y IAE.

- **El superávit comercial se sostiene en el primer trimestre del año.** La marcada disminución interanual de las importaciones explica el desempeño comercial.
- **El tipo de cambio real se depreció un 0,8% promedio mensual en abril 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.

- La **economía mundial** se enfrenta a nuevas **tensiones comerciales**. La gestión del presidente Trump endureció su política comercial con China estableciendo aumentos de los aranceles a productos provenientes de ese país.
- La **economía de Estados Unidos** sostiene los resultados positivos de 2018. El PIB creció 3,2% durante el primer trimestre del año, mientras que el desempleo continúa en descenso y llegó a un nivel mínimo de 3,6%.
- En ese escenario, la **FED** debe evaluar las presiones en los precios de los bienes importados y, por otro lado, el efecto contractivo sobre el consumo dado el aumento de los impuestos.
- La **región** no es ajena a las perturbaciones en el comercio. Si el accionar de la política comercial estadounidense es replicado por el gobierno de China, es posible que el comercio internacional se enfrente a restricciones. Esto puede establecer **tendencias deficitarias en el comercio**.
- El **intercambio comercial argentino** continúa en un sendero decreciente durante marzo. Se registró una contracción del intercambio (importaciones más exportaciones) de 20% respecto a marzo de 2018, registrando US\$ 9.089 millones.
- Sin embargo, el **superávit de la balanza comercial** se sostiene por séptimo mes consecutivo. Durante marzo el saldo positivo fue de US\$ 1.183 millones. El resultado es explicado principalmente por disminución interanual de las importaciones en 33,7%.
- El **nivel del TCR** actual promedio resultó en una depreciación del 0,8%. Se ubica un 1,2% por debajo del promedio histórico diciembre 2001- abril 2019, es decir, en promedio histórico, el nivel actual registra una apreciación real.

## SECTOR EXTERNO

### Desarrollo

- Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se profundizaron luego de la decisión de la gestión Trump en relación al aumento de las imposiciones a los bienes importados desde China. Como motivo de contrarrestar posibles efectos restrictivos, se espera que la autoridad monetaria estadounidense evalúe recortar la tasa de interés.
- Las proyecciones del último informe del Fondo Monetario Internacional (WEO, abril 2019) sostienen un panorama de cierta desaceleración de la economía mundial respecto a informes previos. Se proyecta que el crecimiento mundial correspondiente a 2019 será 3,3% y 3,6% para 2020. Mientras que la asignada a Latinoamérica se estima en 1,4% y 2,4% en 2019 y 2020, respectivamente.
- El intercambio comercial total argentino durante marzo de 2019 registró una disminución de 20% interanual alcanzado US\$ 9.089 millones, y un aumento de 7,3% respecto a febrero 2019 (US\$ 8.468).
- En el primer trimestre de 2019 el desempeño del comercio argentino 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.
- En el transcurso del primer trimestre de 2019, las exportaciones totalizaron US\$ 14.186 millones (-2,3% interanual) mientras que las importaciones ascendieron a US\$ 12.171 millones (-27,9% interanual).
- El resultado del balance comercial de marzo de 2019 permaneció superavitario con un valor de US\$ 1.183 millones constituyendo un resultado positivo trimestral de US\$ 2.016 millones. El crecimiento mensual respecto a febrero de 2019 fue 157,2%. En comparación al mismo mes del año anterior se volvió a observar una reversión del saldo negativo pasando de un déficit de US\$ 554 millones al superávit mencionado.



## SECTOR EXTERNO

### Desarrollo

- La 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, es un factor importante, pues es el único mecanismo genuino de ingresos de divisas. Adicionalmente, la posible disminución de la tasa de interés de la FED ante el sesgo contractivo de la política comercial estadounidense es una perspectiva favorable en relación a los influjos futuros de inversión.
- En términos interanuales, las ventas al exterior durante marzo disminuyeron 5%, y las compras al exterior disminuyeron marcadamente en 33,7%. Si se observa las variaciones en términos desestacionalizados, las exportaciones crecieron 0,7% (US\$ 672 millones en valores nominales) respecto a febrero de 2019. Mientras que las importaciones disminuyeron 11,2% respecto a dicho mes (US\$ 51 millones en valores nominales).
- En términos desagregados por rubros, se observaron disminuciones interanuales de productos primarios en 0,7%, de las manufacturas agropecuarias (MOA) en 8,9%, de las manufacturas industriales (MOI) en 6,5%, y aumento en ventas de combustibles y energía en 6,4%. La disminución notoria de las ventas de MOA fue por la fuerte contracción en los precios del orden de 12,1%.
- Las exportaciones del primer trimestre disminuyeron 2,3% (-US\$334 millones) respecto al primer trimestre de 2018, debido principalmente a la caída de precios de 3,8%, ya que las cantidades aumentaron 1,5%. Respecto a los rubros, productos primarios, y combustibles y energía aumentaron 3,7% y 0,2%, respectivamente, mientras disminuyeron MOA (-0,7%) y MOI (-9,6%) durante el período mencionado.

## SECTOR EXTERNO

### Desarrollo

- La contracción interanual de las importaciones se explica esencialmente por la fuerte caída de las cantidades en 32,4% mientras que los precios también disminuyeron en 1,9%. Consecuencias directas de la fuerte devaluación de los meses precedentes y sus efectos dinámicos posteriores, principalmente sobre la actividad económica.
- En forma desagrega, el desempeño interanual negativo de las importaciones se explica por: bienes de capital (-46,1%), bienes intermedios (-21,3%); combustibles y lubricantes, (-19,3%), piezas y accesorios para bienes de capital (-36,6%), bienes de consumo (-32,6%), y las de vehículos automotores de pasajeros (-58,2%).
- Las importaciones del primer trimestre disminuyeron 27,9% respecto a igual trimestre del año precedente (-US\$4.721 millones). Los precios bajaron 1,4% y las cantidades se contrajeron 26,9%.
- El tipo de cambio nominal promedio mensual del Banco Central de abril de 2019 fue \$ 43,23, registrando una depreciación nominal de 4,5% respecto a marzo 2019. Al observar el correspondiente de abril 2018, hay una notable depreciación de 113,6%.
- El tipo de cambio nominal respecto al dólar minorista en el último día del mes de abril de 2019 fue \$ 45,36 mientras que el último día hábil de marzo de 2019 fue \$ 44,4. Esto evidencia una depreciación nominal mensual de 2,1%.
- El nivel del TCR actual, dado el nivel de inflación acumulada, aún se encuentra 12,4% por encima (depreciación neta) del promedio del año 2018. No obstante, si se observa el promedio histórico dic2001-abr2019, se ubica un 13% por debajo de ese promedio. Esto es, una apreciación real en relación a ese promedio histórico.



## SECTOR EXTERNO

### Desarrollo

- Si en lugar de utilizar el valor promedio mensual del tipo de cambio consideramos el valor de cierre de abril de 2019 de \$ 44 por dólar, el TCR bilateral también se ubicaría por debajo del promedio de la serie histórica dic2001-abr2019, 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 43,61 \$/US\$, es decir, un 0,9% por debajo del valor actual de cierre indicando, en retrospectiva, una depreciación actual del peso.
- Ante la tasa de inflación estimada de abril en torno a 4% y, dado que se produjo una devaluación nominal mensual del tipo de cambio mayorista de 4,5%; el tipo de cambio real registró una depreciación del orden del 0,5% mensual. En principio, evidenciando una ganancia de competitividad precio de la economía doméstica.
- La evidente no reversión en la aceleración inflacionaria en el primer cuatrimestre 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.

# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

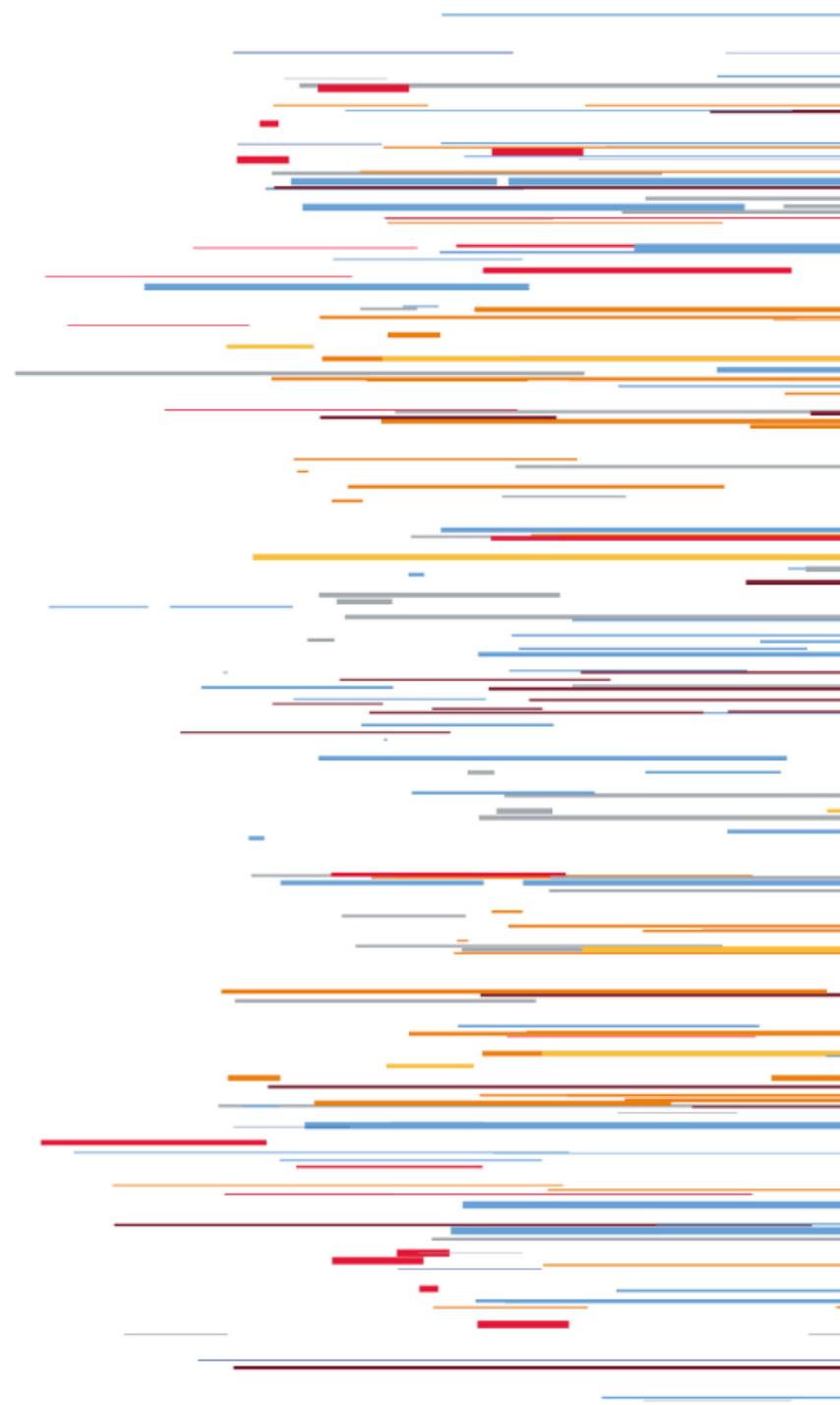
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL

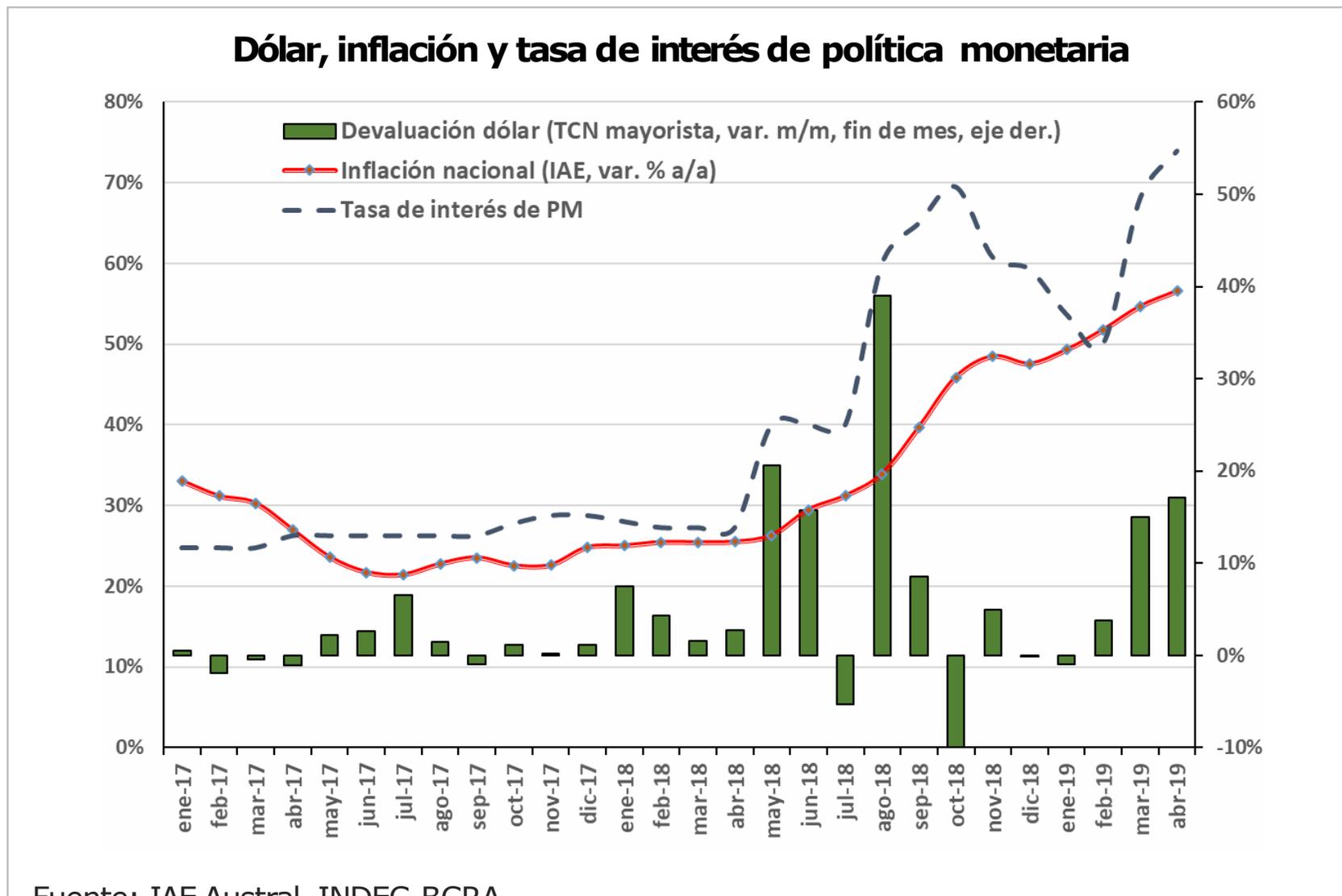


Cohen™



# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Nueva estrategia cambiaria tras fuertes tensiones en los mercados



Fuente: IAE Austral, INDEC, BCRA.

- Se estableció un nuevo marco en la política cambiaria a los efectos de minimizar las tensiones del tipo de cambio. Tras las fuertes tensiones del mes, la autoridad monetaria podrá intervenir por debajo del techo de la zona de no intervención.
- El dólar promedio nominal minorista del mes de abril se situó en 44,22 pesos y cerró 45,4. El tipo de cambio registró una depreciación mensual de 3,4%.

# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Resumen

- El Banco Central sostiene su política de restricción cuantitativa y de aumentos de tasa de interés en el marco del objetivo de estabilización de la inflación y de tipo de cambio, luego de las fuertes tensiones cambiarias observadas durante el mes de abril.
- La autoridad monetaria, en acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), amplió su capacidad de **intervención en el mercado de cambios** aún estando dentro de la zona de flotación.
- Se produjo una **reversión de la incipiente estabilidad cambiaria** que se había observado en el primer bimestre del año, lo cual evidencia la necesidad del sostenimiento de niveles altos de la tasa de interés y la modificación del límite de intervención en la banda cambiaria.
- La **incertidumbre sobre la efectividad de la política económica** respecto al control de la inflación y el contexto internacional sobre los mercados emergentes fueron determinantes para la dinámica del tipo de cambio.
- El **nivel de reservas** de cierre del mes de abril fue de US\$ 71.663 millones acumulando un aumento de US\$ 407 millones respecto a diciembre de 2018.
- El **tipo de cambio nominal minorista** se depreció durante marzo un 3,4% estableciéndose en promedio de los \$ 44 por dólar.
- La **continuidad de las tensiones cambiarias** convalidó la prudencia del Banco Central respecto a los niveles de tasa de interés de referencia. El alto nivel de tasas de las **LELIQ** se sostuvo. Al cierre de abril se ubicó en 73,93% luego del cierre de marzo en 68,14%.



## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

### Resumen

- Durante la primera semana de mayo arriba una **nueva misión técnica del Fondo Monetario Internacional** con el objetivo de evaluar el cumplimiento de las metas del acuerdo y otorgar el cuarto desembolso por US\$ 5.500 millones.
- El **riesgo país** medido por el EMBI+Arg cerró en 950 p.b. en abril, situándose en niveles superiores al mes precedente luego de la volatilidad cambiaria e incertidumbre sobre el cumplimiento de obligaciones financieras futuras.

# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Desarrollo

- El Banco Central reforzó el sesgo contractivo de su política monetaria y acordó con el FMI la posibilidad de actuar. La autoridad monetaria podrá realizar intervenciones, aún si el tipo de cambio se ubicará por debajo del límite máximo de la zona de intervención o ahora denominada zona de referencia.
- A su vez, si el tipo de cambio se ubicara por encima del límite superior de la zona de referencia, el Banco Central podrá incrementar de US\$ 150 millones a US\$ 250 millones el monto de venta diaria.
- La modificación permite a la autoridad monetaria tener mayor capacidad de estabilización durante días de alta volatilidad. Por lo tanto, se establece un monto superior firme para la cotización. Se evidencia la necesidad política de estabilizar el tipo de cambio nominal a 100 días de las elecciones PASO.
- En la perspectiva de política monetaria, el objetivo de esa modificación es que la cotización del tipo de cambio sea más estable y tenga límites algo más determinados. Si bien la flexibilidad continúa siendo un factor necesario, la mayor capacidad de regulación sobre el mercado de cambios es un factor que refuerza el nivel de certidumbre.
- La zona de referencia se sostiene en el nivel fijo que se estableció durante abril. El límite inferior es 39,75 mientras que el superior se encuentra en 51,44 pesos por dólar.
- Las reservas internacionales notaron un incremento respecto a marzo del orden de US\$ 5.476 millones, es decir, un aumento porcentual de 8,2%. Aún se sostienen en niveles superiores al año anterior. El aumento mensual respecto a diciembre fue US\$ 5.857 millones.
- La base monetaria presentó un leve incremento de 0,8% durante abril, explicado principalmente por el aumento de la circulación monetaria (1,2%). Este nivel de aumento se encuentra en el sostenimiento del sesgo contractivo del agregado monetario.

# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Desarrollo

- El stock de pasivos LELIQ hacia fines de abril se estableció en \$ 927.468 millones. Si bien el monto refleja un crecimiento respecto al mes precedente y se sitúa en niveles altos, 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 26% del total de los depósitos.
- 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 73,93% cercano al máximo registrado en octubre de 2018 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. Durante mayo se realizará la cuarta revisión técnica a los fines de aprobar el desembolso de US\$ 5.500 millones. La gestión económica espera la aprobación dada la tendencia decreciente del déficit, meta importante del acuerdo.
- 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 mantuvo casi estable. Durante el mes de abril se expandió, en promedio, 1% respecto a marzo.
- En el contexto de fuertes presiones cambiarias durante el mes de abril, la respuesta de política fue continuar con la convalidación de niveles altos de tasa de interés. Si bien existe un sesgo contractivo sobre la actividad, el contexto de gran volatilidad cambiaria estableció la necesidad de la contracción monetaria. Esto tiene efectos sobre la economía real los cuales se materializan en el costo del crédito. La tasa de interés para las empresas de primera línea (línea Call Money) se situó en 73% anual mientras que para las empresas restantes por encima del 74%.



## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

### Desarrollo

- El fuerte aumento del riesgo país registrado durante abril estuvo relacionado con las perspectivas sobre la capacidad futura de pago de la economía argentina, es decir, sobre la capacidad de generación de los recursos necesarios para afrontar las obligaciones financieras de corto plazo en el escenario de un posible cambio político luego de las elecciones. Existe un gran nivel de incertidumbre que se genera no solo por un posible cambio presidencial sino por los resultados poco efectivos de la política de estabilización.
- En este sentido, durante abril se evidenció un crecimiento sostenido del riesgo soberano medido por el EMBI+Arg, cerrando el mes en 950 p.b.. En consecuencia, se registró un crecimiento del 25% respecto del cierre de marzo. Mientras que el promedio de abril (838,76 p.b.) fue mayor en 12,3% al de marzo (746,9 p.b.).