

INFORME ECONÓMICO MENSUAL – JUNIO 2019

# Inflación, salarios, actividad económica y más



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™

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



# Índice

- [EDITORIAL: Todo el mundo mirando a la Reserva Federal de los EEUU](#)
- [Panorama internacional: La corrupción en el sistema económico global](#)
- [Panorama interno: La economía en medio de las elecciones](#)
- [Panorama político: Cerca de las PASO que son claves para la economía](#)
- [Precios y salarios](#)
- [Actividad económica](#)
- [Sector fiscal](#)
- [Sector externo](#)
- [Sector monetario y financiero](#)

# EDITORIAL

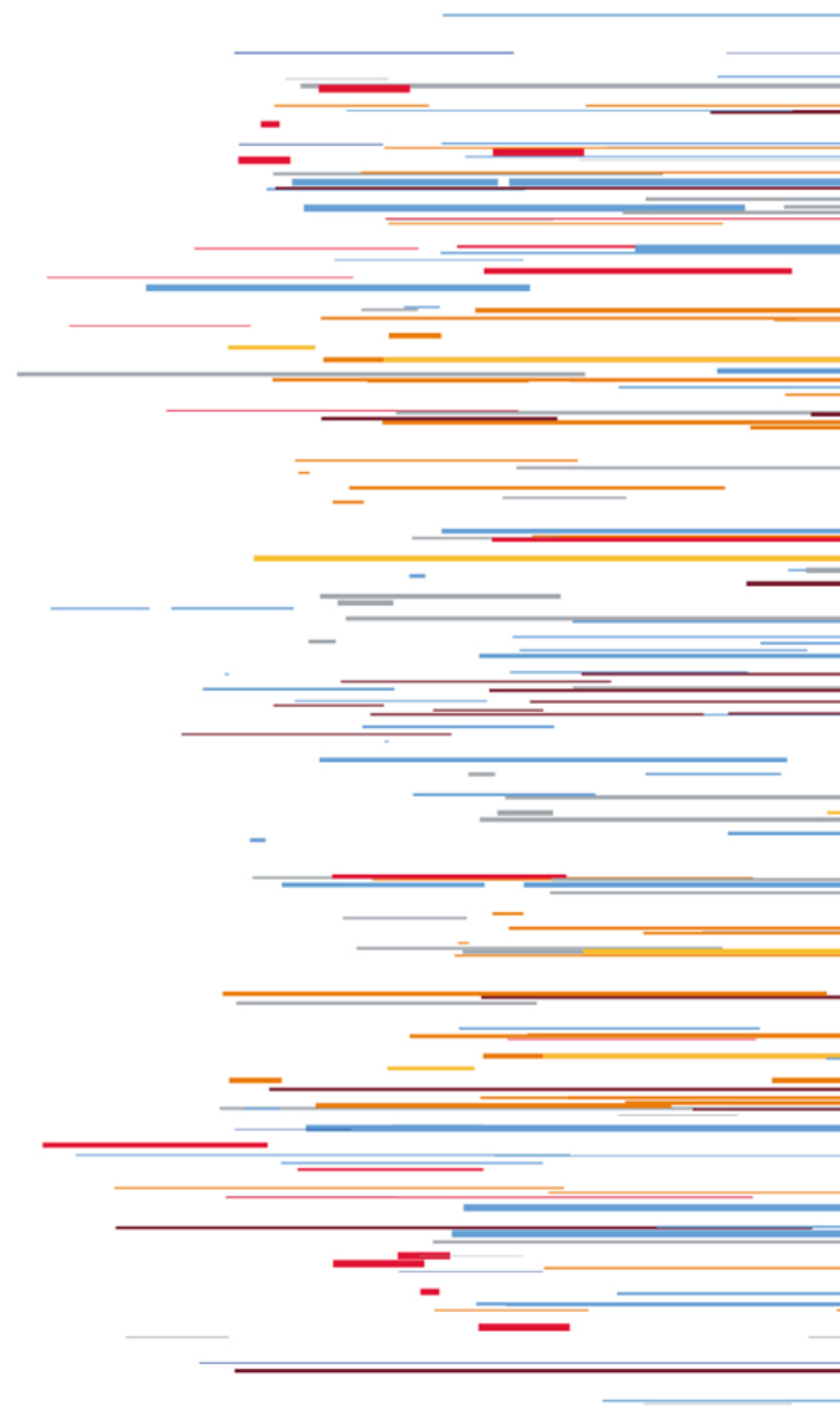
Por Juan J. Llach



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™



## Todo el mundo mirando a la Reserva Federal de los EEUU

Continuando el editorial del mes pasado veamos la evolución de las dos caras de la política económica del presidente Trump. La “cara buena” es la economía creciendo con desempleo e inflación muy bajos: el sueño de todo economista. En los últimos 30 días esto se deslució por tres razones. 1) El empleo privado creció mucho menos en mayo, sólo 90.000 nuevos puestos, contra 224.000 en abril y 270.000 un año atrás. 2) Algunos sectores de la economía crecen respecto a hace un año, pero caen respecto del mes anterior, sobre todo en algunos indicadores de la construcción, de la industria y del comercio exterior. 3) La inflación aumentó respecto de sus bajísimos niveles recientes.

Estos cambios no alcanzan –por ahora- a modificar la “cara buena” imperante en la economía de los EEUU. En el caso de la inflación, hay que tener en cuenta que el indicador más mirado por la Reserva Federal -la inflación núcleo implícita en el gasto de los consumidores- aumentó en mayo, pero sólo al 1,6% anual, poco más que el 1,5% del mes anterior. Hay que seguir, sí, la mayorista, que en su versión núcleo, subió a 2,3%.

Decíamos en mayo que la “cara mala” de la economía política de Trump se mostraba, sobre todo, en sus guerras

comerciales, particularmente la emprendida con China. Como en las viejas teorías del conflicto de Lewis Coser, este tiene propensión a generalizarse. Empezó por la soja y los (recíprocos) aranceles a las importaciones, pero ahora se ha extendido a una dura competencia por la tecnología y por las inversiones. Este conflicto tiene mayor poder de daño que la flojera de algunos indicadores de coyuntura. Queda la chance de un encuentro de las máximas autoridades de ambos países, Trump y Xi Jinping, en la cumbre del G20, el 28 y 29 de este mes en Osaka, Japón. Mientras tanto, el conflicto con México parece haberse superado, por ahora, y no es improbable que la política inmigratoria de EEUU siga pregonando dureza, pero sea más tolerante en la realidad, para así seguir moderando las presiones inflacionarias.

Más allá de la coyuntura, la amenaza emergente es el reemplazo de la globalización por el proteccionismo nacionalista. Porque una cosa es empeñarse en corregir las evidentes falencias de la globalización en los últimos 30 años, tales como el aumento de la desigualdad; los excesos de la especulación financiera que llevaron a la Gran Recesión del 2008 y ahora amenazan nuevamente, aunque no con la misma intensidad; el “dumping social” que se manifiesta en

## Todo el mundo mirando a la Reserva Federal de los EEUU

la virtual ausencia de protección laboral en varios países emergentes o, en fin, el cambio climático y sus efectos. Otra cosa, muy distinta pero que lamentablemente se insinúa, es acabar con la globalización per se. Si tal es el caso, la economía global crecerá menos –el FMI estima una desaceleración mínima de 0,3%- y la inflación aumentará. Al mismo tiempo, los países emergentes seguirán creciendo más que los desarrollados y la pobreza global continuará reduciéndose, pero a menor ritmo.

En nuestro cuadro habitual sobre la evolución de los mercados desde la asunción de Trump puede verse que no se ha producido la catástrofe pronosticada entonces por notorios gurúes, globales y vernáculos. Ni subió el dólar, ni bajaron las commodities, la suba de tasas fue muy moderada –tanto las de la Fed como los rendimientos de los bonos del Tesoro- y los mercados accionarios más bien festejaron. La razón profunda detrás de estos hechos ha sido la bajísima inflación.

Los rubros que más sufrieron fueron, por un lado, la soja, debido a muchas buenas cosechas globales y, más recientemente, a la guerra comercial entre China y EEUU. Ahora su precio está subiendo por el gran retraso de las

siembras gruesas en los EEUU, debido a un exceso de humedad. También sufrieron las monedas de algunos países emergentes, por razones propias de cada caso.

Los mercados desde la elección de Trump

	8/11/2016	10/5/2019	14/6/2019	Jn.19/Nv.16
<b>Monedas</b>				
Dólar (DXY Bloomberg)	97.86	97.33	97.57	-0.3
USD / Euro	1.103	1.123	1.121	1.7
Yen / USD	105.2	109.9	108.6	-3.1
Yuan / USD	6.79	6.83	6.93	-2.0
Peso AR / USD	14.95	44.8	44.0	-66.0
Peso BR / USD	3.17	3.95	3.90	-18.7
Peso MX /USD	18.33	19.07	19.15	-4.3
<b>Rendimiento Bonos</b>				
Bono 10 años EEUU	1.86	2.45	2.08	22 puntos
Riesgo EMBI emergentes*	365	420	382	17 puntos
<b>Commodities(Bloomberg)</b>				
Oro (Comex)	1274.5	1286.8	1344.5	5.5
Petróleo (WTI)	45.0	61.6	52.5	16.7
Cobre (Comex)	238.0	277.5	263.1	10.5
Soja x bushel	1011.3	809.3	923.5	-8.7
<b>Bolsas</b>				
EEUU, S&P500	2139.6	2869.1	2887.0	34.9
Europa Bloomberg 500	224.8	253.0	253.6	12.8
China, Shanghai Composite	3147.9	2939.2	2882.0	-8.4
Japón, Nikkei 500	1619.4	1994.7	1985.5	22.6
Argentina, Merval	17138.4	33265.8	40487.6	136.2
Brasil, Bovespa	64157.7	94267.6	98040.1	52.8
México INMEX	2819.2	2558.4	2541.5	-9.8
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.				

## Todo el mundo mirando a la Reserva Federal de los EEUU

*En este contexto, la Reserva Federal afrontará mayores riesgos si en 2019 opta por reducir sus tasas de interés. Pero, salvo que se frene, la guerra comercial le servirá de argumento para hacerlo. La presión política marcha en esa dirección y da la impresión de que, tarde o más temprano, la Fed cederá, con alguna elegancia, al poder político.*

*El marco para los países emergentes será tanto mejor cuanto antes y con menores daños termine la guerra*

*comercial y cuanto menor sea la inflación en EEUU. Ambos estímulos darían marco a la Fed para bajar sus tasas, lo que alejaría el riesgo de una recesión, aunque no necesariamente el de la desaceleración, que ya está en marcha. Esta alternativa daría un marco propicio para que la próxima presidencia se inicie con una Argentina en crecimiento.*

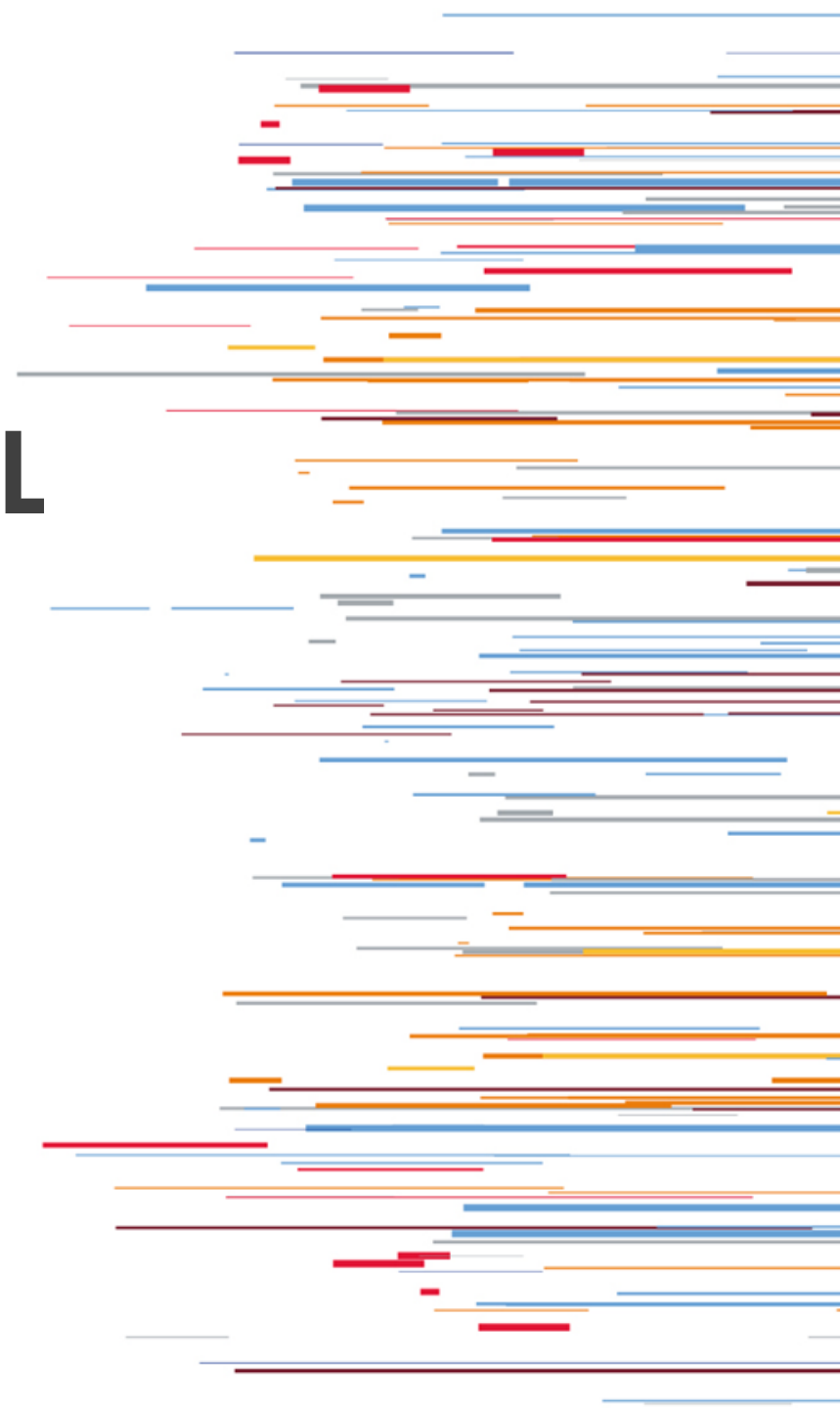
**Juan J. Llach**

# PANORAMA INTERNACIONAL

Por Eduardo L. Fracchia



Cohen™



### La corrupción en el sistema económico global

A partir del impulso del Banco Mundial en los 90 y de otras instituciones, de los escándalos de corrupción de diversos gobernantes (Suharto, Mobutu, Marcos, etc) y hechos corporativos de falta de conducta ética como el de Enron o Worldcom hay más sensibilidad mundial por el tema corrupción. El tratamiento teórico y las iniciativas de política pública se han acrecentado de modo notorio para combatirla. El paso de las economías de comando hacia economías de mercado ha supuesto un desafío para las economías emergentes que enfrentan el tema, en particular las latinoamericanas que se han visto desafiadas por el caso Odebrecht.

No existe una definición generalmente aceptada del término corrupción aunque por convención se refiere al vínculo entre sector público y privado. La definición más aceptada es el enriquecimiento de un funcionario público transgrediendo la ley y haciendo algo para su propia conveniencia.

No existe una definición generalmente aceptada del término corrupción aunque por convención se refiere al vínculo entre sector público y privado. La definición más

aceptada es el enriquecimiento de un funcionario público transgrediendo la ley y haciendo algo para su propia conveniencia.

No existe tampoco una teoría general sobre la corrupción. El campo está lleno de evidencia anecdótica y de múltiples casos de estudio. Recientemente los estudios empíricos tratan de encontrar regularidades y los modelos formales complementan el trabajo econométrico pero todavía sin encontrar resultados más generales.

El tratamiento del tema por ser ajeno al núcleo convencional del análisis económico requiere del aporte de las Ciencias Políticas, de la Sociología y del análisis filosófico. Los elementos culturales son valiosos para enmarcar el estudio de la corrupción. Estas variables escapan al núcleo de estudio de la economía en su mainstream.

Está bastante superada la defensa de la corrupción como funcional al sistema productivo a modo de "aceite" para los engranajes del circuito económico. Los modelos formales y las regresiones sobre más de una veintena de variables en ejercicios de sección cruzada muestran evidencia importante en el sentido que la mayor corrupción distribuye



# La corrupción en el sistema económico global

*mal los recursos, reduce la inversión, disminuye la competitividad y la eficiencia, aumenta los costos de transacción, incrementa la pobreza, socava al Estado de derecho e incentiva la inestabilidad política.*

*En la revisión de literatura más tradicional sobre el tema se hace énfasis, sin agotar evidentemente esa línea de trabajo, en las relaciones entre corrupción y desempeño económico, un término amplio para incluir competitividad, productividad, eficiencia, crecimiento y sobre todo desarrollo.*

*El problema de trabajar con parcialmente inobservables como son los hechos de corrupción que conocemos de modo parcial está siempre presente.*

*Por otra parte, se ve oportuno segmentar las muestras y realizar estudios econométricos que diferencien por ejemplo países emergentes y desarrollados.*

*La corrupción debe ser entendida como un fenómeno social complejo de alcance más amplio que el que ocurre solo en la intersección del sector público con el privado. Por su naturaleza cada vez es el fenómeno de la corrupción*

*más global y atañe a la responsabilidad de los estados. Representa un desafío para las democracias. Ocurre tanto en países emergentes como en centrales.*

*La gestión del Estado teniendo presente toda la literatura de control de corrupción requiere transparencia para evitar problemas típicos de captura del Estado y tráfico de influencias. Existe una asociación estrecha entre corrupción y pérdida de la legitimidad de los gobiernos por eso para reducir la corrupción, institución emergente del sistema social, hay que necesariamente reformar el Estado.*

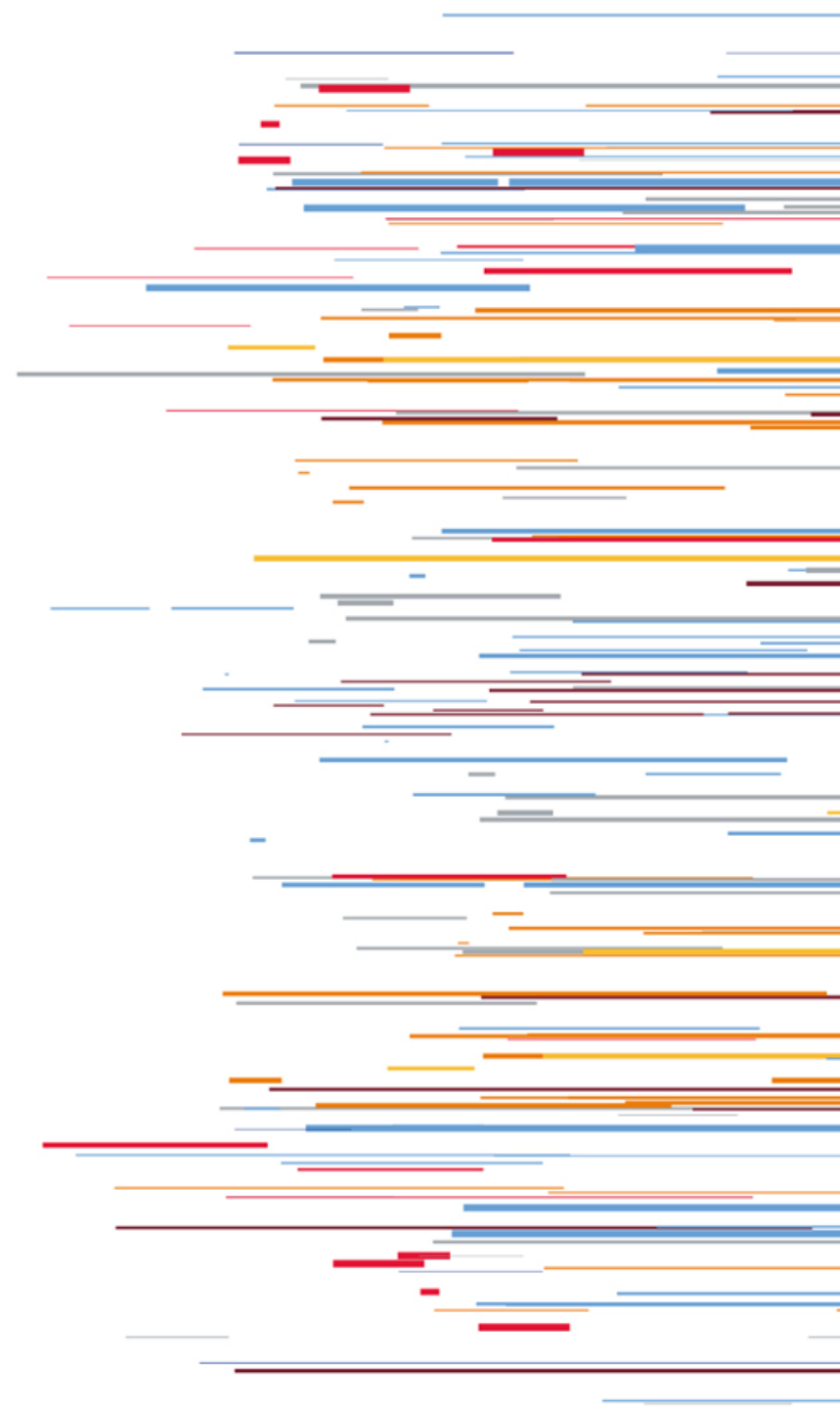
*Entre las reformas son claves las que acoten rentas discrecionales de tal modo que favorezcan más las reglas de mercado a través de salarios públicos más razonables, políticas industriales no discrecionales y buen sistema de incentivos. En definitiva, la corrupción tiene mucho que ver con la inestabilidad política y por eso es mayor en nuestra región y supone un desafío importante para la política pública y para la agenda de los empresarios, los sindicalistas y los gobernantes.*

# PANORAMA INTERNO

Por Eduardo L. Fracchia



Cohen™





## PANORAMA INTERNO

### La economía en medio de las elecciones

El crecimiento de Argentina cerrará cercano a un 2% negativo en 2019, otro año impar recesivo. La contracción surge como consecuencia de los desaciertos de la política económica local y, por supuesto, de la herencia K que todavía influye. La década de los 10 es una década perdida. El arrastre estadístico de 2018 afecta la recesión del 2019. Entre puntas, el resultado de 2019 puede ser más favorable. No serán neutrales los datos económicos para las elecciones de octubre.

La economía en el segundo trimestre creció a ritmo mejor gracias al agro. A pesar de la política monetaria contractiva la inflación no bajará mucho y estaría cerca de 42%, mejor que en 2018 pero todavía muy alta. En este sentido, las expectativas de inflación que son cruciales para explicar su dinámica podrían influir en que la misma llegue a 25 % para el año 2020 de continuar el oficialismo en el poder. Sigue siendo una tasa alta en la comparación mundial. Recordemos que solo un puñado de 15 países tiene una inflación anual de más de dos dígitos.

Los intentos de pacto social a "la chilena" para bajar la inflación fueron postergados y no están en la agenda del gobierno. El oficialismo planteó últimamente que una estrategia de mayor consenso es válida y se demuestra en

la designación de Pichetto.

El dólar, dada la incertidumbre electoral, estará más volátil en la segunda parte del año. Se esperan aumentos moderados en el dólar oficial. El gobierno quisiera llegar a las elecciones de 2019 con un valor del dólar estable aunque esto afecte a la competitividad. Hay Reservas de libre disponibilidad aún para aguantar, y con creces, una eventual escalada del tipo de cambio en los meses electorales. Hay apoyo explícito del FMI para amortiguar potenciales corridas. Se ha reafirmado esta decisión al modificar la política de banda cambiaria que planteaba una intervención limitada.

El déficit fiscal seguirá desbalanceado por el gasto público imprudente del kirchnerismo y se puede arrimar a un déficit primario de 0.5 % del PBI en 2019, que supone un ajuste de casi dos puntos del producto. Los subsidios energéticos y la ampliación de jubilaciones sin aportes previos influyen en el gasto público muy elevado. La recaudación de impuestos caerá en términos reales por la menor actividad económica y esto complicará la meta de déficit primario cero. Los precios de los commodities no ayudan frente a este panorama y están lejos del viento de cola de inicios del kirchnerismo. La soja a 300 dólares es un problema.



## PANORAMA INTERNO

### La economía en medio de las elecciones

*El sector externo continuará mejor ya que las importaciones caen fuerte y las exportaciones por ahora crecen aunque muy poco. Estamos hace 9 meses con balanza comercial positiva como nos acompañó durante casi todo el kirchnerismo. La brecha externa fue una amenaza seria del modelo a principios de 2018 y originó en buena medida la corrida cambiaria por el desequilibrio de la cuenta corriente.*

*El consumo seguirá cayendo sobre todo por el deterioro del salario real pero a menor ritmo en 2019 ya que las paritarias se perfilan mejor. En el caso de bienes durables, puede haber una caída del consumo superior como estamos viendo en electrodomésticos.*

*La inversión que es la señal de la confianza en el largo plazo está lejos de recuperarse. El nivel actual es de 15 puntos del PIB y puede subir recién a partir de 2020. Recordemos que este ratio fue de 24% en tiempos de Lavagna como ministro de Economía.*

*En cuanto al sector financiero, sigue en buena forma y con rentabilidad en los bancos. Es bastante conservadora la estructura de préstamos, se trata de un sector con perfil*

*bajo y nivel de préstamos reducido. El ratio de créditos respecto al PIB es muy bajo, cercano al 13%. No obstante, los bancos están enfocados en ganar dinero a partir de las Leliqs.*

*La crisis energética se está superando. Tuvimos un desabastecimiento potencial en gas y en electricidad los cuales se van corrigiendo. Las exportaciones energéticas son superadas por el nivel de las importaciones pero esto se va a revertir. La Argentina es importadora neta de energía y revertir este desequilibrio tomará más tiempo y convicción política. Vaca Muerta es clave en este proceso. El apagón eléctrico pareciera un tema extraordinario y no estructural.*

*La distribución del ingreso se sigue resintiendo aún más por la inflación, el desempleo y el retroceso del salario real. Estamos con un coeficiente de Gini elevado (medida distributiva tradicional que usan los economistas) y éste índice puede empeorar por la caída del PIB y por la inflación.*

*En definitiva, estamos ante un panorama complicado en cuanto a nivel de actividad y de inflación. El descenso del PBI constituye una herencia compleja para la próxima*



## PANORAMA INTERNO

### La economía en medio de las elecciones

*administración que deberá además pagar la deuda contraída con el FMI y la asumida en la administración Macri. Se espera que en el segundo semestre la actividad mejore parcialmente por el efecto Brasil y por el salario real. El 2020 será un año de rebote cíclico con crecimiento moderado. El crecimiento sostenido de largo plazo aún está por verse y hoy parece lejano si no se hacen las reformas estructurales pendientes, en particular la laboral, la tributaria y la previsional.*

*El gobierno impulsa medidas de activismo que son lógicas para llegar mejor a la elección con mayor consumo: precios esenciales, Ahora 12, cuotas 0 Km, préstamos para vivienda con menor tasa. No consiguen pegar la vuelta en U pero amesetan el consumo. El FMI reconoció que subestimó el problema macro y, en particular, la inercia de la inflación. Pareciera que ambas fórmulas presidenciales seguirán con el Fondo, quizás hay más dudas con FF. Hay poco margen cualquiera sea electo. El sendero macro es estrecho, con poco espacio para el populismo.*

*El contexto político le marca la cancha a la macro en este final de mandato. Es prematuro aseverar que la fórmula*

*que integra Cristina Fernandez obtenga un tercer mandato en 2019. Este escenario mete ruido en el sistema económico y genera incertidumbre.*

*Macri aspira a un segundo mandato para consolidar lo iniciado. No tendremos en los años venideros, de ganar Macri, vacío de poder como cuando murió Juan Perón pero quizás continúe cierta falta de liderazgo tan crucial en el terreno económico.*

*Termina un ciclo de 4 años relativamente pobre en cuanto a los indicadores económicos tradicionales: actividad, pobreza e inflación. El desempeño de la gestión de Macri fue bueno en 2017 gracias al aporte inicial de la experiencia acumulada en la ciudad de Buenos Aires y al contexto internacional conveniente. En 2018, la macro fue a peor y tuvimos que arreglar con el FMI. Hay chances para que Macri triunfe en 2019 por ser un político más dialogante, con mayor amistad hacia los mercados, con vocación de apertura al mundo y transparencia institucional. Es un voto útil para evitar a los candidatos de la oposición asociados al populismo y la discrecionalidad.*



## PANORAMA INTERNO

### La economía en medio de las elecciones

*Todas conjeturas que hay que ver como se resuelven en las elecciones. Las mismas son clave para ver el rumbo en el que se desarrollará la política económica y, a la vez, para evaluar la confianza de los consumidores e inversores en el nuevo tiempo que se iniciará después de los comicios.*

*La economía no cambiará en lo sustancial antes de las elecciones presidenciales de octubre de 2019. A grandes rasgos se espera que los lineamientos económicos generales sigan por el mismo cauce a lo largo del año: inflación con un intento de estabilización convergiendo a 40/45 % anual en 2019, controles de precios limitados a 60 productos, corrección más tenue de distorsiones en los precios de la energía y transportes vía aumento moderado de tarifas. En lo que se refiere a la actividad económica, ésta puede empezar a crecer a un ritmo acotado a partir del segundo semestre gracias a la recuperación del salario real. En cuanto a la inversión, su crecimiento será reducido, entre otras cuestiones, por el ajuste fiscal que condiciona parcialmente el financiamiento público de la infraestructura.*

*El programa monetario no va a cambiar en forma sustancial y aspira a contener la inflación con la*

*contraindicación de la tasa alta de las Leliqs. Tampoco se alterarán los planes sociales de inclusión que compensan en parte los costos sociales del ajuste fiscal y monetario.*

*La hipótesis de fondo es que no habrá cambios sustantivos en 2019. Los mercados anticipan el 2020 y, en este sentido, es destacable seguir la evolución de la Bolsa y el riesgo país.*

*En lo que se refiere al mercado cambiario es de esperar un ritmo menor de devaluación, muy inferior al de la inflación de 2019 lo que supone un nuevo retraso cambiario. El horizonte macro asume según mi visión un contexto expansivo con una actividad de 3% anual a partir de 2020. El precio de la soja y el volumen de cosecha serán claves en este proceso de mediano plazo y por supuesto la macro de Brasil.*

*En cuanto a los indicadores sociales, la pobreza seguirá elevada afectando un tercio de los hogares. Ha mejorado la distribución parcialmente por las políticas de inclusión implementadas por el kirchnerismo. Así todo, está bien lejos el indicador distributivo actual (índice de Gini) respecto del de comienzos de la democracia.*



## PANORAMA INTERNO

### La economía en medio de las elecciones

*Después de 36 años de democracia resulta pobre lo que hemos conseguido en el plano socio-económico. Es una asignatura pendiente para el sistema republicano y, en concreto, es clave mejorar las instituciones para que la democracia sea eficaz en el plano económico.*

*Un indicador apropiado no excluyente para medir el progreso en democracia es el índice de competitividad del*

*WEF. En el análisis específico de los factores que lo componen encontramos pistas para explorar la mejora de este índice, muy influido en su evolución por la dinámica institucional. Seguir los indicadores del WEF constituye una buena agenda para el próximo gobierno.*

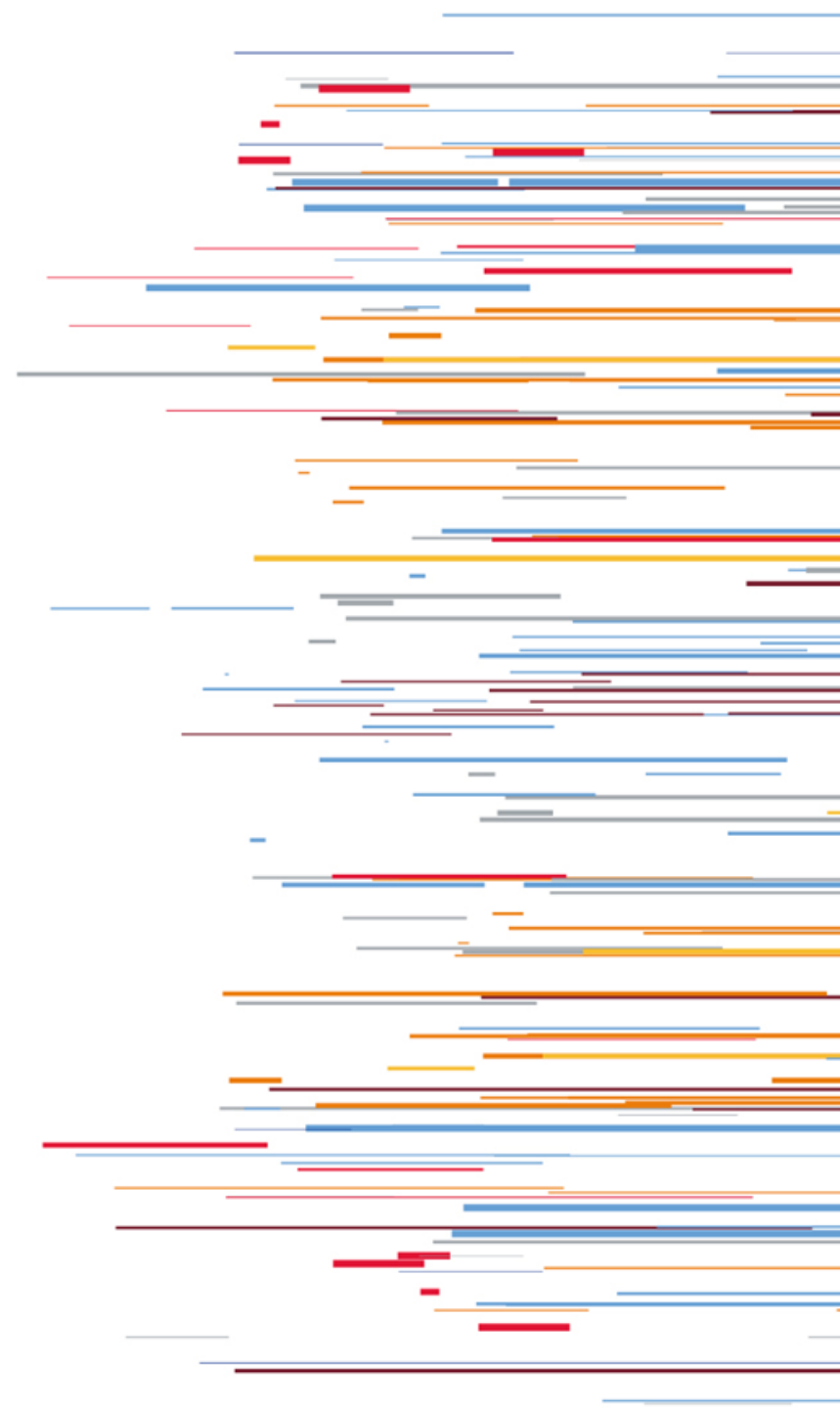
**Eduardo L. Fracchia**

# PANORAMA POLÍTICO

Por Eduardo L. Fracchia



Cohen™





# PANORAMA POLÍTICO

## Cerca de las PASO que son claves para la economía

Para que la democracia alcance madurez en Argentina, señala Juan Carlos Torre, debería poder ser reelegido un gobierno no peronista. Esto jamás ha ocurrido. Para que esta hipótesis se concrete fue clave que a Macri le haya ido bien en las elecciones de medio término de 2017 pero 2019 es el año crítico y decisivo. No siempre ha sido así pero lo que suele ocurrir es que las elecciones legislativas anticipan la elección general. Una excepción fue el triunfo de Massa en 2009 seguido por el triunfo presidencial de Cristina en 2011.

El debate estratégico para plantear los comicios seguramente enfrentó la visión más purista del Pro, representada por el "Círculo amarillo" de Durán Barba y Marcos Peña con la postura más inclusiva (sumar otros cuadros políticos y en particular del peronismo) de Monzó y otros representantes de Cambiemos. Ganó con la candidatura de Pichetto la posición de inclusión del peronismo. Pichetto fue funcional al kirchnerismo 12 años en puestos de máxima responsabilidad. De gran experiencia en el Congreso donde trabaja desde 1991, primero como diputado y después como senador. Suma voto peronista moderado. Defendió a Cambiemos en el plano económico. Es muy preparado y con gran experiencia. La fórmula Macri/Pichetto cayó bien en los mercados y bajó el riesgo

país. Es de esperar que haya mayor confianza en el círculo rojo renuente a la inversión.

Cabe reconocer que hay pocos políticos con carisma en el Pro para encarar la elección y tampoco existen candidatos competitivos en los aliados del radicalismo y en la Coalición Cívica. Los candidatos que sobresalen son Larreta y María Eugenia Vidal. Era muy difícil pensar que Macri a pesar de su imagen negativa cediese su posición presidencial.

La política se llevó bastante bien con la oposición al oficialismo en ambas cámaras con negociaciones que en general se han ganado desde 2015. La oposición representada por el espacio de Massa, en general ha resultado componedora, aunque era de esperar que en este año electoral se tensara más la cuerda. Massa ha perdido protagonismo por una mala elección en octubre de 2017 y por cierta ambigüedad en su discurso actual. Sin embargo, sigue firme en el ring y da pelea. Pareciera que en su jugada hacia el espacio K perdió protagonismo. Quizás apunte al 2023. Tiene mérito estar en el primer plano nacional desde 2009. Recordemos que otros candidatos exitosos en su momento como De Narváez o el mismo Scioli que se opacaron. Lavagna es un emergente dentro del espacio

# PANORAMA POLÍTICO

## Cerca de las PASO que son claves para la economía

federal que puso una condición muy exigente de ser candidato único y su jugada fuerte no fue factible. La fórmula con Urtubey opaca lo que se proyectaba en el verano cuando su figura impactaba.

Es clave en la campaña de 2019 el aporte político de María Eugenia Vidal que es una referente central del macrismo. Tiene una imagen positiva incluso superior a la de Macri. No obstante, la gestión en la provincia puede erosionar ese capital político porque los problemas de financiamiento y coordinación de la provincia sumados a los de inseguridad, son múltiples. El retorno del famoso Fondo del conurbano ayudó y mucho.

El espacio kirchnerista dio una señal fuerte con la fórmula que presentó. En cuanto a Cristina, los técnicos dicen que, de haber condena firme, sería dentro de varios meses por los tiempos de la justicia. Todavía mantiene un buen piso electoral sobre todo en el tercer cordón del conurbano pero el techo es muy bajo por su imagen negativa. Es la figura política a vencer por el macrismo en las elecciones de 2019 que es muy probable se polaricen, dado que no se unificó el peronismo en una figura de consenso. El espacio federal que prometía mucho se licuó.

El radicalismo está casi ausente en la dirección efectiva del

gobierno. Sanz que era un jugador central no parece muy activo. Apoyan los radicales como Cornejo a Pichetto. Carrió por ahora es funcional a Cambiemos pero con el riesgo siempre de estar cuestionando al propio oficialismo. Tiene una buena imagen positiva, pero también una alta imagen negativa.

Lousteau aspira a consolidarse y a competir en la liga mayor. Es una persona valiosa no contaminada por su pasado K. Es progresista, moderno y conoce de economía. Con una mirada más amplia y social, es muy afín al paladar porteño. Se lo disputan Cambiemos y otros espacios. Los radicales lo quieren posicionar. Parece hasta el momento guardado en esta elección, va como Senador por Larreta en Capital.

Monzó planteó dudas en su momento sobre el futuro de Cambiemos y de la necesidad de sumar cuadros al espacio, incluso del peronismo. Es un debate profundo al interior del PRO. Claramente se llega a las elecciones de 2019 con una macro complicada con baja actividad e inflación si bien en descenso pero cerca del 40% anual.

El sistema de partidos está en reconstrucción, ahora predominan los "espacios". ¿Sobrevivirá a mediano plazo el radicalismo como segunda mayoría nacional o quedará confinado a nivel municipal y a pocas provincias?



## PANORAMA POLÍTICO

### Cerca de las PASO que son claves para la economía

*¿Qué saldrá de la renovación del peronismo que abandonó a Cristina cuando ella se retire de la política? ¿Desaparecerá el kirchnerismo como espacio político cuando Cristina no juegue? ¿Cambiamos podrá ser una fuerza política competitiva superando su origen personalista asociado a su fundador? ¿Massa se hará con la conducción del nuevo justicialismo o se apagará su figura? Muchas inquietudes que la elección PASO y las sucesivas de 2019 ayudarán a ir aclarando. Hay por ahora cierta información relevante ejercicios a modo de conjetura para primera vuelta y ballottage. Es un cálculo difícil todavía con muchos indecisos. Los dos espacios muy polarizados han jugado fuerte y ambos se moderaron. Los comicios de las provincias han sido una alarma para Cambiemos ya que se perdieron votos respecto a 2015. Algunos dicen que se vota distinto a nivel nacional.*

*Veo entre los múltiples escenarios a modo de mero ejercicio una elección posible de "empate técnico". Es muy prematuro proyectar pero se trata de unos comicios muy reñidos como los de 2015 donde habrá segunda vuelta seguramente.*

*No hay propuestas concretas en los discursos de los candidatos, es una elección confusa donde la identidad de los partidos se diluye. Expresa la crisis de los partidos políticos. Para la macro es relevante seguir el proceso electoral. Las PASO serán muy importantes. Si FF saca una diferencia a Todos por el cambio cercana a los 10 puntos en las PASO se le complica a Cambiemos y alterará la economía hacia un sendero de incertidumbre mayor.*

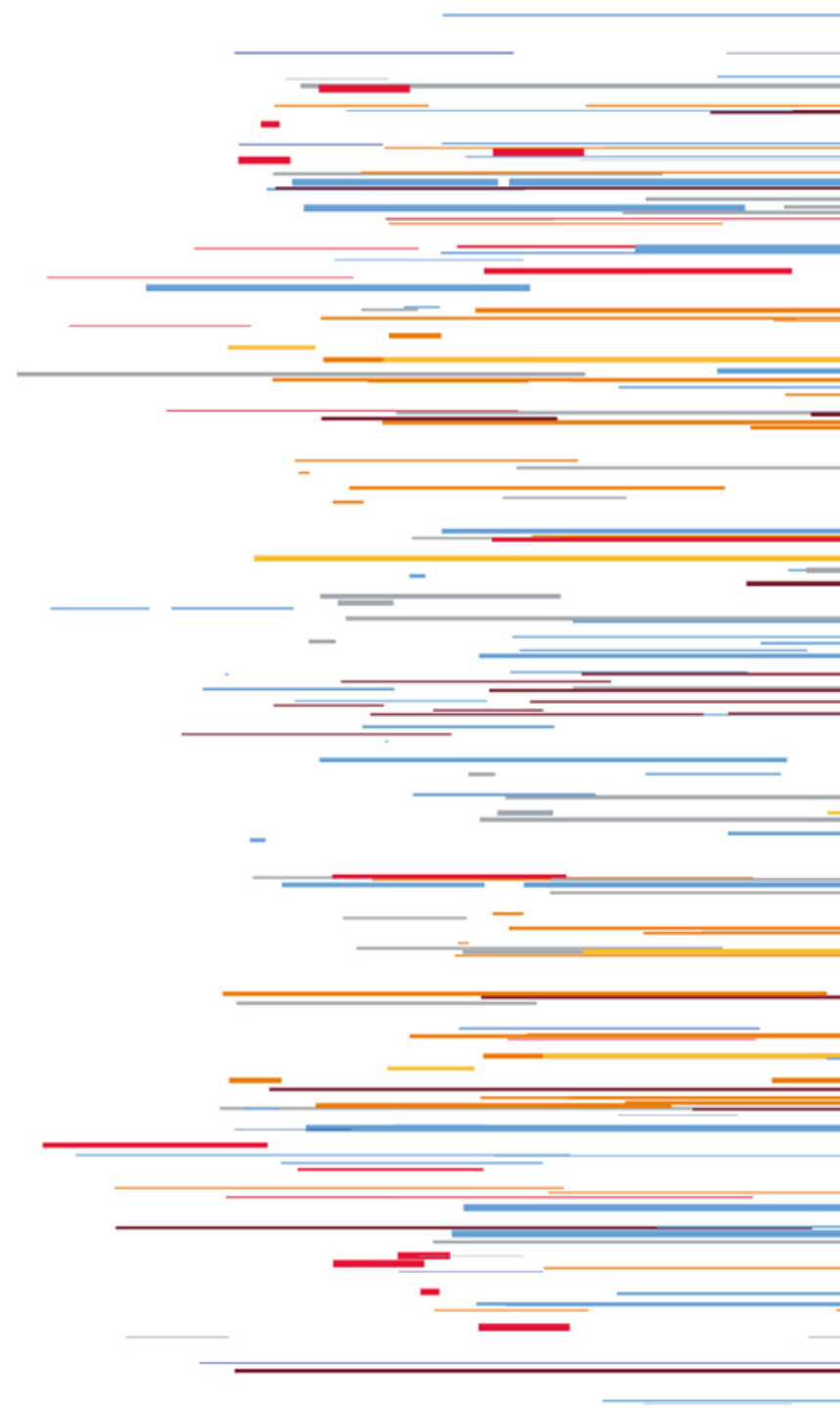
**Eduardo L. Fracchia**

# PRECIOS Y SALARIOS

Por Martín Calveira

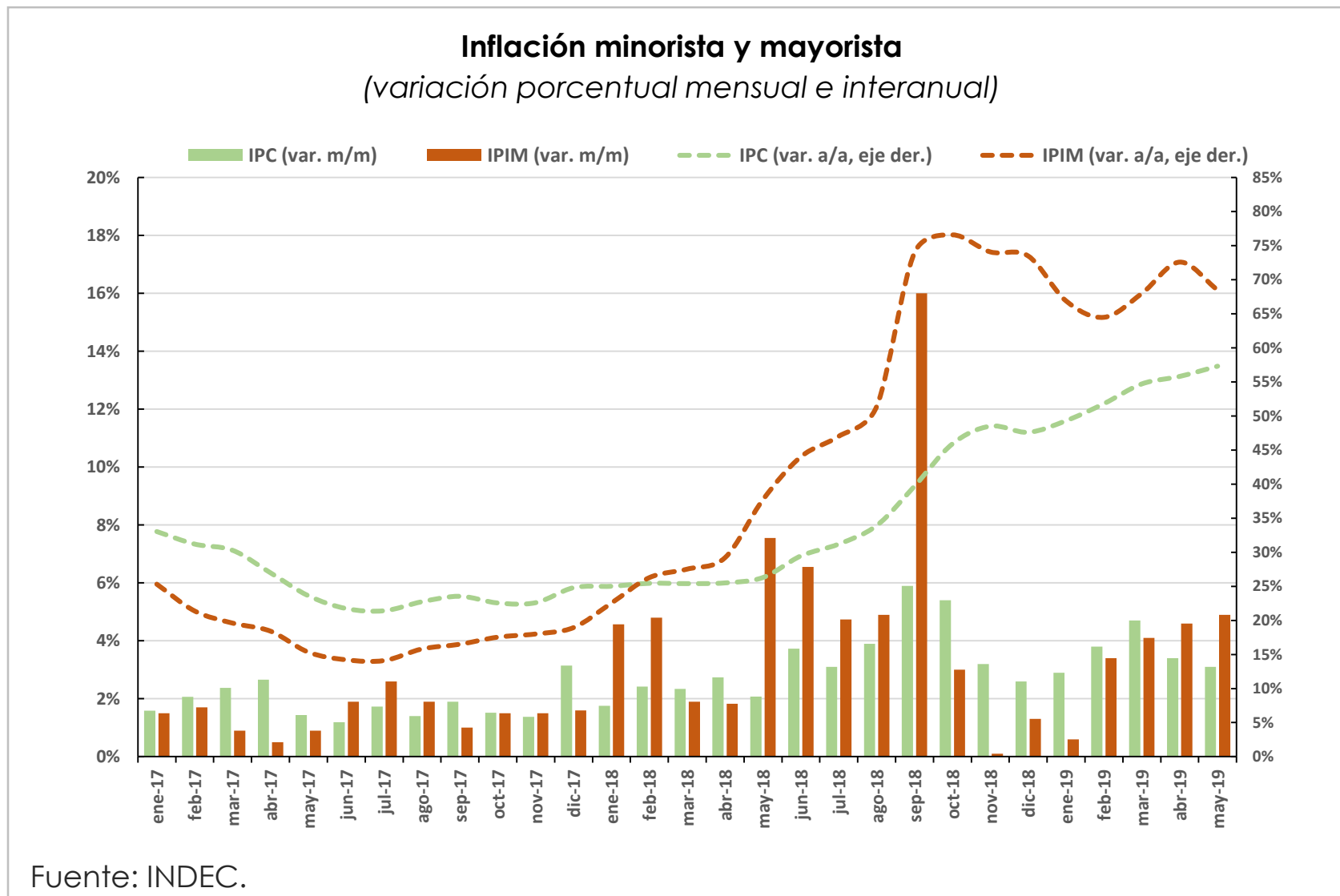


Cohen™



# PRECIOS Y SALARIOS

## Inflación minorista y salarios



- La inflación mensual minorista de mayo fue del **3,1%**, continuando el descenso iniciado en **abril**. Las proyecciones privadas iniciales para junio esperan un nivel similar ante ausencia de shocks.
- El salario nominal registró una **variación positiva de 37,3% a/a en marzo**. Si se ajustado por la inflación del mismo período, evidencia un retroceso de **17,4%** respecto a marzo de 2018.

# PRECIOS

## Resumen

- Durante mayo se sostuvo la **tendencia a la baja del índice mensual de inflación** aunque aún en niveles altos en la comparación regional. Si la **dinámica de precios** continúa en ese sendero, pueden generarse condiciones relativamente favorables para la actividad económica.
- En la **última medición del INDEC**, el índice de precios nacional (IPC Nacional) de mayo presentó una variación intermensual positiva de 3,1%. Mientras que en términos interanuales, se registró una variación positiva del orden del 57,3%.
- Luego del pico del año durante marzo (4,7%), los efectos de la **contracción monetaria** y la **política de convergencia al déficit primario fiscal** parecen tener resultados sobre el índice de precios y las expectativas, a pesar del costo sobre la economía real.
- Las **proyecciones para el corriente año** se encuentran en niveles inferiores respecto a las de abril. El Relevamiento de Expectativas de Mercado que realiza el Banco Central (REM), establece un crecimiento de la inflación para los próximos 12 meses (mayo 2019-mayo 2020) de 31,7% promedio.
- La **inflación mayorista**, estimada a través del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) relevado por el INDEC, registró en mayo una suba de 4,9% mensual. En términos interanuales, la variación fue de 68,5%.



# PRECIOS

## Desarrollo

- La estabilización de las tensiones cambiarias observadas durante abril de 2019 y sus consecuencias sobre los precios de bienes fundamentales de la economía, generaron una leve disminución de la dinámica del índice de precios minorista. Por segundo mes consecutivo, se evidenció una desaceleración en el crecimiento de los precios.
- En el contexto de la continuidad del sesgo contractivo del accionar de las políticas fiscal y monetaria, el IPC registró un crecimiento de 3,1%, representando una desaceleración del 9% respecto de abril de 2019.
- Si bien no es posible afirmar la consolidación de la desaceleración en un año de elección presidencial, la dinámica tiene efectos temporales en el corto plazo. Es posible suponer que la estabilidad del bimestre abril-mayo genere un mayor espacio de certidumbre sobre la política económica. Dado que finalmente los resultados son favorables, el comienzo de una moderada reversión del nivel de tasa de política monetaria deberá producirse en el corto plazo.
- El crecimiento intermensual del índice de precios es explicado principalmente por los servicios de salud (5,1%), servicios públicos (4%) y transporte (3,5%). Mientras que alimentos y bebidas sin alcohol continúa en un ritmo estable y menor (2,4%) si se compara respecto al promedio del primer trimestre del año (5%).
- La disminución de los precios de alimentos y bebidas durante el bimestre abril-mayo de este año es un factor determinante para el resultado del índice nacional dado que es el de mayor peso relativo junto con los servicios públicos (vivienda, agua, electricidad y otros). A los efectos del objetivo de la gestión económica, el control de estos rubros conformará un sesgo decreciente sobre el índice.



# PRECIOS

## Desarrollo

- Notamos que sin nuevas modificaciones de la política tarifaria y con un tipo de cambio estable, las variables nominales de la economía tenderán a la estabilización. En ese escenario se espera la recuperación de la demanda real de consumo.
- Durante mayo, la variación del IPC Núcleo (indicador que excluye precios regulados y estacionales), con un peso relativo superior sobre el índice, registró un crecimiento interanual de 58,8% y respecto al mes anterior del 3,2%.
- Respecto al costo de vida dado por las canastas de consumo, durante mayo de 2019 se registraron variaciones positivas aunque menores. La variación mensual de la canasta básica alimentaria (CBA) respecto a abril de 2019 fue de 2,0%, mientras que la variación de la canasta básica total (CBT) resultó en 2,9%. Las variaciones interanuales de la CBA y de la CBT registraron 61,7% y 61,1%, respectivamente.
- Suavizar y minimizar los aumentos futuros debería ser un inicio positivo para el proceso de desinflación. En este sentido, una menor variación del costo de las canastas debería activar incipientemente posibles aumentos en las cantidades consumidas.
- Estabilizar los precios relativos en un marco de aumento de los principales componentes de la estructura económica (energía e insumos importados) seguirá siendo sustancial para la política económica. La corrección de determinados precios demandará la implementación de políticas de ingreso para contrarrestar los efectos sobre el ingreso disponible ya que en un proceso desinflacionario algunas variables pueden quedar atrasadas nominalmente.





# PRECIOS

## Desarrollo

- Mientras que el nivel general del índice de precios internos al por mayor (IPIM) registró una suba intermensual de 4,9% durante mayo de 2019. Se explica como consecuencia de la suba de 5% en los Productos nacionales y de 4,1% en los Productos importados. Si bien aún se sitúa en niveles altos con impacto sobre el IPC, se destaca desaceleración de la dinámica.
- El índice de costo de la construcción (ICC) de mayo de 2019 registra, en relación de abril, una suba de 3,0%. Este resultado se explica desde el alza de 2,1% de Materiales, de 3,6% de Mano de obra y de 3,3% en Gastos generales.
- El poder adquisitivo de los salarios se viene ajustando respecto a la dinámica de precios domésticos. El precio de los bienes y servicios aumenta por encima del ajuste de salarios nominales en paritarias. En consecuencia, 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 1,4% en términos acumulados respecto a diciembre de 2018.

# ACTIVIDAD ECONÓMICA

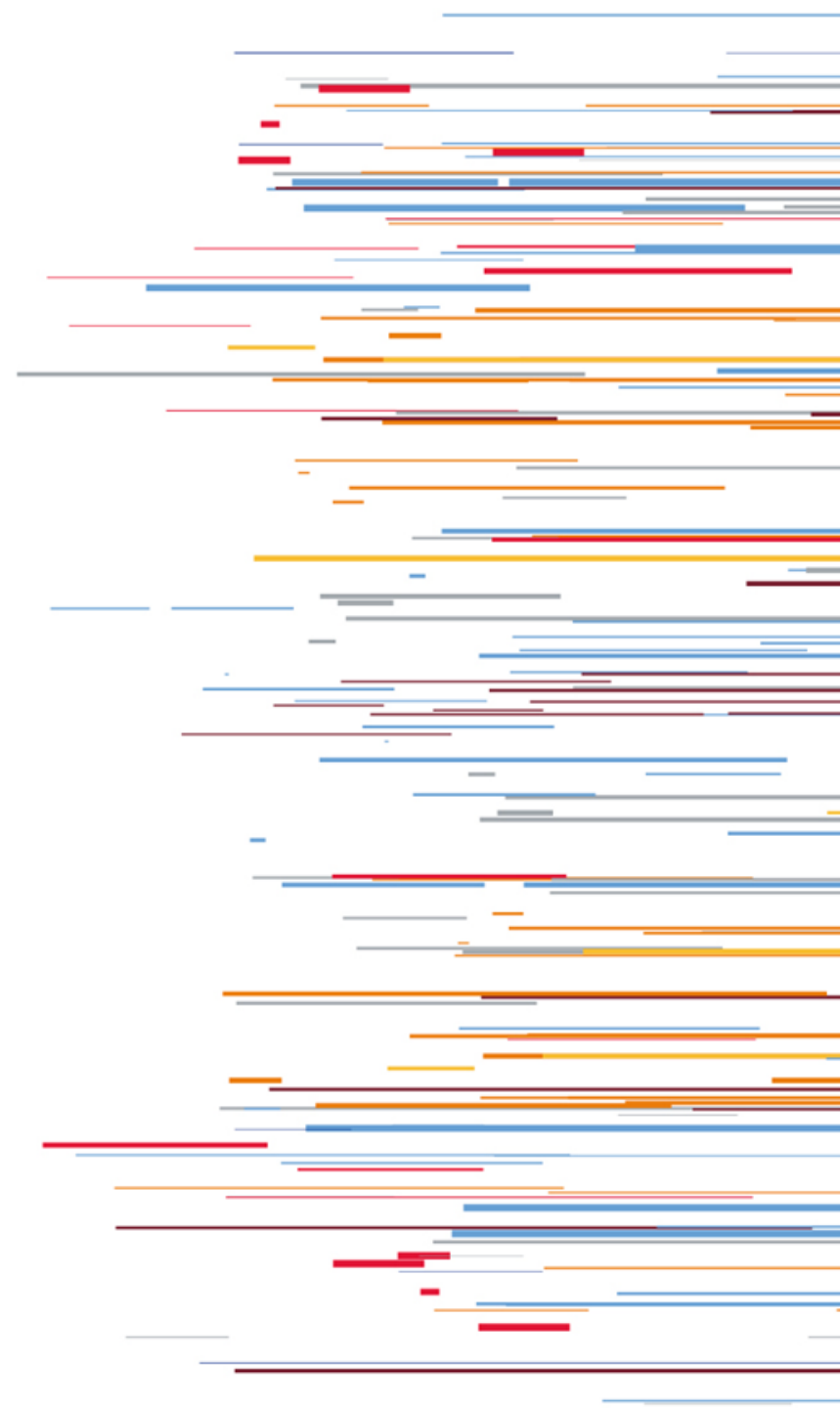
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL

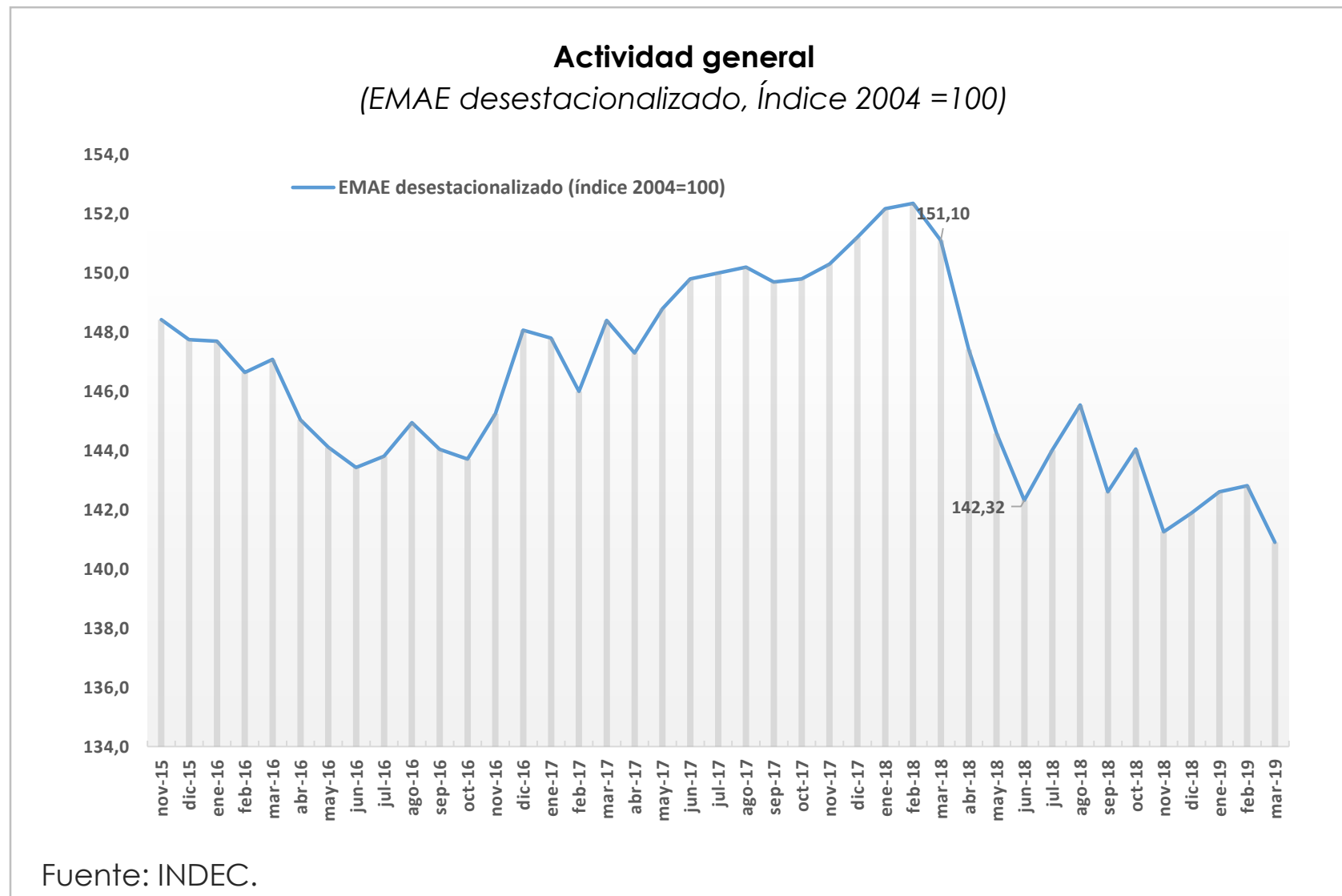


Cohen™



# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Pronóstico incierto de recuperación de la actividad



- **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 1,4% para este año.
- **La actividad mensual evidencia cierta reversión al plano negativo durante el primer trimestre del año.** El estimador mensual de actividad (EMAЕ) acumula un decrecimiento durante el primer trimestre del año de 0,7%.

# 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 1,4% durante 2019.
- Si bien no hay una consolidación de la recuperación, el **sostenimiento del crecimiento mensual de la actividad** que se evidenció en el primer trimestre se deberá gestionar en el marco de un nivel menor de incertidumbre a los efectos de generar un contexto más adecuado para las **decisiones de inversión** a lo largo de la estructura productiva.
- Los **datos del EMAE-INDEC** correspondientes al primer trimestre del año aún convergen en un escenario contractivo respecto al año anterior. La estimación nota una **reducción mensual acumulada** de 5,7% respecto al mismo período de 2018.
- El **desempeño de la industria manufacturera** de abril, medido por el Índice de Producción Manufacturero (IPI) del INDEC, resultó en una baja de 8,8% respecto al mismo mes de 2018.
- La **producción de la industria PyME** reitera cierta recuperación mensual. El índice de producción industrial publicado por la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) creció 10% en abril de 2019 respecto al mes anterior.
- La **capacidad instalada industrial** aún se encuentra en niveles bajos ubicándose en el 61,6% en abril de 2019, nivel inferior al registrado en el mismo mes de 2018 (67,6%).
- Las perspectivas de los sectores relacionados con el consumo no son favorables en un entorno inflacionario. Durante el primer trimestre de 2019 se registró una variación negativa interanual promedio en **centros de compras y supermercado** de -16,6% y -14,5% a precios constantes, respectivamente. Sin embargo, notamos que los **planes tendientes a fomentar el consumo** (Ahora 12, 0 KM, entre otros) deberían comenzar a tener efectos, aunque incipientes.

# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Desarrollo

- Las perspectivas económicas para 2019 aún se establecen en el plano contractivo entre puntas pero de recuperación incipiente en el contexto de incertidumbre desde el campo político. A su vez, 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 conforma un escenario de recuperación sustentable respecto a la economía real.
- Durante el primer trimestre de 2019, el indicador mensual de actividad (EMAE desestacionalizado) del INDEC acumula una contracción de 5,7% interanual. Si bien en términos desestacionalizados se evidencia un proceso incipiente de recuperación, la comparación anual registra los efectos de la política macroeconómica de sesgo contractiva.
- La necesidad de estabilización nominal y de corrección de los precios relativos ineludiblemente genera costos sobre el desempeño de la actividad económica. Es de esperar que se establezcan medidas temporales que contrarresten parcialmente estos costos tales como beneficios fiscales, políticas de ingresos y líneas de financiamiento determinadas.
- La dinámica de la actividad industrial de abril, medida por el IPI, nota una caída de 8,8% interanual. El acumulado del primer cuatrimestre de 2019 registra una disminución de 10,6% respecto a igual período de 2018. Respecto a la evolución comparada con el mes precedente (términos desestacionalizados), el índice evidencia una variación positiva de 2,3% contribuyendo a la tendencia expansiva de los dos primeros meses del año.
- La producción industrial PyME se contrajo interanualmente durante abril 10,3%, siendo el duodécimo mes consecutivo con descenso. En términos intermensuales, disminuyó 4,3% respecto de marzo de 2019. Concretamente, en abril se evidenció liquidación de stocks lo cual fue un factor que desaceleró la producción.



# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Desarrollo

- De acuerdo a CAME, las perspectivas de los meses posteriores revelan que la situación del sector industrial PyME sigue siendo negativa aunque con una leve recuperación respecto al relevamiento anterior. Siendo que el 53% de los empresarios consultados no cree que la reactivación del mercado interno en su actividad comience este año y cree que mantendrá los niveles actuales de producción. Mientras que el 18,5% de las industrias Pyme estima que la producción aumentará este año. Esto debería impulsar 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 mayo de 2019 registró una contracción intermensual del orden del 1,7%, interrumpiendo el proceso de recuperación del primer cuatrimestre del año. El crecimiento acumulado mensual del período enero 2019-mayo 2019 fue negativo en 16%.
- La capacidad instalada industrial continúa afectada por la recesión del sector aunque se hayan observado signos de recuperación. La última estimación establece un nivel de utilización de la capacidad productiva en 61,6% durante abril de 2019, nivel inferior al registrado en el mismo mes de 2018 (67,6%). Sin embargo, se destaca un aumento de la capacidad intermensual de 3% evidenciando la incipiente recuperación que mencionamos.



# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Desarrollo

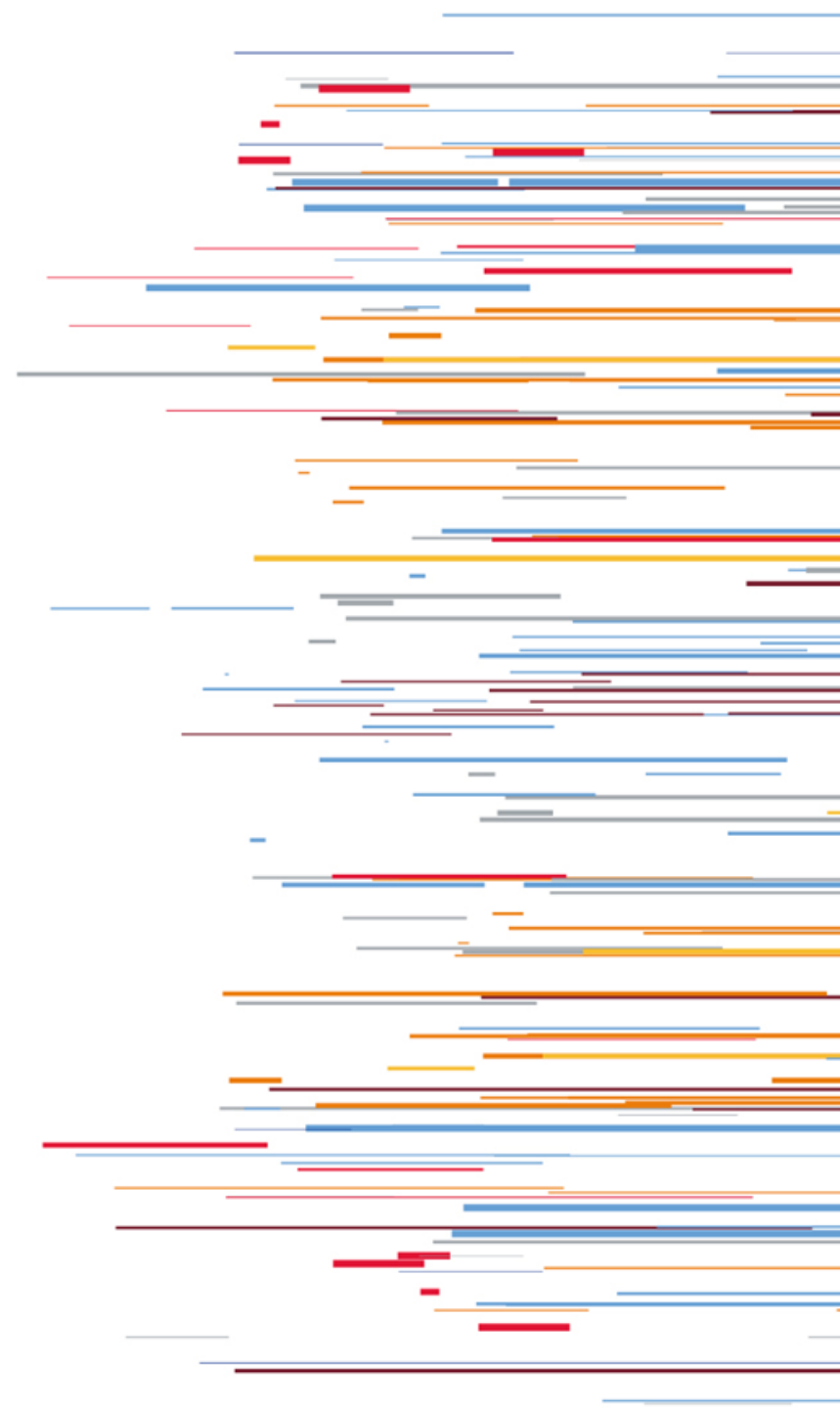
- Se establecen perspectivas favorables debido a que ciertos bloques sectoriales de importancia relativa presentan, en abril de 2019, niveles de utilización de la capacidad instalada superiores al nivel general: industrias metálicas básicas (82,0%), refinación del petróleo (72,1%), sustancias y productos químicos (70,5%), papel y cartón (68,4%) y productos minerales no metálicos (67,2%). No obstante, algunos sectores continúan en el sendero de menor utilización en promedio: productos alimenticios y bebidas (60,7%), caucho y plástico (51,5%), productos textiles (49,5%), la industria metalmecánica excepto automotores (46,7%) y la industria automotriz (37,6%).
- Respecto a la demanda del sector, durante abril se reiteró la disminución en el sector inmobiliario. La cantidad total de las escrituras de compraventa de inmuebles en CABA evidenció una contracción de 54% respecto del nivel de abril de 2018. Contrariamente, las cantidades de actos celebrados aumentaron 1,3% respecto a marzo de 2019. Por el lado de las escrituras con hipotecas, la dinámica interanual fue negativa. Durante el mes se observó un descenso interanual de 91%.
- 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. Hacia el final del primer trimestre del año, las ventas de supermercados registraron disminuciones del orden de 14,5% y, en centros de compras, de 16,6% a precios constantes, respecto al mismo período de 2018. Sin embargo, a precios corrientes, se relevaron aumentos de 40% en supermercados y 27% en centros comerciales. Si bien son aumentos de importancia, el efecto precios subyace nuevamente a esa dinámica.

# SECTOR FISCAL

Por Martín Calveira



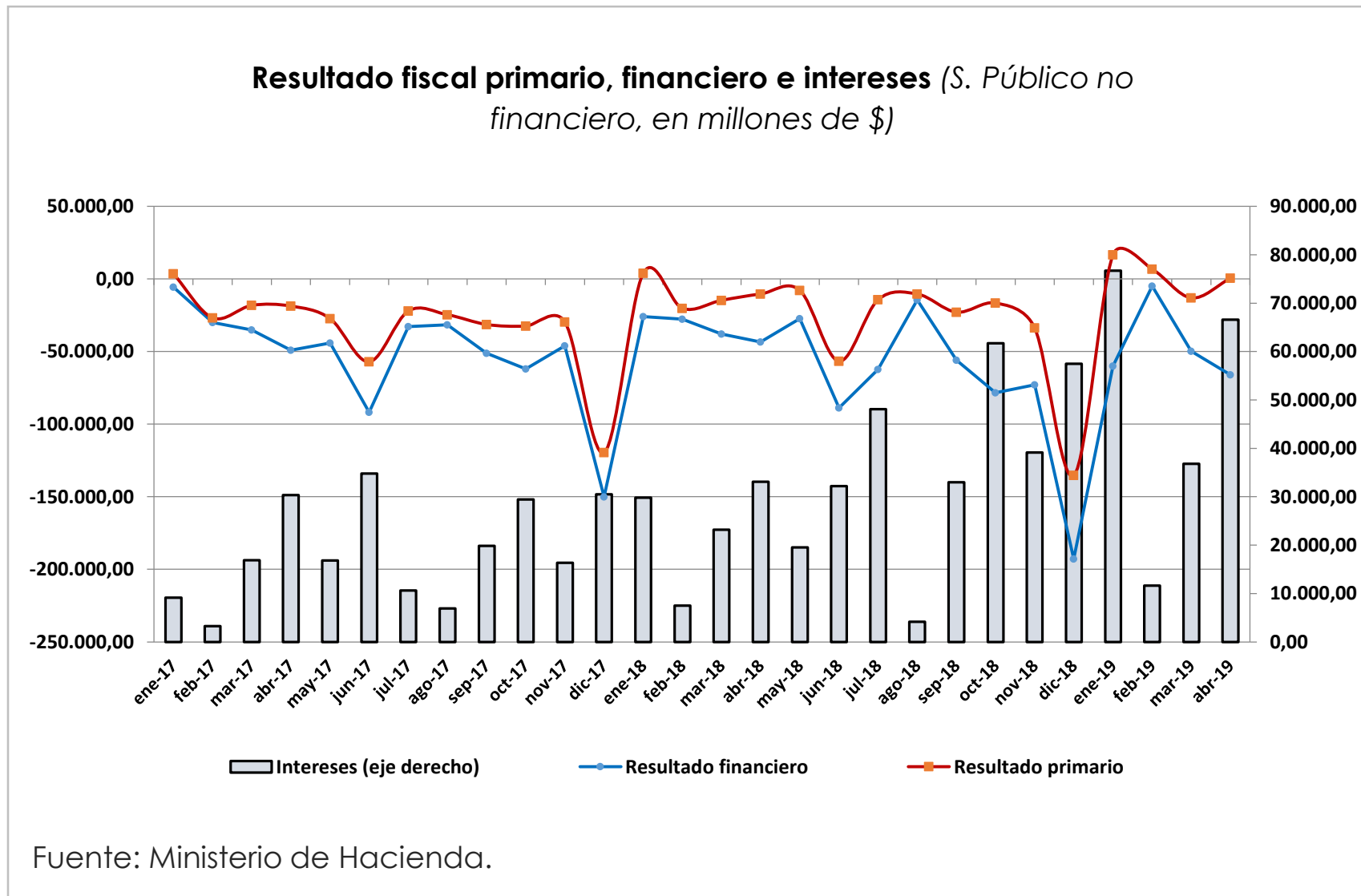
Cohen™





# SECTOR FISCAL

## Tendencia al equilibrio de las cuentas fiscales



- El superávit fiscal global se sostuvo durante el primer cuatrimestre del año. La gestión fiscal continúa evidenciando resultados positivos en el cumplimiento de las metas de déficit primario cero.
- El déficit financiero registró un crecimiento interanual del 34% durante el primer cuatrimestre del año. Las erogaciones por intereses aumentaron sustancialmente en 105% respecto al mismo período de 2018.



## SECTOR FISCAL

### Resumen

- La **gestión de política fiscal** sigue siendo consistente a los efectos del **cumplimiento del equilibrio fiscal primario** acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Si bien desde el organismo se plantea la necesidad de mayor espacio fiscal, desde el organismo internacional se ha reconocido la complejidad por la que atravesó la economía nacional.
- El primer cuatrimestre del año cerró con un **superávit primario acumulado** de \$ 10.486 millones, sosteniendo el cumplimiento de la gestión de la política fiscal anual.
- Durante el mes de abril de 2019 también registró superávit primario siendo el tercer mes del año con ese desempeño.
- El resultado fiscal primario del mes se explica por el **mayor crecimiento interanual de los ingresos** (43,8%) sobre el crecimiento interanual, en promedio, de los gastos corrientes (36,2%).
- Respecto al **resultado financiero**, las mayores erogaciones interanuales en concepto de intereses de 101% en abril de 2019 determinaron el aumento del resultado negativo del orden de 52%. Mientras que en el acumulado del año 2019, el déficit financiero totalizó \$-180.855 millones, esto es un aumento anual de 34% respecto al mismo período de 2018.
- El **pago de los intereses de la deuda pública** creció en \$ 33.455 millones respecto de abril de 2018.



## SECTOR FISCAL

### Desarrollo

- La necesidad de optimizar la gestión fiscal para dar sustento a la mejora del resultado primario ejerce presiones contractivas sobre la economía. El acuerdo con el FMI plantea que el superávit es una condición central para enfrentar las obligaciones financieras. En este sentido, se plantea un desafío sobre la reactivación económica con vistas a las elecciones presidenciales.
- La generación de recursos fiscales no solo es una condición necesaria para el FMI y los posteriores desembolsos, sino también es un aspecto determinante para sustentar los problemas fiscales históricos de la economía argentina.
- En ese marco, es auspicioso que el superávit fiscal mensual de abril se explique concretamente por el aumento interanual de los ingresos totales (43,8%) por sobre los gastos primarios totales (36,2%).
- Mientras que la variación acumulada del primer cuatrimestre del año evidencia un aumento de 40,8% en los ingresos y 32,2% de los gastos en relación al mismo período de 2018.
- Iniciar un proceso hacia el equilibrio de las cuentas fiscales es equivalente a eliminar la posibilidad futura de financiar desequilibrios con emisión monetaria, los cuales constituyen un factor generador de vulnerabilidades. No obstante, en un proceso electoral existen matices en relación a la política fiscal dado que una gestión contractiva establece la necesidad de que el sector privado sea determinante sobre el ciclo económico resultante.
- La gestión fiscal intenta matizar el marcado efecto contractivo sobre los ingresos con los programas acordados de precios lo cual se observó en la desaceleración del nivel general de precios, especialmente del rubro alimentos y bebidas durante mayo. El objetivo se sostiene en expandir el ingreso disponible para el consumo y así la demanda agregada se sitúe sobre un segmento de recuperación.



## SECTOR FISCAL

### Desarrollo

- En el segmento de los ingresos, se destaca un aumento interanual del 45,4% de los ingresos tributarios y 65,6% de otros ingresos corrientes, esto representó un aumento acumulado de 39,8% y 67,1%, respectivamente, en comparación al mismo período de 2018.
- En términos nominales, durante abril se alcanzaron los \$ 245.964 millones por recursos tributarios y \$ 12.462 millones por otros ingresos. A su vez, los ingresos por rentas de la propiedad registraron un aumento interanual de 15,3%. De esta manera se explica el desempeño relativamente auspicioso del nivel de los ingresos fiscales.
- Respecto al comportamiento de los egresos, se destacan desaceleraciones. Las erogaciones primarias crecieron 36,2% respecto al mismo mes del año 2018. Mientras que el acumulado enero-abril 2019 se estableció en 32,2% superior al mismo período de 2018.
- La dinámica de los egresos es determinante a los efectos de sostener el camino al equilibrio fiscal. En forma desagregada, se observaron aumentos de 38,5% interanual en gastos corrientes y 8% en erogaciones de capital. En términos acumulados, durante el primer cuatrimestre del año los gastos corrientes crecieron en 33% y los de capital en 21,8%.
- Por el lado financiero, que incluye el pago neto de intereses de la deuda pública, se registró un crecimiento del déficit de 52% respecto de abril de 2018. Los intereses de deuda devengados constituyeron un aumento de 101% interanual. Mientras que el promedio del período enero-abril de 2018 las erogaciones por intereses fueron de \$ 23.410 millones, durante el mismo período de 2019 el promedio fue \$ 47.925 millones, es decir, un crecimiento interanual de 105%.



## SECTOR FISCAL

### Desarrollo

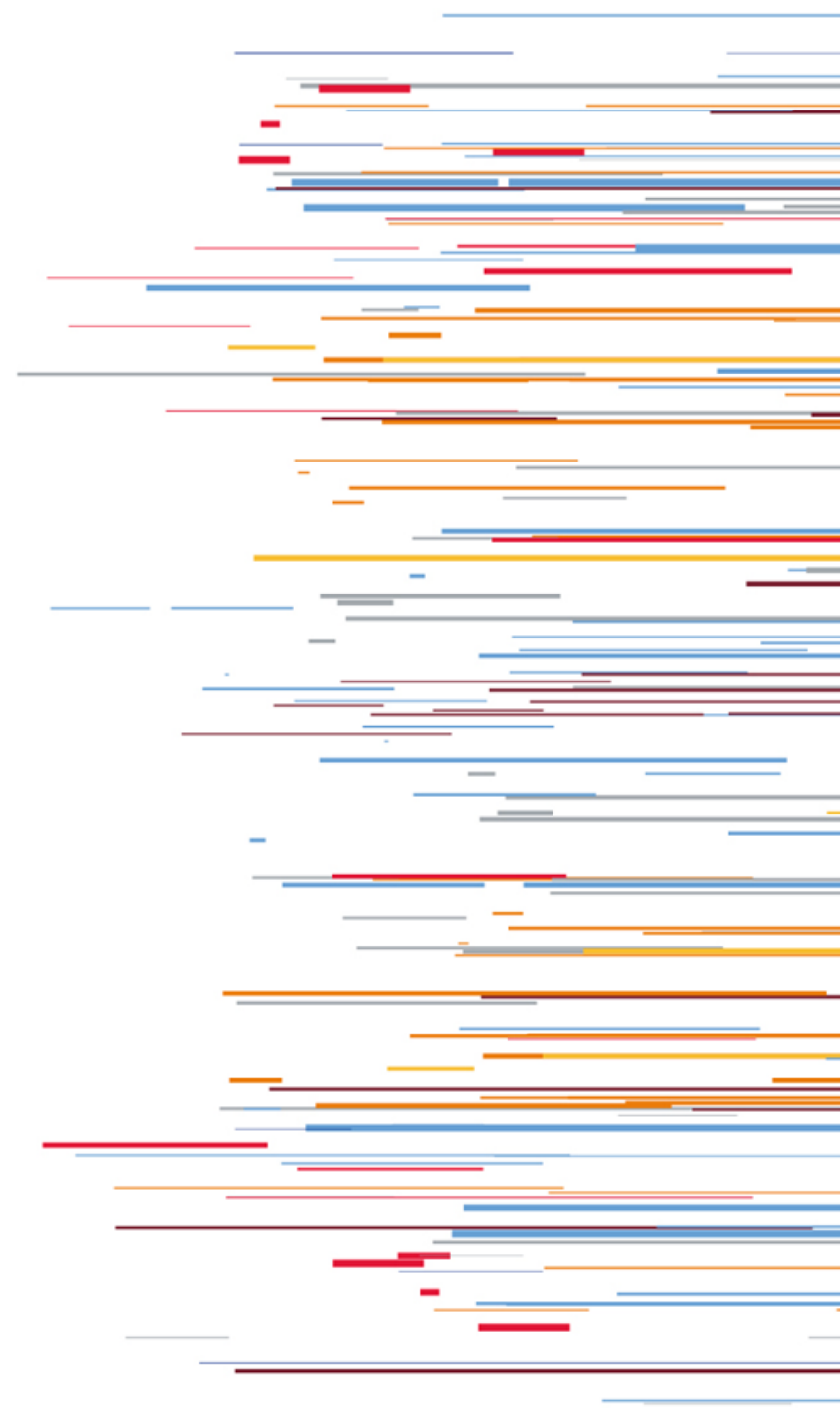
- El déficit financiero acumulado del primer cuatrimestre del año presentó un crecimiento de 34% respecto al mismo período de 2018. Si bien esto se traduce en una necesidad de financiamiento, es la contrapartida de la normalización financiera que se gestiona desde 2015 en el ámbito de eliminar la financiación con aumento de la cantidad de dinero.
- El desempeño fiscal nota un matiz que debemos destacar. Por un lado, la continuidad del resultado fiscal primario positivo es importante no solo a los efectos del plan de estabilización acordado con el FMI, sino también como un factor de eliminación de vulnerabilidades que determinaron crisis macroeconómicas en el pasado. Por otro lado, el aumento del déficit financiero a causa del peso de los intereses es un factor de importancia relativa para las administraciones siguientes. Si bien lo natural es la financiación temporal del déficit a través del mercado de deuda, la gestión fiscal debe estar alineada con las necesidades futuras de pago. Este proceso puede ser sustentable con períodos de superávit externo. De lo contrario, pueden transformarse en una nueva fuente de fragilidad financiera.

# SECTOR EXTERNO

Por Martín Calveira

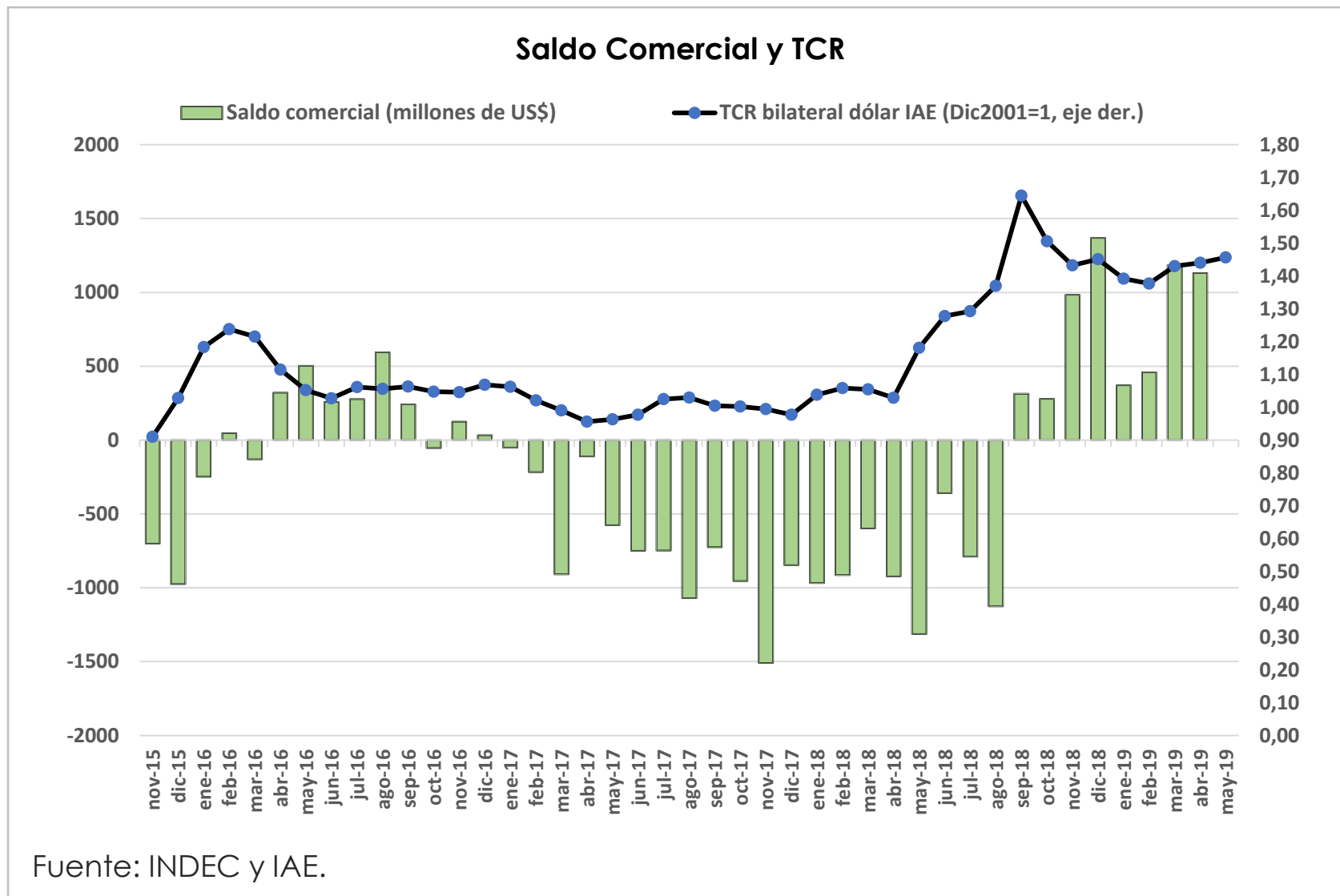


Cohen™



# SECTOR EXTERNO

## Sostenimiento en la mejora de la Balanza Comercial



- El superávit comercial se sostiene en el primer cuatrimestre del año. Nuevamente la marcada disminución interanual de las importaciones explica el desempeño comercial.
- El tipo de cambio real se depreció un 1,2% promedio mensual en mayo 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

- Las **tensiones de la economía mundial** continúan. La gestión del presidente Trump endureció su política comercial con China estableciendo aumentos de aranceles a productos provenientes de ese país a partir de junio.
- La **economía de Estados Unidos** sostiene los resultados positivos de 2018. El PIB creció 3,2% durante el primer trimestre del año, mientras que en mayo la inflación promedio mensual continúa en niveles bajos, 0,2% promedio en 2019.
- En ese escenario, la **FED** debe evaluar las presiones en los precios de los bienes importados aunque se estima que no deberían tener impacto sustancial en el índice de precios.
- El **intercambio comercial argentino** continúa en un sendero decreciente durante abril. Se registró una **contracción del intercambio** (importaciones más exportaciones) de 16% respecto de abril de 2018, registrando US\$ 9.479 millones.
- Sin embargo, el **superávit de la balanza comercial** se sostiene por octavo mes consecutivo. Durante abril el saldo positivo fue US\$ 1.131 millones. El resultado es explicado principalmente por **disminución interanual de las importaciones** en 31,6%.
- El **nivel del TCR actual** promedio resultó en una depreciación del 1,2%. Adicionalmente, se ubica un 14% por debajo del promedio histórico diciembre 2001- mayo 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 renovaron. El presidente Trump comunicó que durante junio los aranceles aumentarán de 10% a 25%. Esto debido a que considera que las negociaciones de encuentran en un proceso lento y están perjudicando a la economía estadounidense. Se espera que no derive efectivamente en una escalada arancelaria que afecte el comercio mundial.
- Por otro lado, la gestión Trump informó negociaciones para ampliar el comercio con el Reino Unido con el objetivo de suavizar las tensiones del lado de China. Se busca expandir el comercio y generar mayor empleo. El comercio bilateral representó US\$ 240.000 millones durante 2018.
- Las proyecciones del último informe del Fondo Monetario Internacional (WEO, abril 2019) se sostienen en un panorama de desaceleración de la economía mundial. 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 abril de 2019 registró una disminución de 16% interanual alcanzado US\$ 9.479 millones, y un aumento de 4,3% respecto a marzo 2019.
- Durante el primer cuatrimestre 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 sostuvo su recuperación desde septiembre de 2018.
- En el transcurso del primer cuatrimestre de 2019, las exportaciones totalizaron US\$ 19.491 millones (-1,23% interanual) mientras que las importaciones ascendieron a US\$ 16.345 millones (-29% interanual).



## SECTOR EXTERNO

### Desarrollo

- El resultado del balance comercial de abril de 2019 permaneció en el plano superavitario con un valor de US\$ 1.131 millones constituyendo un resultado positivo cuatrimestral de US\$ 3.147 millones.
- La contracción mensual del resultado comercial respecto a marzo de 2019 fue 4,4%. Mientras que en términos interanuales se volvió a observar una reversión del saldo negativo pasando de un déficit de US\$ 87 millones al superávit mencionado anteriormente.
- 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. Por lo tanto, es de gran importancia evitar la apreciación real del tipo de cambio, es decir, continuar con el sendero desinflacionario de precios internos.
- En términos interanuales, las ventas al exterior durante abril crecieron 1,7%, y las compras al exterior disminuyeron marcadamente en 31,6%. Si se observa las variaciones en términos desestacionalizados, las exportaciones crecieron 3,3% respecto a marzo de 2019. Mientras que las importaciones crecieron 5,6% respecto a dicho mes.
- Las exportaciones del primer cuatrimestre disminuyeron 1,2% (-US\$ 2444 millones) respecto al primer cuatrimestre de 2018, debido principalmente a la caída de precios de 4,9%, ya que las cantidades aumentaron 3,9%. Respecto a los rubros, productos primarios, y combustibles y energía aumentaron 7,1% y 3%, respectivamente, mientras disminuyeron MOA (-2,1%) y MOI (-7,7%) durante el período mencionado.



## SECTOR EXTERNO

### Desarrollo

- La contracción interanual de las importaciones del cuatrimestre fue 28,9%. Se explica esencialmente por la fuerte caída de las cantidades en 27,5% mientras que los precios disminuyeron en 2%. Consecuencias directas de la fuerte devaluación de los meses precedentes y sus efectos dinámicos principalmente sobre la actividad económica.
- El tipo de cambio nominal promedio mensual del Banco Central de mayo de 2019 fue \$ 44,93, registrando una depreciación nominal de 4% respecto de abril de 2019. Al observar el correspondiente de mayo 2018, hay una notable depreciación de 90%.
- El tipo de cambio nominal respecto al dólar minorista en el último día de mayo de 2019 fue \$ 46,10 mientras que el último día hábil de abril de 2019 fue \$ 45,4. Esto evidencia una depreciación nominal mensual de 1,6%.
- El nivel del TCR actual, dado el nivel de inflación acumulada, aún se encuentra 14% por encima (depreciación neta) del promedio del año 2018. No obstante, si se observa el promedio histórico dic2001-may2019, se ubica un 14,1% por debajo de ese promedio. Esto es, una apreciación real en relación a ese promedio histórico.
- Si en lugar de utilizar el valor promedio mensual del tipo de cambio consideramos el valor de cierre de mayo de 2019 de \$ 44,87 por dólar, el TCR bilateral también se ubicaría por debajo del promedio de la serie histórica dic2001-may2019, 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 44,79 \$/US\$, es decir, un 0,3% por debajo del valor actual de cierre indicando, en retrospectiva, una depreciación actual del peso.

# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

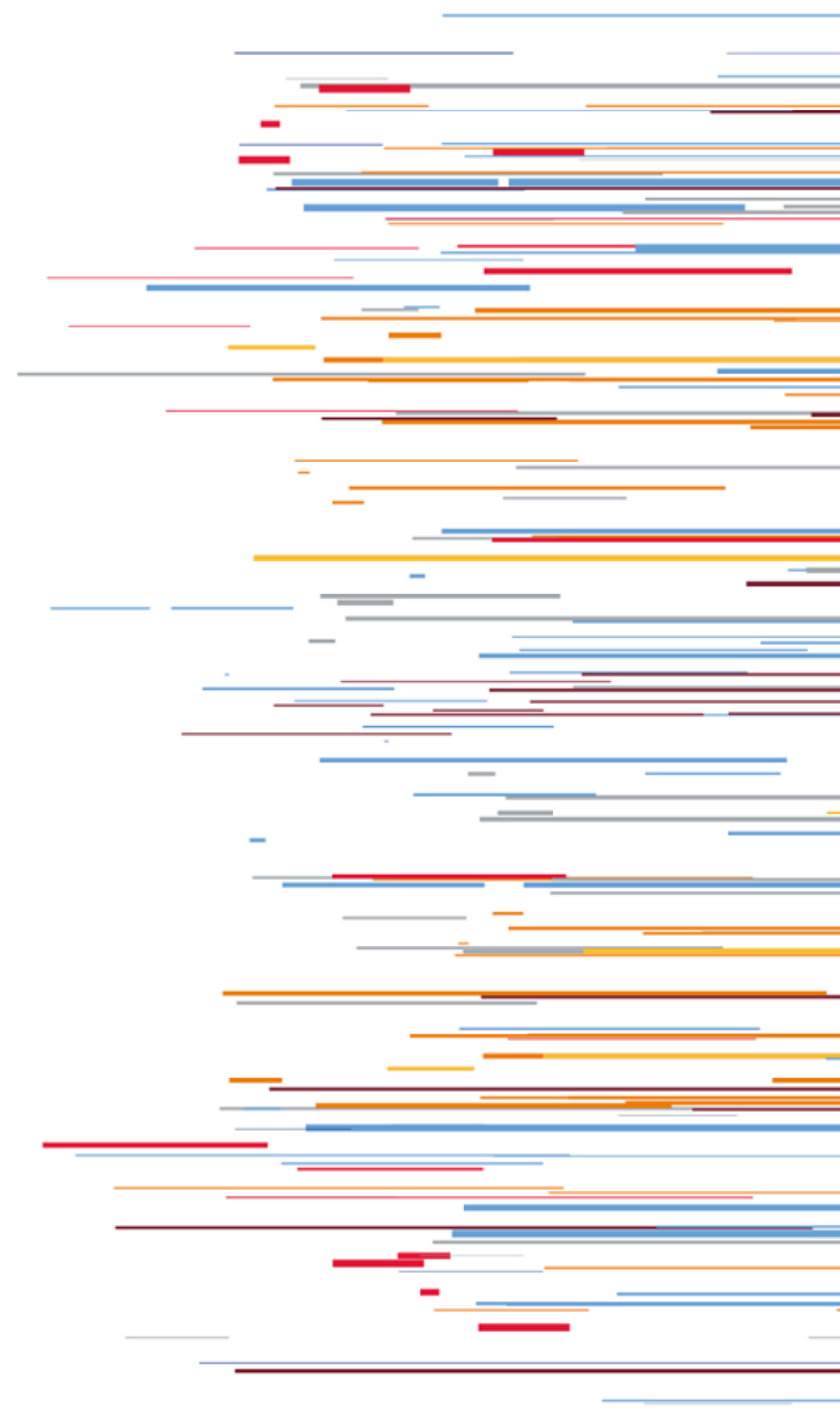
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL

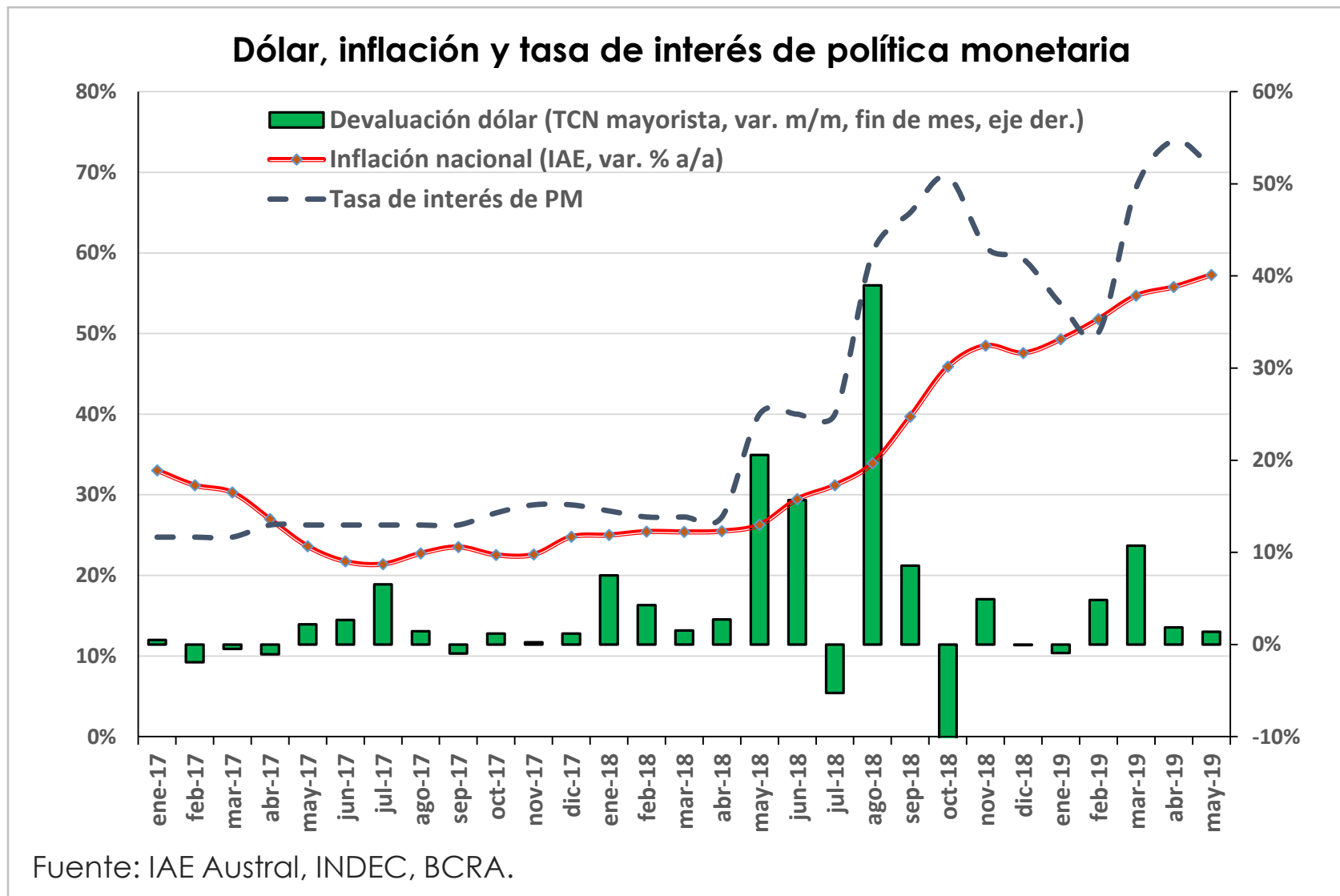


Cohen™



# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Estabilización cambiaria en un marco con signos desinflacionarios



- El establecimiento del nuevo marco de política monetaria sustentó cierta estabilidad en el mercado cambiario. La posibilidad de intervención dentro de la zona de referencia conforma cierta estabilidad de las expectativas sobre el tipo de cambio.
- El dólar promedio nominal minorista del mes de abril se situó en \$ 46 y cerró los \$ 46,1. El tipo de cambio registró una depreciación mensual de 1,6%.

# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Resumen

- Tras la **ampliación de los mecanismos de intervención en el mercado de cambios**, a partir de abril de 2019, se observa una **incipiente estabilidad** sobre el tipo de cambio.
- Se espera que ante ausencia de shocks, la **estabilidad del precio de la moneda estadounidense** debería trasladarse al **mercado de bienes y servicios** ejerciendo presiones deflacionarias.
- El **valor del dólar** se situó muy cercano al promedio mensual ampliando lo que puede indicar cierta estabilización de expectativas.
- El **desempeño de la política económica** respecto al control de la inflación presenta avances relativos, tanto por los mayores grados de libertad de la política monetaria obtenidos desde abril como por el sostenimiento del objetivo de déficit primario cero.
- La **meta de no aumento de base monetaria** hasta diciembre de 2019 se cumplió nuevamente con, ciertamente, un margen ajustado. Fueron importantes las contribuciones sobre la extracción de circulante por parte de los bancos públicos y el tesoro nacional a través de operaciones de pasas.
- Tras el **anuncio de la fórmula presidencial Macri-Pichetto**, los mercados proyectan un mayor espacio político para la reelección y la continuidad de reformas lo cual generó **efectos positivos sobre el tipo de cambio** y el comportamiento de los títulos.

# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Resumen

- El **Banco Central** continuó utilizando la tasa de interés de referencia como uno de los instrumentos determinantes para cumplir con la meta monetaria, sosteniendo el nivel de tasas de LELIQ. Al cierre de mayo se ubicó en 70,73% luego del cierre de abril de 73,93%.
- El **nivel de reservas de cierre de mayo** fue de US\$ 64.779 millones, disminuyendo un 10% respecto al cierre de abril. Permanece constante sobre el cierre de la primera quincena de junio de 2019.
- La **depreciación nominal del tipo de cambio minorista** durante mayo, en torno a 1,6%, también es una evidencia favorable sobre la dinámica de precios y luego de que la depreciación promedio del año se situara en torno al 4,5% mensual.
- El **riesgo país** medido por el EMBI+Arg cerró en 985 p.b. en mayo, situándose en un nivel superior al mes precedente. Mientras que durante junio se observa una marcada disminución.

# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Desarrollo

- El anuncio de la fórmula presidencial del oficialismo evidencia los factores políticos sobre la coyuntura económica. Se observó que en el mercado cambiario y financiero se descomprimieron temporalmente las expectativas inciertas sobre la política económica futura. Se espera, entonces, anuncios concretos para ampliar ese escenario.
- Durante mayo se observó una disminución de la variación del tipo de cambio respecto al promedio mensual que se extiende hacia principios de junio. De esta manera, se constituye un espacio para la estabilización de expectativas cambiarias.
- En ese sentido notamos un sendero inicial de desinflación de los precios de la economía lo cual puede generar, si éste proceso continuara, un marco más adecuado para la reactivación económica.
- Si la estabilización del tipo de cambio se traslada hacia las demás variables de la economía, los efectos de la política monetaria deberían materializarse con mayor celeridad sobre la economía real. Se torna importante que las menores tensiones cambiarias se reflejen en disminuciones de la tasa de interés de referencia, LELIQ.
- En la perspectiva de política monetaria, el objetivo de controlar el tipo de cambio a través de la zona de referencia impone límites algo más determinados sobre el mercado y esto es lo que se sigue evidenciando desde mayo. Si bien la flexibilidad cambiaria es un factor necesario, la mayor capacidad para acotar el espacio de depreciación (menor variación) es un factor deseable sobre la estabilidad nominal.
- La zona de referencia, antes denominada zona de no intervención, se sostiene en el nivel fijo que se estableció en abril. El límite inferior es 39,75 mientras que el superior se encuentra en 51,44 pesos por dólar. No obstante, la dinámica estacional del mercado monetario durante el próximo bimestre junio-julio será una nueva prueba para la regulación.



# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Desarrollo

- Las reservas internacionales se establecieron en US\$ 66.779 millones. Si bien una disminución de 9,6% mensual, aún se sostienen en niveles superiores al año anterior. El nivel actual es sustentable ante una posible dolarización de activos derivado de la incertidumbre electoral.
- Por lo tanto, los escenarios monetario y cambiario estarán sustancialmente delimitados por los acontecimientos que puedan ocurrir en el segmento político. La historia monetaria argentina evidencia súbitas salidas de capitales ante procesos electorales inciertos. Esto puede tener un matiz importante si se genera la posibilidad de un proceso de debate de ideas concretas sobre la gestión de políticas económicas futuras.
- Respecto al marco de política antiinflacionaria, la base monetaria presentó una disminución intermensual de 3% registrada el último día de mayo respecto al cierre de abril. Mientras que el promedio del saldo diario de mayo fue \$ 1.342,6 millones, es decir, un 1,3% superior al promedio de abril. De esta manera, la autoridad monetaria cumple por octavo mes consecutivo la meta cuantitativa de no crecimiento de la base monetaria.
- En ese sentido, la contribución de entidades bancarias y el tesoro para el cumplimiento de base fue evidente. Por un lado, se trasladaron recursos de base hacia pasivos de corto plazo por parte de los bancos públicos y, por otro, el tesoro nacional desarmó cerca de \$ 24.000 millones de depósitos para así contribuir a la meta mencionada.
- El control de agregados presenta limitaciones. Si el sendero desinflacionario es sustentable, la demanda de moneda doméstica debería notar signos de recuperación y esto sería un factor de presión adicional sobre el control de la base monetaria. En un entorno de ausencia de volatilidad, es posible establecer disminuciones de tasa de interés para evitar una nueva apreciación de la moneda doméstica y liberar la contención no deseada sobre la recuperación de la actividad económica, dada por el costo del financiamiento.



## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

### Desarrollo

- El stock de pasivos LELIQ hacia el final de mayo se estableció en \$ 969.051 millones. Si bien el monto nota un crecimiento respecto al mes precedente y se sitúa en niveles altos, notamos nuevamente que si se observa el peso relativo sobre los depósitos totales del sistema, no es un factor potencial de fragilidad ante una reversión abrupta de los mismos, dado que representa el 21% 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 70,73%, mostrando una disminución de 4,3% respecto al cierre de abril de 2019.
- El Banco Central sostuvo el control del agregado monetario M2 (circulante en poder del público y depósitos a la vista del sector privado y público en pesos) el cual permaneció casi estable. Durante el mes de mayo se expandió, en promedio, 2% respecto al promedio móvil de abril de 2019.
- Si bien existe un sesgo contractivo de la política monetaria sobre la actividad en aras de estabilizar el contexto de volatilidad cambiaria, se mantiene el nivel alto de tasa de interés de referencia lo cual afecta al costo del crédito de toda la economía. Esto tiene efectos sobre los niveles de tasa de interés para las empresas de primera línea (línea Call Money) que se situó en 88,5% anual mientras que para las empresas restantes por encima del 71%.
- Hacia fines de mayo se evidenció un crecimiento del riesgo soberano medido por el EMBI+Arg, cerrando el mes en 985 p.b.. En consecuencia, se registró un crecimiento mensual del 3,7% respecto del cierre de abril. El promedio de mayo (925 p.b.) fue un 11% superior al de abril (833 p.b.). Sin embargo, notamos que se produjo una sustancial disminución del costo soberano situándose al cierre de la primera quincena de junio en 850 p.b.