

INFORME ECONÓMICO MENSUAL – JULIO 2019

# Inflación, salarios, actividad económica y más

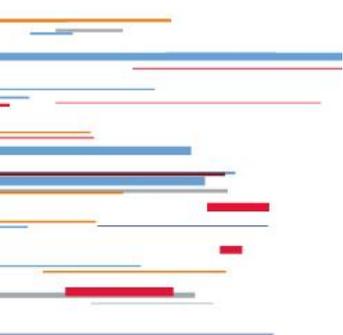


UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™

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



# Índice

- [EDITORIAL: Esperando a la Reserva Federal, tensiones en aumento y el acuerdo MERCOSUR-Unión Europea](#)
- [Panorama interno I: El comercio exterior hacia el final del mandato](#)
- [Panorama interno II: Arrancó el segundo semestre...](#)
- [Panorama interno III: Las pymes navegando en la recesión](#)
- [Panorama político: A un mes de las PASO](#)
- [Panorama coyuntural: Desafíos económicos en la encrucijada de un año de elecciones presidenciales](#)
- [Precios y salarios](#)
- [Actividad económica](#)
- [Sector fiscal](#)
- [Sector externo](#)
- [Sector monetario y financiero](#)

# EDITORIAL

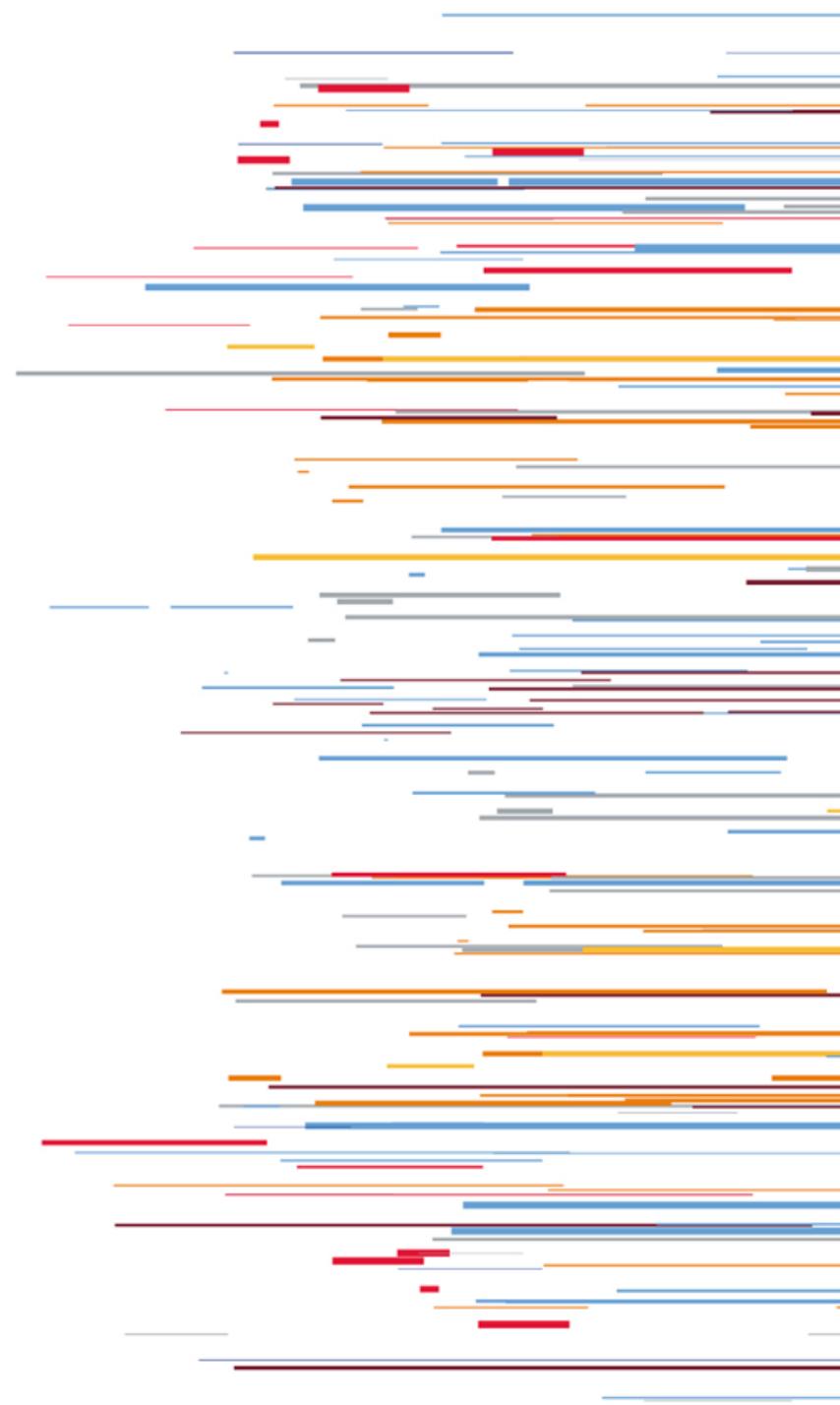
Por Juan J. Llach



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™



## Esperando a la Reserva Federal, tensiones en aumento y el acuerdo MERCOSUR-Unión Europea

*La ansiedad por saber qué rumbo tomará la Reserva Federal de los EEUU sigue en aumento. En su declaración de junio hubo sólo 1 voto, sobre diez, a favor de una reducción de las tasas de interés, pese a que la inflación sigue muy baja –en mayo fue de sólo 1,6% anual, tanto en su versión núcleo (o core) como en la total. Suavemente, mencionan cierta desaceleración de la economía de los EEUU que, efectivamente, está ocurriendo. En contraste, los datos de empleo de inicios de julio mostraron un mercado de trabajo sólido. El desempleo sigue muy bajo -subió una décima, de 3,6% a 3,7%-, la tasa de empleo se mantuvo en 60,6% y la creación de empleos privados alcanzó un satisfactorio 191.000, más del doble que el mes anterior, aunque 20% menor que un año atrás. La productividad laboral crece rápidamente y no ocurre lo propio con el costo laboral –muy probablemente porque, en los hechos, la inmigración es mayor de lo que aparece en las declaraciones y en las leyes. Sin ella, la inflación sería mayor que la actual.*

*A la desaceleración, por ahora suave, de la economía de los EEUU, se agrega la vigencia de la “guerra comercial” EEUU versus China. En el G20 de Osaka se consiguió una precaria tregua, aunque ilusiona el restablecimiento del diálogo*

*China-EEUU. La tensión con Irán, en cambio, aumenta. No será fácil la reunión de la Reserva Federal del 30-31 de julio y la rebaja de tasas de sus tasas parece acercarse. En esta decisión influirá también la política. El presidente Trump impulsa el nombramiento –estatutario- de dos nuevos miembros del directorio “palomas” de la Reserva Federal y, salvo que las encuestas electorales den muy bien, aumentarán sus presiones para bajar las tasas.*

*En nuestro habitual cuadro sobre la evolución de los mercados desde la asunción de Trump todavía no se ven luces rojas -monedas con variaciones suaves, rendimientos de los bonos de los EEUU y los riesgos de países emergentes en baja, commodities y bolsas todavía firmes-, pero sus cambios pueden ser bruscos. Seguimos pensando que hay riesgos de recesión en algunos países, en parte por los riesgos de burbujas en bolsas y propiedades y deudas públicas y privadas demasiado altas. La cuestión decisiva para el crecimiento global, sin embargo, se jugará en otro campo, a saber, si las tendencias proteccionistas -curiosamente encabezadas hoy por los EEUU- serán moderadas o, lisa y llanamente, afectarán a la propia globalización. Como hemos dicho aquí varias, pensamos que la globalización*

# Esperando a la Reserva Federal, tensiones en aumento y el acuerdo MERCOSUR-Unión Europea

continuará, aunque con más proteccionismo que hasta hace un año. Debería aprovecharse esta situación para corregir las falencias de la globalización, por ejemplo, los excesos de financierismo, la distribución del ingreso muy desigual y la insuficiente protección del medio ambiente.

Aunque nuestro pronóstico fuera acertado, y la globalización tenga continuidad, el comercio global no crecerá como en los últimos lustros, al menos por un tiempo. Por esto y por otras razones, hay quienes se preguntan si era este el momento adecuado para firmar el acuerdo MERCOSUR y la Unión Europea. Nuestra respuesta es afirmativa, pero es bueno desarrollar los argumentos. Primero, los dos principales socios del Mercosur, Brasil y la Argentina, eran hasta el año 2017 las dos economías más cerradas del mundo (1) . En lo que va del siglo XXI, ambos países han estado entre los de menor crecimiento de América Latina. Abrirse negociando con la segunda economía del mundo luce más ventajoso que hacerlo de manera unilateral.

(1) En 2018, otras economías, poco relevante, son más cerradas que las de Brasil y la Argentina, a saber, Burundi, Cuba, Etiopía, Pakistán y Sudán.

Los mercados desde la elección de Trump

|  | 8/11/2016 | 14/6/2019 | 9/7/2019 | 11.19/Nv.16 |
|--|-----------|-----------|----------|-------------|
| <b>Monedas</b>   |           |           |          |             |
| Dólar (DXY Bloomberg)  | 97.86     | 97.57     | 97.477   | -0.4        |
| USD / Euro   | 1.103     | 1.121     | 1.121    | 1.7         |
| Yen / USD  | 105.2     | 108.6     | 108.8    | -3.4        |
| Yuan / USD   | 6.79      | 6.93      | 6.89     | -1.5        |
| Peso AR / USD  | 14.95     | 44.0      | 41.8     | -64.3       |
| Peso BR / USD  | 3.17      | 3.90      | 3.80     | -16.6       |
| Peso MX /USD   | 18.33     | 19.15     | 19.17    | -4.4        |
| <b>Rendimiento Bonos</b>   |           |           |          |             |
| Bono 10 años EEUU  | 1.86      | 2.08      | 2.05     | 19 puntos   |
| Riesgo EMBI emergentes*  | 365       | 382       | 374      | 9 puntos    |
| <b>Commodities(Bloomberg)</b>  |           |           |          |             |
| Oro (Comex)  | 1274.5    | 1344.5    | 1400.5   | 9.9         |
| Petróleo (WTI)   | 45.0      | 52.5      | 57.8     | 28.6        |
| Cobre (Comex)  | 238.0     | 263.1     | 262.7    | 10.4        |
| Soja x bushel  | 1011.3    | 923.5     | 904.25   | -10.6       |
| <b>Bolsas</b>  |           |           |          |             |
| EEUU, S&P500   | 2139.6    | 2887.0    | 2976.2   | 39.1        |
| Europa Bloomberg 500   | 224.8     | 253.6     | 259.9    | 15.6        |
| China, Shanghai Composite  | 3147.9    | 2882.0    | 2928.23  | -7.0        |
| Japón, Nikkei 500  | 1619.4    | 1985.5    | 2026.4   | 25.1        |
| Argentina, Merval  | 17138.4   | 40487.6   | 41755.7  | 143.6       |
| Brasil, Bovespa  | 64157.7   | 98040.1   | 104530.2 | 62.9        |
| México INMEX   | 2819.2    | 2541.5    | 2515.5   | -10.8       |
| Notas. Variaciones último mes: verde, sube; rojo, baja; negro, igual. La columna final de monedas expresa apreciación (+) o depreciación (-) respecto del USD. |           |           |          |             |

## Esperando a la Reserva Federal, tensiones en aumento y el acuerdo MERCOSUR-Unión Europea

*En tercer lugar, la apertura a las importaciones del MERCOSUR, en la mayoría de los rubros, será en el mediano plazo (7 a 15 años), mientras que las de la Unión Europea serán mucho más rápidas. Esto es crucial para dar tiempo a los sectores más sensibles, sobre todo en la manufactura, para invertir, innovar y prepararse para competir. El tiempo lo dirá, y el qué dirá dependerá mucho de los resultados de las elecciones presidenciales de este año, dado que los principales candidatos de la oposición se han manifestado contra el acuerdo. Hay un cuarto punto, de gran importancia, y es cumplir con el artículo 1 del tratado de Asunción de 1991 que establecía que el mercado común que se creaba implicaba, 1) la libre circulación de bienes, servicios y factores productivos entre los países; 2) el establecimiento de un arancel*

*externo común y la adopción de una política comercial común y, 3) la coordinación de políticas macroeconómicas y sectoriales entre los Estados Partes. Nada más y nada menos ¡Cuánto mejor nos habría ido, sobre todo a la Argentina y a Brasil, tomando en serio esta agenda! Pues bien, ahora estamos frente a una nueva oportunidad, con el desafiante aliciente adicional, de sumar gradualmente como socio a la tercera economía del mundo, que es 5 veces mayor que la del MERCOSUR y 24 veces mayor que la de la Argentina.*

**Juan J. Llach**

# PANORAMA INTERNO

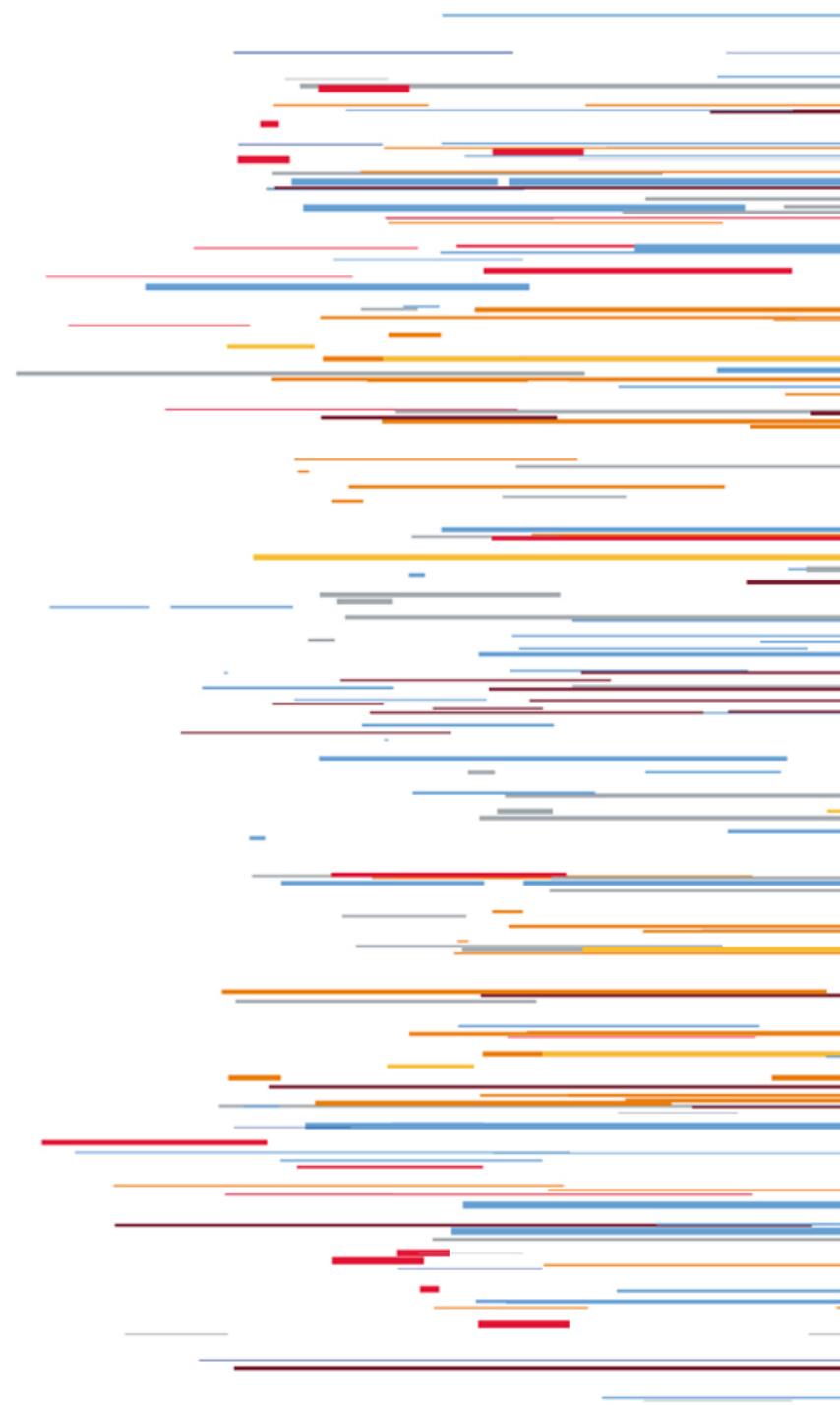
Por Eduardo L. Fracchia



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™



## El comercio exterior hacia el final del mandato

*El intercambio comercial argentino experimentó un conjunto de shocks domésticos importantes durante el inicio del gobierno de Macri, tales como la devaluación, la eliminación/reducción de retenciones y la relajación de las restricciones a las importaciones. Todas las medidas tuvieron como objetivo la mayor apertura comercial, ya que no sólo se pretendieron fomentar las exportaciones sino también las importaciones.*

*Por un lado, el objetivo de incrementar las ventas al exterior tuvo como norte asegurar un mayor ingreso de divisas y recuperar el superávit comercial que se había perdido. De acuerdo con las medidas adoptadas, la intención del gobierno pareció estar destinada a modificar la estructura económica hacia una economía más intensiva en la producción de bienes transables, en particular en aquellos bienes sobre los cuales Argentina posee ventajas comparativas a nivel mundial como lo son los productos agropecuarios. Por otro lado, la relajación de las restricciones para las compras en el exterior pareciera haber tenido un objetivo más bien de disciplinamiento de los precios internos. Si bien las importaciones cayeron en valor, se incrementaron en cantidades. El fuerte crecimiento de las importaciones ocurrió en 2017. Sumado*

*al estancamiento de las exportaciones, terminó agravando de manera importante el déficit comercial.*

*En 2017, la recuperación de la economía combinada con una importante apreciación cambiaria y un mayor grado de apertura comercial supuso la aparición de un nivel de déficit comercial récord. Gran parte de la industria nacional no estaba acostumbrada a competir contra los productos importados y la eliminación de las restricciones a las importaciones se implementó en un contexto de apreciación cambiaria y baja productividad. Frente a esta situación, muchas empresas nacionales se enfrentaron con un escenario complicado debido a la imposibilidad de competir vía precios (el factor más relevante en este contexto). Esto se revirtió devaluación durante 2018 pero hay riesgos de ingresar en una nueva fase de apreciación del peso. El déficit alcanzó los us\$ 8.472 millones, superando ampliamente el anterior record de us\$ 5.751 en 1994. Mientras que las exportaciones crecieron en 2017 apenas 0,9%, las importaciones aumentaron 19,7%. El flojo desempeño de las exportaciones se explica por la contracción de los Productos primarios (-5,7%) y las MOA (-3,7%) que aplacaron la recuperación de las MOI (11,1%) y de la exportación de Combustibles y energía (18,6%). Las*



## PANORAMA INTERNO I

### El comercio exterior hacia el final del mandato

*importaciones, en cambio, crecieron en todos los usos de manera muy importante, destacándose los Vehículos de pasajeros (40,9%), Bienes de capital (23%) y Bienes de consumo (20,9%).*

*En 2018 se observó una persistencia en la tendencia hacia un mayor déficit comercial. Pese a la reacción de las exportaciones el crecimiento de las importaciones siguió alto.*

*En cuanto al comportamiento sectorial de las exportaciones se viene observando una mejora del sector agropecuario, aunque estuvo esto muy afectado por las condiciones climáticas.*

*Las importaciones vienen cayendo a un ritmo muy importante. En general casi todos los rubros de las importaciones presentaron en los casi 4 años de gestión de Cambiemos un importante crecimiento aunque se destaca por su impacto el mayor ingreso de los bienes de consumo importados. Las principales ramas afectadas por la mayor demanda de bienes externos han sido las industrias textil e indumentaria, calzado, alimentos, y bienes de capital, en particular en el segmento PyME.*

*Se espera que el gobierno adopte medidas de política que podrían revertir parcialmente la tendencia al estancamiento de las exportaciones tales como mejorar la competitividad vía precios (depreciación del tipo de cambio real). A mediano y largo plazo, fomentar la apertura comercial de manera sostenible sólo será posible mediante la mejora de la competitividad basada en el crecimiento de la productividad gracias a una mayor inversión.*

*La tendencia de la balanza comercial es hacia un superávit decreciente. El descenso de las importaciones se explica por el tipo de cambio real y por la caída de la actividad económica también está retrasando las importaciones en especial en bienes de capital y maquinarias y equipos vinculado al crecimiento negativo e intenso de la inversión.*

*Para lo que resta del año se espera que los dos factores sigan actuando pero con menor intensidad esperamos mayor apertura comercial, por el deterioro del tipo de cambio real y crecimiento económico amesetado que demandará importaciones.*

*Por el lado de las exportaciones, éstas enfrentan hoy un*



## PANORAMA INTERNO I

### El comercio exterior hacia el final del mandato

*problema potencial de baja competitividad debido al atraso cambiario potencial (altos costos en dólares) y a la baja productividad. La mejora en la productividad de las empresas exportadoras llevará tiempo.*

*El objetivo del gobierno en materia de comercio exterior es continuar abriendo la economía priorizando las exportaciones del sector primario. En este contexto, la única forma de quebrar la tendencia observada en el corto plazo pareciera ser cierto aumento del tipo de cambio real con la cual se pueda contener las importaciones y fomentar aún más las exportaciones.*

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

*Para este año se espera que continúe la tendencia hacia un superávit comercial decreciente que ayuda a cerrar el déficit de cuenta corriente. Si esto ocurre, el año finalizaría con un superávit comercial cerca de los 10.000 millones de dólares.*

*El comercio internacional se está recuperando gracias al*

*crecimiento de las economías centrales. Los precios de los commodities dejaron de caer e incluso algunos comenzaron a recuperarse. En este contexto, la demanda de productos primarios de China, Estados Unidos y la zona del Euro comenzará a revitalizarse. La salida moderada de la recesión de Brasil es una buena noticia para el comercio exterior argentino, en particular, para la industria automotriz local pero aún insuficiente.*

*Es muy probable que estemos frente al inicio de un nuevo ciclo de estancamiento económico mundial y Argentina no debería quedar descolocada. La economía argentina es nuevamente una economía cerrada en términos comerciales, por lo cual, para sumarse a esta nueva oleada de manera sostenible y evitar la famosa “restricción externa”, será fundamental mejorar la competitividad, no sólo mediante ajuste de precios sino fundamentalmente vía productividad. Para lograr esto último, se requerirá de una mayor inversión que sólo se hará presente y de manera sostenible en un contexto de estabilidad macroeconómica e institucional.*

**Eduardo L. Fracchia**

## PANORAMA INTERNO II

### Arrancó el segundo semestre...

*La economía enfrenta un segundo semestre que se percibe amesetado, sin mayor grado de recuperación a pesar de las medidas de política activas que se han implementado como el programa Ahora 12, promoción de ventas de autos cero kilómetro, estímulos diversos y la expectativa que las paritarias le ganen a la inflación. Sin embargo, el marco laboral seguirá tenso con una tasa de desempleo en el entorno de 10 %. La pobreza va a ceder un poco por la recuperación parcial del salario real y por la reducción de la inflación del segundo semestre.*

*La inflación va ir bajando en el segundo semestre, la tasa puede ser de 25 % en 2020 si continúa el esfuerzo fiscal y la prudencia monetaria acordadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En ese contexto, la tasa de interés sigue elevada fomentando el negocio de carry trade dado el dólar estable. Explica en parte la recesión esta tasa asociada a las Leliqs. A su vez, la tasa de la Fed que se bajaría en breve puede ayudar para créditos más accesibles. Argentina precisa renovar su deuda y este escenario es favorable. Se descuenta alguna forma de reestructuración de la deuda pública.*

*Por otro lado, el sector energético corrige su déficit de*

*balance comercial. La energía ha estado en el centro de la escena por el apagón generalizado y por los cortes de La Plata. No hay problemas estructurales en el área de generación, sí desafíos en transporte y distribución. Vaca Muerta se va armando a buen ritmo, todavía el número de pozos que están operativos es bajo comparado con los existentes en Estados Unidos. Tenemos menos del 10 % de los pozos activos de shale gas y shale oil en USA. Este año se estiman 6.000 millones de dólares de inversión en el área. YPF y Techint están muy comprometidas en el megaproyecto como empresas locales. Se está gestionando la infraestructura de transporte para llevar los hidrocarburos a la zona de consumo.*

*El acuerdo con la Unión europea desafía al Mercosur y a nuestro país en particular a estar a tono en productividad en diversas cadenas de valor. Es un aliciente a mayor competitividad. El proceso será muy lento, deben aprobar el acuerdo 28 parlamentos. Hay que ver la letra pequeña de los acuerdos, hay sectores más sensibles donde el tiempo de transición es mayor como por ejemplo el sector automotriz. La visión crítica del acuerdo plantea que se profundiza un patrón de especialización basado en*

## PANORAMA INTERNO II

### Arrancó el segundo semestre...

*materias primas que puede afectar al desarrollo industrial. El acuerdo es por etapas, supone un Mercosur más dinámico. El bloque debe reinventarse con esta aprobación. Es compleja la participación del último socio, Venezuela, en este proceso. El kirchnerismo impulsó la iniciativa de acuerdo Mercosur – Unión Europea pero el que logró concretarla fue Cambiemos con el apoyo de Bolsonaro. El contexto internacional es favorable. Solo dos acuerdos de integración tiene el Mercosur con la figura de TLC: Egipto e Israel. Esto contrasta con lo hecho por Chile y México. Europa que lucía más proteccionista con intentos políticos claros de populismo nacionalista, ha realizado una jugada pro integración. Se trata de un monto aproximado menor de 10.000 millones de dólares tanto de exportaciones como de importaciones entre los bloques. Es poco. Es una cifra a ampliar en las dos direcciones. Por lo tanto, se renueva la clásica discusión proteccionismo vs librecambio. Vivir con los nuestro vs apertura comercial. No obstante, la industria argentina está con bajos niveles de productividad promedio y adolece de falta de inversión.*

*La balanza comercial lleva 9 meses positiva explicada por el descenso brusco de las importaciones. Las exportaciones crecen a ritmo bajo y los precios de la soja no ayudan.*

*El acuerdo con Europa beneficia al sector agropecuario. La constante histórica en este terreno comercial era que el proteccionismo agrícola europeo embarraba la cancha de la globalización a través de los subsidios agrícolas. Esperemos se revierta este patrón histórico. En ese escenario hay que recordar que Brasil tiene mucho más que proteger que Argentina por tener más industria manufacturera. El contexto regional no es bueno porque Brasil sigue frío y con reformas pendientes, por ejemplo en el campo previsional.*

*Las Paso con una diferencia de más de 6-8 puntos podrían complicar el frente cambiario por miedo al regreso del espacio K. La definición de la elección presidencial influye en el comportamiento de la economía en 2020.*

*En ese sentido, en 2020 se estima un rebote de ciclo con una tasa esperable de crecimiento cercana a 2%. El 3.5 oficial es demasiado optimista. Serán claves la exportación y la inversión para dinamizar este proceso. Las acciones han subido y el dólar sigue estable. Estamos ante un verdadero veranito financiero. El desafío es activar la marcha del sector real.*

**Eduardo L. Fracchia**

## PANORAMA INTERNO III

### Las pymes navegando en la recesión

La tasa de desempleo es cercana al 10 % y algo mayor en el conurbano, de 12%. El desequilibrio en el mercado laboral es un escenario que veremos por algunos años. El excedente de mano de obra genera un problema estructural en la economía argentina. Hay aproximadamente 4 millones de ocupados en negro y 6 millones de trabajadores formales. Si tenemos presente que el 45 % de los argentinos no terminó la secundaria, para combatir el desempleo es necesario crear puestos para una calificación profesional más limitada. El desempleo se corresponde con factores cíclicos. Es importante encarar su reducción de manera estructural y para enfrentar este desafío, las pymes son claves por ser netas generadoras de empleo.

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

El mayor problema de las pymes está en la presión tributaria, en el acceso al financiamiento y en el marco laboral. El acceso al crédito es muy limitado en Argentina:

solo 14% del PIB es el ratio de depósitos a producto contra el 80% en Chile o mas del 100% en EEUU. Por otra parte, las pymes representan una porción menor del total de préstamos (el 19%), por lo que el crédito a pymes representa solo el 2,5% del PIB y préstamos de corto plazo. Por otra parte se esperaba con la reforma tributaria de 2017 que algunos impuestos distorsivos disminuyan su participación pero por ahora el impacto neto es marginal.

Se han dado estímulos desde el Estado. El gobierno está trabajando para cumplimentar la ley de pymes. Está impulsada pero cuesta que se difundan estas medidas en el universo pyme. La nueva legislación supone aportes relevantes. Se estima que puede haber una transferencia de recursos en un período de 4 años desde el Estado al sector privado que es significativa. La ley de emprendedores, por otra parte, es funcional a esta dinámica de mejora del mercado laboral. El Plan Empalme ha caído bien como propuesta (Cámaras, sectores) pero hay que estimular la oferta por si los incentivos no son suficientes para salir de la zona de confort de los planes sociales. Siempre los planes dan cierta seguridad. Por el Plan Empalme se accede con una determinada "dote" a la compañía receptora.



## PANORAMA INTERNO III

### Las pymes navegando en la recesión

*Los programas de beneficio fiscal y descuento de cheques deben llegar de modo más masivo al universo de 800.000 pymes del país. El programa Academia Pyme es valioso como instancia de capacitación. Este se complementa con el Programa Radar de productividad que permite hacer un benchmark con otras compañías.*

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

*relevante para el sector que debe aprender a capitalizarlo.*

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

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

**Eduardo L. Fracchia**

# PANORAMA POLÍTICO

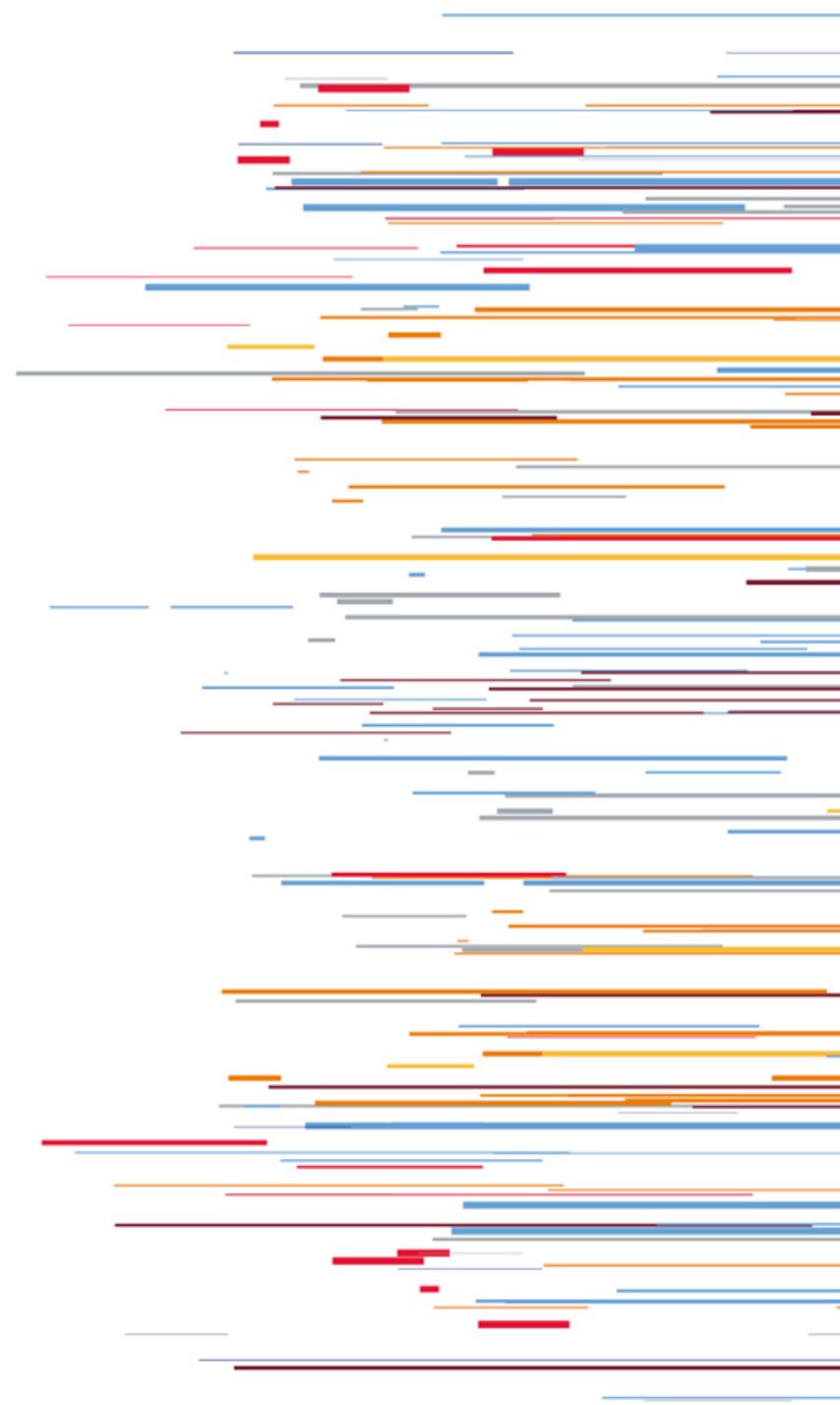
Por Eduardo L. Fracchia



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™





# PANORAMA POLÍTICO

## A un mes de las PASO

*La economía toma como insumo relevante a la política, especialmente en este segundo semestre de grandes definiciones para el mediano plazo por las elecciones.*

*Generalmente los oficialismos no ganan elecciones en un contexto económico recesivo. Al menos es lo observado en la corta experiencia de nuestra democracia. A favor del gobierno, con 7 elecciones de medio término ganadas, en 6 oportunidades se logró el triunfo en las generales.*

*Las encuestas son todavía preliminares. Las PASO serán la gran encuesta que recibirá la fuerza de una polarización que perjudica a Lavagna. Cada elección irá polarizando más al electorado. En este sentido, la primera vuelta estimulará al voto útil o estratégico, la segunda vuelta mucho más por definición cuando queden solo dos candidatos.*

*Las Paso no vienen funcionando como internas abiertas. Todavía no podemos replicar el caso uruguayo con competencia al interior de los partidos como vimos recientemente.*

*Macri viene recuperando imagen por el veranito financiero. Esto es, bonos más estables, Bolsa mejor, dólar tranquilo y*

*descenso del riesgo país. Por otra parte, las medidas contracíclicas pueden influir parcialmente en el consumo. Con paritarias mejores que la inflación, se podría dar cierta U moderada en el segundo semestre.*

*Se habla de la crisis de partidos en Argentina, ahora funcionamos sobre todo con “espacios”.*

*Si las Paso se complican y Macri queda entre 6 y 10 puntos detrás de Fernández-Fernández, hay riesgo de corrida. No obstante, existen reservas internacionales netas para contener al dólar. Además está el apoyo del FMI según se negoció recientemente para usar dólares que moderen al tipo de cambio.*

*Macri pretenderá capitalizar electoralmente la alianza con la Unión Europea, la reducción de la inflación, las obras de infraestructura ejecutadas, la buena cosecha y el inicio del megaproyecto de Vaca Muerta.*

*Los dos principales opositores han dialogado con el Fondo y esto es valioso para desactivar los fantasmas del default, pareciera que vamos a una renegociación de los compromisos asumidos con el FMI.*

# PANORAMA POLÍTICO

## A un mes de las PASO

La imagen de los tres principales presidenciables es baja tornándose una elección con candidatos de atraktividad limitada.

El peronismo está omnipresente. Sabemos que es ideología, partido, cultura y movimiento a la vez. Actualmente, según plantea Rosendo Fraga, es sobre todo la cultura peronista la que aparece en todo el espectro electoral.

Pichetto corre un poco hacia la derecha a Cambiemos. El voto Pro es de gente mayor, Espert toma voto joven. Espert impulsa mayor ajuste con decisión para encarar las reformas pendientes que el gobierno aún no planteó. Respecto a Carrió, sigue en silencio y moderada, ha perdido protagonismo como supo tener durante 2015 cuando armó Cambiemos junto a la UCR.

El corte de boleta es clave para María Eugenia Vidal, no es el mejor momento para su elección ir junto a Macri. Enfrenta a una fórmula de Kicillof y Magario que es competitiva. Los intendentes no van con Kicillof, aspiraban a poner un candidato para la gobernación de la provincia de Buenos Aires. Sin embargo, el kirchnerismo viene de perder elecciones en 2013, 2015 y 2017. Massa sacó 20 puntos en las Paso de 2015 y lo mismo en primera vuelta. Puede sumar buenos

puntos al Frente de Todos. La izquierda se encuentra limitada en votos potenciales y con tensiones internas. La UCR está más contenida paradójicamente con la llegada de Pichetto.

Muchos gobernadores, alrededor de 13, se han manifestado a favor del Frente para todos. Lavagna pierde con la polarización, le falta aparato.

Se puede conjeturar que el 70 % de los votos de Lavagna pueden ir a Macri. Para el caso de Espert y Gómez Centurión, el 90% pueden ir a Cambiemos. En el conurbano es clave para Cambiemos descontar algo en la tercera sección electoral que es justicialista. No han aparecido en esta elección políticos con proyección potencial nacional salvo los casos de Uñak y de Perotti.

El voto anti grieta, el camino del frente a entre la polarización, era atractivo pero faltó oferta electoral. Si el gobierno pretende un segundo mandato, es clave que tenga apoyo popular en diputados y senadores para tener masa crítica para impulsar las reformas pendientes. Básicamente, la previsional, la laboral y la tributaria.

Este texto del 11 de julio, a un mes de las PASO, está supeditado a cambios que han sido importantes en el terreno electoral de los últimos meses.

**Eduardo L. Fracchia**

# PANORAMA COYUNTURAL

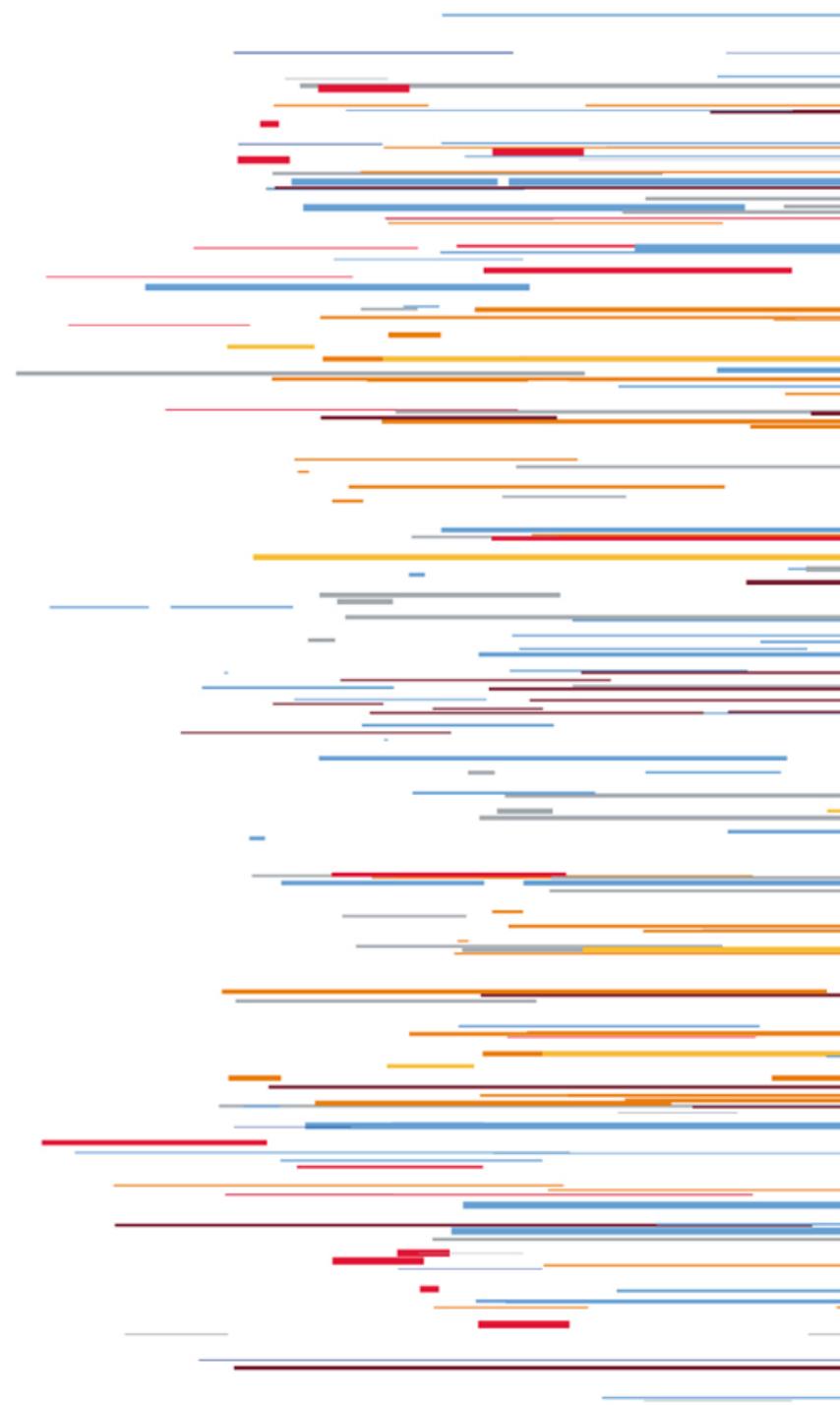
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™



# Desafíos económicos en la encrucijada de un año de elecciones presidenciales

*Promediando el último año de mandato del presidente Macri, la economía parece con menores tensiones. Luego de la volatilidad y tensiones cambiarias del primer trimestre el año, el aumento de espacio de intervención de la autoridad monetaria parece tener los efectos deseados. Las nuevas posibilidades de intervención actúan como un instrumento más para la regulación cambiaria. No obstante, tras un año de inflación persistente los desafíos siguen siendo importantes.*

*Las distorsiones nominales derivadas del sendero inflacionario de cierta aceleración continúan estando presentes lo cual ejerce efectos negativos sobre la esperada reactivación de la actividad. Si bien los datos de actividad comparados con el año anterior continúan en un segmento negativo, notamos una incipiente reactivación mensual. El Estimador Mensual de Actividad (EMAE) se recupera desde diciembre 2018, aunque el intento de corregir los desequilibrios está siendo muy costoso en términos de actividad.*

*Por lo tanto, se presentan desafíos de política económica en el contexto de un año de elecciones presidenciales. Esos desafíos se derivan de la necesidad de gestionar un sendero de estabilidad en tres frentes: cambiario, fiscal y de actividad económica.*

*Respecto al primero, las variaciones del tipo de cambio están históricamente relacionadas al problema inflacionario. Ante pérdidas de poder adquisitivo de los ingresos por aumentos de precios internos, el ahorrista medio dolariza sus activos. Se agrega cierto problema idiosincrático que sesga hacia la tenencia de dólares, esto ralentiza los efectos de un programa de estabilización. Ante la aparición de pequeñas tensiones en la economía, la gente se traslada hacia el dólar eliminando los avances del programa. En concreto, la posibilidad de tensiones no está ausente en el mercado cambiario y, más aún, con un candidato opositor que no responde a lo que espera el mercado.*

*En ese sentido, la intención de voto no menor sobre la fórmula Fernández-Fernández ejerce tensiones dada la incertidumbre de un posible plan de gobierno de sesgo populista y la vuelta a las restricciones financieras y cambiarias.*

*Los fundamentales de ese proceso no solo se sitúan en el lado técnico sino, claramente, la incertidumbre política es un factor que se torna relevante.*

*Respecto al frente fiscal, el gobierno está realizando un gran esfuerzo para arribar al equilibrio de las cuentas públicas. El objetivo es deseable, pero hay un matiz no menor respecto a*

### Desafíos económicos en la encrucijada de un año de elecciones presidenciales

la celeridad por arriba a ese objetivo. Al constatar cuál sería la dimensión del costo económico que hay que pagar para esto, es difícil sostener esa posición. En la medida que los indicadores socioeconómicos sean desfavorables, el equilibrio fiscal estará en segundo plano; y esto es parte de la problemática de las políticas procíclicas que en nuestro país se presentan con gran frecuencia. Lo esperable es una expansión de gastos en una fase recesiva en lugar de un recorte de presupuesto, es decir, un accionar contracíclico.

Si la economía no sostiene la recuperación, el mercado de trabajo no generará nuevos puestos y el consumo tampoco se reactivará. Esto no es favorable para un gobierno que busca la reelección.

El tercer frente está afectado por el escenario económico recesivo y de elecciones con lo cual se genera la necesidad de aumentos en las erogaciones públicas con vistas a generar efectos expansivos, es decir, una gestión fiscal contracíclica. Nuevamente, una de las causas de las crisis de nuestro país es el sesgo procíclico de las políticas esencialmente sobre el lado fiscal en el contexto donde la fuente madre de ingresos que financian la economía en su conjunto es el comercio externo. A lo que se suma que, en

otros casos, no tenemos en cuenta que es necesario suavizar los ciclos expansivos. Establecer ajustes importantes en la política fiscal en fases de recesión, ir a favor del ciclo, es ampliar las condiciones para sostener la caída. Por otra parte, en períodos de crecimiento fuerte de la demanda agregada, se debe identificar la fuente del crecimiento. Si la misma se sitúa del lado del consumo, es necesario que la inversión tenga más dinamismo. De lo contrario, la activación del canal de precios se hace más frecuente y profunda. Salir del ciclo implica, entonces, políticas fiscales anticíclicas y motivar el crecimiento de largo plazo a través de la inversión en lugar de sesgarse sobre el consumo.

En ese sentido, también hay ciertas dudas derivadas de los efectos de la necesidad imperante de estabilizar la economía sobre la actividad. Sin dudas, es un punto a considerar en el marco del acuerdo con el FMI y ante el balance que destacan las consultoras de opinión respecto a la imagen de la fórmula del oficialismo y la oposición. Designar a Pichetto como segundo en la fórmula de Macri fue un acierto político, aun sabiendo que no era un factor para sumar votos. Sin embargo, estos aspectos dependen de las características y alcance político de la gestión del plan estabilización.

### Desafíos económicos en la encrucijada de un año de elecciones presidenciales

*Un plan de estabilización debe tener un acuerdo político amplio, más aún si existe cierto desgaste en la gestión de política. Siendo el último año, hay un gran nivel de incertidumbre respecto a la probabilidad de éxito. Uno de los puntos fundamentales es lograr un acuerdo coordinado y sistémico acerca de la formación de precios a los efectos que los formadores tengan incentivos a ajustar con la mínima frecuencia posible. Otro de los puntos es ampliar la política de ingresos, pero para esto, como dijimos anteriormente, el objetivo estricto de déficit cero debería revisarse.*

*Ante la ausencia de un acuerdo sistémico entre todos los sectores, formadores de precios de la economía y gran mayoría de la política, va a ser difícil para ambas opciones de gestión futura que la economía crezca sostenidamente sin tensiones. La credibilidad de los agentes económicos sobre los planes de gobierno de ambos signos políticos es algo débil. En ausencia de un acuerdo que genere consensos y coordinación, las soluciones que se puedan obtener serán de un horizonte corto de tiempo.*

*En la medida que la economía se estabilice, es lo que notamos en el segundo trimestre del año sin olvidar la probabilidad de la vuelta a la volatilidad, la gestión tendrá cierto margen de negociación y no estará tan abrumada por*

*la crisis. El directorio del FMI parece haber tomado la lección, en cierto grado, de la crisis de 2001. Posturas extremas que se sostengan en la regla permanente no son consistentes en un mundo globalizado, de grandes cambios y para una economía que, por ahora, está integrada comercialmente a través de materias primas cuyos precios se pueden modificar súbitamente. Con frecuencia no tenemos en mente algo fundamental: la restricción externa siempre está presente, aún en el escenario posible de cierta holgura si el proceso de libre comercio con la Unión Europea se lleva a cabo de manera correcta.*

*En suma, la necesidad histórica de coordinación de la economía argentina y la minimización de los ciclos se debe establecer en un marco de acuerdos intersectoriales. Sin dudas, desde esos factores la política económica encontrará finalmente un sendero sustentable. Un año electoral parece ser una oportunidad para ese objetivo.*

**Martín Calveira**

# PRECIOS Y SALARIOS

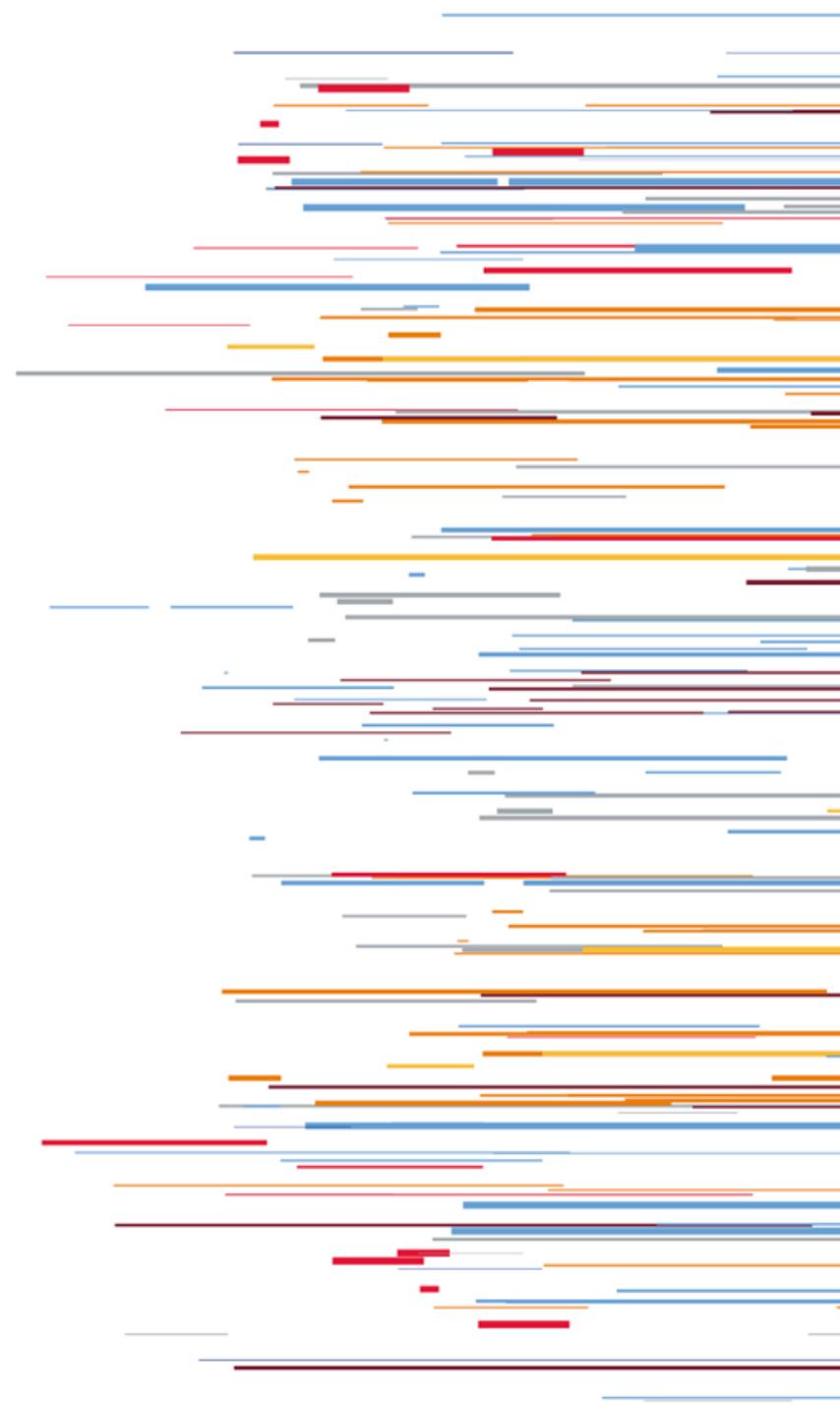
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL

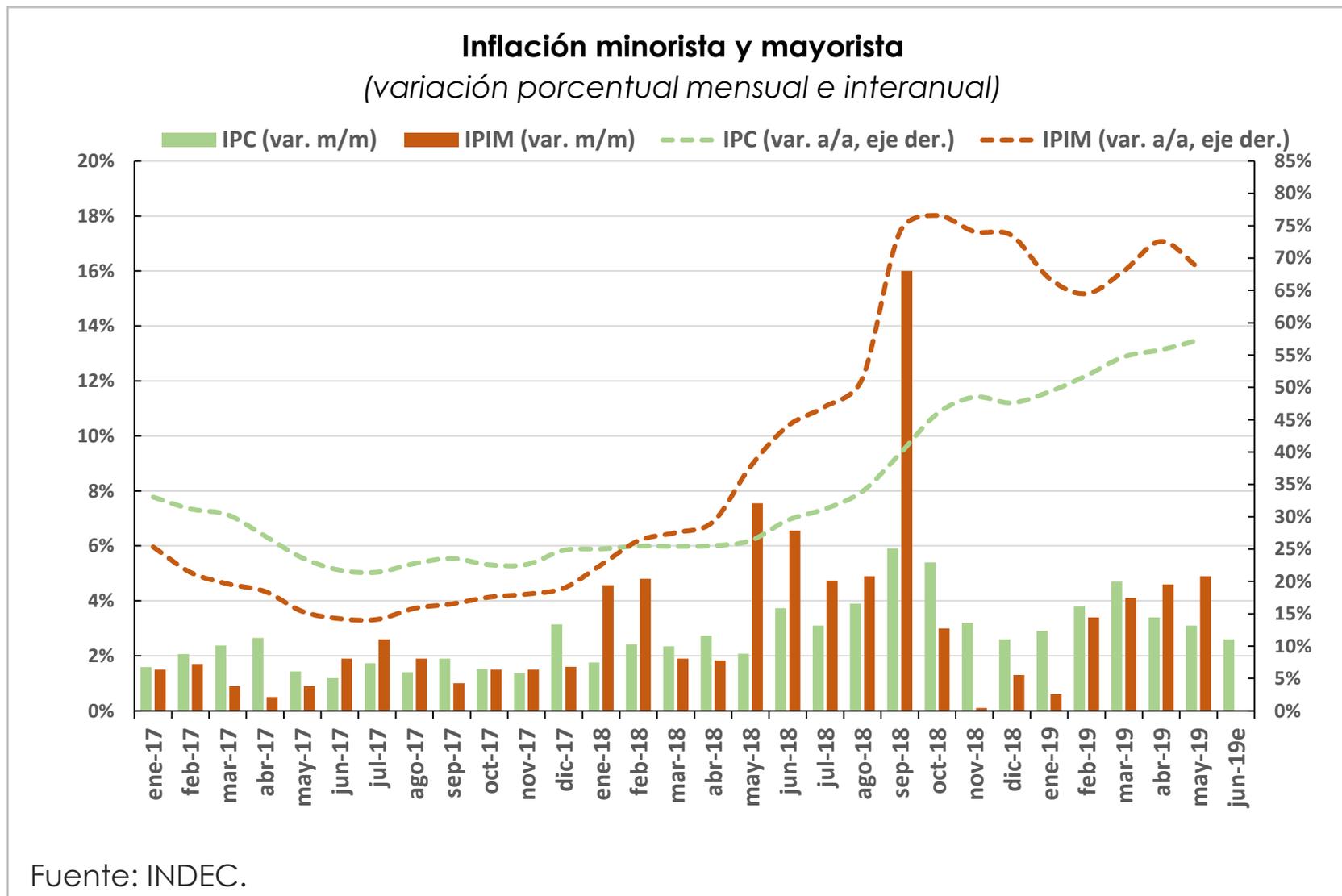


Cohen™



# PRECIOS Y SALARIOS

## Inflación minorista y salarios



Fuente: INDEC.

- La inflación mensual minorista se situaría en el **2,6%**, continuando el **descenso iniciado en abril**. El promedio de las proyecciones privadas estiman que el proceso de desinflación se sostuvo durante junio de 2019.
- El salario nominal registró una **variación positiva de 36,7% a/a en abril**. Si se ajusta por la inflación del mismo período, evidencia un retroceso de 19% respecto de abril de 2018.

# PRECIOS Y SALARIOS

## Resumen

- Las **proyecciones de junio** estiman que se sostendrá 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, es posible que se generen condiciones relativamente favorables para la recuperación de la actividad económica.
- Luego del pico de inflación de 2019 durante marzo (4,7%), los efectos de la **contracción monetaria** y la **política de convergencia al déficit primario fiscal** parecen estabilizar la dinámica del índice de precios y las expectativas.
- Las **proyecciones para el corriente año** se encuentran en niveles inferiores respecto a las de mayo. El **Relevamiento de Expectativas de Mercado** (REM) que realiza el Banco Central, establece un crecimiento de la inflación para los próximos 12 meses (junio 2019-junio 2020) de 30,8% 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 Y SALARIOS

## Resumen

- Las proyecciones de junio sitúan a la inflación en torno al 2,6% mensual. Esto conformaría un tercer mes consecutivo de disminución del índice. 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 segundo trimestre del año genere un mayor espacio de certidumbre sobre la política económica. Por este motivo, el Banco Central decidió bajar la tasa de interés a partir de julio y minimizar los costos sobre la actividad económica.
- Si las proyecciones sobre el índice mensual de precios se confirman, la inflación de este año debería situarse en 40%. Si bien un nivel alto que genera la necesidad de un mayor énfasis de la política económica dada las distorsiones y descoordinación derivadas sobre la estructura económica, sería inferior al de 2018 (47,6% anual). No obstante, los resultados finales del año dependerán de lo que ocurra en el segundo semestre el cual está marcado por el accionar político en campaña electoral.
- Mientras que las proyecciones de junio para la variación del IPC Núcleo (indicador que excluye precios regulados y estacionales), con un peso relativo superior sobre el índice, también se sitúa en torno al 2,6% mensual lo que resultaría en un 41,5% anual.
- El nivel general de precios mayoristas estimado por el índice IPIM del INDEC registró un crecimiento del 4,9% mensual durante mayo de 2019, acumulando un 18,8% en lo transcurrido del año. Esta dinámica se explica como consecuencia de la suba de 5% en los Productos nacionales y de 4,1% en los Productos importados.



# PRECIOS Y SALARIOS

## Resumen

- El costo de la construcción estimado por el Índice del Costo de la Construcción (ICC) en el Gran Buenos Aires registra un aumento de 3% en mayo de 2019 respecto de abril de 2019. Este resultado surge como consecuencia del alza de 2,1% en Materiales, Mano de obra en 3,6% y 3,3% en otros Gastos generales; notando una disminución favorable en la tasa de crecimiento respecto a la que se había registrado durante abril (5,5%).
- Es determinante para el desempeño macroeconómico que las propuestas de la agenda política se establezcan en un sendero de coordinación y clara identificación de la perspectiva que cada gestión de gobierno adopte en un potencial mandato. Los fundamentales macro y microeconómicos deben interactuar en un contexto de certidumbre cuando el objetivo es converger a niveles de inflación menores. Contrariamente, se torna muy posible que la economía se enfrente a nuevos eventos de volatilidad que descoordinen las decisiones de precios y consumo.
- Adicionalmente, hay que observar que sin nuevas modificaciones de la política tarifara y con un tipo de cambio estable, las variables nominales de la economía tendrán factores de estabilización. En ese escenario se espera la recuperación de la demanda real de consumo.
- Como mencionábamos en el informe de junio, la estabilización de 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. En ese sentido están las decisiones de postergación de nuevas revisiones de tarifas de servicios públicos.



## PRECIOS Y SALARIOS

### Resumen

- El poder adquisitivo de los salarios se viene ajustando respecto a la dinámica de precios domésticos. Si bien la dinámica de precios internos muestra signos estables, el aumento continúa por encima del ajuste de salarios nominales. En consecuencia, se observa, en tanto no se observe una recuperación de la actividad a través de la inversión, una disminución en el consumo y, ante la permanencia de esos diferenciales, se producen deterioros dinámicos en la estructura social. En ese sentido, la variación del salario real total de abril de 2019 evidencia un retroceso del 3,1% en términos acumulados respecto a diciembre de 2018.

# ACTIVIDAD ECONÓMICA

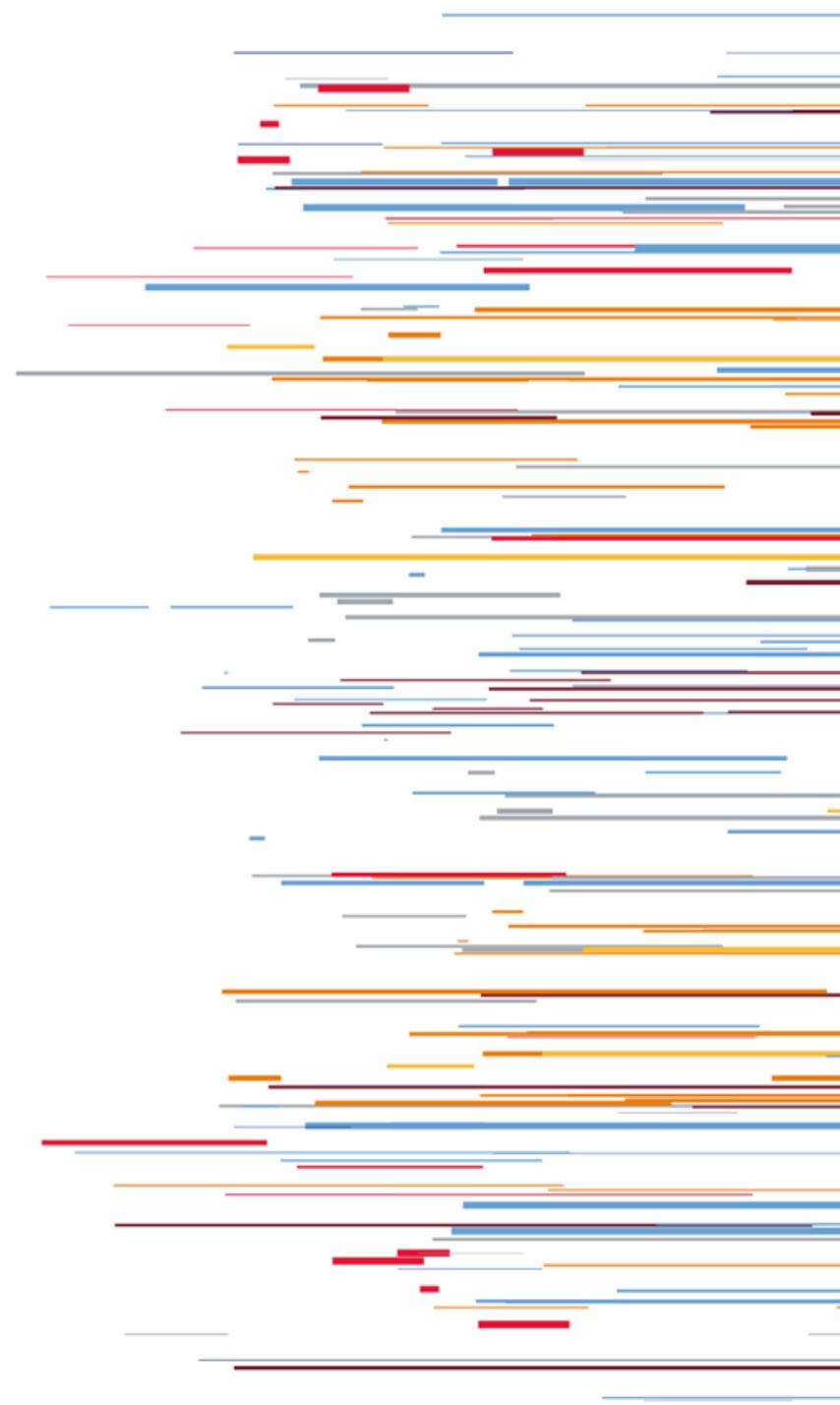
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL



Cohen™

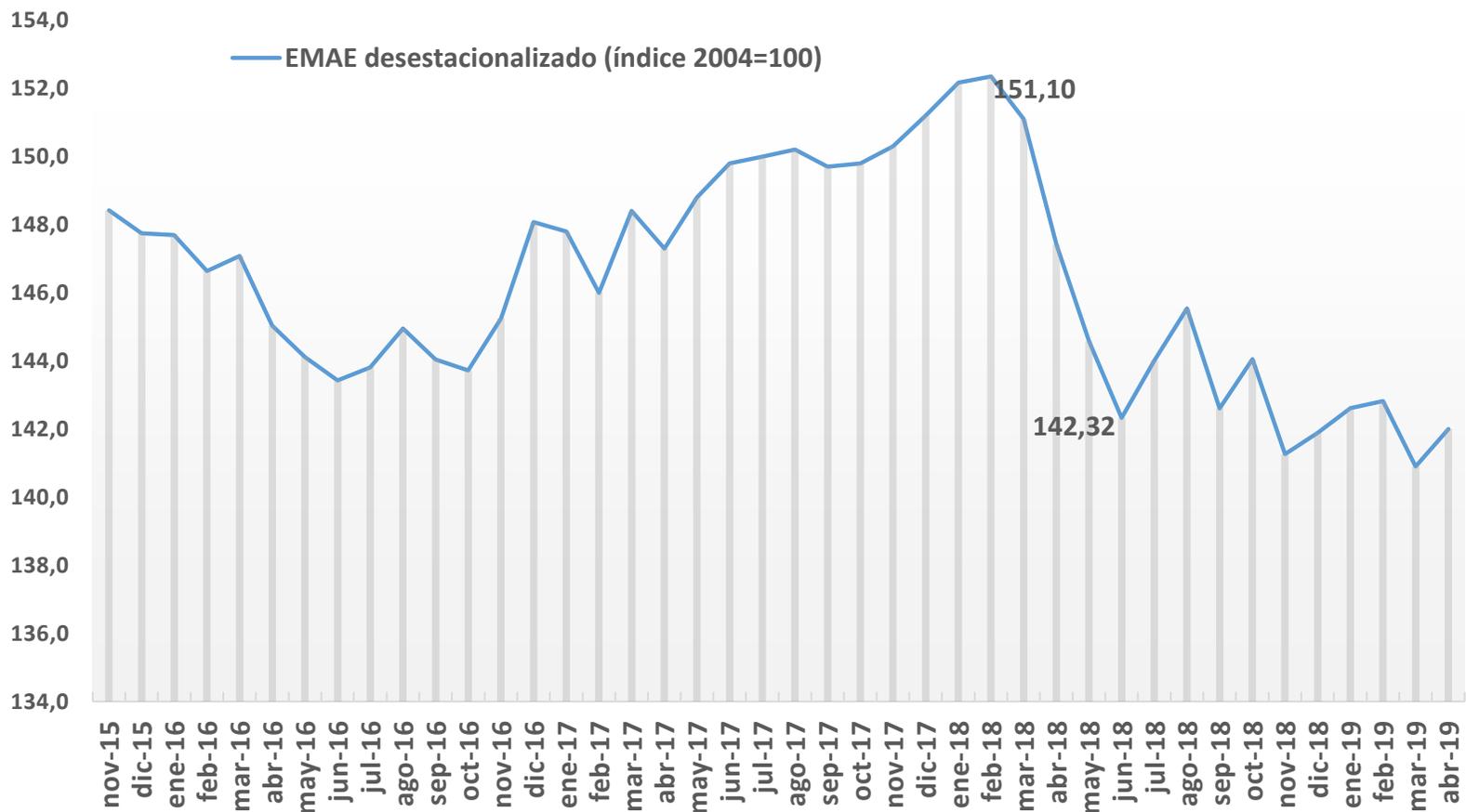


# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Pronóstico incierto de recuperación respecto a la frecuencia mensual de la actividad

### Actividad general

(EMAE desestacionalizado, Índice 2004 = 100)



Fuente: INDEC.

- La actividad mensual sostiene cierta reversión del plano negativo durante el primer cuatrimestre del año. El estimador mensual de actividad (EMAE) acumula un crecimiento desestacionalizado durante ese período de 0,1%.
- El crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del primer trimestre del año se estableció en el segmento negativo. Aunque en comparación con el último trimestre de 2018, se contrajo 0,2%.

# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Resumen

- Las **estimaciones de crecimiento** para ese año continúan siendo negativas aunque la caída estimada es de menor magnitud a las mediciones anteriores. La **gestión de política económica** deberá coordinar y administrar el sesgo contractivo de la estabilización ya que sus efectos son costosos.
- La **estimación mensual de la actividad** (EMAE) se sostiene con un crecimiento incipiente de 0,1% acumulado durante el 2019 en términos desestacionalizados. El **sostenimiento del crecimiento** es sustancial sobre las condiciones para la recuperación económica en términos real.
- No obstante, los datos del EMAE-INDEC correspondientes al primer cuatrimestre del año aún convergen en un **escenario contractivo en estimación interanual**. El resultado nota una **reducción mensual acumulada** de 4,6% respecto al mismo período de 2018.
- Mientras que la **estimación del PIB** para el primer trimestre registra una contracción interanual de -5,8%. La actividad económica se sostiene en un sendero recesivo en la comparación interanual.
- El desempeño de la **industria manufacturera** de mayo, medido por el Índice de Producción Manufacturero (IPI) del INDEC, resultó en una baja de 6,9% respecto al mismo mes de 2018.
- La **producción de la industria PyME** reitera su desaceleración respecto a la contracción mensual. El índice de producción industrial publicado por la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) cayó 3,7% en mayo de 2019 respecto al mes anterior.



# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Resumen

- La **actividad de la construcción**, estimada por el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), muestra signos de recuperación en la frecuencia mensual. La estimación de mayo de 2019 resulta en un crecimiento desestacionalizado de 2,3% respecto al mes anterior.
- Las perspectivas de los **sectores relacionados con el consumo** nuevamente no son favorables a pesar de la incipiente fase desinflacionaria. Durante el primer cuatrimestre de 2019 se registró una variación negativa interanual promedio en centros de compras y supermercado de -17,5% y -12,5% a precios constantes, respectivamente.



# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Desarrollo

- Las perspectivas económicas para 2019 aún se establecen en el plano contractivo entre puntas pero con cierta recuperación en el contexto de incertidumbre desde el campo político. Este último conforma un desafío no menor para la política de estabilización.
- Ese desafío de la gestión económica está determinado por el sesgo contractivo del programa de estabilización monetaria ejecutado por el Banco Central luego de un año de fuerte volatilidad cambiaria con aumento del ritmo inflacionario, y sus efectos potenciales sobre la recuperación económica.
- En el contexto de un período en el cual las variables nominales como el tipo de cambio y los precios parecen estabilizarse, es menester que el alcance de la gestión de estabilización deje un espacio para comenzar a morigerar los efectos negativos sobre la demanda agregada. La autoridad monetaria parece situarse en ese sentido tras la decisión de un nivel menor de tasa de interés de referencia a partir del mes de julio.
- Durante el cuatrimestre de 2019, el indicador mensual de actividad (EMAE desestacionalizado) del INDEC acumula una contracción de 4,6% 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 estimación provisoria del Producto Interno Bruto (PIB), en el primer trimestre de 2019, resulta en una caída de 5,8% con relación al mismo período del año anterior. Debemos observar que la comparación interanual refleja la diferencia del buen desempeño que la actividad tenía hacia principios de 2018 frente a los costos sobre el crecimiento económico derivados de los eventos de volatilidad e inflación que se estiman en la medición del trimestre de 2019.

# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Desarrollo

- El PIB desestacionalizado del primer trimestre de 2019, con respecto al cuarto trimestre de 2018, arroja una variación de -0,2%. Mientras que la tendencia muestra una variación positiva de 0,1% marcando el escenario de recuperación mensual.
- La dinámica de la actividad industrial de mayo, medida por el IPI, nota una caída de 6,9% interanual. El acumulado del período enero-mayo de 2019 registra una disminución de 9,8% respecto a igual período de 2018. Sin embargo, la evolución comparada con el mes precedente (términos desestacionalizados), el índice evidencia una variación positiva de 0,6% contribuyendo a la tendencia expansiva de los dos primeros meses del año.
- La producción industrial PyME se contrajo interanualmente 6,5% durante mayo, aunque la caída se desacelerada nuevamente. En términos intermensuales, la producción disminuyó 3,7% respecto de abril de 2019.
- El sector industrial PyME muestra matices. Si bien la producción agregada disminuyó, de acuerdo a las estimaciones del sector durante mayo, se observaron más empresas con señales de recuperación, especialmente en los rubros Alimentos y bebidas y Productos electro-mecánicos e informática. A su vez, es importante que el sector se recupere dada su capacidad potencial de generación de empleo.
- En el sector de la construcción también se observan factores positivos. Si bien la actividad, reflejada en el ISAC, muestra una caída de 3,4% interanual durante mayo de 2019, el índice de la serie desestacionalizada muestra una variación positiva de 2,3% respecto al mes anterior. A su vez, el índice serie tendencia-ciclo registra una variación positiva de 0,9% respecto al mes anterior.



# ACTIVIDAD ECONÓMICA

## Desarrollo

- Respecto a la demanda del sector, durante mayo se reiteró la disminución en la actividad inmobiliaria aunque a una tasa decreciente en la comparación interanual. La cantidad total de las escrituras de compraventa de inmuebles en CABA evidenció una contracción de 46,2% respecto del nivel de mayo de 2018. Contrariamente, las cantidades de actos celebrados aumentaron 15,3% respecto de abril de 2019. Por el lado de las escrituras con hipotecas, la dinámica interanual fue negativa. Durante el mes se observó un descenso interanual de 85,1%.
- 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 cuatrimestre del año, las ventas de supermercados registraron disminuciones del orden de 12,5% y, en centros de compras, de 17,5% a precios constantes, respecto al mismo período de 2018. Sin embargo, a precios corrientes, se relevaron aumentos de 41,5% en supermercados y 25% en centros comerciales. Si bien son aumentos de importancia, el efecto precios subyace nuevamente a esa dinámica.

# SECTOR FISCAL

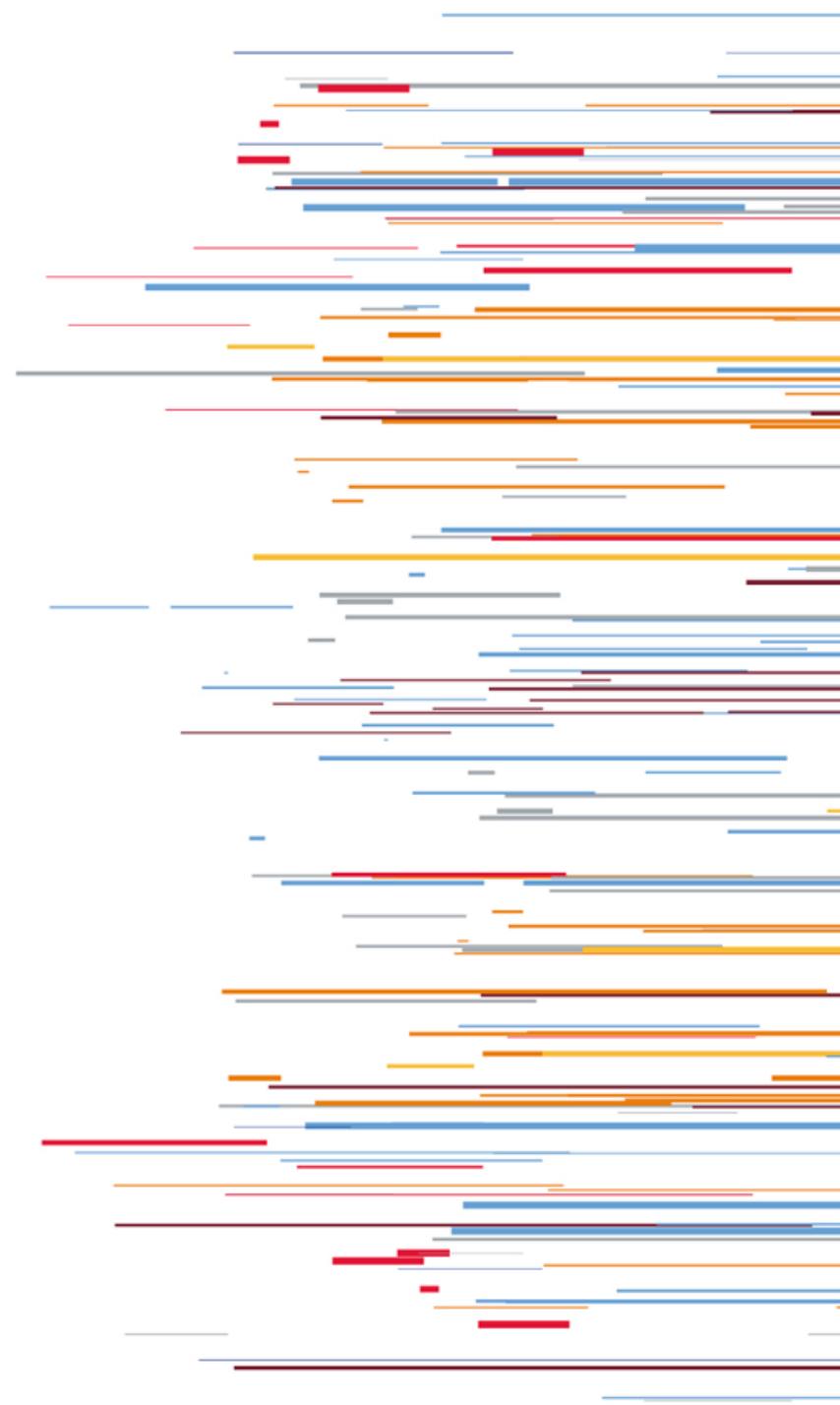
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL

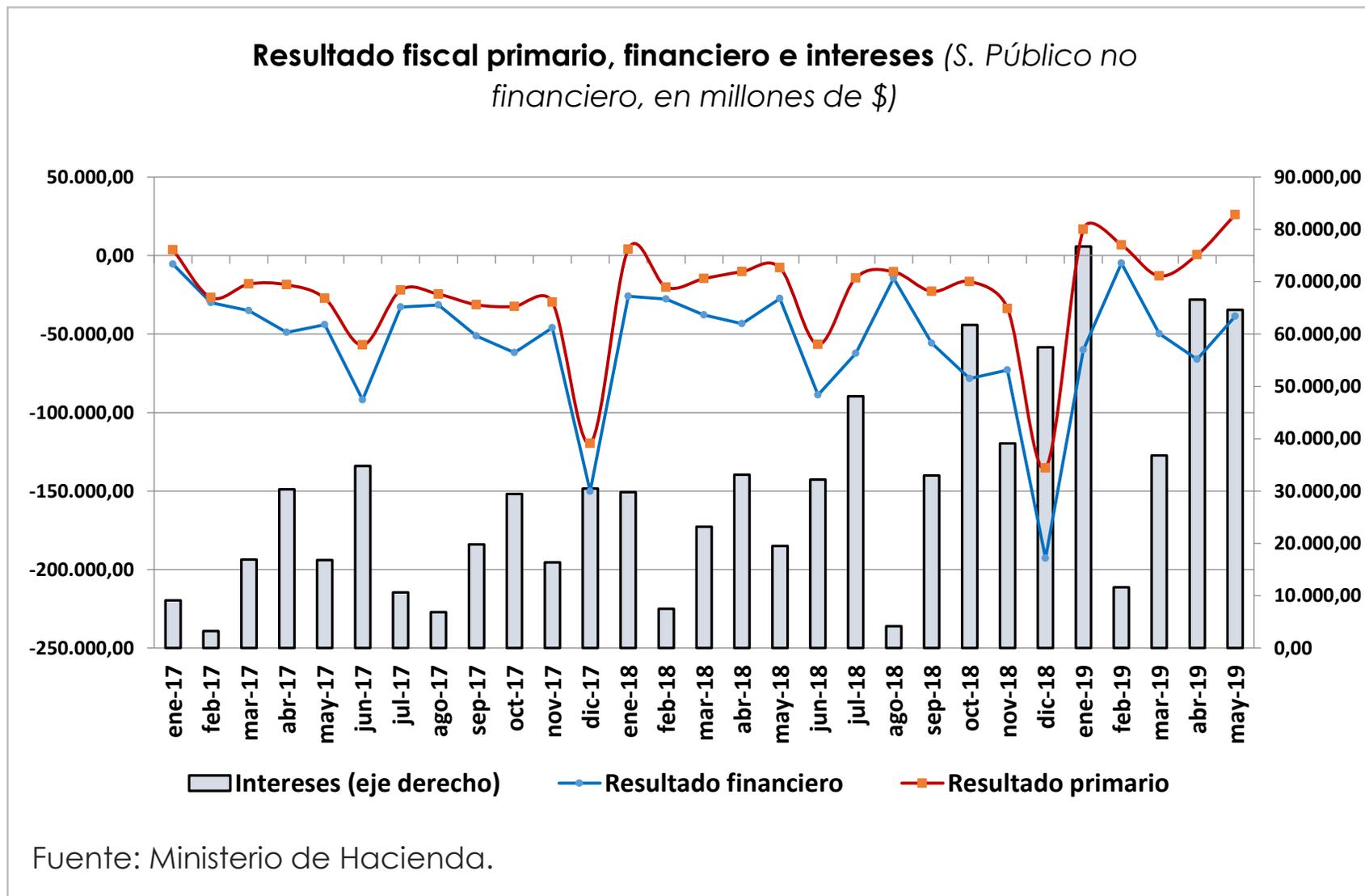


Cohen™



# SECTOR FISCAL

## Tendencia al equilibrio de las cuentas fiscales



- **El superávit fiscal global se sostuvo durante junio.** La gestión fiscal continuó evidenciando resultados positivos en el cumplimiento de las metas de déficit primario cero.
- **El déficit financiero registró un crecimiento interanual del 41% durante los primeros cinco meses del año.** Las erogaciones por intereses aumentaron sustancialmente en 126% 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.
- Durante el mes de junio de 2019 también registró **superávit primario** siendo el cuarto mes del año con ese desempeño.
- El resultado fiscal primario del mes de junio se explica por el **mayor crecimiento interanual de los ingresos tributarios** (52,9%). Destacándose los **ingresos derivados del comercio exterior** dada la mayor liquidación de granos y oleaginosas (115%).
- Mientras que el resultado registrado de los primeros cinco meses del año se sostuvo en un **superávit primario acumulado** de \$ 36.819 millones, sosteniendo el cumplimiento de la gestión de la política fiscal anual.
- Respecto al resultado financiero, las mayores **erogaciones interanuales en concepto de intereses** de 231% en mayo de 2019 determinaron el aumento del resultado negativo del orden de 41,3%. Mientras que en el acumulado del año 2019, el **déficit financiero** totalizó \$-219.489 millones, esto es un aumento anual de 35% respecto al mismo período de 2018.
- Durante mayo de 2019 el **pago de los intereses de la deuda pública** ascendió a \$ 64.608 millones.



## SECTOR FISCAL

### Desarrollo

- Tras la aprobación de la cuarta revisión del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el sostenimiento del superávit primario es una condición central. En este sentido, la reactivación económica continúa siendo un desafío 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 a los efectos de generar finalmente un espacio fiscal sustentable para la gestión fiscal.
- Ante la recuperación de la actividad económica y la desaceleración de la dinámica de precios, la recaudación tributaria debería comenzar a crecer en términos reales acusando un factor de sustentabilidad para el sector público. El aumento del poder adquisitivo de los ingresos públicos amplía el espacio de gestión futura de los hacedores de política.
- Durante los primeros cinco meses del año la variación acumulada evidencia un aumento de 43,4% en los ingresos y 32,9% de los gastos en relación al mismo período de 2018.
- Desde la perspectiva macroeconómica, el camino hacia el equilibrio de las cuentas fiscales es equivalente a eliminar la posibilidad futura de financiar desequilibrios con emisión monetaria. Ese proceso es costoso en términos de actividad dado que los mercados deben enfrentar las restricciones que impone la política económica.
- La gestión fiscal intenta matizar el marcado efecto contractivo sobre los ingresos con los programas de precios acordados, lo cual se observó en la desaceleración del nivel general de precios. El objetivo se sostiene en expandir el ingreso disponible que dinamice el consumo y así, la demanda agregada se sitúe sobre un segmento de recuperación.



## SECTOR FISCAL

### Desarrollo

- En términos nominales, durante mayo se registró un aumento interanual de 55,2% alcanzando los \$ 296.861 millones por recursos tributarios. 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 36,7% respecto de mayo de 2018. Mientras que el acumulado enero-mayo 2019 se estableció en 33,8% superior al mismo período de 2018.
- Por el lado financiero, que incluye el pago neto de intereses de la deuda pública, se registró un crecimiento del déficit de 41,3% respecto de mayo de 2018. Los intereses de deuda devengados constituyeron un aumento de 231% interanual. Mientras que el promedio del período enero-mayo de 2018 las erogaciones por intereses fueron de \$ 22.631 millones, durante el mismo período de 2019 el promedio fue \$ 51.261 millones, es decir, un crecimiento interanual de 126%.
- El déficit financiero acumulado del período enero-mayo de 2019 presentó un crecimiento de 35% respecto al mismo período de 2018. Si bien esto se traduce en necesidad de financiamiento, notamos nuevamente que se constituye como 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 sostiene 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. Sin embargo, ese proceso no está libre de costos. Si bien el aumento del déficit financiero a causa del peso de los intereses es un factor de importancia relativa para las administraciones siguientes, es esencial que este proceso se acompañe con en el marco de superávit externo. De lo contrario, pueden transformarse en una nueva fuente de fragilidad financiera.

# SECTOR EXTERNO

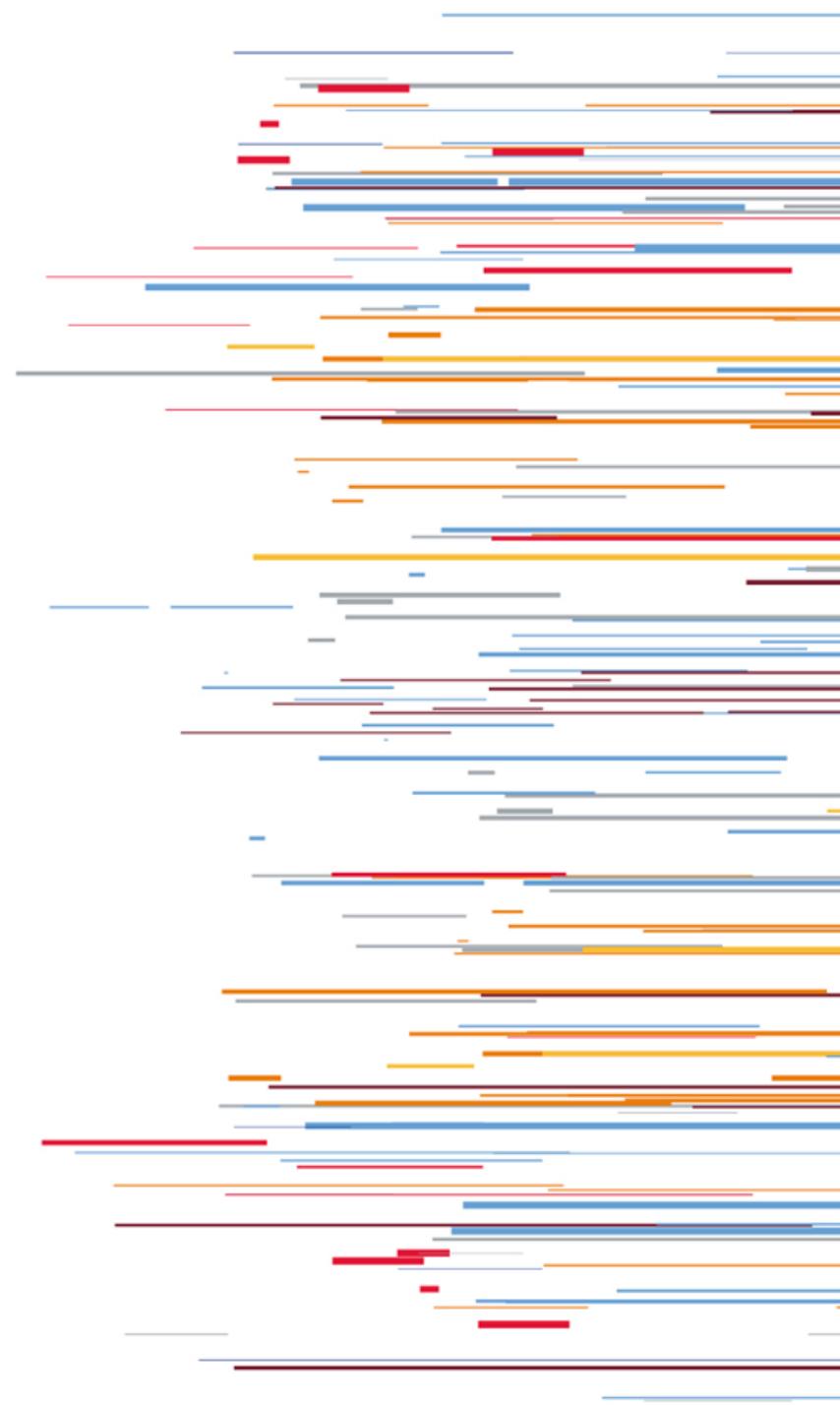
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL

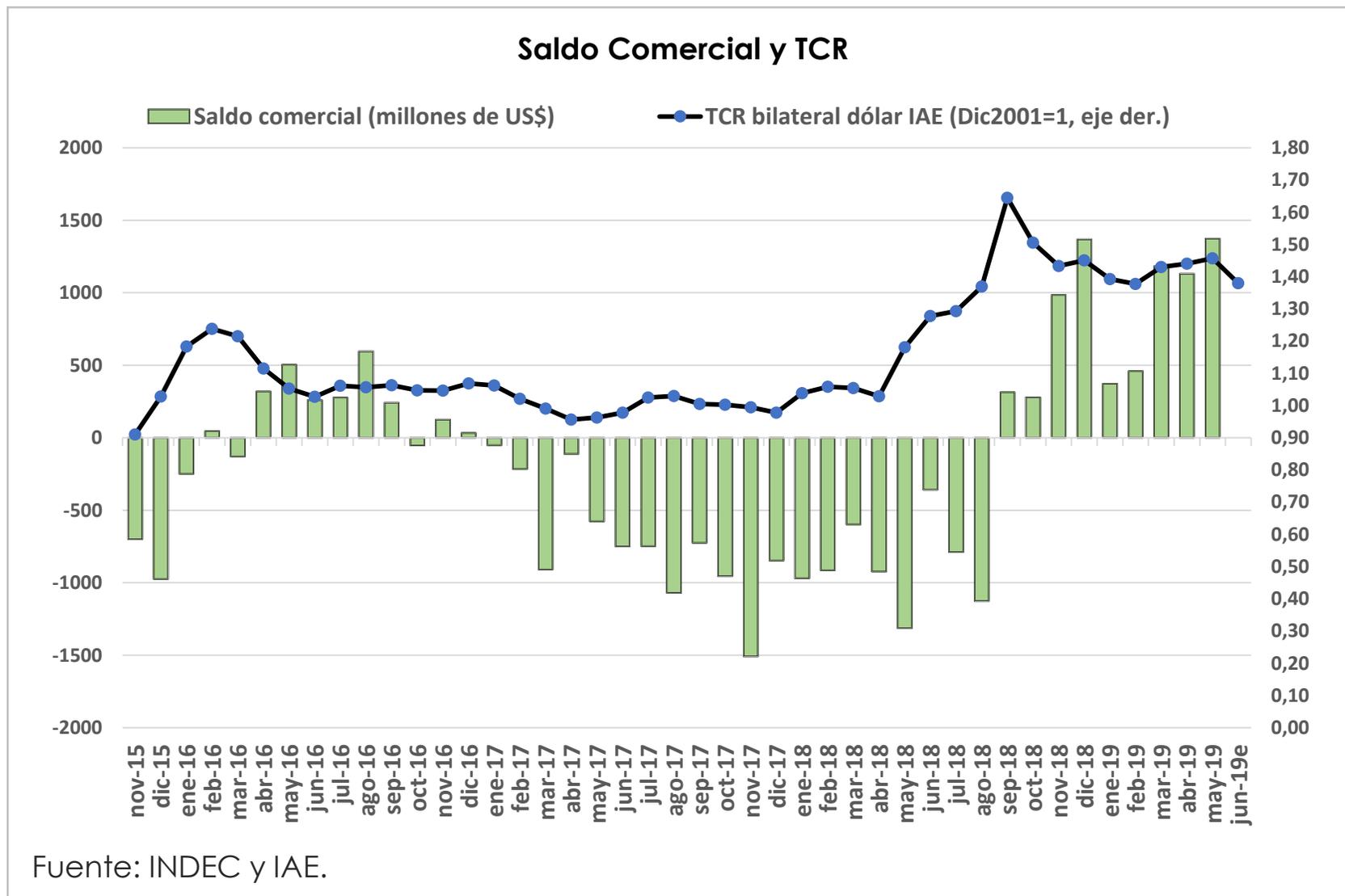


Cohen™



## SECTOR EXTERNO

### Balanza Comercial, apreciación nominal y acuerdo MERCOSUR- Unión Europea (EU)



- El superávit comercial se sostiene en el quinto mes del año. El resultado positivo se sostiene desde la marcada disminución interanual de las importaciones junto con la continuidad del aumento de las exportaciones.
- El tipo de cambio real se apreció un 5% promedio mensual en junio 2019 (base 2001=100). El comportamiento del TCR fue afectado por la tendencia a la apreciación nominal. El nivel actual 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** se han desacelerado temporalmente. Los presidentes de Estados Unidos y China acordaron reanudar el tratamiento sobre sus diferencias comerciales renunciando a nuevas restricciones comerciales.
- La **economía de Estados Unidos** sostiene los resultados positivos desde 2018. Con el crecimiento del PIB en 3,2% registrado durante el primer trimestre de 2019, la tasa de desempleo se situó en 3,7% en junio, encontrándose solo un 0,1% por encima del mínimo histórico.
- Ese escenario descomprime la **tensión con la FED** para disminuir la tasa de referencia a los efectos de no generar las presiones en los precios de los bienes y servicios de la economía.
- El **intercambio comercial argentino** (importaciones más exportaciones) continúa en un sendero decreciente durante mayo en la comparación interanual. Se registró una contracción de 8,1% respecto de mayo de 2018.
- Sin embargo, el **superávit de la balanza comercial** se sostiene por noveno mes consecutivo. Durante mayo el saldo positivo fue US\$ 1.373 millones. El resultado es explicado principalmente por la disminución interanual de las importaciones en 28%.
- El **nivel del TCR** actual promedio resultó en una apreciación del 4,9%. Adicionalmente, se ubica un 17% por debajo del promedio histórico diciembre 2001- junio 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 descomprimieron. En el marco de la cumbre del G20 celebrada en Japón, los presidentes acordaron la suspensión de las tensiones. A los efectos de relanzar las conversiones, Estados Unidos renunció a gravar con nuevos aranceles por un valor US\$ 325.000 millones de importaciones de China. Tampoco lo hará China sobre los US\$ 60.000 millones en productos estadounidenses que había informado.
- La suspensión temporal de las tensiones evita una escala mayor en el conflicto dado que se había extendido también al área tecnológica, como el caso de Huawei, y amenazaba con interrumpir las cadenas de suministro globales, creando incertidumbre en los mercados mundiales.
- La economía estadounidense continúa evidenciando factores de crecimiento. La estimación del desempleo en torno al 3,7% en junio registró un nivel cercano al mínimo histórico. Esta señal podría mitigar las presiones sobre la FED para que se decida disminuir la tasa de referencia.
- Las economías emergentes de la región deben estar expectantes frente eventuales presiones a la apreciación del dólar. En un contexto inflacionario, los efectos de una depreciación de la moneda doméstica dada el alza de la divisa podrían constituir dinámicas disruptivas sobre las economías.
- El intercambio comercial total argentino durante mayo de 2019 registró una disminución de 8% interanual alcanzado US\$ 10.661 millones, y un aumento de 12% respecto de abril 2019.
- Durante mayo de 2019 el desempeño del comercio argentino continúa en el plano positivo sosteniendo su recuperación desde septiembre de 2018. El superávit mensual de mayo de 2019 fue US\$ 1.373 millones, acumulando durante los primeros cinco meses del año un resultado positivo de US\$ 4.528 millones.

## SECTOR EXTERNO

### Desarrollo

- En el transcurso del período enero-mayo de 2019, las exportaciones totalizaron US\$ 25.517 millones (2% interanual) mientras que las importaciones ascendieron a US\$ 20.989 millones (-29% interanual).
- El crecimiento mensual del resultado comercial respecto de abril de 2019 fue 20%. Mientras que en términos interanuales se volvió a observar una reversión del saldo negativo pasando de un déficit de US\$ 1.282 millones al superávit mencionado de US\$ 1.373 millones.
- El sostenimiento de la reversión hacia un sendero superavitario del sector externo es un factor determinante para la relajación de la restricción externa de la economía argentina. Pues, constituye el único mecanismo genuino de ingreso de divisas. Por lo tanto y en ausencia de presiones externas sobre el valor del dólar, es de gran importancia evitar la apreciación real del tipo de cambio, es decir, continuar con el sendero desinflacionario de precios internos.
- Las exportaciones del quinto mes del año crecieron 16,5% (US\$ 853 millones) respecto al mismo período de 2018 debido principalmente a la suba en cantidades de 34,9%, ya que los precios cayeron 13,6%. Las exportaciones de productos primarios, de combustibles y energía, y de manufacturas de origen agropecuario (MOA) subieron interanualmente 61,1%, 28,9% y 4%, respectivamente. Mientras que las de manufacturas de origen industrial (MOI) cayeron 0,7%.
- Luego de 10 años tras las fuertes restricciones a las exportaciones generadas por el poder ejecutivo anterior, el sector exportador estará posibilitado para reanudar el cumplimiento del 100% de la denominada cuota Hilton. Esto es, un set de productos selectos de carne vacuna con un cupo de 29.500 toneladas de exportación con destino a Europa. Esto representa exportaciones por un valor estimado de US\$ 380 millones entre el inicio del segundo semestre de este año y el próximo.



## SECTOR EXTERNO

### Desarrollo

- La contracción interanual de las importaciones de mayo fue 28% (US\$ 1.803 millones). Se explica esencialmente por la fuerte caída de las cantidades en 22,3% mientras que los precios disminuyeron 7,3%. Se destaca la disminución de bienes de capital en 37,4%; bienes intermedios en 16% y bienes de consumo en 22%. Consecuencias 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 junio de 2019 fue \$ 44,95, registrando una apreciación nominal de 2% respecto de mayo de 2019. Al observar el correspondiente de junio 2018, hay una notable depreciación de 99%.
- El tipo de cambio nominal respecto al dólar minorista en el último día de junio de 2019 fue \$ 43,70 mientras que el último día hábil de mayo de 2019 fue \$ 46,1. Esto evidencia una apreciación nominal mensual de 5,2% constituyéndose como el segundo mes del año de apreciación cambiaria.
- El nivel del TCR actual se encuentra 8% por encima (depreciación neta) del promedio del año 2018 a pesar de la inflación acumulada. No obstante, si se observa el promedio histórico dic2001-jun2019, se ubica un 17% por debajo de ese promedio dada la apreciación nominal del mes. Esto constituye 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 junio de 2019 de \$ 42,44 por dólar, el TCR bilateral también se ubicaría por debajo del promedio de la serie histórica dic2001-jun2019, 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-jun2019) sería de 45,90 \$/US\$, es decir, un 7,55% por encima del valor actual de cierre indicando, en retrospectiva, una apreciación actual del peso.

## SECTOR EXTERNO – APARTADO ESPECIAL

### Acuerdo MERCOSUR-Unión Europea (EU)

- Se anunció un acuerdo de libre comercio entre ambos bloques comerciales cuya puesta en marcha llevará al menos dos años de plazo dado su tratamiento en cada parlamento nacional.
- Luego del proceso legislativo se activarán los plazos para la desgravación de aranceles. El acuerdo regirá plenamente pasados 15 años desde su entrada en vigor.
- El tratado implica la integración con una región de 800 millones de habitantes y con un potencial de US\$ 100.000 millones de comercio entre ambas regiones.
- El acuerdo establece la eliminación gradual de aranceles para el 92% de las importaciones del MERCOSUR y aplicará un acceso preferencial al 7,5%. Como contrapartida, el MERCOSUR eliminará las tasas para el 91% de sus importaciones y dejará excluido el 9% de los productos considerados "sensibles" para la región.
- La eliminación de aranceles será desigual entre los bloques. El MERCOSUR removerá las tasas en un plazo de 15 años, mientras que la UE lo efectuará en un plazo máximo de 10 años.
- El sector agrícola será el gran beneficiado. El MERCOSUR podrá exportar productos que hoy tienen aranceles de hasta el 157% como las frutas.
- Si bien el acuerdo intenta dinamizar todo el conjunto de sectores de la economía a través de la eliminación de aranceles, en algunos casos las disminuciones serán paulatinas tales como la industria textil, automotriz, indumentaria y calzado con un proceso de 15 años.

# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

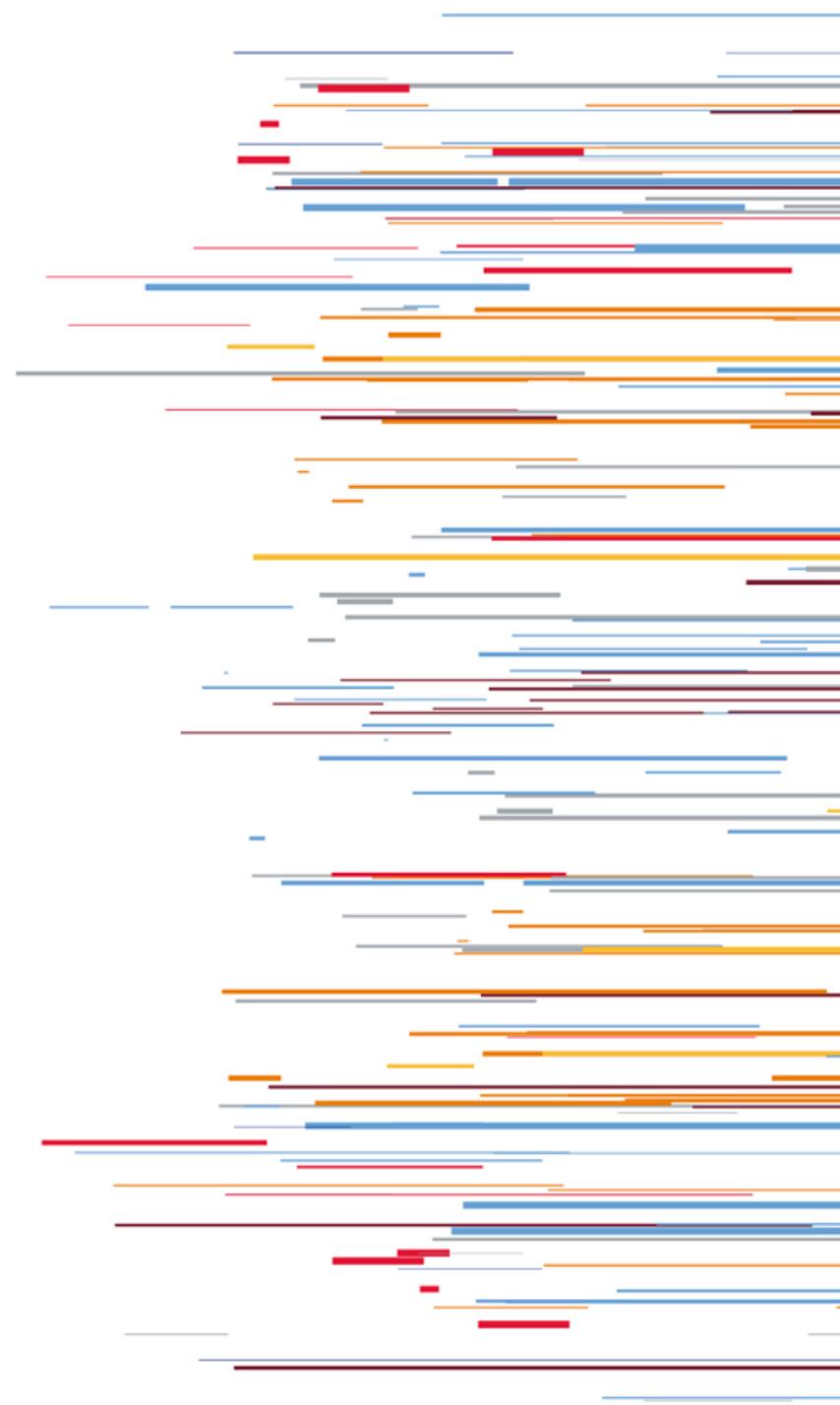
Por Martín Calveira



UNIVERSIDAD AUSTRAL

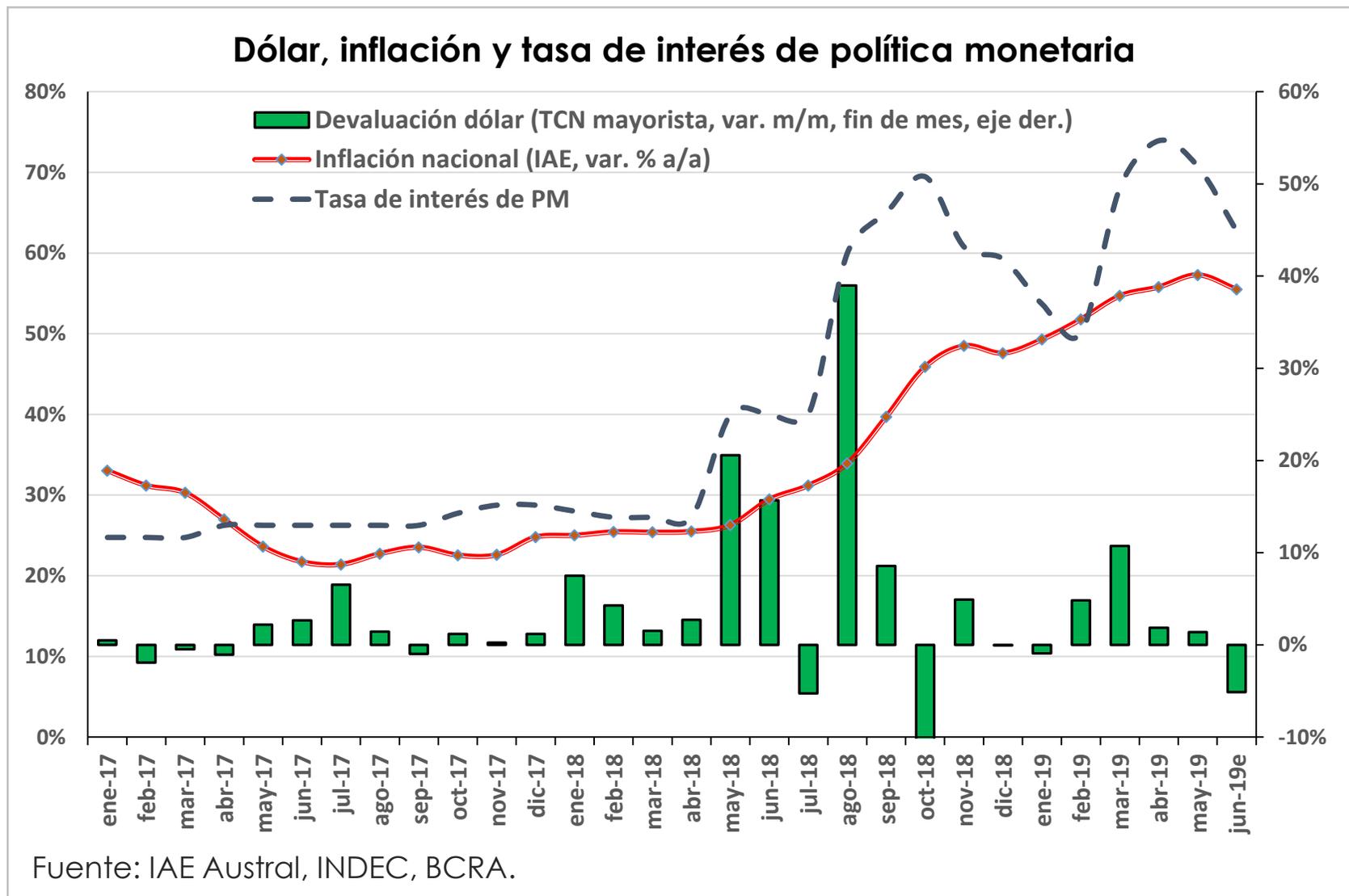


Cohen™



# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Sostenimiento de la estabilización cambiaria en un marco desinflacionario



- La mayor capacidad de intervención del Banco Central continúa sustentando cierta estabilidad en el mercado cambiario. La posibilidad de intervención dentro de la zona de referencia conforma un mayor espacio para las expectativas cambiarias.
- El dólar promedio nominal minorista del mes de junio se situó en \$ 45 y cerró los \$ 43,7. El tipo de cambio registró una apreciación mensual de 5,2%.

# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Resumen

- La incipiente **estabilidad sobre el tipo de cambio** se sostiene tras la ampliación de los mecanismos de **intervención en el mercado de cambios**.
- El tipo de cambio respecto al dólar se situó en un sendero descendente y estable durante el mes de junio de 2019 ampliando el espacio que puede indicar cierta estabilización de expectativas.
- El **Fondo Monetario Internacional** (FMI) finalizó la cuarta revisión del programa de financiamiento. Luego de la aprobación del directorio, el 16 de julio el país dispondría de US\$ 5.400 millones. El monto total recibido asciende a los US\$ 44.500.
- 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.
- El **objetivo de no aumento de base monetaria** hasta diciembre de 2019 se cumplió nuevamente con un margen de 0,1% por debajo del límite, alcanzando nueve meses consecutivos de cumplimiento. Aspecto sustancial que converge en un escenario de estabilidad monetaria.
- 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** aunque con anuncio de disminución para el mes de julio. Al cierre de junio se ubicó en 62,68% luego del cierre de mayo de 70,73%.



## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

### Resumen

- El **nivel de reservas de cierre de junio** fue de US\$ 64.278 millones, disminuyendo un 10% respecto al cierre de mayo. Permanece constante sobre el cierre de la primera semana de julio de 2019.
- La **apreciación nominal del tipo de cambio minorista** durante junio, en torno a 5,2%, puede tener efectos favorables sobre la dinámica de precios y luego de que la depreciación promedio del año se situara en torno al 3,8% mensual.
- El **riesgo país** medido por el EMBI+Arg cerró en 835 p.b. en junio, situándose en un nivel inferior al mes precedente. La estabilización del mercado de cambios genera mayor certidumbre en los mercados financieros.



## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

### Desarrollo

- Durante junio se sostiene la disminución de la variación del tipo de cambio respecto al promedio mensual que se extiende hacia principios de julio. De esta manera, se constituye un espacio para la estabilización de expectativas cambiarias.
- El FMI aprobó la cuarta revisión del programa de financiamiento Stand By tras concluir que las políticas macroeconómicas aplicadas estarían teniendo resultados en términos de estabilización nominal y financiera, y déficit fiscal primario. Esto habilitará, luego de la aprobación del directorio ejecutivo, fondos por US\$ 5.400 millones.
- El destino de los fondos sería el pago de los intereses de deuda y otras obligaciones relacionadas. El desafío que se presenta para los hacedores de política está relacionado con que el ritmo de crecimiento de intereses esté monitoreado dado que puede generarse dinámicas divergentes con los objetivos monetarios.
- Notamos la continuidad de un sendero de desinflación de los precios de la economía lo cual puede generar, si éste proceso se sostiene, un marco más adecuado para la reactivación económica.
- La autoridad monetaria informó el primer día de julio que el piso para las tasas LELIQ se situará en 58% y bajó tres puntos porcentuales los encajes bancarios. El Banco Central recortó el piso de las tasas a los efectos de reactivar lentamente la economía sin presionar la dinámica inflacionaria.
- Destacamos que 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 al menos previo al último trimestre del año el cual estará determinado las expectativas políticas. Ante menores tensiones cambiarias es posible y deseable que se reflejen en disminuciones de la tasa de interés de referencia (LELIQ).



## SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

### Desarrollo

- La dinámica cambiaria es convergente con los objetivos establecidos. El control del tipo de cambio a través de la zona de referencia impuso límites 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 y sus consecuencias sobre las expectativas de mercado.
- Las reservas internacionales se establecieron en US\$ 64.278 millones. Si bien una disminución de 0,7% 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.
- Los hacedores de política no deberían perder de vista el potencial escenario de volatilidad derivado del proceso electoral. La historia monetaria argentina reciente 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 incipiente de 0,5% registrada el último día de junio respecto al cierre de mayo. Mientras que el promedio del saldo diario de junio fue \$ 1.341,9 millones, es decir, un 0,01% menor al promedio de mayo. De esta manera, la autoridad monetaria cumple por noveno mes consecutivo la meta cuantitativa de no crecimiento 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 y el direccionamiento de los flujos de inversión hacia activos financieros.



# SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

## Desarrollo

- El objetivo de consolidar un espacio de desinflación de las variables nominales debe estar acompañado por un accionar precautorio de la política monetaria. Es de esperar que las modificaciones de política, tales como la disminución de tasa de interés de referencia, sea coordinada y monitoreada dado que, en procesos electorales, hay un potencial notable de factores generados de desalineamientos.
- El stock de pasivos LELIQ hacia el final de junio se estableció en \$ 1.105.776 millones. Si bien el monto nota un crecimiento del 14% 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 33% del total de los depósitos.
- El nivel de tasa de interés de referencia del mercado (7 días de plazo), dado por las LELIQ, se estableció al último día del mes en 62,68%, mostrando una disminución sustancial de 11% respecto al cierre de mayo de 2019. Esto es posible dada la estabilización temporal del mercado cambiario.
- 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 junio se expandió, en promedio, 2,5% respecto al promedio de mayo de 2019.
- En línea con el objetivo anunciado de la autoridad monetaria en relación a disminuir el nivel de tasa de referencia, se espera que el mercado convalide, sin tensiones, una disminución paralela del costo de financiamiento que enfrentan las empresas el cual aún se establece en niveles altos. En ese sentido, al cierre de junio el nivel de tasa de interés de préstamos a 30 días para las empresas de primera línea se situó en 64%.
- Hacia fines de junio se evidenció una disminución del riesgo soberano medido por el EMBI+Arg, cerrando el mes en 835 p.b.. En consecuencia, se registró una disminución mensual del 15% respecto del cierre de mayo. El promedio de junio (886 p.b.) fue un 4% inferior al de mayo (925 p.b.). El sendero de disminución del índice se sostiene durante la primera semana de julio situándose al cierre de la misma en 787 p.b.