



### / INFORME ECONÓMICO MENSUAL - AGOSTO 2019

La economía, minuto a minuto



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



### / ANÁLISIS POST PASO

Por Martin Calveira Economista e Investigador del IAE Business School





- En la semana posterior a las elecciones primarias PASO se evidenció una dinámica de crisis con volatilidad financiera y cambiaria. Concretamente, el aumento sustancial y abrupto del tipo de cambio nominal en un proceso previo de generación de fragilidades en la macroeconomía real, puso de relieve las fuertes tensiones socioeconómicas que enfrenta la administración del presidente Macri.
- El análisis económico de los acontecimientos que sucedieron durante la semana no debe circunscribirse solamente en el marco del resultado de las elecciones, pues son solo el resultado de un proceso anterior. Fundamentalmente, las observaciones se deben realizar desde la perspectiva sistémica observando el proceso anterior.







• La política macroeconómica gestionada a los efectos de estabilizar las variables nominales fundamentales de la macroeconomía, léase tipo de cambio y precios, tuvo efectos contractivos sobre la economía real los cuales se vienen observando en el consumo, la inversión y en la generación de empleo; es decir, en la oferta y la demanda de la economía. Esto se evidenció aún más luego de la devaluación del año pasado y el posterior acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Con algunos aciertos y errores no menores, los precios comenzaron a desinflarse sostenidamente desde el primer trimestre de este año, durante el mes de julio fue 2,2% mensual, el nivel más bajo desde mayo de 2018. No obstante, los costos fueron notorios, uno de los resultados se encuentra en las elecciones primarias, están a la vista de todos.







- Existen economías que no tienen disociado el tipo de cambio con los precios internos, la evidencia es que el coeficiente es netamente mayor en economías con historia inflacionaria reciente como en el caso argentino. Esto conforma un desafío no menor con independencia del estado coyuntural de la economía nacional.
- El futuro inmediato demanda, con gran premura, por un lado, estabilización del tipo de cambio para evitar trasladas sostenidos a precios y así generar un ancla nominal que desinfle expectativas y, por otro lado, un paquete de políticas de ingreso. El diálogo entre el ganador de las PASO y el presidente actual fue una señal en aras de estabilizar el mercado cambiario. Mientras que la disminución del Impuesto al Valor Agregado (IVA) sobre algunos bienes de primera necesidad y el ingreso adicional (bono) a ciertos sectores, conformaron solo un incipiente alivio en los ingresos. Ambas acciones, la política y la de política económica, fueron necesarias, pero no alcanza en un horizonte de poca credibilidad y, en consecuencia, gran sensibilidad en los mercados financiero y cambiario.







- En ese sentido, la necesidad de una mayor eficacia y efectividad de la política económica será crucial en relación al objetivo urgente de estabilizar y evitar el desequilibrio que solo resultará en un daño al tejido social, es decir, pobreza, indigencia y retracciones de niveles de productividad. Más allá de las mezquindades de la competencia presidencial: es una buena oportunidad para que la política, una vez por todas, esté a la altura de la coyuntura y la demanda social. No estamos muy lejos de un escenario de niveles inflacionarios mensuales convergentes a una hiperinflación.
- En esa configuración se enmarca la política monetaria, principalmente con responsabilidades sobre los movimientos del tipo de cambio. La credibilidad y expectativas que se generen desde la economía política serán cardinales en relación del accionar de la autoridad monetaria. En retrospectiva, escenarios con expectativas divergentes sobre un determinado nivel de tipo de cambio la política monetaria es más costosa y esto está determinada por el monto de variación de las reservas. El objetivo no es solo una meta economicista sino evitar desalineamientos de gravedad.





IAEALUMNI





#### / NECESIDAD DE ESPACIO ESTABILIZADOR EN UNA MACROECONOMÍA DISRUPTIVA

La efectividad debe estar alineada con la celeridad e identificación de las acciones sobre los sectores que más urgen: los precios de la economía y sostener, aunque sea de manera incipiente, del ingreso nacional. En este sentido, el tiempo que transcurre también determina costos, los cuales se pueden observar en la reversión a una estructura de precios modificados con mayor frecuencia. Adicionalmente, la eficiencia de las políticas adoptadas está fuertemente determinada por el alcance del acuerdo sobre las mismas. La profundidad de la política económica será mayor cuanto más amplio sea el acuerdo, y esto lo generará la construcción de intersectorial de marco de acuerdo: la coyuntura demanda la necesidad que todos los formadores de precios de la economía sean alcanzados y tenga una mirada convergente sobre el acuerdo.







- A su vez, no debemos perder de vista que la finitud de los instrumentos que dispone el hacedor de política está muy activa en un contexto divergente como en el que estamos inmersos. El objetivo de establecer la dinámica hacia un corredor estable a la economía, necesita no solo de varios instrumentos sino, en esos casos, de cierta versatilidad de los mismos. Por este motivo, los acuerdos deben estar situados sobre bases intersectoriales. Contrariamente, si el poder ejecutivo gestiona medidas sin poder de convocatoria, los agentes no alineados al gobierno tendrán menos incentivos en contribuir con mayor énfasis a las metas deseadas. Es necesario un proceso de generación de señales al mercado interno y externo a los efectos de anclar expectativas.
- La coyuntura nuevamente supera las necesidades de mediano y largo plazo que tiene nuestro sistema socioeconómico. Quizás la morfología del sistema esté sesgada sobre el campo de las disrupciones y, por ese motivo, el estableciendo de un sendero sostenido y estable de crecimiento sea una quimera. No lo sabremos hasta que se disipen por muchos años las tensiones de precios y los consecuentes conflictos distributivos.









- Editorial: Las tensiones globales siguen en aumento
- Panorama interno: La economía después de las elecciones
- Panorama internacional: El contexto externo para la macroeconomía doméstica
- Panorama político: Las elecciones fueron un cisne negro
- Precios y salarios
- Actividad económica
- Sector fiscal
- Sector externo
- Sector monetario y financiero







Por Juan J. Llach

#### / LAS TENSIONES GLOBALES SIGUEN EN AUMENTO

Tal como esperaba la mayoría del mercado, la Reserva Federal de los EEUU redujo sólo 0,25 puntos su tasa de interés de referencia, llevándola a 2,25%. Pocas veces una decisión de ese organismo tuvo una ola expansiva como en esta ocasión. Como se preveía, la primera y principal fue la crítica del presidente Trump por considerar que la rebaja era insuficiente. Curiosamente, no suele subrayarse lo suficiente el hecho de que, en los países desarrollados, el modo de devaluar sus monedas es bajar las tasas de interés. Tal es, precisamente, una de las principales razones por las que Trump presiona a mayores bajas de las tasas. No era pues sorprendente que China reaccionara con una depreciación de su moneda, y las autoridades chinas sabían que eso podría acarrearles una denuncia ante el FMI como país "manipulador de su moneda", acusación que, estrictamente, también cabría también a los EEUU. El FMI tiene prohibida la manipulación de monedas (un concepto de muy difícil definición) pero, en cambio, no puede obligar a

los países a cambiar sus políticas monetarias/cambiarias.



Por Juan J. Llach

#### / LAS TENSIONES GLOBALES SIGUEN EN AUMENTO

El Banco del Pueblo (o Popular) de China (BPCH) declaró que la caída del yuan fue impulsada por la medidas unilaterales y proteccionistas tomadas por los EEUU. Lo más probable es que se haya tratado de un movimiento del mercado. De hecho, la tasa de préstamos a un año del BPCH fue reducida por última vez a fines de 2016 y se encuentra hoy en 4,2%, con una inflación al consumidor de 2,7%. Esto implica que, en términos reales la tasa de política monetaria del BPCH es el doble que la de los EEUU (I,5% anual versus 0,75%). Escamado con la caída de los mercados globales que produjo su accionar, el banco central chino prometió estabilidad cambiaria hacia el futuro.

Pocos días antes, el FMI había mostrado sus proyecciones de crecimiento, con recortes relativamente suaves, salvo algunas excepciones (Cuadro I). Los países emergentes fueron rebajados 0,3 puntos para 2019 y sólo 0,1% para 2020, mientras los desarrollados fueron mejorados 0,1%. Entre los emergentes, la región más castigada fue América Latina, nada menos que un 0,8%, por fuertes reducciones en Brasil y México.

Por Juan J. Llach

#### / LAS TENSIONES GLOBALES SIGUEN EN AUMENTO

Cuadro 1. El Crecimiento global 2017-20 según el FMI

	2017	2018	2019	2020
MUNDO	3,8	3,6	3,2 (-0,1)	3,5 (-0,1)
Desarrollados	2,4	2,2 (-0,1)	1,9 (+0,1)	1,7
- EEUU	2,2	2,9	2,6 (+0,3)	1,9
- Área euro	2,4	1,9 (+0,1)	1,3	1,6 (+0,1)
Emergentes	4,8 (+0.1)	4,5	4,1 (-0,3)	4,7 (-0,1)
China	6,8 (-0.1)	6,6	6,2 (-0,1)	6,0 (-0,1)
LATAM	1,2 (-0.1)	1,0	0,6 (-0,8)	2,3 (-0,1)
- Argentina (*)	2,7	-2,5	-1,3 (-0,1)	1,1 (-1.1)
- Brasil	1,1	1,1	0,8 -(1,3)	2,4 (-0,1)
- México	2,1	2,0	0,9 (-0,7)	1,9 (-0,3)

**Fuentes**: FMI, WEO Julio 2019. Notas: En rojo, recortes de la estimación de enero y en azul, aumentos. (\*) Argentina, Staff Report del FMI, cuarta revisión, julio de 2019.

#### / LAS TENSIONES GLOBALES SIGUEN EN AUMENTO

/EDITORIAL

Por Juan J. Llach

La evolución de los mercados a partir de la elección de Donald Trump como presidente de los EEUU (Cuadro 2) fue muy negativa por la secuencia guerra comercial EEUU-China-baja de tasa de interés en EEUU (por su impacto en el yuan)-depreciación del yuan. La decisión de la Reserva Federal de los EEUU no sirvió para atemperar el pesimismo; por ejemplo, el rendimiento de los bonos de EEUU está muy cerca de los mínimos históricos y el oro sigue subiendo. En el último mes, todas las monedas cayeron respecto del dólar norteamericano, salvo el euro. Los bonos emergentes se mostraron firmes, por la baja de la tasa en los EEUU (y la expectativa de que sigan haciéndolo). Pese a un dólar relativamente firme, las commodities cayeron y, en capítulo aparte, las bolsas también. El efecto de las PASO en la Argentina fue dramático para el Merval, que cayó casi un 50% en dólares.

Por Juan J. Llach

#### / LAS TENSIONES GLOBALES SIGUEN EN AUMENTO

Cuadro 2. Los mercados desde la asunción de Trump

		8/11/2016	9/7/2019	12/8/2019	Ag.19/Nv.16
Monedas					
Dólar (DXY Bloomberg)		97.86	97.48	97.38	-0.5
USD / Euro		1.103	1.121	1.122	1.7
Yen / USD		105.2	108.8	105.3	-0.1
Yuan / USD		6.79	6.89	7.06	-3.8
Peso AR / USD		14.95	41.8	53.0	-71.8
Peso BR / USD		3.17	3.80	3.99	-20.5
Peso MX /USD		18.33	19.17	19.60	-6.5
Rendimiento B	Bonos				
Bono 10 años EEUU		1.86	2.05	1.65	-21 puntos
Riesgo EMBI emergentes*		365	374	356	-9 puntos
Commodities(Bloomberg)		169.3	166.8	163.6	-3.4
Oro (Comex)		1274.5	1400.5	1524.4	19.6
Petróleo (WTI)		45.0	57.8	54.8	21.8
Cobre (Comex)		238.0	262.7	258.6	8.6
Soja x bushel		1011.3	904.3	879.3	-13.1
Bolsas					
EEUU, S&P500		2139.6	2976.2	2883.1	34.7
Europa Bloomberg 500		224.8	259.9	247.8	10.2
China, Shangai Composite		3147.9	2928.23	2814.99	-10.6
Japón, Nikkei 500		1619.4	2026.4	1925.2	18.9
Argentina, Merval		17138.4	41755.7	27530.8	60.6
Brasil, Bovespa		64157.7	104530.2	101915.2	58.9
México INMEX		2819.2	2515.5	2313.0	-18.0

Notas. Variaciones último mes: verde, sube; rojo, baja; negro, igual. La columna final de monedas expresa apreciación (+) o depreciación (-) respecto del USD.

#### / LAS TENSIONES GLOBALES SIGUEN EN AUMENTO

/EDITORIAL

Por Juan J. Llach

Sólo un acuerdo comercial entre China y los EEUU podría evitar una desaceleración adicional de la economía mundial. Si se siguen postergando las decisiones aumentan las probabilidades de una nueva baja de las tasas de interés de la Reserva Federal. Esto limitaría la desaceleración global, pero difícilmente podría evitarla. En cuanto a la Argentina, es poco probable que el gobierno que se elija cuente con un viento de cola similar al de la década pasada. Habrá, a lo sumo, una "suave brisa favorable". Y tampoco ayudará, por ahora, Brasil, que está al borde de entrar en recesión.

Juan J. Llach





Por Eduardo L. Fracchia

#### / LA ECONOMÍA DESPUÉS DE LAS ELECCIONES PASO

Se escriben estas líneas el martes I3. Puede cambiar el panorama en días de alta volatilidad.

La reducción de la tasa de la Fed y el crecimiento americano son buenas señales externas para el país, la guerra comercial es un problema a monitorear. Brasil sigue frío y no es una buena noticia para nuestra macro su potencial estancamiento.

Hay recursos para defender el dólar que ha vuelto a ser el protagonista. Venta de futuros, partidas de intervención permitido por FMI, Reservas en USD 63.000 millones, aunque con Reservas líquidas en 20000 millones de dólares y divisas del Tesoro. La pulseada con el dólar es difícil de pronosticar por el natural atesoramiento de familias y de agentes de mayor peso económico. La potencial reactivación puede ser ahogada por la devaluación que se irá a precios.

Los "brotes verdes" podían verse en agosto en diversos frentes: dólar estable, Ahora 12, sueldos nuevos mejores, balance comercial positivo, turismo receptivo, obras públicas, reducción de inflación, superávit energético, mejora de cosecha, créditos de ANSES y créditos del Banco Provincia. No alcanzaron los brotes para una buena elección PASO.

El salario real no va a recuperar en el último cuatrimestre del año por la devaluación. Cayó mucho en 2018. El consumo descendió fuerte en el segundo semestre del año pasado con caída sensible de primeras marcas.



Por Eduardo L. Fracchia

### / LA ECONOMÍA DESPUÉS DE LAS ELECCIONES PASO

La modificación de tarifas fue disruptiva para el consumo, 8% de los gastos del hogar supusieron las nuevas tarifas y fue difícil afrontar el impacto que pegó en un consumo menor de las familias.

Hay cuestionamiento a las tarifas guiadas por precios mayoristas, algunos hablan de replantear las tarifas dolarizadas.

El déficit fiscal heredado del kirchnerismo considerando lo gastado por reparación histórica estaba cerca de 8 puntos del PIB. El nivel de gasto público actual es razonable para una soja a 600 dólares como en 2011. Hay que adecuar el nivel de gasto público a un nivel menor de precios agrícolas. La deuda pública relevante es de 60 %. Si hay acceso a los mercados se puede trabajar bien con ese nivel.

En España existe un gasto público similar al argentino, pero con el doble del producto per cápita y la mitad de la informalidad laboral.

La fragilidad del sistema económico se percibe en el alto nivel del riesgo país que hace pensar a algunos que la deuda pública existente no es tan razonable. Cuando se devaluó el yuan se vio la sensibilidad del peso que reacciono con fuerza. El tipo de cambio se venía retrasando. El tipo de cambio real mutilateral está al nivel de los últimos 5 años. El nivel de 60 es razonable para el dólar.

Por Eduardo L. Fracchia

#### / LA ECONOMÍA DESPUÉS DE LAS ELECCIONES PASO

El sistema financiero está muy anclado a los títulos del Estado (Leliqs). Es un sistema que no cumple su función de dar crédito. Las Leliqs hacen *crowding out* sobre el sistema productivo. El tema Leliq, como ocurrió con las Lebacs, merece un replanteo por el costo cuasifiscal que genera esta potencial "bomba" que parecía inofensiva en septiembre pasado.

El déficit fiscal clave es el total. El primario quedará en 0.6 % del PBI por la baja en la recaudación fiscal.

El Gobierno futuro debe aspirar a ser una gestión de mayorías para encarar las reformas pendientes.

Es muy difícil proyectar la economía de aquí a fin de año por la volatilidad. Se debería ir aclarando el panorama a lo largo de las semanas con medidas que refuercen cierto grado de previsibilidad, decimos cierto ya que el cisne negro de la elección PASO hace que la solución requerida no sea solo técnica sino política. Como todavía falta la elección del 27 seguimos en campaña y hay ruido político.

El macrismo tiene poca credibilidad para hacer un programa de transición exitoso. Me recuerda cuando Alfonsín perdió casi todo el 6 de septiembre de 1987, incluida la provincia de Bs As que la ganó Cafiero.

### / LA ECONOMÍA DESPUÉS DE LAS ELECCIONES PASO

### /PANORAMA INTERNO

Por Eduardo L. Fracchia Lo ideal es intentar que Alberto F defina al menos en parte sus líneas de acción con el Fondo y el núcleo de su equipo económico. Es clave fortalecer la gobernabilidad.

Por si esto fuese poco, el contexto internacional está complicado por una aceleración de la guerra comercial entre China y Estados Unidos.

El gobierno no tuvo fuerza política ni convicción propia para encarar las reformas, lo que queda es contener la tendencia de los ciudadanos a atesorar dólares que actúan como refugio ante la crisis y dar medidas simbólicas en la transición (apoyo a pymes, nuevo piso de ganancias, salario mínimo, etc). Puede vender reservas, usar la venta de futuros, subir la Leliq para contener el dólar.

Hay necesidades importantes de financiamiento el año entrante por 20.000 millones de dólares.

Por Eduardo L. Fracchia

#### / LA ECONOMÍA DESPUÉS DE LAS ELECCIONES PASO

La monetización en pesos respecto al PBI es baja en la serie histórica, de 13 %. Esto supone menor presión sobre el dólar. El mercado de futuros estaba la tarde de lunes 12 en 70 pesos. Si se impone la suba del dólar se reedita el ciclo recesivo del año pasado, con inflación y caída de salario real. Se proyecta para el año una inflación superior a la prevista y una recesión más profunda. Existe un respaldo importante a Macri por parte de varios presidentes de la región y especialmente por el Presidente norteamericano, dato no menor. Se descuenta continuidad en la negociación con el Fondo Monetario.

La recesión está instalada desde hace dos años, la economía no subirá de aquí a fin de año y menos con el resultado electoral de octubre. Respecto al gobierno de AF es una incógnita si será una posición pragmática de mercado y diálogo o un sistema más autoritario discrecional y estatizante propio de la segunda gestión de CFK. La clave de estos cuatro meses es cuidar el empleo y el consumo para moderar un segundo ajuste como el de 2018.

**Eduardo L. Fracchia** 





Por Eduardo L. Fracchia

## / EL CONTEXTO EXTERNO PARA LA MACROECONOMÍA DOMÉSTICA

El contexto externo es relevante para enmarcar el crecimiento doméstico a partir del 2020. La crisis de algunos países centrales, en particular los de Europa, es básicamente una crisis de liderazgo político. La economía, como es sabido, no puede sustituir a la política que muestra tensiones en Francia, Italia, España e Inglaterra. Se echa en falta, como han señalado últimamente dos recientes Premios Nobel de Economía, mayor coordinación y autoridad fiscal en Europa. Se habla de una futura recesión en Alemania.

Estados Unidos, más flexible e innovador que Europa, está encarando una solución más pragmática a su desafío de crecimiento, si bien está inmerso en la guerra comercial con China.

India y China, por otra parte, están creciendo fuerte. Los pronósticos son a veces de alarma en el caso de China advirtiendo potenciales burbujas, exceso de deuda pública y de inversión y presiones inflacionarias. Sin embargo, el país sigue creciendo con sus limitaciones institucionales y ambientales. En Japón está funcionando la Abenomics con poca chispa por el momento. Quizás se pueda cortar en algún período una racha larga de estancamiento que comenzó en la crisis inmobiliaria de fines de los 80.



Por Eduardo L. Fracchia

## / EL CONTEXTO EXTERNO PARA LA MACROECONOMÍA DOMÉSTICA

El FMI debería ser un actor central en la coordinación global, pero lleva años de perfil más bajo y no existe una estructura de *governance* claro en el mundo. El tema central está en la falta de competitividad en Europa y parcialmente en algunos sectores de Estados Unidos que se han rezagado.

Los desbalances globales (básicamente de cuenta corriente) siguen presentes y son una causa fundamental de los desequilibrios macroeconómicos.

En definitiva, estos desbalances se producen por la falta de competitividad en algunos países que son financiados por otros que a su vez son superavitarios en cuenta corriente (Alemania, China).

En cuanto a la región, ésta crece poco en relación a otros emergentes. Perú y Chile van por delante. Venezuela que supo ser modelo para el ala más progresista del esquema kirchnerista está pasando por un momento delicado de estanflación y fuerte deterioro institucional.

Bolivia y Perú no cedieron a la tentación populista y con un enfoque pragmático y realista están creciendo sin inflación, consiguiendo fondos a tasas bajas de interés.

Por Eduardo L. Fracchia

## / EL CONTEXTO EXTERNO PARA LA MACROECONOMÍA DOMÉSTICA

Paraguay y Uruguay llevan una década larga de expansión y van por más. Colombia nos ha pasado en tamaño de PIB y se consolida con fuerte inversión extranjera directa.

En el contexto externo de la región la clave es Brasil ¿Cómo influye su dinámica económica en nuestro país? Brasil ha devaluado su moneda que está cerca de 4 reales por dólar. El real se apreció mucho en los años de Lula y luego se volvió a depreciar. La cuenta corriente de Brasil que es negativa impulsa la devaluación del real, hecho perjudicial para el comercio exterior argentino.

Brasil entra a esta nueva fase del ciclo internacional bastante frío. Su PBI pasó de crecer 4% en los años de vacas gordas a cero en la estimación actual de 2019 y 2020. La Argentina, recordemos, exporta 20% de su total a este país y 40% de la exportación de sus manufacturas. No estamos blindados frente a un shock de Brasil. La competitividad basada en mayor eficiencia se vuelve fundamental para afrontar estos desafíos que plantean los países centrales en general y los emergentes en particular.

Por Eduardo L. Fracchia

## / EL CONTEXTO EXTERNO PARA LA MACROECONOMÍA DOMÉSTICA

Algunos indicadores internacionales pueden ser complicados para la Argentina. Un ejemplo de impacto externo adverso del contexto internacional viene potencialmente del lado de un precio menor de la soja. En cuanto a un factor positivo reciente destaca la reducción de la tasa de la FED.

Resumiendo, el mundo sigue jugando a favor de Argentina salvo Brasil, pero hay nubes que pueden complicar el escenario además de posibles cisnes negros. Sigue siendo una ventana de oportunidad interesante para apostar por el crecimiento y por eso es clave estar preparados para evitar el aislamiento externo que caracterizó al kirchnerismo.

**Eduardo L. Fracchia** 





Por Eduardo L. Fracchia

#### / LAS ELECCIONES FUERON UN CISNE NEGRO

Las PASO 2019 me recuerdan el 6 de septiembre de 1987 cuando Alfonsín que esperaba una buena elección de la UCR, por su mala gestión, perdió casi todas las provincias, incluida Buenos Aires, donde ganó Cafiero. Las PASO no fueron un amistoso como dijo Schiaretti, fueron en realidad una elección definitiva.

¿Por qué fue tan buena la elección K? El peronismo fue unido. Sumó votos Massa que en 2015 llegó a 20% con voto hacia Macri en la segunda vuelta, el voto económico castigo y buena táctica de CFK de bajarse de la carrera presidencial. Se perdió en centros urbanos que le fueron favorables a Macri en 2015. Si Cristina hubiese ido presa quizás el peronismo hubiese perdido esta elección, como ocurrió con Lula, los votos son de ella.

Falló Durán Barba y su discípulo Peña en la estrategia de polarizar apelando al techo de CFK y no funcionó la peronización de la fórmula oficialista vía Pichetto como estrategia para obtener más votos.

Parecía una elección más disputada. Fallaron las encuestadoras. Es increíble como las encuestas fallaron y no es la primera vez ¿Será por un tema de muestra? ¿Será por los indecisos o el voto vergonzante?



Por Eduardo L. Fracchia

#### / LAS ELECCIONES FUERON UN CISNE NEGRO

La jugada financiera del viernes 9 fue bastante rara y especulativa. El gobierno no esperaba esta reacción popular de castigo de la clase media. Se percibe paciencia en la gente que no tomó la calle todos estos meses para expresar su malestar. El voto vergonzante puede explicar la sorpresa de esta elección. Se votó en recesión, quizás en octubre la economía cambie, pero pareciera va a menos. Las capas medias y, sobre todo medias bajas, expresaron su descontento a través del voto útil y anti Macri. La elección la definieron los indecisos, se volcaron al justicialismo.

Las PASO resultaron una elección fundamental, mucho más que la gran encuesta que se esperaba. El futuro económico es incierto. Las PASO, tan definitorias, quedaron muy lejos del final del gobierno y estos meses serán de incertidumbre.

La votación fue por lo negativo más que de apoyo a cada espacio por sus propuestas inexistentes. El voto enojo en Brasil fue a Bolsonaro, aquí volvió el peronismo en su versión K (como volvió a Duhalde a fines de 2001).

En Córdoba ganó Macri, pero con menos margen que en 2015. María Eugenia, a pesar de la baja imagen negativa, hizo mala elección para lo que fue su gestión.

Por Eduardo L. Fracchia

#### / LAS ELECCIONES FUERON UN CISNE NEGRO

El voto verde o celeste no fue tema en esta elección. Centurión captó algo de los Pro Vida. Se decía que la campaña del gobierno era mejor por el uso de redes y el verticalismo. No fue suficiente.

Lavagna hizo una elección esperada, perdió votos por la polarización. Lavagna hizo lo que pudo en la elección.

Espert hizo mala elección. Hay varios puntos que perdió Macri con votos propios que se transformaron en castigo de otras tres alternativas presidenciales (Centurión, Espert y Lavagna).

Es clave como resuelve la política este tiempo de incertidumbre donde los mercados penalizan el resultado de la elección. Se vuelve fundamental el diálogo con la oposición para evitar el 89 y el 2001, cuando la debilidad del gobierno saliente impulso el adelanto de la salida. La clave es la gobernabilidad hasta el 10 de diciembre. La economía está sana. Lo ideal como planteó Alberto Fernandez en su discurso es terminar con la grieta, pero para eso hay que cooperar.

¿Cómo tomarán los mercados estos resultados? La relación con el Fondo hay que ver como se encarrila. A las tres partes les conviene un sendero razonable de acuerdo. Estamos lejos de Venezuela, pero cerca potencialmente del deterioro institucional. Hay que seguir el riesgo país que es el termómetro de la confianza.

Por Eduardo L. Fracchia

#### / LAS ELECCIONES FUERON UN CISNE NEGRO

¿Habrá fisuras o tensiones en el oficialismo por esta crisis? ¿Habrá tensiones al interior de Cambiemos?

El sentido común dice que la jefa política va a conducir el espacio. Kicillof resultó un buen candidato, cercano, sin aristas de corrupción.

Muy bien Lammens por ser tan nuevo en la política, cerca del récord de voto peronista en Capital. El Parlamento quedará muy "K". La "ola celeste" por su parte ocupó muchas en intendencias. Es clave que se forme una oposición fuerte hacia el espacio peronista que puede ser totalitario.

Alberto F se apoya en gobernadores para balancear poder con la Cámpora, quiere sumar a Lavagna a su espacio.

La coalición ganadora es muy heterogénea y necesita liderazgo y conducción. La reforma laboral queda muy lejana en el horizonte según el enfoque de Alberto Fernandez. ¿Ocurrirá lo mismo con otras reformas pendientes? Lo iremos viendo a partir del 10 de diciembre, parece una eternidad....

**Eduardo L. Fracchia** 





#### / INFLACIÓN MINORISTAS Y SALARIOS

El análisis y datos informados corresponden al período previo al 13 de agosto.

# /PRECIOS Y SALARIOS

Por Martin Calveira

- La inflación mensual minorista de julio se situaría en el 2,4%, continuando el descenso iniciado en abril. El promedio de las proyecciones privadas estiman que el proceso de desinflación nuevamente se sostuvo durante ese mes.
- El salario nominal registró una variación positiva de 38,4% a/a en mayo. Si se ajusta por la inflación del mismo período, evidencia un retroceso de 18,4% respecto de mayo de 2018, aunque se observa una recuperación mensual.

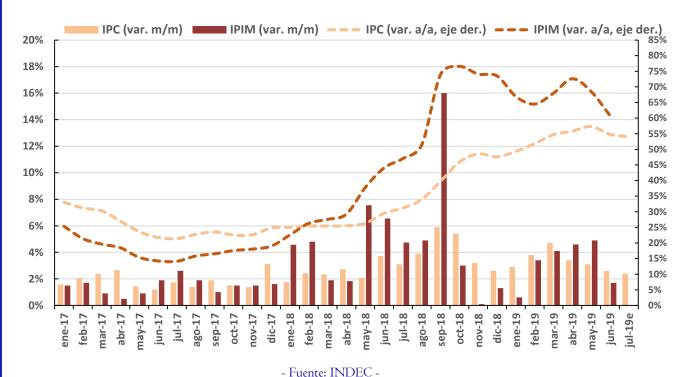


Por Martin Calveira

#### / INFLACIÓN MINORISTAS Y SALARIOS

El análisis y datos informados corresponden al período previo al 13 de agosto.

#### (Variación porcentual mensual e interanual)



Por Martin Calveira

#### / INFLACIÓN MINORISTAS Y SALARIOS

#### RESUMEN

- Las proyecciones para el mes de julio estiman que se sostendrá la tendencia a la baja del índice mensual de inflación. Si la dinámica de precios continúa en ese sendero, es posible que se generen condiciones relativamente favorables para la recuperación de la actividad económica.
- Las proyecciones para este año se encuentran en un nivel inferior respecto a lo informado en junio. El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el Banco Central, establece un crecimiento de la inflación para los próximos 12 meses (julio 2019-julio 2020) de 30,5% promedio.
- Se sostienen los efectos de la contracción monetaria y la política de convergencia al déficit primario fiscal a los efectos de estabilizar la dinámica del índice de precios y las expectativas.
- La inflación mayorista, estimada a través del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) relevado por el INDEC, registró en JUNIO una suba de 1,7% mensual. En términos interanuales, la variación fue de 60,8%.

Por Martin Calveira

#### / INFLACIÓN MINORISTAS Y SALARIOS

#### **DESARROLLO**

- Las proyecciones de julio sitúan a la inflación en torno al 2,4% mensual. Esto conformaría un cuarto mes consecutivo de disminución del índice. Si bien aún no es posible afirmar la consolidación de la desaceleración en un año de elección presidencial y dado el shock monetario luego de la depreciación de la moneda de China de principios de agosto, 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 sostiene un nivel menor de tasa de interés a partir de julio para generar menores los costos sobre la actividad económica.
- Si las proyecciones sobre la inflación mensual se confirman, la dinámica de precios 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). Sin embargo, los resultados del año dependerán de lo que ocurra en el segundo semestre el cual está marcado por el accionar político en campaña electoral.

Por Martin Calveira

#### / INFLACIÓN MINORISTAS Y SALARIOS

#### **DESARROLLO**

- Mientras que las proyecciones de julio 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 a 2,4% mensual lo que
  resultaría en un 41,4% anual.
- El nivel general de precios mayoristas nota efectos alentadores sobre la desaceleración de la inflación general. La
  estimación del índice IPIM del INDEC registró un crecimiento del 1,7% mensual durante junio de 2019,
  acumulando un 20,7% en lo transcurrido del año. En términos mensuales representa una desaceleración del 65%
  respecto al crecimiento observado en mayo.
- El costo de la construcción estimado por el Índice del Costo de la Construcción (ICC) en el Gran Buenos Aires registra un aumento de 1,7% en junio de 2019 respecto de mayo del mismo año. Este resultado surge como consecuencia del alza de 2,5% en Materiales, Mano de obra en 1,2% y 1,1% en otros Gastos generales; notando una disminución sustancial en la tasa de crecimiento respecto a la que se había registrado durante mayo (3% mensual).

Por Martin Calveira

#### / INFLACIÓN MINORISTAS Y SALARIOS

#### **DESARROLLO**

- Si la menor presión de los precios sobre la estructura productiva se sostiene y no se generan fuertes modificaciones de expectativas luego del proceso electoral, ante los menores precios que enfrenta la oferta, se espera que se generen condiciones para una mejora en la absorción de mano de obra. Paralelamente, un desplazamiento de la oferta agregada configuraría un espacio potencial para la expansión de la demanda agregada.
- Si bien la devaluación inesperada de la moneda china encendió las alarmas para la política de estabilización, las expectativas de los mercados asumen un escenario de desaceleración de las tensiones. En ese marco nuevamente notamos como 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. Pues, los fundamentales macro y microeconómicos deben interactuar en un contexto de certidumbre cuando el objetivo es converger a niveles de inflación menores.

### / INFLACIÓN MINORISTAS Y SALARIOS

#### **DESARROLLO**

- 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 julio, un sendero estable de precios relativos en un marco de desaceleración de los aumentos de los principales componentes de la estructura económica (energía e insumos importados) seguirá siendo trascendental 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

Por Martin Calveira

#### / INFLACIÓN MINORISTAS Y SALARIOS

#### **DESARROLLO**

# /PRECIOS Y SALARIOS

Por Martin Calveira

- El poder adquisitivo de los salarios se viene ajustando respecto a la dinámica de precios domésticos. No obstante, ante la evidencia sobre la desaceleración de la dinámica de precios internos, la variación del índice total de salarios que registró un aumento de 2,8% mensual durante mayo de 2019 constituye un aumento por encima de los precios minoristas. Esto representa, luego de noviembre de 2018, el primer mes donde la variación salarial es mayor al índice de precios al consumidor.
- Sin embargo, en la comparación interanual respecto de mayo de 2018 el aumento de precios es mayor, notando un retroceso de la variación del salario real total de mayo de 2019 de 18,4%. Mientras que en términos acumulados respecto a diciembre de 2018, la contracción de los ingresos ajustados por la inflación doméstica fue de 3,4%.





### / PRONÓSTICO DE RECUPERACIÓN DESDE LA FRECUENCIA MENSUAL DE ACTIVIDAD

El análisis y datos informados corresponden al período previo al 13 de agosto.



Por Martin Calveira

- La actividad mensual sostiene la reversión del plano negativo durante los primeros cinco meses del año. El estimador mensual de actividad (EMAE) acumula un crecimiento desestacionalizado durante ese período de 0,3%.
- Las proyecciones promedio de consultoras privadas sitúan al crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del segundo trimestre del año en el segmento positivo. El crecimiento proyectado sería de 0,4% interanual.



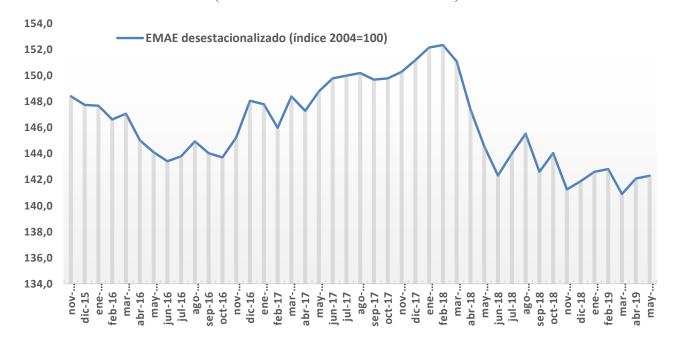
Por Martin Calveira

### / PRONÓSTICO DE RECUPERACIÓN DESDE LA FRECUENCIA MENSUAL DE ACTIVIDAD

El análisis y datos informados corresponden al período previo al 13 de agosto.

#### **Actividad general**

(EMAE desestacionalizado, Índice 2004 = 100)



Por Martin Calveira

### / PRONÓSTICO DE RECUPERACIÓN DESDE LA FRECUENCIA MENSUAL DE ACTIVIDAD

#### **RESUMEN**

- Las estimaciones de crecimiento para este año continúan siendo negativas aunque la caída estimada es de menor magnitud a las mediciones anteriores. Por lo tanto, la gestión de política económica deberá minimizar el sesgo contractivo de la estabilización.
- La estimación mensual de la actividad (EMAE) se sostiene con un crecimiento incipiente de 0,3% acumulado durante el año 2019 en términos desestacionalizados. El sostenimiento del crecimiento es sustancial sobre las condiciones para la recuperación económica en términos reales.
- Los datos del EMAE-INDEC correspondientes a mayo de 2019 resultaron auspiciosos en la comparación interanual. El estimador mensual registro un crecimiento de 2,6% respecto de mayo de 2018.
- El desempeño de la industria manufacturera de junio, medido por el Índice de Producción Manufacturero (IPI) del INDEC, resultó en una baja de 6,9% respecto al mismo mes de 2018.

Por Martin Calveira

### / PRONÓSTICO DE RECUPERACIÓN DESDE LA FRECUENCIA MENSUAL DE ACTIVIDAD

#### RESUMEN

- 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 8,4% interanualmente en junio de 2019.
- 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 junio de 2019 resulta en una contracción desestacionalizada de 4,2% 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 los primeros cinco meses de 2019 se registró una variación negativa interanual promedio en centros de compras y supermercado de -17,8% y -12,7% a precios constantes, respectivamente.

Por Martin Calveira

### / PRONÓSTICO DE RECUPERACIÓN DESDE LA FRECUENCIA MENSUAL DE ACTIVIDAD

- 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.
- Las últimas estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para la economía nacional proyectan una
  contracción anual de 1,3% para 2019 y un crecimiento de 1,1% anual en 2020. Destacan que la economía se
  recupera gradualmente como consecuencia del repunte del sector agrícola y la estabilización de la inflación
  doméstica a pesar de que aún se establecen en niveles altos.
- En el contexto de un período en el cual las variables nominales como el tipo de cambio y los precios parecen estabilizarse, es necesario que el alcance de la gestión de estabilización minimice 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.

Por Martin Calveira

### / PRONÓSTICO DE RECUPERACIÓN DESDE LA FRECUENCIA MENSUAL DE ACTIVIDAD

- Durante el período enero-mayo de 2019, el indicador mensual de actividad (EMAE desestacionalizado) del INDEC acumula una contracción de 3% 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 dinámica de la actividad industrial de junio, medida por el IPI, nota una caída de 6,9% interanual. Mientras que el acumulado del primer semestre de 2019 registra una disminución de 9,4% respecto de igual período de 2018. Sin embargo, en la evolución comparada con el mes precedente (términos desestacionalizados), el índice evidencia una variación positiva de 0,2% contribuyendo a la tendencia expansiva desde abril de 2019.
- La producción industrial PyME se contrajo interanualmente 8,4% durante junio. El primer semestre del año se registra una contracción de 8,1% respecto al mismo período de 2018. La proporción de entidades productivas con rentabilidad positiva se redujo a 35,7% durante junio frente al 41,7% de mayo. Sin embargo, hay signos favorables derivados de un aumento de la utilización de la capacidad instalada en 58,3%.

Por Martin Calveira

### / PRONÓSTICO DE RECUPERACIÓN DESDE LA FRECUENCIA MENSUAL DE ACTIVIDAD

- El índice Construya, medición de ventas de productos para la construcción, registró una disminución mensual durante junio de 2019 de 0,5% respecto del mes anterior, interrumpiendo el proceso de recuperación del primer cuatrimestre del año. El desempeño acumulado mensual del período enero 2019-junio 2019 fue negativo en 15,6%.
- En el sector de la construcción también se observan factores positivos. Si bien la actividad reflejada en el ISAC, muestra una caída sustancial de 11,8% interanual durante junio de 2019, el índice tendencia-ciclo muestra una variación positiva de 0,4% respecto al mes anterior.
- Contrariamente, las cantidades de actos celebrados con hipotecas disminuyeron 15,7% respecto de mayo de 2019.
   Mientras que la dinámica interanual fue negativa. Si bien, durante el mes se observó un descenso interanual de 70%, fue un 15% menor a la contracción del mes anterior.

Por Martin Calveira

## / PRONÓSTICO DE RECUPERACIÓN DESDE LA FRECUENCIA MENSUAL DE ACTIVIDAD

- Respecto a la demanda del sector, durante junio se reiteró la disminución en la actividad inmobiliaria en la comparación interanual. La cantidad total de las escrituras de compraventa de inmuebles en CABA evidenció una contracción de 41,8% respecto del nivel de junio de 2018. En comparación con mayo de 2019, los actos cayeron 15,7% en cantidad y descendieron también 18% en valor. Se discontinuó un proceso de 4 meses con crecimiento intermensual, factor que también puede entenderse como estacional dadas las elecciones presidenciales y la incertidumbre que genera un proceso electoral en el mercado inmobiliaria.
- 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 los primeros cinco meses del año, las ventas de supermercados registraron disminuciones del orden de 12,7% y, en centros de compras, de 17,8% a precios constantes, respecto al mismo período de 2018. Sin embargo, a precios corrientes, se relevaron aumentos de 42,2% en supermercados y 25,7% en centros comerciales. Si bien son aumentos de importancia, el efecto precios subyace nuevamente a esa dinámica.





### / TENDENCIA AL EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS FISCALES EN EL PRIMER SEMESTRE

El análisis y datos informados corresponden al período previo al 13 de agosto.

## /SECTOR FISCAL

Por Martin Calveira

- en la estrategia de la política fiscal. La gestión fiscal debe sostener el sendero de convergencia al déficit primario cero acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI).
- El déficit financiero registró una disminución interanual del 23,8% durante junio de 2019. Las erogaciones por intereses aumentaron en 90% respecto al mismo período de 2018.



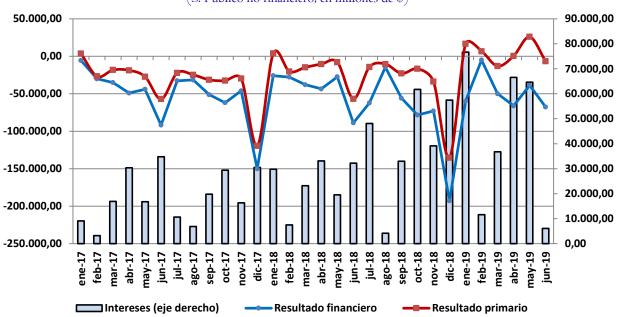
Por Martin Calveira

### / TENDENCIA AL EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS FISCALES EN EL PRIMER SEMESTRE

El análisis y datos informados corresponden al período previo al 13 de agosto.

#### Resultado fiscal primario, financiero e intereses

(S. Público no financiero, en millones de \$)



Por Martin Calveira

### / TENDENCIA AL EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS FISCALES EN EL PRIMER SEMESTRE

#### 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 atraviesa la economía nacional.
- El resultado fiscal primario del primer semestre del año es superavitario. En términos del desempeño de las cuentas es auspicioso dada la necesidad de sostener una posición de liquidez primaria.
- El desempeño favorable se explica por el mayor crecimiento interanual de los ingresos tributarios acumulados durante el semestre (48,2%), destacándose los ingresos tributarios (43%).

### RESUMEN

## /SECTOR FISCAL

Por Martin Calveira

Mientras que los datos recientes de recaudación tributaria para el mes de julio de 2019 notan un aumento interanual por duodécimo mes consecutivo de 53,4% situándose muy cercana a la variación proyectada de precios de ese mismo período de 54%.

/ TENDENCIA AL EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS

FISCALES EN EL PRIMER SEMESTRE

- Respecto al resultado financiero, si bien se observaron mayores erogaciones interanuales durante junio de 2019 en concepto de intereses de 90%, el déficit financiero se contrajo en el orden de 24%. Mientras que en el acumulado durante el primer semestre del año 2019, el déficit financiero totalizó \$-287.202 millones, esto es un aumento anual de 14% respecto al mismo período de 2018.
- Durante junio de 2019 el pago de los intereses de la deuda pública ascendió a \$ 61.114 millones.

Por Martin Calveira

### / TENDENCIA AL EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS FISCALES EN EL PRIMER SEMESTRE

- Tras la aprobación de la cuarta revisión del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el sostenimiento del superávit primario continúa siendo una condición central. No solo a los efectos de avanzar en el acuerdo mencionado sino también como principal señal de sostenimiento de pasivos futuros.
- No obstante, la reactivación económica constituye un desafío con vistas a las elecciones presidenciales y frente
  a la necesidad de mayor recaudación tributaria. La esperada reactivación económica debería aliviar los ingresos
  fiscales evitando nuevos ajustes de tarifas.
- En ese sentido, 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. La dependencia del ciclo económico debería minimizarse en aras de evitar grandes restricciones y sesgos contractivos hacia la dinámica económica.

Por Martin Calveira

### / TENDENCIA AL EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS FISCALES EN EL PRIMER SEMESTRE

- La mejora relativa de los resultados fiscales primarios es un aspecto auspicioso frente al desafío de sostener la deuda pública total. Las discusiones desde el ámbito político frente a posibles renegociaciones de plazos deberían realizarse en un marco de superávits. Pues, una modificación de los perfiles de deuda demandan grados de certidumbre en la generación de recursos fiscales.
- El sector público se enfrenta ante un desafío sustancial en relación a la recuperación de la actividad económica y la desaceleración de la dinámica de precios. Notamos que si bien la dinámica de precios se desacelera, el aumento de la recaudación aún se encuentra por debajo de la tasa inflacionaria.
- Ese aspecto es importante debido a que necesidad de que la recaudación tributaria debería comenzar a crecer en términos reales acusando un factor de sustentabilidad sobre el poder adquisitivo del sector público.

Por Martin Calveira

### / TENDENCIA AL EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS FISCALES EN EL PRIMER SEMESTRE

- La recaudación tributaria de julio ascendió a 53,4% interanual. El aumento tiene algunos componentes estacionales por el ingreso de impuestos anuales. Dado que las proyecciones de inflación interanual de julio de 2019 se sitúan en 54%, el poder adquisitivo de la recaudación de julio se tornaría negativo, aunque menor en la comparativa histórica reciente.
- Durante el primer semestre del año la variación acumulada evidencia un aumento de 48% en los ingresos y 34% de los gastos en relación al mismo período de 2018.
- Sostenemos que desde la perspectiva macroeconómica el camino hacia el equilibrio de las cuentas públicas es
  equivalente a eliminar la posibilidad futura de financiar desequilibrios con emisión monetaria. Este proceso es
  costoso en términos de actividad dado que los mercados deben enfrentar las restricciones que impone la política
  económica.

Por Martin Calveira

### / TENDENCIA AL EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS FISCALES EN EL PRIMER SEMESTRE

- En términos nominales, durante junio de 2019 se registró un aumento interanual de de los ingresos fiscales en 69,4% alcanzando los \$ 290.102 millones por recursos tributarios. De esta manera se explica el desempeño relativamente auspicioso del nivel de los ingresos fiscales.
- Respecto a la dinámica de los egresos, durante junio de 2019 se destacaron aumentos. Las erogaciones primarias crecieron 37% respecto de junio de 2018. Mientras que durante el primer semestre, el acumulado registró una expansión de 33,8% en relación al mismo semestre de 2018.
- Por el lado financiero, que incluye el pago neto de intereses de la deuda pública, se registró una contracción del déficit de 90% respecto de junio de 2018. Los intereses de deuda devengados constituyeron un aumento de 90% interanual. Mientras que el promedio del período enero-junio de 2018 las erogaciones por intereses fueron de \$ 22.227 millones, durante el mismo período de 2019 el promedio de erogaciones por intereses fue \$ 43.737 millones, es decir, un crecimiento interanual de 80%.

Por Martin Calveira

### / TENDENCIA AL EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS FISCALES EN EL PRIMER SEMESTRE

- La dinámica del desempeño financiero evidenció cierto alivio sobre las cuentas fiscales durante el primer semestre del año debido a un menor crecimiento del déficit financiero, se situó en 14% 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 seguir destacando. Por un lado, el superávit primario
  acumulado semestral 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. Adicionalmente, un mayor espacio fiscal es un instrumento de sostenibilidad de deuda, al menos en el
  corto plazo.

### / TENDENCIA AL EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS FISCALES EN EL PRIMER SEMESTRE

#### DESARROLLO

/SECTOR FISCAL

Por Martin Calveira

• Sin embargo, ese proceso no está libre de costos los cuales dependen de la profundidad y celeridad con las que se reanude el crecimiento económico. 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 en el marco de superávit externo y recuperación de la economía real. De lo contrario, el proceso conducir a un nuevo ciclo de fragilidad financiera causada principalmente por restricciones de liquidez.





### **/BALANZA COMERCIAL, APRECIACIÓN NOMINAL Y NUEVAS TENSIONES INTERNACIONALES**

El análisis y datos informados corresponden al período previo al 13 de agosto.

# /SECTOR EXTERNO

Por Martin Calveira

- El superávit comercial se sostiene en el sexto 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 desde abril de 2019.
- El tipo de cambio real se apreció un 5,1% promedio mensual en junio 2019 (base 2001=100). El comportamiento del TCR fue afectado nuevamente por la tendencia a la apreciación nominal. El nivel actual se ubica por encima del promedio de toda la serie del año 2018.

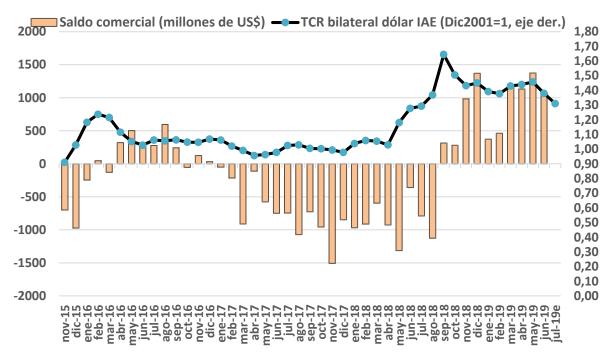


Por Martin Calveira

### /BALANZA COMERCIAL, APRECIACIÓN NOMINAL Y NUEVAS TENSIONES INTERNACIONALES

El análisis y datos informados corresponden al período previo al 13 de agosto.

#### Saldo comercial y TCR



Por Martin Calveira

### **/BALANZA COMERCIAL, APRECIACIÓN NOMINAL Y NUEVAS TENSIONES INTERNACIONALES**

#### RESUMEN

- Las fuertes tensiones de la economía mundial se observan desde la primera semana de agosto. La depreciación súbita de la moneda de la República Popular China constituye un shock temporal al sistema monetario internacional.
- Se espera que los presidentes de Estados Unidos y China acuerden la reanudación del tratamiento sobre sus diferencias comerciales renunciando a nuevas restricciones comerciales en aras de evitar posibles restricciones comerciales mundiales.
- Los países emergentes, entre los que se encuentra la Argentina, deben tomar posiciones precautorias y de búsqueda de nuevos mercados ante la posibilidad de efectos no deseados sobre la economía mundial.
- Se observó un contexto favorable para las economías emergentes luego de la disminución de la tasa de interés de referencia de la FED. Con esta decisión, se conforman condiciones favorables para la estabilidad comercial.

Por Martin Calveira

### /BALANZA COMERCIAL, APRECIACIÓN NOMINAL Y NUEVAS TENSIONES INTERNACIONALES

#### RESUMEN

- El intercambio comercial argentino (importaciones más exportaciones) continúa en un sendero decreciente durante junio en la comparación interanual. Se registró una contracción de 11,2% respecto de junio de 2018.
- Sin embargo, el superávit de la balanza comercial se sostiene desde septiembre de 2018 (décimo mes consecutivo).
   Durante junio el saldo positivo fue US\$ 1.061 millones, el cual es explicado principalmente por la disminución interanual de las importaciones en 23,5%.
- El nivel del TCR actual promedio resultó en una apreciación de 5,1%. Adicionalmente, se ubica un 20% por debajo del promedio histórico diciembre 2001- julio 2019, es decir, en promedio histórico, el nivel actual registra una apreciación real.

Por Martin Calveira

### /BALANZA COMERCIAL, APRECIACIÓN NOMINAL Y NUEVAS TENSIONES INTERNACIONALES

- Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China retornaron luego de la decisión del presidente Trump, a principios de agosto, de aumentar los aranceles a los productos importados desde China, contrariamente a lo acordado durante la reunión del G20 en Osaka.
- Concretamente, Trump anunció la imposición de nuevos aranceles del 10 % a partir del próximo I° de septiembre. Previamente, ambas partes habían acordado continuar con las negociaciones en septiembre.
- Las tensiones tienen orígenes diversos. Uno de los principales se encuentra en el campo tecnológico. El avance notable de las tecnologías de información y en el campo de 5G de la empresa Huawei es un claro ejemplo de los desafíos competitivos que enfrente Estados Unidos.
- La disputa entre las dos mayores economías del mundo tiene consecuencias globales. En este sentido, las últimas previsiones de crecimiento global del Fondo Monetario Internacional (FMI) disminuyeron el crecimiento mundial al 3,2% este año, una décima menos que en abril pasado. El argumento esencialmente se basa en las tensiones comerciales entre Washington y Pekín.

Por Martin Calveira

### /BALANZA COMERCIAL, APRECIACIÓN NOMINAL Y NUEVAS TENSIONES INTERNACIONALES

- A pesar del factor favorable que representa la disminución de la tasa de interés de la FED, 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.
- En el transcurso del período enero-junio de 2019, las exportaciones totalizaron US\$ 30.752 millones (2,4% interanual) mientras que las importaciones ascendieron a US\$ 25.163 millones (-27,9% interanual).
- El intercambio comercial total argentino durante junio de 2019 registró una disminución de 11,2% interanual alcanzado US\$ 9.409 millones, y un aumento de 11,7% respecto de mayo 2019.
- Durante junio de 2019 el desempeño de la balanza comercial argentina continúa en el plano positivo sosteniendo su recuperación desde septiembre de 2018. El superávit mensual de junio de 2019 fue US\$ 1.061 millones, acumulando durante los primeros seis meses del año un resultado positivo de US\$ 5.589 millones.

Por Martin Calveira

### **/BALANZA COMERCIAL, APRECIACIÓN NOMINAL Y NUEVAS TENSIONES INTERNACIONALES**

- 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, ya que constituye el único mecanismo sustentable de generación de oferta de divisas, necesarias para sostener las obligaciones internacionales. Por lo tanto y en ausencia de presiones externas sostenidas 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.
- El crecimiento mensual del resultado comercial respecto de mayo de 2019 fue negativo en 22%. Mientras que en términos interanuales se volvió a observar una reversión del saldo negativo pasando de un déficit de US\$ 322 millones al superávit mencionado de US\$ 1.061 millones.
- Las exportaciones del sexto mes del año crecieron I,9% (US\$ 99 millones) respecto al mismo período de 2018 debido principalmente a la suba en cantidades de I3,5%, ya que los precios cayeron I0,2%. Las exportaciones de combustibles y energía, de manufacturas de origen agropecuario (MOA) y productos primarios subieron interanualmente 33,6%, I2,1% y 0,3%, respectivamente. Mientras que las de manufacturas de origen industrial (MOI) cayeron II,9%.

Por Martin Calveira

### /BALANZA COMERCIAL, APRECIACIÓN NOMINAL Y NUEVAS TENSIONES INTERNACIONALES

- Notamos nuevamente lo auspicioso que 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.
- La contracción interanual de las importaciones de junio fue 23,5% (US\$ 1284 millones). Se explica esencialmente por la fuerte caída de las cantidades en 19% mientras que los precios disminuyeron en 5,4%. Se destaca la disminución de bienes de capital en 24,1%; bienes intermedios en 9,5% y bienes de consumo en 24,5%. 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 julio de 2019 fue \$ 42,54, registrando una apreciación nominal de 2,85% respecto de junio de 2019. Al observar el correspondiente de julio 2018, hay una notable depreciación de 54%.

Por Martin Calveira

### /BALANZA COMERCIAL, APRECIACIÓN NOMINAL Y NUEVAS TENSIONES INTERNACIONALES

- El tipo de cambio nominal respecto al dólar minorista en el último día de julio de 2019 fue \$ 45,03 mientras que el último día hábil de junio de 2019 fue \$ 43,70. Esto evidencia una depreciación nominal mensual de 3%.
- El nivel del TCR actual se encuentra 2,8% por encima (depreciación neta) del promedio del año 2018 a pesar de la inflación acumulada. No obstante, si se observa el promedio histórico dic2001-jul2019, se ubica un 20,8% por debajo de ese promedio dada la apreciación nominal y la dinámica de precios acumulada del período. 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 julio de 2019 de \$ 45,03 por dólar, el TCR bilateral también se ubicaría por debajo del promedio de la serie histórica dic2001-jul2019, evidenciando una apreciación real de 16,2%.
- Sin embargo, el dólar de "equilibrio" estimado por el IAE Austral (valor del dólar según el TCR promedio del período dic2001-jul2019) sería de 45,67 \$/US\$, es decir, un 4% por encima del valor actual de cierre indicando, en retrospectiva, una apreciación actual del peso.





### CIERTA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y EFECTOS DERIVADOS DE LA GUERRA

El análisis y datos informados corresponden al período previo al 13 de agosto.

# /SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Por Martin Calveira

- Durante julio se sostuvo cierta estabilidad en el mercado cambiario bajo la certidumbre de la capacidad de intervención del Banco Central y en un contexto desinflacionario. La posibilidad de intervención dentro de la zona de referencia conforma certidumbre en las expectativas cambiarias.
- Si bien la devaluación súbita de la moneda china afectó a los mercados emergentes, la flotación del tipo de cambio debería suavizar el efecto. El dólar promedio nominal minorista del mes de julio se situó en \$ 43,75 y cerró los \$ 45.

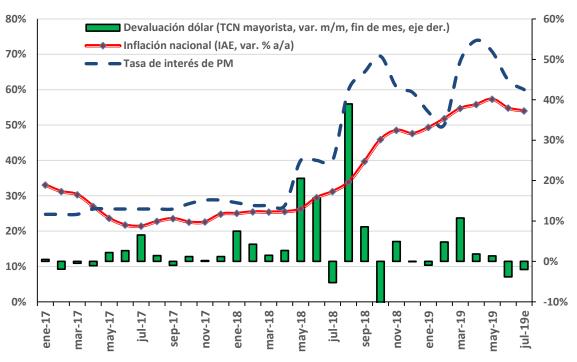


Por Martin Calveira

### /CIERTA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y EFECTOS DERIVADOS DE LA GUERRA

El análisis y datos informados corresponden al período previo al 13 de agosto.

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



- Fuente: IAE Austral, INDEC, BCRA

Por Martin Calveira

### CIERTA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y EFECTOS DERIVADOS DE LA GUERRA

#### RESUMEN

- La continuidad de la guerra comercial entre Estados Unidos y China tuvo efectos sobre el mercado de cambios mundial. La devaluación repentina de la moneda de la República Popular China afectó a las monedas mundiales y, en particular, a las economías emergentes.
- Si bien desde principios de agosto se observan tensiones cambiarias en todas las monedas emergentes, durante el mes
  de julio la estabilidad del tipo de cambio se sostuvo tras la ampliación de los mecanismos de intervención en el
  mercado de cambios y un menor nivel de inflación.
- El tipo de cambio respecto al dólar se situó en un sendero con sesgo ascendente pero estable durante el mes de julio de 2019. Se sostiene el espacio de cierta estabilización de expectativas.
- El Banco Central continuó utilizando la tasa de interés de referencia como uno de los instrumentos determinantes para cumplir con la meta monetaria aunque notando una dinámica descendente. Al cierre de julio se ubicó en 60% luego del cierre de junio de 62,68%.

### CIERTA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y EFECTOS DERIVADOS DE LA GUERRA

RESUMEN

# /SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Por Martin Calveira

- El nivel de reservas de cierre de julio fue de US\$ 67.899 millones, aumentando un 5,6% respecto al cierre de junio.

  Permanece constante sobre el cierre de la primera semana de agosto de 2019.
- La cuantía de depreciación nominal del tipo de cambio minorista durante julio, en torno a 3%, se sitúa dentro de un marco convergente a la estabilización sobre la dinámica de precios.
- El riesgo país medido por el EMBI+Arg cerró en 781 p.b. en julio, situándose en un nivel inferior al mes precedente.
   La estabilización del mercado de cambios sostiene parcialmente la mayor certidumbre respecto a nuestro país en los mercados financieros.

Por Martin Calveira

### CIERTA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y EFECTOS DERIVADOS DE LA GUERRA

- Las tensiones derivadas de la guerra comercial entre China y Estados Unidos motivaron la decisión del país asiático
  en modificar el tipo de cambio el primer lunes de agosto y luego de la decisión del presidente Trump de elevar los
  aranceles a productos chinos. Esto tuvo consecuencias, en principio, cambiarias sobre las monedas internacionales y,
  particularmente, sobre los mercados emergentes.
- La economía argentina es una de las que enfrenta ese desafío en un contexto de menor fortaleza dado el proceso de volatilidad cambiaria de 2018 y principios de este año. La estabilidad cambiaria que se observa desde abril de 2019 puede modificarse dado que los flujos financieros mundiales tienden naturalmente refugiarse en activos de países desarrollados.
- El impacto dependerá de que la escalada entre ambos países se sitúe o no en un sendero creciente. Es de esperar que las tensiones disminuyan a los efectos de evitar depreciaciones monetarias masivas y afectar el comercio mundial.

Por Martin Calveira

### CIERTA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y EFECTOS DERIVADOS DE LA GUERRA

- El contexto financiero internacional, previo al shock monetario desde China, tuvo noticias favorables generadas a partir de la decisión del comité de la Reserva Federal de Estados Unidos de recortar la tasa de interés luego de II años. Estableciendo al rango actual de tasa entre 2% y 2,25%. A su vez, en el marco de las tensiones comerciales las cuales pueden impactar en el crecimiento de la economía estadounidense se espera que en octubre pueda disminuir nuevamente.
- Respecto a la economía nacional, se agrega que 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 con aumento del costo de crédito que profundiza las repercusiones negativas sobre la economía. La gestión de políticas económicas futuras deberían estar enmarcadas en esa perspectiva teniendo en cuenta también modificaciones inesperadas en la economía mundial.

Por Martin Calveira

### CIERTA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y EFECTOS DERIVADOS DE LA GUERRA

- La autoridad monetaria mantuvo el nivel mínimo mensual anunciado durante julio para las tasas LELIQ en 58%. El promedio mensual de tasa fue 59,5%, esto es un 11% menor al promedio mensual de junio de 2019. El objetivo es que ese nivel de tasa tenga menos impacto en la economía real pari passu no presionar a la dinámica inflacionaria.
- El Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central decidió adaptar a un plazo bimestral la evaluación del
  cumplimiento de la meta de base monetaria (BM) para el período julio-agosto de 2019. Esto genera un espacio de
  mayor flexibilidad respecto al control de los agregados monetarios no perdiendo de vista la necesidad de acotar lo
  factores potenciales de depreciación (menor variación) del tipo de cambio y sus consecuencias sobre las expectativas de
  mercado.
- Las reservas internacionales se establecieron en US\$ 67.899 millones en el último día de julio de 2019, representado un aumento de 5,6% respecto al cierre de junio de 2019. El nivel actual continúa, en ausencia de grandes shocks externos, en un sendero sustentable ante una posible dolarización de activos derivado de la incertidumbre electoral nacional.

Por Martin Calveira

### /CIERTA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y EFECTOS DERIVADOS DE LA GUERRA

- Los efectos de la política monetaria se sostienen en términos de los objetivos de estabilidad cambiaria. No obstante, el
  desafío consecuente se relaciona con minimizar con mayor celeridad el sesgo contractivo sobre la economía real. En este
  sentido, es importante la generación de líneas de crédito productivo y sobre el consumo de plazos temporales mayores y
  tasas diferenciadas.
- Respecto al marco de política antiinflacionaria, la base monetaria presentó una disminución intermensual de 2,65% registrada el último día de julio respecto al cierre de junio. No obstante, el promedio del saldo diario de julio fue \$ 1.381,5 millones, es decir, un 3% mayor al promedio de junio. La autoridad monetaria evaluará el cumplimiento de la meta cuantitativa de Base Monetaria en forma bimestral para el período julio-agosto de 2019. Esto debido a que la estimación de efectivo mínimo de las entidades bancarias se evaluará también en ese período.

Por Martin Calveira

### CIERTA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y EFECTOS DERIVADOS DE LA GUERRA

- Notamos nuevamente que el objetivo de continuar en un espacio de desinflación de 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 de factores generados de desalineamientos. A esto se agrega el nuevo escenario internacional tras la crispación de la política comercial y cambiaria de los países mencionados.
- El stock de pasivos LELIQ hacia el final de julio se estableció en \$ 1.278.657 millones. Si bien el monto nota un crecimiento del 16% respecto al mes precedente y se sitúa en niveles altos, notamos que si se observa el peso relativo sobre los depósitos totales del sistema, no es un factor potencial de fragilidad ante una reversión abrupta de los mismos, dado que representa el 33% del total de los depósitos, similarmente a junio de 2019.
- 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 60%, mostrando una disminución de 4% respecto al cierre de junio de 2019.

Por Martin Calveira

### CIERTA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y EFECTOS DERIVADOS DE LA GUERRA

- 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 julio se expandió, en promedio, 4% respecto al promedio de junio de 2019.
- En línea la dinámica descendente del nivel de tasa de referencia, se espera que el mercado siga convalidando, 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 julio el nivel de tasa de interés de préstamos a 7 días para las empresas de primera línea se situó en 60%, mientras que al cierre de junio era 62,5%.
- Durante la mayor parte del mes de julio se evidenció una disminución del riesgo soberano medido por el EMBI+Arg, cerrando el mes en 781 p.b.. En consecuencia, se registró una disminución mensual de 6,5% respecto del cierre de junio. El promedio de julio (789 p.b.) fue un 11% inferior al de junio (886 p.b.). Sin embargo, el sendero de disminución del índice fue afectado durante la primera semana de agosto como consecuencia de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Al cierre de la primera semana se sitúa cercano a los 900 p.b.