

Inflación, salarios y actividad económica

Índice

EDITORIAL: Las amenazas a la economía global siguen en pie. Por Juan J. Llach.

1. Panorama internacional:
El contexto externo para una gestión que quiere quebrar la recesión. Eduardo L. Fracchia
2. Panorama regional:
La economía de Brasil busca consolidarse. Eduardo L. Fracchia.
3. Panorama interno I:
Reflexiones sobre la economía ante el cambio de gobierno. Eduardo L. Fracchia.
4. Panorama político:
El peronismo con oxígeno social para encarar la corrección de una economía regional. Eduardo L. Fracchia.
5. Panorama interno II:
Algunas perspectivas de política económica para el año 2020. Martín Calveira.
6. Panorama coyuntural:
La competitividad de Argentina según el informe WEF. Eduardo L. Fracchia y Martín Calveira.
7. **Precios y salarios.**
Necesidad de estabilización inflacionaria en el nuevo gobierno. Martín Calveira.
8. **Actividad económica. Escenario expectante respecto al nuevo gobierno. Martín Calveira.**
9. **Sector fiscal. Expectativas de modificación de políticas fiscales. Martín Calveira**
10. Sector externo. **Sostenimiento del superávit comercial. Martín Calveira.**
11. Sector monetario y financiero. **Expansión de base monetaria y espacio para la emisión monetaria. Martín Calveira**

Documento elaborado por el **Departamento de Economía del IAE Business School**. Escuela de Negocios de la Universidad Austral.

EDITORIAL

**Por Juan J. Llach*

Las amenazas a la economía global siguen en pie

Pese a no haber sido brillante, la reactivación de la economía mundial desde la Gran Crisis del 2008 puede estar cerca de su final y las herramientas de política macroeconómica disponibles pueden estarse agotando. La política fiscal expansiva está tocando límites y la política monetaria, con tasas bajas o aun negativas según los países, difícilmente pueda sostenerse mucho tiempo más. La fragilidad financiera está nuevamente en límites peligrosos, con valuaciones extravagantes de muchos activos, en especial en los EEUU, y crecientes riesgos crediticios. Citábamos el mes pasado la declaración del FMI señalando que la deuda global ya alcanzó el valor record de 230% del PIB mundial. A todo lo dicho se suma la creciente probabilidad de un juicio político al presidente Trump (impeachment) que podría, eventualmente, llevar a su destitución.

En positivo, es probable que para el próximo día 15 se alcance la primera fase del acuerdo comercial entre China y los EEUU, evitando así alzas adicionales de los aranceles de importación recíprocos. Es posible que las motivaciones acuerdistas de ambos países estén en aumento. En el caso de China, hay signos de que su estrés financiero –básicamente, por excesivos endeudamientos públicos (empresas y gobiernos sub-nacionales) y privados- puede acentuar la intervención gubernamental.

Mientras tanto, la superficie de la economía norteamericana se muestra saludable. El PIB del tercer trimestre creció 2,1% (segunda estimación, 0,1% mayor que la primera), el desempleo bajó de 3,6% a 3,5% y la creación de empleos en noviembre fue la mayor en diez meses, llegando a 266000 en total, 254000 de ellos en el sector privado. La luz tibiamente amarilla está dada por el aumento registrado de los costos laborales unitarios, después de un prolongado letargo. Con poco margen para hacer otra cosa, el miércoles 11 pasado la Reserva Federal de EEUU no modificó sus tasas de interés.

En este marco, el FMI sigue subrayando el riesgo de una desaceleración sincronizada, evidenciada en el predominio de los números en rojo del Cuadro 1. Hay que subrayar que América Latina es la peor región, tanto por su bajo crecimiento como por la caída de sus proyecciones. Y hay que destacar que el África Subsaharina (no incluida en el Cuadro) está creciendo el doble que LATAM en los últimos años.

Cuadro 1. Proyecciones del Fondo Monetario Internacional, octubre de 2019

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

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, octubre 2019. En rojo, rebajas respecto de julio, en azul, subas; en negro, sin cambios.

En el Cuadro 2 puede verse lo que hemos sostenido desde la asunción del presidente Trump, hace tres años. Afirmamos entonces que su política económica no necesariamente iba a acarrear una masiva mudanza de capitales desde los países emergentes hacia los grandes centros, conllevando una valorización del dólar y una caída de las commodities. Tanto éstas como el dólar están en valores análogos a los de hace tres años. Algunas materias primas agropecuarias, como la soja, son las menos favorecidas, por la tenaza del aumento de la producción y la guerra comercial entre EEUU y China. En fin, el riesgo de los países emergentes (EMBI) ha disminuido y las bolsas han subido en casi todo el mundo, con las excepciones de China y México, por sus conflictos comerciales con los EEUU.

Cuadro 1. Principales mercados desde la asunción de Trump

	8/11/2016	8/11/2019	10/12/2019	Dic.19/Nv.16
Monedas				
Dólar (DXY Bloomberg)	97.86	98.30	97.52	-0.3
USD / Euro	1.103	1.102	1.109	0.54
Yen / USD	105.2	109.2	108.6	-3.1
Yuan / USD	6.79	6.99	7.04	-3.6
Peso AR / USD	14.95	59.5	60.0	-75.1
Peso BR / USD	3.17	4.14	4.14	-23.4
Peso MX /USD	18.33	19.11	19.20	-4.6
Rendimiento Bonos				
Bono 10 años EEUU	1.86	1.91	1.81	- 6 puntos
Riesgo EMBI emergentes*	365	314	318	-47 puntos
Commodities(Bloomberg)	169.3	168.1	166.2	-1.8
Oro (Comex)	1274.5	1466.7	1472.3	15.5
Petróleo (WTI)	45.0	56.0	59.0	31.1
Cobre (Comex)	238.0	268.8	276.4	16.1
Soja x bushel	1011.3	931.3	901.3	-10.9
Bolsas				
EEUU, S&P500	2139.6	3081.9	3136.0	46.6
Europa Bloomberg 500	224.8	269.5	269.0	19.6
China, Shanghai Composite	3147.9	2964.2	2917.3	-7.3
Japón, Nikkei 500	1619.4	2223.0	2257.6	39.4
Argentina, Merval	17138.4	34743.0	34657.0	102.2
Brasil, Bovespa	64157.7	108640.9	110901.3	72.9
México INMEX	2819.2	2571.2	2449.2	-13.1
Notas. Variaciones último mes: verde, sube; rojo, baja; negro, igual. La columna final de monedas expresa apreciación (+) o depreciación (-) respecto del USD.				

Como dijimos en el editorial de noviembre, por primera vez desde Perón en 1952, un presidente peronista, Alberto Fernández, asume con viento en contra. Salvo un intenso cambio de suerte, que no se avizora, estaremos frente a una realidad nueva, que hará imprescindible, para salir adelante, los acuerdos políticos y socioeconómicos. Ojalá que la dirigencia y la ciudadanía argentinas, estén a la altura de este inédito desafío.

Juan J. Llach.

PANORAMA INTERNACIONAL

**Por Eduardo L. Fracchia*

El contexto externo para una gestión que quiere quebrar la recesión

El contexto externo es relevante para condicionar el crecimiento local. La dificultad de crecimiento de los 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. Se echa en falta, como han dicho dos recientes Premios Nobel de Economía, mayor coordinación y autoridad fiscal en Europa. Estados Unidos, más flexible e innovador, está encarando una solución más pragmática a su desafío de crecimiento. El FMI debería ser un actor central en la coordinación global pero lleva años de perfil más bajo y con reputación cuestionada. El tema de fondo es la falta de competitividad tanto en Europa y menos en Estados Unidos. Japón y China, por otra parte, están creciendo cada uno a su ritmo. En Japón está funcionando a pleno la Abenomics y quizás se pueda cortar una racha larga de estancamiento que comenzó en la crisis inmobiliaria de fines de los 80.

Los pronósticos son a veces de alarma en el caso de China advirtiendo potenciales burbujas, exceso de deuda pública, de inversión y presiones inflacionarias. Sin embargo el país sigue creciendo con sus limitaciones institucionales, ambientales y democráticas.

Los desbalances globales (cuentas corrientes que no ajustan) siguen presentes y son una causa fundamental de los desequilibrios macroeconómicos existentes. En definitiva se producen por la falta de competitividad en algunos países que son financiados por otros que son superavitarios (Alemania, China). 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 y en cuanto a amenaza potencial la guerra comercial China-USA derivada de su efecto proteccionista.

En cuanto a la región, ésta crece poco en relación a otros emergentes. Perú va por delante. Venezuela que supo ser modelo del 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. Bolivia se ha complicado por los excesos de Evo Morales en el plano institucional.

Paraguay y Uruguay llevan una década larga de expansión y van por mucho más. Colombia nos ha pasado en tamaño del PIB y se consolida con fuerte inversión extranjera directa, ahora también con conflictos sociales.

En el contexto externo de la región la clave es Brasil ¿Cómo influye su dinámica económica en nuestro país? Es natural que Brasil devalúe su moneda ya que el real se apreció mucho como tipo real de cambio desde octubre de 2002 a hoy. La cuenta corriente de Brasil que es negativa en 2% impulsa la devaluación del real, hecho perjudicial para el comercio exterior argentino. La fuerte entrada de capitales en Brasil que produjo en parte la apreciación (enfermedad holandesa) se debió al atractivo de una tasa de interés alta (SELIC) y por otro lado al *investment grade* asociado a buenos *fundamentals* en la macro. La apreciación le restó competitividad cambiaría a Brasil.

Brasil entra a esta fase del ciclo internacional bastante frío. Su PBI pasó de crecer 7,5% en 2010 a menos de 2% en la estimación de 2014-2019. La Argentina, recordemos, exporta 20% de su total a Brasil y 40% de la exportación de sus manufacturas. No estamos blindados frente a un shock cambiario de Brasil. La competitividad basada en mayor eficiencia se vuelve fundamental para afrontar estos desafíos que plantean los países centrales en general y Brasil en particular. En cuanto a información más reciente habrá que seguir de cerca el intento del supuesto Banco de los BRICS. Son ideas de difícil implementación.

Resumiendo el mundo sigue jugando a favor de Argentina pero hay nubes que pueden complicar el escenario. Sigue siendo una ventana de oportunidad interesante para financiar el crecimiento después de la reestructuración de deuda y por eso es clave que se despeje este tema.

Eduardo L. Fracchia.

PANORAMA REGIONAL

**Por Eduardo L. Fracchia*

La economía de Brasil busca consolidarse

Es oportuno, después de la crisis en cuanto a actividad e instituciones de los últimos años, observar cuáles son las expectativas macroeconómicas de Brasil. Se trata del principal socio comercial de la Argentina con el que tenemos un intercambio considerable desde hace años. El déficit comercial pareciera estar estabilizado. Para la Argentina el crecimiento de Brasil es un punto de enorme relevancia para consolidar el proceso de expansión. Por otra parte, dicho crecimiento, al que se suma un tipo de cambio bilateral relativamente estabilizado, puede fortalecer además el proceso de integración del Mercosur aumentando el flujo de comercio entre los dos principales países del bloque.

La economía de Brasil, después de varios años de baja performance está tomando un ritmo modesto de expansión con disminución de la desocupación. El contexto mundial es favorable para ese país ya que la tasa de interés de la Fed es todavía muy baja y los precios de los *commodities* son razonables. ¿Todo está dado para reeditar otro milagro económico como entre los 50 y los 70? Es mucho decir. En buena medida depende de la continuidad de las políticas del nuevo gobierno que ha sido electo.

Los temores de un aumento del nivel de precios están contenidos por niveles razonables en la tasa de interés de referencia brasileña (Selic). La combinación de políticas monetaria y fiscal contractivas, por la exigencia de números fiscales mejores y estabilidad monetaria, es desafiante. Supone un esfuerzo sustancial y prolongado, aunque aparentemente compatible con la promesa de esta gestión de un mayor crecimiento económico. La mejor distribución del ingreso y la mayor ocupación están presentes también en la campaña electoral de Bolsonaro.

El importante esfuerzo fiscal, sumado al control de otras variables clave influye en que el riesgo país brasileño esté bajo control. ¿Cómo evolucionará el principal país de la región que fue en su momento

el alumno predilecto del Fondo Monetario y el ejemplo en la comunidad financiera? Esta pregunta es clave para Brasil. La amenaza estructural de una deuda pública indexada ha disminuido. Mejoró claramente la estructura de la deuda en plazos y reduciendo tasas (los servicios de la deuda sobre el PIB se redujeron), el nivel de endeudamiento se contrajo. Está ganando gradualmente el test de confianza en los mercados. Es razonable apostar, aunque sean algunas pocas fichas, por Brasil.

Durante la administración de Lula se pasó de una tasa de inflación de 15 % a menos de 4% hoy. La actual administración se ha comprometido a una inflación todavía menor. La crisis política que enfrentó el gobierno de Dilma indudablemente tuvo efectos económicos. La política de fuerte ahorro fiscal y congelamiento del gasto público para disminuir tanto el peso de la deuda como la inflación está en marcha.

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

El crecimiento es la gran asignatura pendiente del Brasil. Su tasa de expansión ha sido un tercio de la chilena en los últimos 25 años. Hay mucho potencial de recursos naturales y de capital humano para que una de las cuatro “economías BRICS” (con gran potencial de crecimiento) pueda sostener niveles de expansión del PIB que permitan cumplir con las metas fiscales. Se cree que para el período próximo del actual gobierno, Brasil va a alcanzar una tasa de crecimiento de 2,5% promedio. También se espera que la tasa de interés Selic siga en este nivel dada la nueva visión del actual Ministro de Economía.

El desafío potencial es el tipo de desenlace que tenga la crisis social e institucional de la región. Principalmente, Chile y Bolivia están haciendo esfuerzos intensos en estabilizar las tensiones sociales y minimizar los efectos sobre la economía. Sin embargo, esos efectos pueden no ser menores para las economías de la región ante la posibilidad de fuertes devaluaciones y frenazos de

la actividad económica. Si bien la economía de Brasil tiene cierta independencia comercial dado su peso en el mercado internacional, la reversión de los flujos financieros puede desestabilizar el balance de pagos.

Pasada la fase crítica en la región, será ineludible para Brasil, y en general, gestionar mecanismos de inclusión social de mayor celeridad y alcance. Una de las lecciones de la actualidad está relacionada con la vigencia de la justicia social como factor de sustentabilidad institucional y desarrollo. El crecimiento económico y la estabilidad de precios son objetivos necesarios pero no funcionan como mecanismos automáticos de inclusión y eliminación de las brechas de ingresos.

En definitiva, perspectivas promisorias pero con riesgos a tener en cuenta para el líder de la región, aunque también con la preocupación aún de cómo sortear una crisis institucional tan marcada por hechos de corrupción y como reinventar un nivel de actividad que viene muy golpeado desde finales de Lula, presentes también en la visión de Bolsonaro.

Eduardo L. Fracchia.

PANORAMA INTERNO I

**Por Eduardo L. Fracchia*

Reflexiones sobre la economía ante el cambio de gobierno

El contexto internacional dadas las oscilaciones observadas en las bolsas y en el mercado de bonos está algo más volátil. La constancia en la relación dólar frente al euro favorece que los precios de commodities sigan estables. El crecimiento americano es más sólido que el europeo y puede continuar a pesar del déficit de cuenta corriente que es crónico. China e India siguen a un ritmo de crecimiento elevado y demandan de nuestra región cada vez más productos. El contexto latinoamericano es de crecimiento lento con muchos episodios sociales disruptivos que fueron sorprendentes. Nuestro país debe aprovechar esta ventana de oportunidad que se ha abierto con el nuevo gobierno para sacar partido de esta globalización acotada. El ciclo internacional en algún momento va volver a jugar en contra de la región y de Argentina.

La orientación de la economía nacional cambiará de modo sustantivo en 2020. El enfoque de la política económica seguirá un sendero antirecesión. Sería deseable que se recuperen los superávits gemelos perdidos, tanto el fiscal como el de cuenta corriente. Estamos ante una economía que pretende crecer en base al consumo en un rebote cíclico, aunque sería conveniente que lo haga más por el empuje de la inversión y de las exportaciones. No se percibe salir rápido de la recesión en el horizonte de mediano plazo. No se espera mucho menos grandes ajustes del tipo Rodrigazo de 1975 porque los fundamentals están claramente mejor que en 2015 por el ajuste fiscal y externo realizado por Macri. Una gran amenaza para la próxima gestión está en el control de la inflación que hoy cierra en casi 60% anual. A ese ritmo de los precios no será fácil bajar la inflación a un dígito antes de cinco años.

Por otra parte, las políticas de control de precios a impulsar por el gobierno actual tienen antecedentes históricos y han sido una medida típica de otros gobiernos justicialistas y radicales.

Las expectativas de inflación son elevadas en 2020 (45%) generan efectos perjudiciales al proceso de inversión. Para aplicar control de precios de modo sensato, debería hacerse en todo caso por un lapso corto y en circunstancias de real emergencia. Muchas de las medidas de control que se intuyen son contradictorias, pues aumentan los costos de transacción en la economía.

El gobierno se ha comprometido a seguir sosteniendo el dólar a este nivel. Lo ideal es que colabore más en el proceso de subir el tipo de cambio el propio Tesoro, empleando parte del superavit fiscal primario que sería un buen objetivo a conseguir. El objetivo de la administración debería ser mantener un tipo real de cambio más alto. La vocación por un dólar más barato no es deseable en una economía que genera desconfianza según se percibe en los 2300 puntos de riesgo país. Claramente colabora en el potencial deterioro del tipo real de cambio la inflación de 60% que se ha instalado en nuestra economía. Sería deseable una política monetaria más restrictiva para mantener la competitividad cambiaria. El sector externo amenazado hoy por el retraso cambiario ha sido muy dinámico en la postconvertibilidad, pero durante la gestión Macri cayeron las exportaciones. Las exportaciones sin embargo, han aumentado sobre todo en precio y también en cantidades durante 2019. Se consolidaron las MOI (manufacturas de origen industrial) y son de destacar las exportaciones realizadas desde las pymes, marginales todavía en el total vendido al exterior con 14.000 firmas pymes que exportan. El salto exportador 2002-2019 es importante pero en forma comparada con otros países de la región todavía el monto es de baja magnitud. Las importaciones seguirán cayendo en 2020 por la recesión futura. Perderá protagonismo el ingreso de bienes de capital lo que es inconveniente para el proceso de inversión. La elasticidad importaciones a producto sigue siendo elevada y por eso los controles a mediano plazo a la Moreno pueden volver. Se espera una caída moderada en las importaciones en 2020.

Haremos una referencia al sector energético en este repaso de coyuntura por ser muy relevante en el marco productivo. Una cuestión delicada es el desequilibrio existente en el sector energético entre oferta y demanda de gas y electricidad en especial para los períodos de punta. En los años 2003 a 2005, la recuperación de la demanda interna encontró al sector productivo con mayor capacidad ociosa. Desde entonces la capacidad productiva operó cerca del máximo en algunos sectores y se hicieron más cotidianos los problemas energéticos tanto en el sistema eléctrico como en gas. Ahora la situación es de mayor control, Macri avanzó positivamente en energía.

Tomando cierta perspectiva y mirando más a mediano plazo hay que encarar con un planeamiento coherente la matriz energética futura. Teniendo en cuenta la situación energética actual, el aumento del consumo de verano por sus altas temperaturas, podría provocar cortes transitorios. La demanda de los generadores es moderada por la recesión. El tema tarifas genera preocupación entre los sectores empresarios por la intención de pesificarlas del nuevo gobierno. En este contexto encontramos serias dificultades al insistir con precios regulados de dudosa influencia en la distribución del ingreso. En buena parte del país se ha sincerado antes la cuestión tarifaria. El escenario más probable es que las inversiones no se recompondrán en tiempo y forma, si se altera el cuadro tarifario y la seguridad jurídica.

Seguiremos de cerca lo que se refiere al tema energético donde el corazón es Vaca Muerta. Convivimos con un problema que claramente obedece a haber defendido con demagogia y populismo precios distorsivos durante el kirchnerismo en el sector con sesgo anti inversión y a la falta de planeamiento de un cuestión tan estratégica como es la energética. Algo puede cambiar con el desmantelamiento casi total de los subsidios pero hay que ver como se implementa este tema en la nueva gestión.

En cuanto a las relaciones internacionales que puedan afectar al comercio exterior no se esperan novedades significativas ni en el ámbito de la OMC ni en el Mercosur. Los países del Pacífico son más activos en este terreno de iniciar acuerdos de integración. Las exportaciones alcanzarán en el 2020 los US\$ 70.000 millones. Se han diversificado mercados en los últimos años. Brasil sigue siendo un destino importante de las exportaciones pero con menor presencia relativa que a mediados de los 90. El comercio entre Argentina y Brasil suma US\$ 15.000 millones aproximadamente al año. Es muy precaria en el largo plazo la iniciativa de creación de una moneda única regional. Este sería el objetivo mayor de la integración, ya que como es sabido en el caso europeo la introducción de la moneda común aceleró el proceso de unificación iniciado a fines de los 50. Por ahora este tema está muy lejano, máxime con las tensiones entre Bolsonaro y Fernández que esperemos se reduzcan.

La economía del cuarto mandato K seguramente será de logros y desaciertos. Habrá que dejar el piloto automático para encarar cuestiones difíciles como las instaladas y las nuevas por enfrentar. El norte hacia una mejor competitividad que plantea Kulfas en su cartera es interesante, pero hay que ver como se implementa. Exige remover muchas barreras ligadas a intervención en los mercados y superar problemas institucionales.

Los principales indicadores monetario-financieros de la herencia para Alberto Fernández son preocupantes. La política inicial de gradualismo y posterior ajuste encaradas por el macrismo deja una herencia difícil. Se estima que las Reservas internacionales seguirán en descenso en el verano de 2020 como consecuencia del atesoramiento de dólares y de los pagos a bonistas. La política cambiaria ideal está cercana a este nivel de devaluación del peso. El nivel de dólar de equilibrio está en torno a 65 pesos y es razonable el valor actual. Cuando se ordene y establezca la economía (esperemos) y se llegue a un estado más normal con mayor retorno de capitales, el tipo de cambio real de equilibrio podría ser inferior. En el futuro, si el gobierno juega con orientación ortodoxa y amistosa con los mercados en cuanto a la política económica, la tendencia será el ingreso creciente de capitales. La decisión política será entonces de no dejar caer al dólar por la necesidad de sostener la competitividad de la economía tanto en el frente exportador como para la defensa del mercado interno. El proceso de retorno de capitales, un indicador claro de mayor confianza, influirá en la apreciación del peso y alentará al gobierno a establecer políticas proclives al control de capitales de corto plazo. Sabemos que los resultados de estos controles son discutibles incluso en el reconocido experimento chileno de los 90 que se suele poner de ejemplo en la región.

Es de esperar en este escenario ideal de confianza una mayor compra neta de dólares por parte del Banco Central y a su vez mayor emisión monetaria salvo que se compren las divisas con superávit fiscal primario que sería la situación ideal. Todavía existe demanda de saldos reales de dinero que genera cierto espacio para emitir más y que aleja el fantasma de una aceleración de la inflación. Cuidado con tentarse. Se asumía un incremento acotado de la Base Monetaria por el compromiso con el Fondo, pero en diciembre se observó una fuerte emisión. Por otra parte, la nueva gestión en el Banco Central seguramente no tenga en agenda seguir con el *inflation targeting*, la moda vigente de los macroeconomistas en la región. El régimen de metas de inflación, supuestamente, pretende no controlar el valor del dólar, pero en los hechos es una variable que siempre preocupa en la macro argentina y es razonable que así sea. Existe, en definitiva, miedo a flotar.

El regreso del crédito a ratios similares a los de la Convertibilidad parecería complejo, hasta que se recupere la confianza en el sistema financiero. Las políticas monetaria y fiscal, que fueron planteadas en el presupuesto, deberán ser revisadas en la nueva gestión de gobierno. El nivel de desempleo puede disminuir recién en el segundo semestre de 2020. La creación moderada de nuevos puestos en el sector de no transables, el que ocupa más personas en el país, y la evolución del empleo informal pueden colaborar en esta dirección. Esta dinámica del desempleo, como se sabe, hay que relacionarla también con la evolución de los futuros planes sociales existentes. Al margen de cuestiones opinables de instrumentación, estos planes han sido eficaces para contener la marginalidad con el riesgo cierto de fomentar la cultura del no trabajo. Este punto es especialmente sensible porque acumula falta de capacidades en el capital humano que repercuten en la productividad y en la competitividad del sistema en el largo plazo.

El nuevo gobierno tiene una intención explícita de mejorar la distribución del ingreso. Algo pretendió en este aspecto el macrismo, pero la situación de partida (herencia) fue muy comprometida y los resultados macro fueron deficientes. Los aumentos salariales que impulsará el kirchnerismo aspiran a que la participación de la remuneración del trabajo en el PIB aumente de modo notorio. En lo que respecta al frente de los salarios este es muy heterogéneo por sector y además persiste un dualismo marcado entre los sueldos a trabajadores informales en relación a los registrados.

La expansión de la actividad económica ha supuesto una mejora innegable en los indicadores sociales en el período 2003-2011. Aumentó el trabajo formal, tanto en cantidad como en ingresos, si bien el trabajo informal sigue siendo muy alto (40% de la PEA). Los índices de pobreza y desocupación descendieron de modo sustantivo de 2002 a 2019, pero todavía siguen elevados. Desde el 57% al 40% en el caso de la pobreza y del 21% al 9% en el caso de la indigencia. Si en este frente social no hay resultados, el cuarto mandato K tendrá un reprobado como ocurrió con la gestión de Macri. En definitiva, Alberto Fernández se enfrenta a un panorama de estanflación que hace pensar en un 2020 mediocre con alguna chance de revertir el deterioro y donde la negociación de la duda es central para recuperar confianza.

Eduardo L. Fracchia.

PANORAMA POLÍTICO

**Por Eduardo L. Fracchia*

El peronismo con oxígeno social para encarar la corrección de una economía frágil

Las elecciones generales resultaron las esperadas en línea con los números de las PASO, funcionando estas últimas como una gran encuesta nacional. Si bien se trató de una elección que ya estaba definida, igual fue muy relevante, para medir fuerzas. La elección fue un plebiscito a favor de Alberto Fernández.

Cambiemos fue el gran perdedor. Mantuvo el voto cautivo y tuvo un voto anti kirchnerismo que le permitió llegar al 40%.

Cristina sigue siendo un gran animal político. El Gran Buenos Aires es de Cristina, sobre todo el tercer distrito electoral ampliamente ganado por el peronismo. En La Matanza Cambiemos perdió por gran margen.

Vidal se puso al hombro la campaña como en las PASO. Estar en el poder le ayudó también a conseguir votos, pero fue derrotada con contundencia por Kicillof, en una elección nacional.

Durán Barba fue funcional a Macri una vez más. El Pro le debe mucho a su estrategia electoral y de posicionamiento que, en los últimos 10 años él orientó. En este último caso fue derrotada, falló la polarización.

El peronismo no tuvo primarias. No se dispersaron los votos justicialistas. La polarización observada en la Provincia de Buenos Aires favoreció principalmente a Massa y perjudicó a Cambiemos, dejando trunco el proyecto político de reelección de Macri.

Aunque Cristina ya se posicionó como líder de la nueva gestión, será una incógnita el cogobierno con el presidente electo.

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

¿Habrá líder del peronismo en 2023 con capacidad de aglutinar lo que hoy está potencialmente disperso en la coalición?.

El futuro del radicalismo, por otra parte, está abierto y no parece que vaya a seguir con Cambiemos sino de modo residual. ¿Cambiemos sustituirá al radicalismo como partido de clases medias?

El 40% a nivel nacional otorga a Cambiemos oxígeno político para a futuro encarar las reformas económicas pendientes y otras todavía por idear. Sin embargo, pese a la mejora de Cambiemos en la elección en general sigue siendo minoría en ambas cámaras.

Con la victoria se fortaleció políticamente el Presidente electo, claramente con experiencia de gestión. Macri se consolida como poder de oposición aunque el proyecto de regresar en 2023 es difícil, Larreta puede aspirar a conducir la oposición. Para ganar en 2023 Macri necesita de María Eugenia Vidal y de Larreta.

En los dos años que vienen, es precisa mucha negociación en el Congreso, con los gobernadores y con los sindicatos. El diálogo es clave. El ala técnica del gobierno de Cambiemos fue menos abierta que los cuadros políticos del Congreso, como por ejemplo el caso de Monzó y Massot, que fueron más dialoguistas. La influencia de Carrió desaparece (¿será cierta su renuncia definitiva?).

El proyecto de Macri de instalarse en el poder (3° movimiento histórico de Alfonsín, Menem 99, alternancia de Néstor y Cristina) fracasó. Ganar las elecciones de medio término fue un típico respaldo que tuvieron Menem, Alfonsín y Kirchner, pero en este caso no alcanzó.

Puede ser que una alternativa sea que más cuadros se pasen al espacio K, pero parece poco probable. La visión del gobierno fue desarrollista queriendo Macri emular a Frondizi. Dado el énfasis en el gasto social y la filosofía por el Ejecutivo demostrada, no parece que el gobierno tuviese un enfoque neoliberal.

La economía definió las elecciones ya que ha sido un motor potente en cuanto a la decisión del voto. No obstante, el rechazo a Cristina es fuerte e influyó en el apoyo a Cambiemos. La economía reaccionó con cautela después de las elecciones. El gran desafío es reducir el peso del sector público, acotando a su vez el proceso de endeudamiento.

No llegó a cumplirse el *test ácido* de Juan Carlos Torre para la madurez del sistema, el cual plantea que deben darse dos períodos consecutivos con gobiernos no peronistas pero entrega, después de muchos años, la banda un gobierno no peronista.

Es difícil hacer conjeturas fuertes sobre los efectos de esta elección. La clave es que el nuevo gobierno está fortalecido y tiene, a pesar de la herencia compleja, una oportunidad de apretar el acelerador y consolidar el proceso de crecimiento que hace una década no se concreta en el país.

Eduardo L. Fracchia.

PANORAMA INTERNO II

**Por Martín Calveira*

Algunas perspectivas de política económica para el año 2020

La gestión presidencial asumida recientemente se enfrenta a una coyuntura de gran adversidad. La resolución o profundización de las dificultades dependerán de las consecuencias del eventual programa económico que debe conformarse desde el diagnóstico correcto más allá de los paradigmas e ideologías que se presenten los perfiles del equipo económico.

La actividad económica dependerá indudablemente de lo que ocurra con la inflación y el tipo de cambio, aunque la restricción central e histórica para nuestro país sobre la capacidad de generar liquidez externa, también estará muy activa. Desde el segundo semestre de 2019, la economía está severamente afectada por el aumento de la incertidumbre tras los resultados de las PASO y elecciones generales.

Si bien las proyecciones de crecimiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) para nuestro país se sitúan en -1,3% en 2020, esto dependerá de los efectos de la política económica que se aplique a partir de ahora. En este sentido, si se instrumenta un programa que no logre disminuir el ritmo de crecimiento de los precios, probablemente la demanda de moneda extranjera aumente en el mercado informal y el consumo de las clases medias y bajas no se recupere, esto puede ocurrir si se aplican medidas aisladas sobre variables determinadas como los precios de algunos bienes y, como se estaba evaluando, aplicar la administración de las góndolas de los supermercados. El efecto consecuente será una caída del Producto Interno Bruto (PIB) de magnitud similar a la tendencia del tercer y cuarto trimestre de 2019. Mientras que si, eventualmente, se gestiona una política de precios y de ingresos integral priorizando los estratos sociales de ingresos bajos y medios, es más probable que las expectativas y decisiones de precios se estabilicen. Por lo tanto, el consumo tendrá un mejor espacio para recuperarse.

La gestión sobre la inflación deberá tener un esfuerzo mancomunado entre la política fiscal y monetaria en un entorno de medidas que intenten promulgar la recuperación del consumo. Sin dudas, la inflación puede transformarse en un problema mayúsculo. Durante estos días se conocieron algunos proyectos de economistas asociados al espacio de Alberto Fernández desde donde se hace cierta mención a la reanudación del crecimiento de la emisión monetaria para reactivar el consumo y sin tener particularmente en cuenta los efectos sobre la dinámica de precios. Si esto se lleva a cabo, debemos notar que los riesgos de un mayor crecimiento de la inflación no son menores. La historia monetaria argentina tiene una sólida evidencia empírica respecto a que si se aplica una expansión monetaria en un contexto de inflación y ascendente, el resultado es una mayor inflación con posible espiralización y, en el extremo, disrupción monetaria. Mientras que si se implementa una política antiinflacionaria en un sendero donde la política fiscal y monetaria converjan a objetivos lógicos y coordinados intertemporalmente, esperamos un reinicio del proceso desinflacionario. Esto podrá generarse, si y solo, si la dinámica del resultado fiscal primario es consecuente con la política

monetaria. Pues, si ambas van en contramano, en el mediano plazo veremos nuevamente un desalineamiento fiscal y/o monetario.

El nivel de tasa de interés de política monetaria dependerá de lo que suceda con la tendencia inflacionaria del año siguiente. Posiblemente se noten niveles altos, al menos durante los primeros meses del año próximo. Esto también afectará el nivel del costo del crédito, especialmente para la producción, como se viene observando durante la gestión Macri. No obstante, si se instrumenta una política monetaria expansiva, entendemos que con una perspectiva unidimensional y desde la denominada Teoría Monetaria Moderna, la tasa de interés disminuirá súbitamente con los efectos potenciales ya mencionados.

El tipo de cambio dependerá de lo que ocurra con la intensidad de los controles de capitales y el desempeño de la política antiinflacionaria. Si los resultados de esta última no son los esperados, seguramente se intensificarán los controles sobre el mercado de divisas a los efectos de evitar fuertes desalineamientos de los tipos de cambio. El fuerte control cambiario que se implementó a partir de 2011 hasta diciembre de 2015 evidenció que, ante la divergencia del sistema del régimen de tipo de cambio múltiple, se genera un canal potencial de efectos sobre los precios de la economía.

La dinámica del mercado cambiario afectará el nivel de reservas. Por el lado monetario, no se esperan modificaciones sustanciales en el nivel de activos externos dado el control de cambios y la posible mayor intensidad que pueda aplicarse. La otra fuente de generación de reservas fundamental es la balanza comercial. Si el nivel de exportaciones se sostiene, se asegurará una mayor oferta de divisas, pero en un escenario de control de cambios.

El sector externo puede verse influenciado por las futuras medidas. Ante el posible aumento de retenciones a las exportaciones no solo visto como una política de aranceles sino como una perspectiva redistributiva y política, podría haber una mayor especulación en el sector exportable con tensiones cambiarias, comprimiendo las exportaciones. El lado financiero puede restringirse abruptamente con los controles cambiarios teniendo consecuencias sobre menor oferta potencial de financiamiento privado y público.

Respecto a la política fiscal, esperamos una perspectiva más laxa sobre el resultado fiscal primario en comparación a los últimos dos años de la gestión Macri. No obstante, el espacio fiscal para impulsar la economía tendrá fuertes restricciones. Si el nivel de actividad económica no se recupera, no se dispondrá de ingresos suficientes para sostener impulsos fiscales hacia el sector privado. Esto será una restricción sustancial para el próximo gobierno. Pues, si el déficit se intensifica en ausencia de un mecanismo de coordinación con las demás variables macroeconómicas, será una fuente de disrupción en el contexto de fuentes de financiamiento muy limitadas para nuestro país.

En suma, la nueva gestión de gobierno tiene desafíos diversos que deberán ser afrontados con gran celeridad. Mientras que el espacio de gestión inicial y los instrumentos disponibles son escasos, más aún en la coyuntura inicial. Por lo tanto, el cabal entendimiento de esos factores será determinante en los resultados. Esto es cardinal para el alcance de los objetivos y la sustentabilidad del espacio de acción. De lo contrario, no estaremos exentos de una nueva crisis económica.

Martín Calveira.

PANORAMA COYUNTURAL

**Por Eduardo L. Fracchia y Martín Calveira*

La competitividad de Argentina según el informe WEF

El Informe de competitividad global, cuya primera edición se publicó en 1979, es realizado anualmente por el Foro Económico Mundial (WEF por sus siglas en inglés) y realiza una evaluación anual de los determinantes de la productividad y del crecimiento económico a largo plazo. En nuestro país, el IAE Business School de la Universidad Austral administra este informe junto al WEF desde el año 1994.

Esta evaluación se basa en el Índice de Competitividad Global (ICG) que se prepara a través de la Encuesta de Opinión de Ejecutivos (EOS por sus siglas en inglés), que presenta la situación de la competitividad en 141 economías a través de 103 indicadores organizados en 12 pilares. Cada indicador puntúa, en una escala de 0 a 100, lo cerca que se encuentra una economía de la situación ideal o “frontera” de competitividad.

En la edición 2019 con una puntuación de 84,8, Singapur se sitúa como la economía más competitiva del mundo en 2019, adelantando a Estados Unidos, que cae a la segunda posición. La Región Administrativa Especial de Hong Kong (3º), los Países Bajos (4º) y Suiza (5º) completan los cinco primeros puestos.

Para el caso de nuestro país, se ha reprobado una vez más en la mayoría de los factores de competitividad. Sin embargo, no todo está perdido y tenemos temas identificados para mejorar. En el ranking de 141 países, nuestro país se situó en el puesto 83, perdiendo dos puestos respecto a la encuesta del año 2018 (se había situado 81 de 140). La evolución del índice de competitividad fue en ascenso durante los últimos años ya que Argentina se encontraba en el puesto 104 al final del kirchnerismo.

El nuevo índice de Competitividad Global 4.0 es un indicador compuesto con 12 pilares o factores de productividad enmarcados en 4 secciones: Ambiente, Capital Humano, Mercados y Ecosistema de Innovación.

Como lo observamos desde el cuadro, Argentino tuvo un desempeño muy magro. En el apartado Ambiente, el desempeño se desagrega en Institucionalidad (puesto 88º), Infraestructura (puesto 68º), Adopción de TIC (puesto 68º) y Condiciones Macroeconómicas (puesto 139º).

En el apartado Capital Humano, nuestro país está muy por debajo de la media, siendo que los pilares Salud (puesto 53º) y Competencias o Habilidades (puesto 31º), están lejos de lo esperado.

Respecto a lo que refiere a Mercados, los pilares son Mercado de Bienes (puesto 120º), desarrollo del Mercado Laboral (puesto 117º), desarrollo del Mercado Financiero (puesto 105º), y el Tamaño de Mercado (34º).

Finalmente, respecto a Ecosistema de Innovación el desempeño también estuvo por debajo de la media el cual fue medido por el pilar Dinamismo Empresarial (puesto 80°) y Capacidad de Innovación (puesto 56°).

Cuadro. Resultados encuesta 2019, WEF.

Argentina

Performance Overview 2019

Key ◇ Previous edition △ High-income group average □ Latin America and the Caribbean average



Cabe destacar el pobre desempeño en institucionalidad, estabilidad macroeconómica, en el mercado de bienes, mercado laboral y en el desarrollo del mercado financiero. Sin embargo, hay mejores indicadores en salud, competencias o habilidades, infraestructura y tamaño de mercado.

Dentro de la institucionalidad, se resaltan como los peores indicadores la transparencia (puesto 73°), el capital social (puesto 75°) y la gobernanza corporativa (puesto 76°). Mientras que el desempeño de la gestión pública, que representa las regulaciones de gobierno y la eficiencia de la gestión fiscal, ha tenido cierto avance relativo respecto al pasado (puesto 111°), aunque aún se encuentra en un nivel muy dispar respecto de la media.

PILAR INSTITUCIONAL	RANKING
Derechos de propiedad	94
Seguridad	94
Capital social	75
Transparencia en el presupuesto, independencia judicial y libertad de prensa	91
Desempeño del sector público	111
Transparencia	73
Gobernanza de las corporaciones (transparencia y conflicto de intereses)	76
Orientación futura del gobierno en relación a regulación y política pública	95

En la eficiencia del mercado laboral se destaca la flexibilidad en acordar el salario, los costos directos del trabajo y las prácticas de contratación y despido. Todo esto determina un avance relativo respecto a la flexibilidad del mercado (puesto 136°). Mientras que el acceso al mercado por merito e incentivos, muestra resultados poco alentadores (puesto 89°) respecto a la experiencia histórica. No obstante, estos factores mencionados pueden responder a la subjetividad propia de las encuestas. Pues, el hecho de que la informalidad esté en niveles elevados puede estar reflejando el rendimiento en la eficiencia del mercado laboral. En este sentido, el desafío es encontrar un equilibrio entre remuneración (buena y justa), formalidad, desempleo reducido y satisfacción laboral.

Con respecto al mercado de bienes, es importante señalar que se observa un nuevo deterioro interanual (puesto 120°) disminuyendo 47 puntos respecto a la edición del año 2018. De hecho, hay una pobre percepción de la apertura comercial dada por la complejidad tributaria y, respecto al mercado interno, el efecto distorsivo de los impuestos y subsidios (puesto 133°) son de importancia relativa sobre el índice de mercado de bienes. Sin embargo, las mejoras en la competencia en los servicios y la extensión de los mercados conforman cierto matiz sobre los efectos adversos indicados.

Sin dudas nuestro país se enfrenta al desafío de avanzar en la mejora sistémica de todas las fuentes de competitividad, las cuales están intrínsecamente relacionadas con el desarrollo de su estructura económica. Ese desafío deberá ser enfrentado en el marco de consensos y reglas institucionales claramente establecidas y pronunciadas en la empresa del desarrollo. En esa instancia, notamos que el accionar y las reglas institucionales deben ser abordadas desde una perspectiva que observe al desarrollo como una fuente de beneficios dinámicos en lugar de que primen los costos de corto plazo, necesarios para transitar ese camino.

La dirigencia política es fundamental en este sentido. El poder político se debe utilizar, una vez por todas, en un objetivo común y consensuado como es el camino al desarrollo institucional y

económico. Pues, las instituciones resultantes de un territorio donde el poder económico y político, son notoriamente dispares y de accionar discrecional, generan una distribución de recursos sesgada en favor de pocos. Esta disparidad de poderes resulta en instituciones poco favorables hacia los derechos de propiedad y el funcionamiento del mercado. En consecuencia, las innovaciones e inversiones privadas necesarias para el crecimiento y el posterior desarrollo tendrán mayor dificultad en su generación.

Por lo tanto, las reformas estructurales deben estar en agenda, pero no con un criterio parcial, sino desde una perspectiva sistémica donde todos los sectores contribuyan en igual sentido. Los sesgos pendulares de política económica hacia la total libertad de mercado o, por otra parte, hacia la fuerte intervención del estado, no han funcionado.

En suma, de cualquier forma para nuestro país nos queda la esperanza de un conjunto importante de variables como la mejora en infraestructura, aplicación de tecnología y años en el sistema educativo de los trabajadores, los cuales son pilares importantes respecto a períodos anteriores. En definitiva una agenda con grandes desafíos para el mediano y largo plazo.

Eduardo L. Fracchia.

Martín Calveira.

PRECIOS

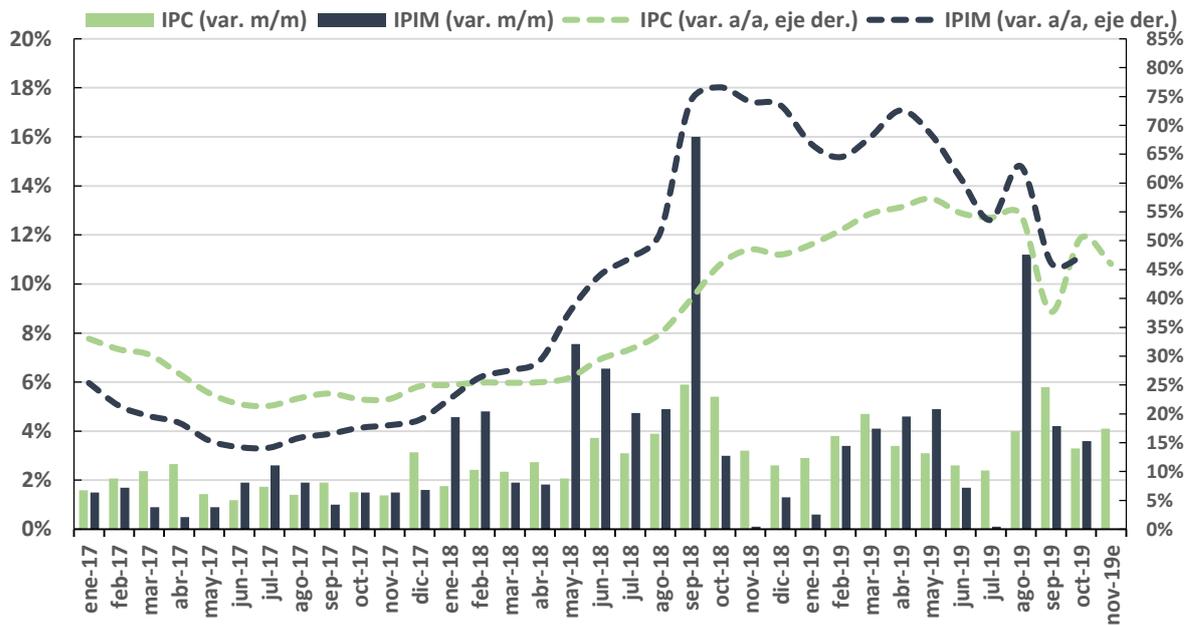
**Por Martín Calveira*

Necesidad de estabilización inflacionaria en el nuevo gobierno

- **La inflación mensual minorista de noviembre se estima en 4,1%.** Se situaría en un menor nivel mayor respecto al menor nivel de octubre.
- **La dinámica de precios de la economía parece encontrar cierta ancla temporal ante las restricciones sobre el mercado cambiario.** La nueva gestión económica plantea primeramente un acuerdo de precios.

Inflación minorista y mayorista

(Variación porcentual mensual e interanual)



Fuente: INDEC

Resumen

- Las restricciones cambiarias parecen tener efectos sobre la dinámica de precios. Cierta estabilidad del tipo de cambio fue esencial en el menor crecimiento del nivel de precios de octubre.

- La gestión económica entrante deberá establecer un programa de estabilización no solo sobre los precios sino vinculado estrechamente con minimizar efectos sobre los ingresos de asalariados.
- Las expectativas de mercado se sostienen en un esquema de menor aceleración en el marco de las restricciones cambiarias, posibilitando la incipiente estabilidad temporal en la formación de precios.
- El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el Banco Central, establece un crecimiento de la inflación para los próximos 12 meses (noviembre 2019-noviembre 2020) de 45% promedio.
- El crecimiento proyectado del índice de precios minorista se estima en 4% para noviembre. Mientras que la proyección mensual de diciembre es 4,2%.
- La inflación mayorista de octubre de 2019, estimada a través del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) relevado por el INDEC, registró una suba de 3,6% mensual. Mientras que en términos interanuales, la variación fue de 47,1%.

-
- Las proyecciones de inflación continúan determinadas por la incertidumbre derivada del cambio de gestión de gobierno. Sin embargo, el control de cambios contribuyó en anclar las expectativas de los formadores de precios. Será cardinal la implementación de un esquema lógico y sustentable en el funcionamiento del sistema decisorio de precios.
 - Decisiones de precios en alta inflación no solo inducen mayores costos en toda la estructura económica sino que ralentizan decisiones económicas y financieras. Ciertamente, el impacto sobre la economía real es la profundización de la recesión en el marco de alta inflación.
 - En este escenario, la política económica debe sumar instrumentos de gestión debido a que no solo deberá enfrentar el desafío de estabilizar precios, sino que se deberá minimizar expectativas y efectos intertemporales del proceso inflacionario reciente.
 - El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), realizado por el Banco Central, registra nuevamente un crecimiento de los precios minoristas generales para el mes de noviembre. Se estima que la inflación minorista mensual se situará en 4,1% configurando un 46% anual.
 - Si bien las proyecciones REM siguen siendo desalentadoras en el corto y mediano plazo, notamos cierta contención desde el lado cambiario. Para el período noviembre 2019-diciembre 2019, abandonan el promedio previo elecciones PASO de 2,3% para trasladarse al 4% mensual.

- El último dato oficial de la inflación nota una variación de 3,2% del nivel general del Índice de Precios al Consumidor (IPC) intermensual durante septiembre, acumulando un 42% en lo transcurrido del año 2019.
- El nivel general de precios mayoristas de septiembre, estimado a través del índice IPIM del INDEC, registró un crecimiento del 3,6% mensual respecto de septiembre de 2019, acumulando un 47% en lo transcurrido del año.
- El costo de la construcción estimado por el Índice del Costo de la Construcción (ICC) en el Gran Buenos Aires registró un aumento de 4,2% en octubre de 2019 respecto del mes anterior. Este resultado surge como consecuencia del alza de 2% en Materiales, Mano de obra en 5,7% y 5,3% en otros Gastos generales.
- El poder adquisitivo total de los salarios (empleo registrado e informal) se viene ajustando negativamente respecto a la dinámica de precios domésticos en el contexto de los efectos dinámicos de la depreciación cambiaria de agosto pasado.
- En ese sentido, una medida parcial de ese ajuste puede notarse si se observa que en el período enero-septiembre del año 2019, el promedio mensual de crecimiento de los ingresos totales (3%) es menor al crecimiento mensual del IPC (3,6%).
- Las últimas estimaciones del INDEC muestran que el índice de salarios del total registrado tuvo un crecimiento de 3% en septiembre de 2019 respecto al mes anterior, en consecuencia del incremento de 2,6% del sector privado registrado y un aumento de 3,6% del sector público. Mientras que el sector no registrado soportó una mayor pérdida de poder adquisitivo debido a que la variación salarial mensual de ese período fue solo 1,4%.
- En la comparación interanual respecto de septiembre de 2018 el aumento de interanual de precios minoristas es sustancialmente mayor respecto a los salarios totales. Mientras que los salarios crecieron 42% interanualmente en septiembre de 2019, la inflación doméstica aumentó 53,5% interanual. Esto representa una contracción de los ingresos ajustados por la inflación doméstica de 11,5%.
- Sin dudas, la flamante gestión económica deberá introducir elementos relacionados a la minimización de los efectos contractivos sobre los ingresos de los asalariados. Esto es, una política de ingresos estable y coordinada con la política fiscal y monetaria. No solo a los efectos de evitar una nueva escalada negativa de redistribución de la riqueza, sino como un elemento de reactivación del consumo y de la demanda agregada.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

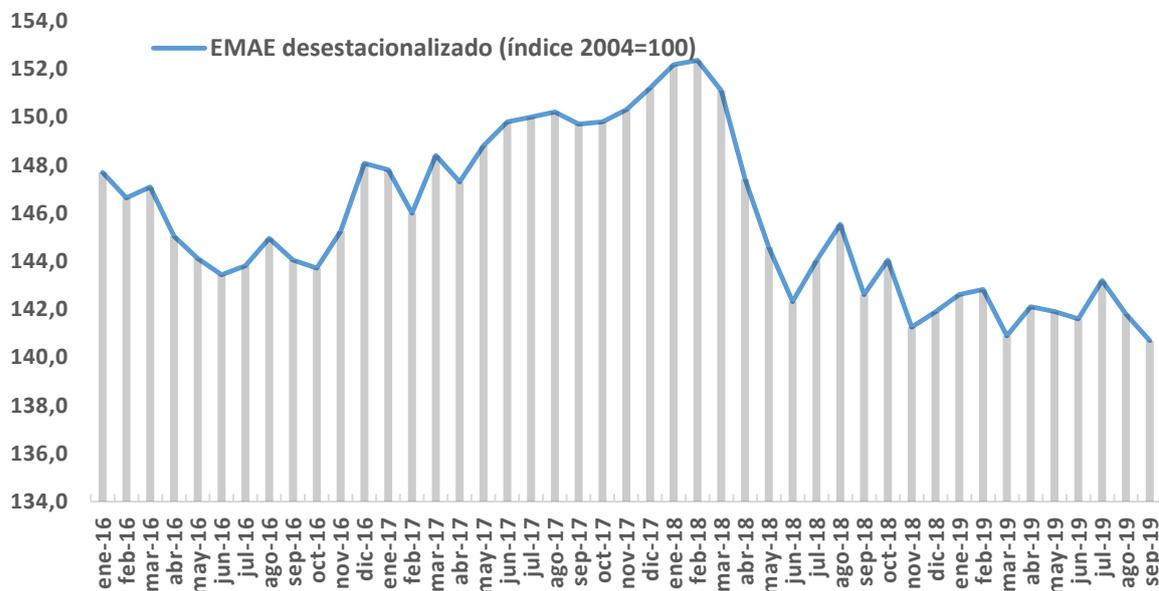
*Por Martín Calveira

Escenario expectante respecto al nuevo gobierno

- **La actividad mensual continúa en una fase recesiva.** Las proyecciones mensuales de actividad continúan afectadas por el alto nivel de inflación y de incertidumbre respecto al escenario político futuro.
- **Las proyecciones de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para el cuarto trimestre del año se establecen negativas.** El desempeño interanual del PIB para el año 2019 registraría una contracción del 2,8%.

Actividad general

(EMAE-INDEC, Índice 2004 = 100)



Fuente: INDEC.

Resumen

- La nueva gestión económica deberá establecer un panorama claro acerca de la perspectiva de la política económica futura para detener la fase de contracción económica que se observa tras las PASO.

- Las perspectivas de la actividad económica no son favorables al menos para la primera parte del próximo año. El sector público deberá establecer una política consistente de estabilización a los fines de evitar desalineamientos generalizados.
- El último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) realizado por el Banco Central estima una contracción de la actividad económica 2,9% para el año 2019.
- La última estimación mensual de la actividad (EMAE), perteneciente a septiembre de 2019, registró una contracción de 1,6% en términos desestacionalizados.
- Los datos relevados de capacidad instalada de la industria (UCI-INDEC) muestran un nivel inferior en septiembre de 2019 (57,7%) respecto al mismo mes de 2018 (61%).
- La actividad de la construcción, estimada por el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), muestra una caída desestacionalizada durante octubre de 2019 de 9,5% respecto al mes anterior.
- El desempeño de los sectores relacionados con el consumo continúan en caída desde abril de 2018. En la última estimación correspondiente de septiembre de 2019 se registró una variación negativa interanual promedio en centros de compras y supermercado de -3,8% y -8,8% a precios constantes, respectivamente.

-
- Las perspectivas económicas para 2019 permanecen en el plano contractivo abandonando la recuperación incipiente registrada en el segundo trimestre del año. La incertidumbre y la volatilidad nominal de la coyuntura actual afectó el desempeño y las perspectivas de mercado.
 - En el contexto de un período en el cual las variables nominales como el tipo de cambio y los precios profundizan la contracción de la actividad, las perspectivas de recuperación se retroalimentan en un sendero negativo.
 - Esa dinámica se materializa en la restricción de decisiones de consumo e inversión. Por lo tanto, es esencial recalibrar el programa de estabilización a los fines de minimizar la caída de la economía real enfatizando una política de ingresos adecuada y sostenible.
 - El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que realiza el Banco Central estima una contracción de la actividad económica de 2,9% para el año 2019. Mientras que la estimación para el año 2020 es de -1,7% y una recuperación de 1,5% para 2021.

- Es sustancial que la nueva administración retire las señales contradictorias sobre el mercado productivo que se generaron desde las elecciones PASO, a los efectos de minimizar las expectativas negativas del mercado.
- El indicador mensual de actividad (EMAE desestacionalizado) del INDEC de septiembre de 2019 registró una contracción de 1,6% respecto al mes anterior. Mientras que en la comparación interanual, la dinámica también resultó negativa en -2,1%.
- Los datos de utilización de la capacidad instalada en la industria (UCI-INDEC) reflejan que la utilización se ubica en el 57,7% en septiembre de 2019, nivel inferior al registrado en el mismo mes de 2018 (61,1%).
- Los bloques sectoriales que presentaron niveles de utilización de la capacidad instalada superiores al nivel general son industrias metálicas básicas (79,1%), refinación del petróleo (77%), papel y cartón (73,1%), productos minerales no metálicos (75,4%), productos del tabaco (69,2%) y productos alimenticios y bebidas (61,6%).
- El desempeño de la capacidad instalada no solo responde al nivel de producción del período anterior sino a las perspectivas en relación a la política economía futura. En este sentido, si el poder ejecutivo no genera señales correctas, es posible que la recuperación económica y la inversión no se reanuden con celeridad.
- En el sector de la construcción continúa afectado por las restricciones cambiarias y la crisis de confianza. Esto se agudiza principalmente por el alza de precios y las expectativas sobre la actividad económica. En la última estimación, correspondiente a octubre de 2019, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) muestra una caída de 9,5% respecto a igual mes de 2018. Mientras que el acumulado de los diez meses de 2019 del índice serie original presenta una disminución de 8,3% respecto a igual período de 2018.
- 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, aunque la dinámica negativa fue relativamente menor. Durante septiembre de 2019 las ventas de supermercados registraron disminuciones del orden de 8,8% y, en centros de compras, de 3,8% a precios constantes, respecto al mismo período de 2018.
- Sin embargo, en las estimaciones a precios corrientes se relevaron aumentos de 45,2% en supermercados y 45,4% en centros comerciales. Dichos aumentos están en línea con la inflación del período, es decir, el efecto precios subyace nuevamente a esa dinámica.

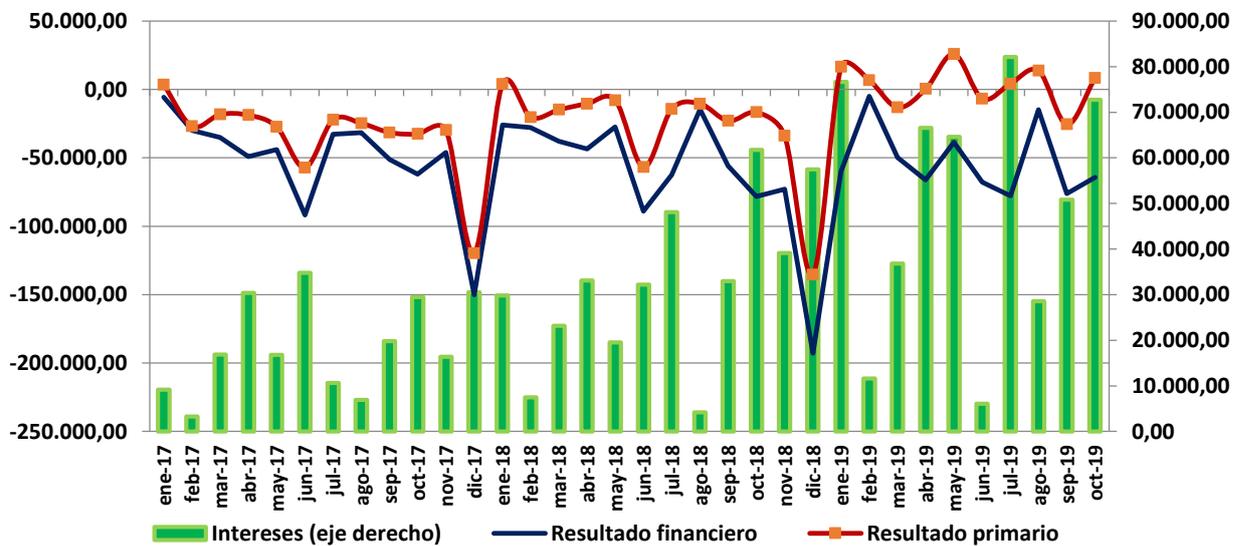
SECTOR FISCAL

**Por Martín Calveira*

Expectativas de modificación de políticas fiscales

- **La convergencia al equilibrio observada en las cuentas fiscales es una condición inicial favorable para el nuevo gobierno.** La gestión fiscal tendrá menores necesidades de financiamiento respecto al plano operativo.
- **Las necesidades financieras relacionados con los pagos futuros de deuda será un desafío para el año próximo.** Las erogaciones por intereses de deuda han ejercido un peso sustancial sobre el déficit financiero mensual.

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



Fuente: Ministerio de Hacienda

Resumen

- La flamante gestión de gobierno recibe cuentas fiscales primarias en equilibrio. Este es un aspecto importante ante un eventual sesgo expansivo de la política económica futura.

- El sector fiscal tendrá aún mayor margen de gestión si finalmente no considerará afrontar los pagos de deuda.
- Se espera una reconfiguración de la política fiscal una vez instalada la nueva gestión política, así descomprimir la rigidez fiscal y aliviar los efectos negativos sobre la actividad.
- Sin embargo, la necesidad de solidez fiscal en una economía en estanflación y de factores muy cíclicos derivados del bimonetarismo exacerbado, es una condición determinante.
- Es posible que el cumplimiento del equilibrio fiscal primario acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI) pueda modificarse hacia un espacio de mayor laxitud.
- El resultado fiscal primario de octubre resultó en superávit de \$ 8.527. El acumulado del año es de \$ 31.419. En términos del desempeño de las cuentas sigue siendo auspicioso para la posición de liquidez primaria.
- Los datos recientes de recaudación tributaria del mes de noviembre de 2019 notan un aumento interanual de 58,2% situándose por debajo de la variación proyectada de precios de ese mismo período en 46%.
- Respecto al resultado financiero, si bien se observaron mayores erogaciones interanuales en concepto de intereses durante el período enero 2019-octubre de 2019 en 88%, el déficit financiero aumentó en el orden de 12,6%.

-
- Se proyecta que el cambio de gobierno nacional modifique la perspectiva de la política fiscal trasladándose desde el objetivo del equilibrio primario hacia las condiciones para sustentar la reactivación de la economía. Esta modificación puede dar solo en el corto plazo, dados los riesgos de una política de monetización de déficit.
 - El sobrecumplimiento de los objetivos de creación monetaria otorgaron un leve margen de emisión de corto plazo. Esto si la nueva política fiscal decide relajar la restricción monetaria. Sin embargo, los peligros respecto a un desalineamiento inflacionario y cambiario no serán menores.
 - Aún con los errores de implementar una dominancia de política fiscal de austeridad sin consenso político, debemos notar que el equilibrio fiscal primario es una condición inicial favorable para el nuevo gobierno.
 - En términos microeconómicos, hay desequilibrios que la gestión los deberá resolver. Las demandas sociales han modificado el peso relativo de la incipiente estabilización de algunas

variables macroeconómica. La perspectiva de la nueva administración se sitúa en evitar las erogaciones de deuda para facilitar política fiscal expansiva.

- Es importante que la gestión fiscal atienda la necesidad de equilibrar objetivos de presupuesto luego de un proceso de varios períodos de desequilibrio fiscal. Sin embargo, ante una coyuntura recesiva el accionar fiscal debería presentar un comportamiento contracíclico.
- Por lo tanto, las expectativas en relación al accionar fiscal futuro deben esperar un menor grado de profundidad de ajuste en aras de minimizar sus efectos restrictivos.
- Si la economía se reactiva y se estabiliza el proceso inflacionario, los ingresos fiscales crecerán en términos reales, sustentando un mayor espacio para las políticas fiscales futuras. Si esas condiciones se dan, el poder adquisitivo de la recaudación fiscal también se recuperará.
- La recaudación tributaria de noviembre registró un crecimiento de 58,2% interanual. Dado que la inflación interanual para dicho mes se proyecta en 46%, el poder adquisitivo de los ingresos impositivos de noviembre se recuperaría en términos reales.
- La recaudación de los primeros diez meses del año alcanzó a los \$ 3.179.598,1 millones y creció 49,7% respecto del mismo período acumulado del año pasado, siendo casi similar al crecimiento de la inflación de ese mismo período.
- Durante el año 2020 el poder ejecutivo entrante deberá afrontar pagos de deuda pública totales (dólares y en pesos) del orden de los US\$ 52.000 millones, equivalente a un 13% del Producto Interno Bruto (PIB) del año 2019.
- Durante los primeros diez meses del año el desempeño de las cuentas fiscales evidencia un aumento acumulado de 49,7% en los ingresos y 37,2% de los gastos en relación al mismo período de 2018.
- En términos nominales, durante octubre de 2019 se registró un aumento interanual de de los ingresos fiscales totales en 44,3%, alcanzando los \$ 306.617 millones por recursos tributarios.
- Respecto a la dinámica de los egresos, durante octubre de 2019 se observó un aumento interanual de 31,9% respecto de octubre de 2018, registrando un monto de \$ 346.170 millones.
- Por el lado financiero, que incluye el pago neto de intereses de la deuda pública, se registró una disminución del déficit de 18% respecto de octubre de 2018. El menor aumento de los intereses de deuda devengados constituyeron la caída coyuntural del déficit financiero. Mientras que el promedio del período enero-octubre de 2018 las erogaciones por intereses fueron de \$ 29.236 millones, durante el mismo período de 2019 el promedio de erogaciones por intereses fue \$ 55.176 millones, es decir, un crecimiento interanual de 88,7%.

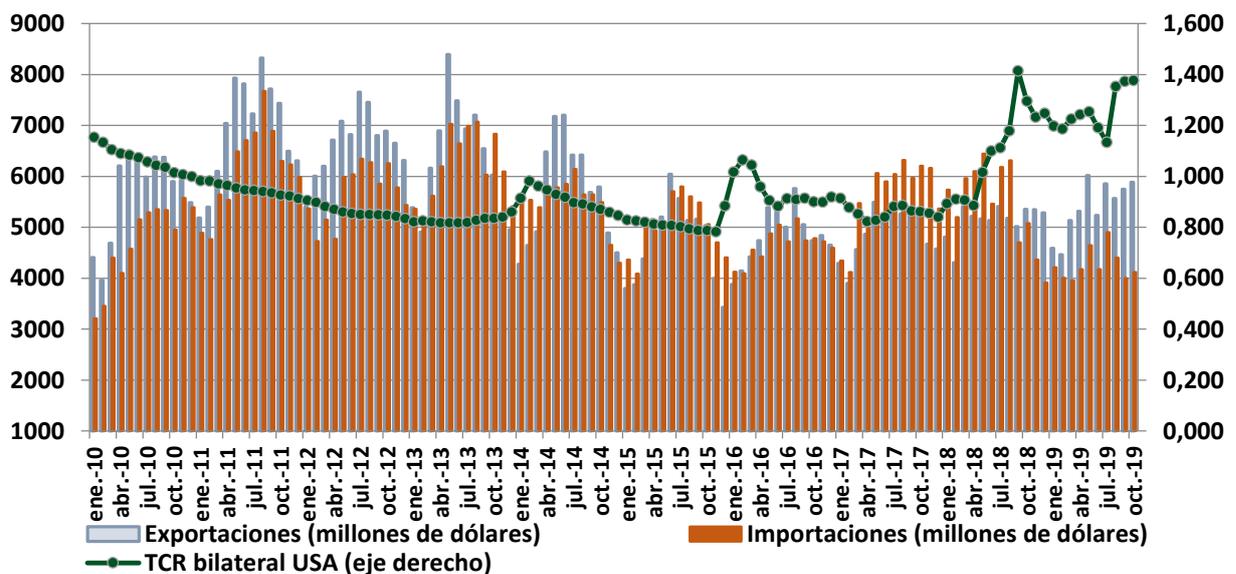
SECTOR EXTERNO

*Por Martín Calveira

Sostenimiento del superávit comercial

- El superávit comercial se sostiene durante el décimo mes del año evidencia el equilibrio externo. El resultado comercial positivo se sostiene siendo una condición de inicio favorable para la nueva gestión de gobierno.
- El tipo de cambio real se depreció un 1,7% promedio mensual en noviembre 2019 (base 2010=1). El nivel actual se sostiene por encima del promedio de toda la serie del año 2018.

Exportaciones, Importaciones y TCR (diciembre 2010=1)



Fuente: IAE-Austral e INDEC.

Resumen

- Se proyecta que la administración Trump demoran la suba a los aranceles programada para diciembre y se continúe con la fase de negociación y acuerdo. Esto es favorable para matizar la ralentización del comercio internacional.

- La administración Trump anunció la imposición de aranceles al acero y aluminio del orden del 25% y 10%, respectivamente sobre importaciones de Argentina y Brasil, argumentado por las devaluaciones de las monedas.
- La crisis política de la región debe ocupar la agenda de los sectores exportadores de cada país. Una eventual disminución de los flujos comerciales puede configurar restricciones adicionales a las economías regionales.
- El nivel actual de tipo de cambio puede generar un mejor espacio para el sostenimiento del crecimiento de las exportaciones, aún con las tensiones de precios domésticos puedan matizar el efecto. Esto se traduce en generación de liquidez externa.
- El intercambio comercial argentino (importaciones más exportaciones) durante octubre disminuyó 4,4% interanual alcanzando los U\$S 10.010 millones, situándose en niveles altos para el año corriente.
- El superávit de la balanza comercial se sostiene desde septiembre de 2018 cumpliendo catorce meses consecutivos en positivo. Durante el saldo positivo se sostuvo creciente registrando los US\$ 1.768 millones, el cual es explicado no solo por la disminución interanual de las importaciones sino por el aumento de las exportaciones.
- El nivel del TCR actual promedio resultó en una depreciación respecto de octubre de 2019 de 2% (diciembre 2010=1). Adicionalmente, se ubica un 5,7% por debajo del promedio histórico enero 1959-noviembre 2019, es decir, en promedio histórico, el nivel actual registra una incipiente apreciación real.

-
- Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China comienzan a tener tratamiento. No solo se estableció el acuerdo inicial ``Fase 1`` para revertir los aranceles que han aplicado mutuamente desde marzo de 2018, sino que los aranceles programados en el corto plazo desde Estados Unidos se suspenden a los efectos de continuar con las negociaciones.
 - Hasta la actualidad, Estados Unidos aplicó aranceles del 25% sobre ciertos productos chinos valorados en U\$S 250.000 millones y de 15% en otros que representaron U\$S 110.000 millones, esto es en el transcurso de la guerra comercial que a se ha extendido durante 20 meses.
 - La cancelación de aranceles y la postergación de los aumentos programados durante diciembre serán condiciones necesarias para poder seguir avanzando hacia un acuerdo definitivo. Ambos países ya han acordado eliminar los aranceles a medida que se vayan haciendo progresos. Si China y Estados Unidos llegan a un acuerdo en la ``Fase 1``, las dos partes deberían eliminar los aranceles simultáneamente y en la misma proporción.

- La administración Trump anunció la imposición de aranceles al acero y aluminio del orden del 25% y 10%, respectivamente que afectan a nuestro país y Brasil. Este cambio en la política comercial estadounidense fue argumentado por los efectos de la modificación del valor de las monedas de los países. La gestión de política comercial nacional deberá realizar acuerdos para minimizar el impacto y evitar afectar la recuperación de la balanza comercial.
- Si bien el contexto económico actual se caracteriza por expectativas inciertas sobre un posible cambio de perspectiva en las políticas macroeconómicas del flamante gobierno, las variables fundamentales del sector externo parecen haberse ajustado en niveles favorables para la dinámica comercial, al menos en el corto plazo.
- Será cardinal estabilizar y coordinar las variables nominales internas de la economía, principalmente el nivel general de precios de bienes, servicios, factores productivos y evitar una carga fiscal excesiva. Contrariamente, el aumento descoordinado de precios y de carga impositiva será un factor de deterioro sobre el comercio y, consecuentemente, sobre el superávit de la balanza comercial. Fuente sustentable de liquidez externa.
- Ciertamente, la instauración de restricciones cambiarias de mayor alcance genera un escenario de estabilidad provisoria ya que las distorsiones y costos potenciales sobre el comercio exterior demandarán correcciones.
- El anuncio en relación a mayores limitaciones para la compra de dólares a partir de octubre recortó la demanda de divisas, generando cierta estabilidad en el mercado en torno a los \$59,9 por dólar, al menos hasta la segunda semana de diciembre.
- En el transcurso del período enero-octubre de 2019, las exportaciones totalizaron US\$ 53.848 millones (5,4% interanual) mientras que las importaciones ascendieron a US\$ 42.583 millones (-25,5% interanual).
- El intercambio comercial total argentino durante octubre de 2019 registró un decrecimiento de 4,4% interanual alcanzando US\$ 10.010 millones, y un aumento de 2,7% respecto de septiembre de 2019.
- Durante octubre de 2019 el desempeño de la balanza comercial argentina se sostiene en el plano positivo dada la recuperación observada desde septiembre de 2018. El superávit mensual de octubre de 2019 fue US\$ 1.768 millones, acumulando durante los primeros diez meses del año un resultado positivo de US\$ 11.265 millones.
- Las exportaciones del décimo mes del año crecieron 9,1% (US\$ 491 millones) respecto al mismo período de 2018 debido, principalmente, a la suba en cantidades de 13%, ya que los precios cayeron 3,5%. Las exportaciones de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario (MOA) crecieron interanualmente 45,5% y 10%, correspondientemente. Mientras que manufacturas de origen industrial (MOI), y combustibles y energía disminuyeron 10% y 8,5%, respectivamente.
- La disminución interanual de las importaciones de octubre fue 18,8% (US\$ 952 millones). Se explica principalmente por la caída en las cantidades en 9% mientras que los precios

descendieron en 10,7%. Se destacan las disminuciones interanuales de combustibles en 43,5%, bienes de consumo en 22,4%, bienes de capital en 12% y bienes intermedios en 21%.

- El tipo de cambio nominal promedio mensual mayorista del Banco Central en el mes de noviembre registró una dinámica de mayor estabilidad en comparación del bimestre agosto-septiembre de 2019. Mientras que el promedio de cierre del mes de octubre fue \$ 58,5, el cierre correspondiente a noviembre se situó en \$ 59,7, es decir, un nivel de depreciación de 2% mensual promedio. Sin embargo, la comparación interanual respecto de noviembre de 2018 registra una depreciación nominal sustancial de 63,9%.
- El tipo de cambio nominal respecto al dólar minorista promedio del último día de noviembre de 2019 fue \$ 62,92 mientras que el último día hábil de octubre de 2019 fue \$ 63,22, evidenciando una apreciación nominal mensual de 0,5%. Hacia la segunda semana de diciembre, el mercado cambiario minorista se sostiene en esos niveles y en ausencia de volatilidad.
- El nivel del TCR actual se encuentra 22,5% por debajo (depreciación neta) del promedio del año 2018 como consecuencia del salto cambiario post PASO. No obstante, si se observa el promedio histórico del período en1959-nov2019 (base diciembre 2010), se ubica un 5,7% por debajo de ese promedio.
- Si en lugar de utilizar el valor promedio mensual del tipo de cambio consideramos el valor de cierre de noviembre de 2019 de \$ 62,92 por dólar, el TCR bilateral evidenciaría una menor apreciación, ubicándose por debajo del promedio de la serie histórica en1959-nov2019. Es decir, se registraría una apreciación real de 1,3%.
- Sin embargo, el dólar de “equilibrio” estimado por el IAE Austral (valor del dólar según el TCR promedio dic2001-nov2019) sería de 55,75 \$/US\$, es decir, un 7% por debajo del valor actual de cierre del mercado mayorista. En retrospectiva, se sostiene una depreciación real actual del peso lo que genera un potencial espacio para sostener el resultado comercial externo y por lo tanto, un canal sustentable de generación de divisas.

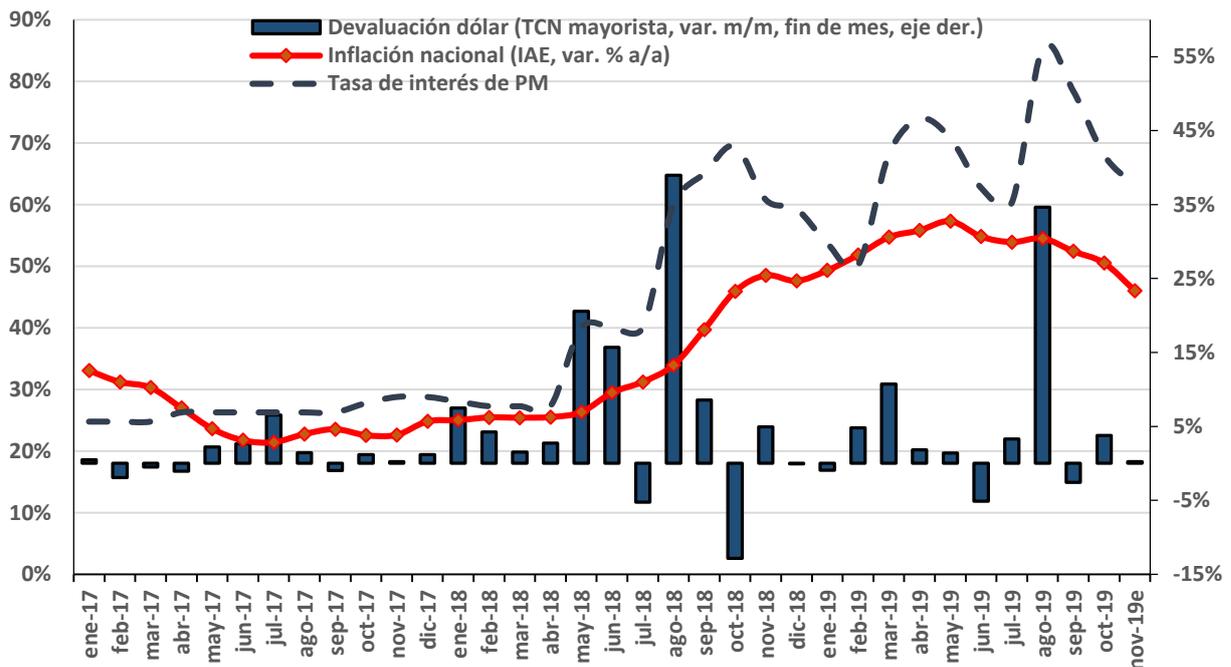
SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

*Por Martín Calveira

Expansión de base monetaria y espacio para la emisión monetaria

- Las dinámicas cambiaria y financiera se encuentran a la espera de las políticas a implementarse por la nueva administración. El mercado se sitúa expectante respecto al futuro programa de política.
- El tipo de cambio nominal se mantuvo estable tras el sostenimiento de las mayores restricciones cambiarias. El tipo de cambio minorista cerró en \$ 59,90.

Dólar, inflación y tasa de interés de política monetaria



Fuente: IAE-Austral, INDEC, BCRA

Resumen

- Las proyecciones de la economía mundial siguen observando una fase de desaceleración como consecuencia de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, lo cual no es favorable para los mercados de monedas emergentes.

- El marco de la política monetaria nacional sostuvo las mayores restricciones luego de los resultados de la elección presidencial. El objetivo de control cambiario contribuyó a evitar nuevas disrupciones y traslados a precios.
- La política monetaria sostuvo el control sobre las metas de base monetaria considerando la posibilidad de crecimiento del 2,5% bimestral decidido luego de las PASO a los efectos de evitar un mayor sesgo recesivo.
- La expansión de la base monetaria generó el espacio para el aumento de la emisión monetaria en el contexto de necesidades de reservas y financiamiento al tesoro.
- El tipo de cambio nominal respecto al dólar nuevamente evidenció estabilidad durante el mes de noviembre de 2019. Esto se circunscribe con las restricciones a la compra de dólares y su profundización luego de las elecciones generales.
- Durante el mes de noviembre el tipo de cambio minorista mostró leves variaciones, cerrando el valor del dólar el último día del mes en un promedio de \$ 62,9 luego del cierre de octubre en \$ 63,2.
- El saldo de reservas internacionales finalizó noviembre en US\$43.772 millones, lo que implicó un incremento de US\$ 512 millones respecto al cierre del mes previo, consecuencia directa de las restricciones cambiarias.
- El riesgo país medido por el EMBI+Arg cerró en 2261 p.b. en octubre, sosteniendo los niveles promedio desde las PASO y evidenciando nuevamente el nivel de incertidumbre y escepticismo en la política económica futura dado el alto nivel del índice.

-
- Luego de la decisión del Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos de bajar en 25 puntos básicos la tasa de interés al rango de entre 1,50% y 1,75%, lo que constituyó la tercera disminución consecutiva del año, no se esperan nuevas disminuciones para este año a pesar de las presiones del presidente Trump.
 - La economía nacional se sostiene en un sendero de fragilidad cambiaria y financiera expectante respecto a los futuros lineamientos de política del gobierno entrante. Se proyecta que, utilizando criterios precautorios, se sostenga el régimen de control de cambios con posibles extensiones de controles en el plano financiero y de los precios de la economía.
 - El escenario monetario y financiero para la nueva gestión política se establece limitado en la fragilidad de la economía doméstica. Las perspectivas de mercado asocian a los nuevos hacedores de política con una visión de continuidad de las fuertes restricciones cambiarias y financieras, a lo que se podrá adicionar cierto nivel de discrecionalidad de la política monetaria y una posible descompresión de los pasivos monetarios LELIQ como instrumentos de regulación de la moneda doméstica.

- Luego de la modificación de crecimiento nulo de la base monetaria del mes de octubre, en noviembre el promedio de base creció 5,6% por debajo de la meta mensual establecida, generado un espacio de emisión monetaria.
- En ese sentido, el objetivo de la entidad fue evitar un mayor sesgo contractivo de la política monetaria en el contexto de las restricciones a la compra de dólares y cumplimentar los pagos de los pasivos de deuda externa pública del mes.
- Con la posibilidad de crecimiento de base, la autoridad monetaria autorizó adelantos transitorios al tesoro nacional del orden de \$ 40.000 millones y realizó compras de divisas por \$ 130.909 millones (US\$ 2.202 millones) a los efectos de compensar la caída de reservas por los pagos de deuda del Gobierno Nacional.
- Tras esas compras de divisas y el otorgamiento de adelantos al sector público, la creación directa de dinero, posibilitada luego de la relajación del control de crecimiento de base monetaria, fue del orden de \$ 170.909 millones.
- El ritmo de depreciación diario del tipo de cambio se mantuvo casi nulo tras la continuación de las restricciones a la compra de divisas con un límite de U\$S 200 mensuales. Por este motivo, la autoridad monetaria se enfrentó a una menor demanda relativa de divisas.
- El saldo de reservas internacionales finalizó noviembre en US\$43.772 millones, lo que implicó un incremento de US\$512 millones respecto al cierre de octubre. El Banco Central volvió a ser comprador neto de divisas adquiriendo US\$ 2.202 millones.
- El nuevo gobierno se enfrenta a la necesidad de converger nuevamente a una fase de estabilidad nominal (tipo de cambio y precios), así apelar nuevamente a la estrategia de minimización del sesgo contractivo sobre la economía real. De lo contrario, los costos sobre la economía real se reflejarán en tensiones sociales ascendentes.
- El marco de base monetaria controlada junto con la continuación de la incertidumbre, aún sostienen la necesidad del alto nivel de la tasa de interés de referencia para evitar mayores efectos adversos sobre la demanda de dinero doméstico y, a su vez, minimizar posibles traslados directos a los precios internos.
- El promedio mensual de tasa de noviembre continuó en un nivel superior, aunque en un nivel menor a partir de la segunda pare del mes. Desde ese momento, el nivel permaneció fijo en 63% hasta la segunda semana de diciembre. Representa una disminución intermensual del 7,4%
- El stock de pasivos LELIQ hacia el final de noviembre se estableció en \$ 729.693 millones. El monto nota una disminución respecto al mes precedente de 8,4%, lo cual se debe interpretar como una consecuencia directa derivada del nuevo marco regulatorio sobre la demanda de dólares. Dado que los agentes tienen menor capacidad de compra de moneda extranjera, se limita una eventual caída de la demanda de moneda local y, a su vez, menor espacio monetario para la dinámica inflacionaria.

- El nivel de tasa de referencia continúa afectando al mercado de crédito local. Las empresas enfrentan altos costos de fondeo, pero se esperan nuevas medidas del gobierno entrante en aras de minimizar ese impacto, si es que las restricciones monetarias se relajan. En el cierre de noviembre el nivel de tasa de interés de préstamos a 7 días para las empresas de primera línea se situó en 56% notando un descenso desde 60% durante de octubre.
- El riesgo soberano medido por el EMBI+Arg, cerró el mes de octubre en 2261 p.b.. Esto nota un disminución incipiente de 0,7% respecto al último día de octubre de 2019. Mientras que al cierre de la primera semana de diciembre vuelve a aumentar y se sitúa en los 2317 p.b.