

Informe de coyuntura y perspectivas económicas

Nº 48

Contenido

Contenido	1
1. Claves.....	2
2. El impacto social de la recesión económica	3
3. Se retrasa la estabilidad financiera.....	6
Esperando los frutos del apretón monetario	6
El dólar nuevamente como fuente de volatilidad.....	8
4. Proyecciones y expectativas	10
Impacto del dólar en las metas fiscales.....	10
a) Impacto de la devaluación sobre las tarifas de servicios públicos.....	11
b) Impacto de la devaluación sobre el peso de la deuda en moneda extranjera	12
Impacto de la devaluación sobre la recaudación por retenciones a las exportaciones	13
Síntesis de resultados. ¿Cuál es el escenario más factible?	14

1. Claves

- Durante el mes de marzo e inicios de abril **volvió a proliferar el contexto de inestabilidad** e incertidumbre en la economía argentina. El Banco Central tomó decisiones regulatorias para su mitigación.
- El apretón monetario iniciado en octubre estabilizó las expectativas pero aún no redundó en resultados concretos en materia inflacionaria, propósito central del programa. **Para marzo y abril se esperan índices de inflación significativos, consolidando un primer cuatrimestre por encima del 15%.**
- Los indicadores socioeconómicos siguen reflejando el resabio de la crisis reciente. **Desempleo, pobreza y distribución del ingreso mostraron notorios deterioros para el año 2018.**
- En el plano macroeconómico, se destaca la difusión de la recesión del año pasado entre los distintos componentes de la demanda agregada. **La caída de actividad del 2,5% se explica por una reducción conjunta de la inversión (-5,8%), del consumo público (-3,3%), y del consumo privado (-2,4).**
- En materia externa, las exportaciones tuvieron un efecto neutro, después de un magro inicio de 2018. **La recuperación de un tipo de cambio real a los niveles de 2011 puede dar un impulso a las ventas en el exterior para 2019.**
- En cuando a los números de alta frecuencia de la economía real, se registran resultados duales. Mientras que se mantienen caídas interanuales rotundas, asociadas a una base de comparación todavía elevada, **las series desestacionalizadas comienzan a sugerir que la recesión ha tocado un piso.**
- Los índices con resultados auspiciosos se corresponden con los meses de enero y febrero. **Quedará por ver si el salto en la tasa y dólar de marzo/abril, logra ser encapsulado o si genera contagio sobre actividades productivas.**
- En materia fiscal, el Ejecutivo solicitó un *waiver* al FMI para modificar los objetivos primarios parciales hasta el tercer trimestre. **Esto es sintomático de los primeros ruidos en la consecución del objetivo de déficit cero.**
- **Se destaca una necesidad creciente de reducción del gasto**, en un contexto de recaudación a la baja, producto de la continuidad recesiva.
- Con todo, se produce un costo fiscal extra por el salto cambiario. **Nuestras proyecciones marcan un peso diferencial del orden de los U\$S2.800 millones**, contemplando un escenario moderado para la trayectoria del dólar 2019.

2. El impacto social de la recesión económica

Durante el mes de marzo se conocieron los resultados finales de las principales variables macroeconómicas correspondientes al año 2018. Tal como se esperaba, los números evidenciaron el fuerte deterioro que sufrió el entramado productivo y los indicadores socio-laborales de nuestro país. La terrible inestabilidad cambiaria que hubo durante el año producto de la desregulación financiera que volvió sumamente vulnerable al sistema frente a shocks externos, sumado a los efectos colaterales del paquete de medidas aplicadas por el BCRA para intentar apalear la crisis, tuvieron un efecto devastador sobre la economía real.

Según datos del INDEC, el Producto Bruto Interno cayó un 2,5% en 2018, arrastrado por el desplome de la Formación Bruta de Capital (-5,8% v.i.a), el Consumo Público (-3,3% v.i.a) y el Consumo Privado (-2,4% v.i.a). El único componente de la demanda agrega que no se contrajo fueron las Exportaciones, que se mantuvieron en el mismo nivel que en el año anterior (0% v.i.a).

El dato más resonante fue la caída del 25% en la Formación Bruta de Capital en el último trimestre del año, la contracción más grande registrada desde el año 2009, post crisis financiera internacional del 2007-2008. Esto evidencia el fracaso del modelo económico de la alianza Cambiemos en su intento por consolidar a la inversión del sector privado como el principal motor de la economía nacional.

Durante el último año el sector empresarial tuvo que hacer frente a tres frentes de batalla distintos: la mega-devaluación del tipo de cambio, el exorbitante encarecimiento del financiamiento a plazo producto de la suba de la tasa de interés y el derrumbe de las ventas por la caída en la demanda interna.

El Índice de Producción Industria Manufacturo (IPIM) de INDEC registró una caída interanual del 5% en 2018. Las industrias más afectadas fueron la industria electrónica¹ (-31,9% acumulado anual), maquinaria agropecuaria (-28,1%) y la industria textil (-10,7%). A su vez, industrias como la automotriz, siderúrgica y las asociadas al sector petrolero también cerraron el año en terreno negativo.

La crisis en la industria manufacturera generó que se perdieran 61.000 puestos de trabajo registrado en el último mes del año respecto al mismo periodo de 2017, lo que representó el 47% del total de empleos que se perdieron interanualmente en ese mes. Otros sectores que registraron fuertes caídas fueron el comercio y la construcción, con una disminución en conjunto de alrededor de 50.000 empleos registrados menos que en diciembre del año anterior.

En consonancia con esto, el INDEC dio a conocer los datos referidos a la evolución del mercado de trabajo en el último trimestre de 2018. La tasa de desempleo fue del 9,1% en el total de aglomerados urbanos del país, lo que implicó un aumento de 1,9 p.p en relación al mismo trimestre de 2017. A su vez, el porcentaje de personas por debajo de la línea de pobreza en el segundo semestre de 2018 ascendió a 32%, el nivel más alto desde 2014, mientras que el porcentaje de personas en condición de indigencia aumentó al 6,7%. En términos absolutos se registraron un total de 1.846.828 nuevos pobres durante ese periodo.

Las regiones en donde hubo un mayor deterioro en estos indicadores socio-laborales fueron Corrientes, Gran Rosario y el aglomerado San Nicolás-Villa Constitución, con un considerable incremento de la pobreza (aumentos interanuales de dos dígitos en p.p) y de la tasa de desempleo (incrementos superiores a los 4 p.p respecto al mismo periodo de 2017).

¹ Equipos y aparatos de informática, televisión y comunicaciones, y componentes electrónicos

Una tendencia similar se observa en los partidos del Gran Buenos Aires, el principal aglomerado urbano del país, en donde la pobreza alcanzó el 35,9% y la tasa de desempleo llegó al 11,4%.

Regiones del país en donde más crecieron la pobreza y el desempleo

Región	% de personas por debajo de la línea de pobreza			Tasa de desempleo (%)		
	2º semestre 2017	2º semestre 2018	Dif.(pp)	IV.2017	IV.2018	Dif(pp)
Partidos del GBA	29,5	35,9	+6,4	9,2	11,4	+2,2
Corrientes	36,9	49,3	+12,4	3,1	7,2	+4,1
Gran Tucumán -Tafí Viejo	21,8	32,2	+10,4	5	7,6	+2,6
Salta	24,8	37,7	+12,9	8,3	8,9	+0,6
Pampeana	25,4	32,1	+6,7	6,6	9,2	+2,6
Bahía Blanca-Cerri	14,3	25	+10,7	7,1	9,4	+2,3
Gran Rosario	19,8	31,8	+12	7,6	12,8	+5,2
Gran Paraná	18,6	29,4	+10,8	3	5,6	+2,6
San Nicolás-Villa Constitución	25,2	33,1	+7,9	6,9	11,3	+4,4

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

3. Se retrasa la estabilidad financiera

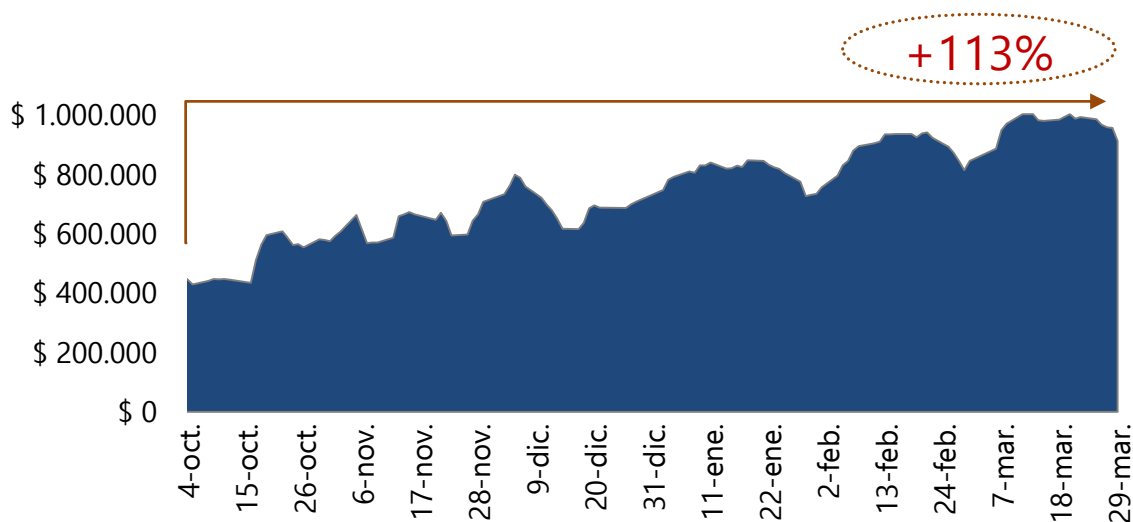
Esperando los frutos del apretón monetario

A principios de octubre del año pasado, el BCRA bajo la conducción del recientemente asumido Guido Sandleris, implementó un nuevo esquema monetario para intentar contener la inflación que en ese entonces rondaba el 45% interanual. El mismo consistió en una estricta restricción de la base monetaria, en pos de quitar cualquier sobrante de pesos de la economía.

La principal herramienta utilizada fueron las Leliqs, un instrumento de deuda de corto plazo (7 días) que, a diferencia de las Lebacs, solo pueden estar en manos de los bancos comerciales.

Desde la implementación del régimen, el volumen en circulación de estos títulos no para de crecer y, si bien el stock de títulos de corto plazo del BCRA hoy en día es del 35%, las Leliqs ya acumulan una variación del 113%.

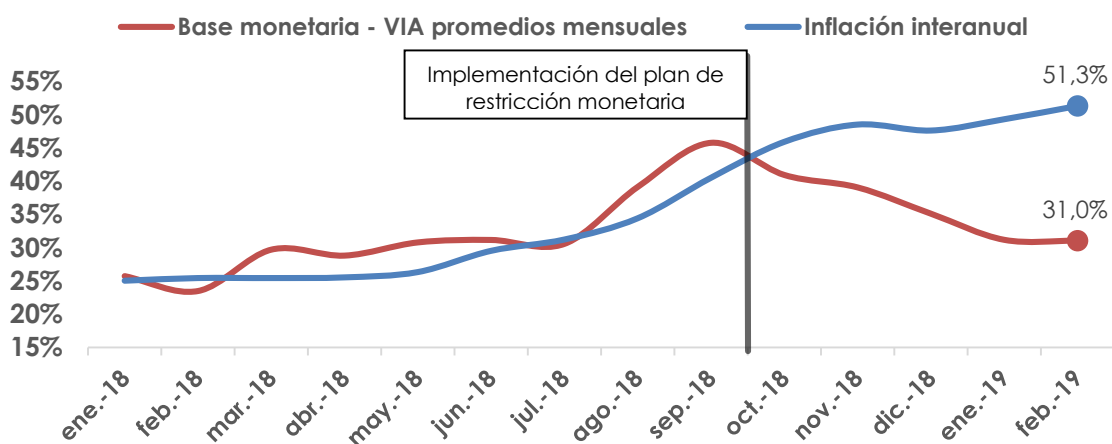
Stock de Leliqs desde el cambio de régimen monetario



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Más allá del vertiginoso crecimiento que tuvo este instrumento desde su implementación, lo que sorprende (o no tanto) es la ineficacia que el régimen de restricción monetaria ha tenido, hasta ahora, en materia inflacionaria

Variación interanual del promedio mensual de Base Monetaria e inflación interanual



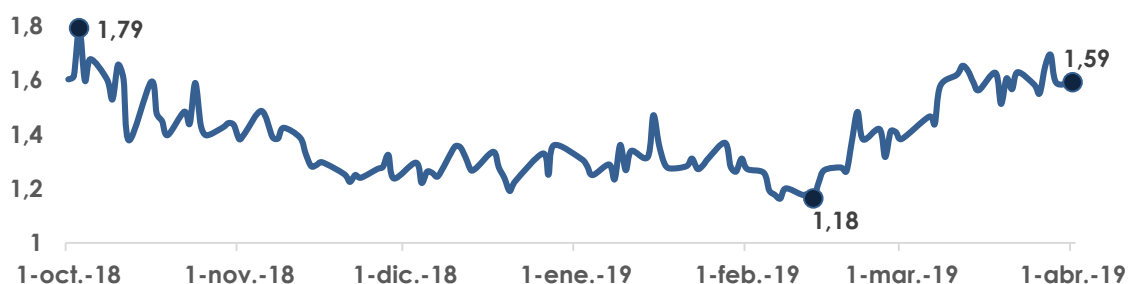
Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC.

Si bien la ortodoxia económica, que ve en la emisión monetaria el principal causante de la inflación, suele sostener que los resultados pueden verse a largo plazo, no deja de resultar llamativo que desde la implementación del plan la inflación ha continuado con su tendencia ascendente (ya supero el 50% interanual), mientras la base monetaria se contrae.

Por otra parte, la suba de 24 p.p que tuvo la tasa de las Leliqs desde mitad de febrero (la misma se encontraba el 14/2 a 43,9% y hoy se encuentra 68,1%), no se ha visto reflejada en un aumento en la tasa de los plazos fijos que los bancos ofrecen a los ahorristas.

La relación entre las tasas que llegó a ser del 1,18 en febrero de este año, hoy se encuentra en 1,59.

Relación entre la tasa de Leliq y tasa de plazo fijo 30-40 días



Fuente: elaboración propia en base a BCRA e INDEC.

Para el BCRA este traspaso de tasas es fundamental, ya que desincentivaría a los pequeños ahorristas a la compra de dólares. Por eso, el 28 del mes pasado, la entidad modificó el tope máximo de tenencia de Leliq en mano de los bancos comerciales, el cuál paso del 65% al 100% de los depósitos. Esta medida intenta que los bancos, al tener mayor posibilidad de invertir en Leliq, intenten absorber una mayor cantidad de pesos del mercado aumentando la tasa de los plazos fijos.

El dólar nuevamente como fuente de volatilidad

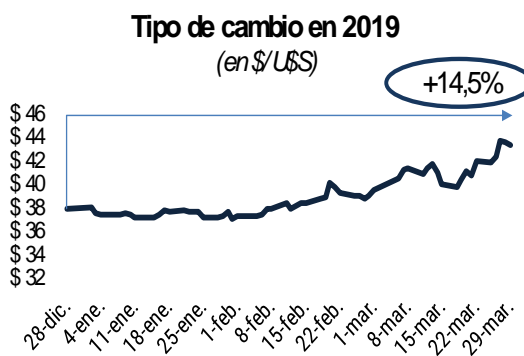
El salto en el tipo de cambio que se produjo en los últimos dos meses vuelve a transparentar las contradicciones del régimen macroeconómico vigente. La pax cambiaria se vio interrumpida por factores múltiples, entre los que resaltan el contagio de contextos volátiles en otros países emergentes (Turquía y Rusia), tanto como el sostenimiento con pleno vigor de un proceso inflacionario de proporciones.

Además de la magnitud del nuevo escalón que trepó el dólar, inquieta su volatilidad. Lejos de suavizar su trayectoria a partir de la implementación del esquema monetario de control de agregados, su trayectoria sigue errática y son pocas las rondas cambiarias que verifican variaciones bajar o nulas.

La cotización de la divisa importa por diferentes motivos. En primer lugar por su incidencia sobre los precios internos. En un contexto donde los márgenes empresarios se vieron fuertemente reducidos durante 2018, producto de un traspaso incompleto de la inflación de costos al consumidor, es más probable que este año cada salto del dólar se traslade con mayor inmediatez a los precios internos.

Por otro lado, la dinámica cambiaria será relevante para evaluar las posibilidades del programa financiero del Banco Central, en especial en su reacción ante impulsos exógenos. Ocurre que con la disposición de un sistema de tasa de interés endógena, la misma no debería verse incidida por fenómenos externos no idiosincrásicos. No obstante, en las últimas semanas esta hipótesis de comportamiento no siempre se verificó. En última instancia, pueden propagarse los canales de transmisión de las crisis externas a la actividad interna, por la doble vía: tanto producto de una menor demanda global de nuestra producción, como también de un rebrote de la tasa de interés interna, insuficientemente amortiguada por el tipo de cambio.

Por último, pero no menos importante, en un año electoral, el dólar tendrá una incidencia clave para señalar el clima político. Un dólar con subas sostenidas o alta inestabilidad será percibido como un síntoma de debilidad económica y puede ser determinante en la decisión de sectores independientes.



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

4. Proyecciones y expectativas

Impacto del dólar en las metas fiscales

Hay un factor extra a analizar, que de forma secundaria también es muy relevante para las perspectivas del programa económico 2019. Se trata del aspecto fiscal subyacente a la evolución del tipo de cambio.

Como se sabe, el programa acordado con el Fondo Monetario Internacional exige la convergencia fiscal para este año, pasando de un déficit del sector público no financiero del orden del 2,4% a 0%, en solo un año. A tales fines, el Presupuesto sancionado para este año consigna hipótesis lo suficientemente ambiciosas para la consecución del equilibrio fiscal primario.

Estas implican una partición relativamente simétrica entre reducción de gastos y aumento de ingresos. Si bien ambos bloques tienen un componente contingencial difícil de controlar, importa en este apartado hacer foco en el pilar de los gastos públicos. En particular, de aquellos más sensibles respecto de la evolución del tipo de cambio.

A grandes rasgos, podemos agrupar los siguientes bloques de partidas del gasto como las que más se ven incididas por la evolución del dólar:

- a) Las relativas a las **tarifas de los servicios públicos**, derivadas del esquema de subsidios a la demanda, aún no enteramente desandado, a pesar del importante proceso de recomposición tarifaria de los últimos años. Al haber dolarizado el precio de los servicios públicos pactado con las empresas prestadoras, el incremento del tipo de cambio conlleva una compensación a través del incremento de los subsidios, debido a la imposibilidad de las mismas de trasladar esa devaluación al precio de las tarifas.

- b) Aquellas destinadas al **pago de la deuda y demás erogaciones en dólares**, las cuales incrementan su peso en moneda local ante incrementos del tipo de cambio.

a) Impacto de la devaluación sobre las tarifas de servicios públicos

Para analizar el impacto fiscal de la devaluación sobre las tarifas de los servicios públicos, se establecen tres escenarios hipotéticos de separación entre lo proyectado en el Presupuesto 2019 y la evolución cambiaria de los primeros meses del año.

Cabe destacar que el presupuesto fue elaborado con un dólar en torno a los \$38 por lo cual, la hipótesis de \$40,1 fijada para el promedio del año en curso podría haber sido plausible en un marco de estabilidad monetaria y reducción sostenida de la inflación. La trayectoria del primer trimestre parece haber dejado atrás esta posibilidad. Por tanto, se plantean los siguientes tres escenarios de separación respecto a lo planteado en el Presupuesto:

- **Escenario conservador:** \$42,8 promedio anual, asumiendo que la cotización actual se mantiene hasta fin de año.
- **Escenario estándar:** \$47,2 promedio anual, asumiendo una tasa de devaluación a la par de la inflación esperada según el REM (no apreciación real).
- **Escenario agresivo:** \$50 promedio anual, asumiendo convergencia lineal con la cotización actual de los futuros de dólar a fin de año.

A continuación, se presenta el cuadro resumen de cuánto sería el costo fiscal excedente necesario para compensar al sector energético, según las distintas trayectorias del tipo de cambio analizadas².

² La tabla se construye a partir de una hipótesis de \$5.662 millones de costo excedente, por cada 1% de desvío del tipo de cambio respecto de los \$40,1 promedio. Esta "elasticidad del gasto respecto al tipo de cambio" fue consignada en el mensaje al presupuesto 2019, en los análisis de sensibilidad y estática comparada.

Estimación de costo fiscal del incremento de los subsidios al sector energético producto de la devaluación del tipo de cambio

Escenario	Tipo de cambio (promedio anual)	Brecha respecto a presupuesto	Esfuerzo fiscal extra	
			En millones de pesos	En millones de US\$
Presupuesto 2019	\$ 40,1	-	-	-
Conservador	\$ 42,8	6,8%	38.664	903
Estándar	\$ 47,2	17,8%	100.565	2.130
Agresivo	\$ 50,0	24,7%	139.785	2.796

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda, BCRA y Mensaje al Presupuesto 2019.

Bajo el escenario conservador, el monto necesario para compensar al sector energético asciende a US\$ 900 millones, cifra que llega a más del doble en el escenario estándar y que podría alcanzar casi US\$ 2.800 millones en un escenario agresivo con un tipo de cambio promedio anual de \$50.

b) Impacto de la devaluación sobre el peso de la deuda en moneda extranjera

Si bien la restricción fiscal fundamental está planteada en relación al déficit primario, un desajuste financiero cuantioso puede ser una señal negativa en pos de alcanzar el retorno del financiamiento en los mercados en los próximos años. En tal sentido, el corriente año tiene vencimientos considerables, en especial, aquellos nominados en moneda extranjera. En suma, se cuentan US\$ 31.828 millones computados, en materia de vencimientos de deuda para el corriente año.

Cabe aclarar que en el cálculo se toma una foto al 31/12/2018. En paralelo a estos pagos de capital e intereses, se cursarán renovaciones. En especial, las Letes se vienen renovando a buen ritmo en el primer trimestre, y posiblemente se mantengan en un porcentaje alto hasta la primera mitad de año. Por tanto, en términos de volumen, se puede pensar a la foto actual como un escenario conservador, que no expande el monto de deuda en dólares de corto plazo.

Estimación del costo fiscal por el aumento del peso de la deuda en dólares

Escenario	Tipo de cambio (promedio anual)	Brecha respecto a presupuesto	Peso de la deuda extra	
			En millones de pesos	En millones de U\$S
Presupuesto 2019	\$ 40,1	-	-	-
Conservador	\$ 42,8	6,8%	87.153	2.034
Estándar	\$ 47,2	17,8%	226.687	4.800
Agresivo	\$ 50,0	24,7%	315.094	6.302

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda, BCRA y Mensaje al Presupuesto 2019.

Como se ve, un escenario intermedio implicaría vencimientos con un peso incremental del orden de los U\$S 4.800 millones para este año, como producto de un tipo de cambio significativamente alejado de la hipótesis establecida en presupuesto. Es dable destacar que esta carga diferencial no necesariamente se traducirá (totalmente) en pagos superiores, producto de que buena parte de estos montos se renegociarán hacia años futuros. No obstante, el incremento se puede pensar como un mayor peso de la deuda sobre el erario público.

Impacto de la devaluación sobre la recaudación por retenciones a las exportaciones

Por último, destacar el posible desbarajuste cambiario no solo está asociado a un aumento en las erogaciones. También existe un efecto de “amortiguación”, relacionado con el aumento en los ingresos subyacentes a una mayor recaudación impositiva. El siguiente cuadro, establece una hipótesis, a grandes rasgos, sobre la mejora recaudatoria relativa a cada uno de los escenarios cambiarios propuestos.

Estimación de aumento de la recaudación por derechos de exportación

Escenario	Tipo de cambio (promedio anual)	Brecha respecto a presupuesto	Recaudación por derechos de exportación	Mejora en la recaudación	
				En millones de pesos	En millones de U\$S
Presupuesto 2019	\$ 40,1	-	\$157.900	-	-
Conservador	\$ 42,8	6,8%	\$205.300	\$ 47.400	1.106
Estándar	\$ 47,2	17,8%	\$350.000	\$ 192.100	4.068
Agresivo	\$ 50,0	24,7%	\$440.000	\$ 282.100	5.642

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda, BCRA y Mensaje al Presupuesto 2019.

En un escenario estándar, se recaudaría el equivalente a U\$S4.000 millones extra, en concepto de derechos de exportación (DEX), producto de un tipo de cambio que aumente a una velocidad estándar el resto del año, acoplado con la inflación y promediando \$47,2 en el año. Claro que el desempeño de las liquidaciones está muy incidido por la misma evolución del tipo de cambio. Así, se podrá esperar un efecto de retroalimentación entre la suba del dólar y la probabilidad de que el complejo cerealero-oleaginoso (que explica el 80% de los DEX) tenga mayores incentivos para liquidar el producido de la cosecha.

Síntesis de resultados. ¿Cuál es el escenario más factible?

Habiendo ya transcurrido el primer trimestre del año, y con una recaudación parcial muy por debajo de las expectativas, la opción más agresiva de aumento del dólar, acorde a lo que evalúa el mercado para los contratos de futuro a fin de 2019 se vislumbra como la más probable para lograr alcanzar la pauta presupuestaria de recaudación, estipulada en septiembre pasado. Con todo, la siguiente matriz resume los tres efectos previamente analizados.

Estimación del costo fiscal neto por la devaluación del tipo de cambio

Concepto Escenario	Conservador	Estándar	Agresivo
	<i>(en millones de dólares)</i>		
Esfuerzo fiscal extra por:			
Subsidios energéticos	902	2.129	2.795
Peso de la deuda en US\$	2.034	4.800	6.301
Subtotal	2.937	6.930	9.097
Mejora en la recaudación	1.106	4.068	5.642
ESFUERZO FISCAL NETO	1.830	2.862	3.455

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda, BCRA y Mensaje al Presupuesto 2019.

Por tanto, en un escenario estándar se sumaría un gasto de U\$S 2.862 millones, equivalente a 0,6 puntos del PBI. Asimismo, en el escenario más moderado sumaría U\$S 1.830 millones mientras que bajo la hipótesis más agresiva el desbalance fiscal sería de U\$S 3.455 millones. La foto del ejercicio comparativo muestra una aproximación de trazo grueso. Claro que en los tres trimestres restantes de 2019 la economía verificará efectos dinámicos, que se verán potenciados dada la mayor volatilidad del año electoral.

El cualquier caso, existe una tensión evidente entre el canal cambiario y los resultados fiscales. Todavía predomina la incertidumbre sobre cuáles serán las consecuencias de la inestabilidad financiera en el contexto eleccionario del año actual. Las liquidaciones del complejo agroexportador no crecen al ritmo esperado, aunque aún falta el impulso principal que dará la cosecha gruesa en el próximo bimestre. Si bien el programa financiero está virtualmente garantizado hasta 2020 inclusive, un resultado externo poco significativo del sector primario puede redundar en nuevas presiones devaluatorias. La dinámica fiscal, se ve también incidida por las posibilidades de rebote del consumo privado, que explican más de la mitad de los ingresos tributarios. Con todo, será importante seguir de cerca la sensibilidad del resultado fiscal a la trayectoria cambiaria en los próximos meses, atendiendo a que la consecución del déficit cero será la evaluación central de los mercados sobre las perspectivas de éxito o fracaso del programa económico implementado después del retorno al FMI.

Directores

Lic. Pablo Singerman

Lic. Camilo Makón

Equipo Técnico

Lic. Matías Recalde

Lic. Sergio Chouza

Lic. Augusto Bosani

Lic. Gastón De La Cruz



@singerman_makon