

# La economía argentina

---

INFORME ECONÓMICO MENSUAL | NRO. I | ENERO 2019

## En este informe:

- Resumen de coyuntura - Pág.1
- Destacados prensa - Pág.5
- Actividad - Pág.14
- Precios e Ingresos - Pág.12
- Finanzas Públicas - Pág. 13
- Balance Cambiario - Pág. 14
- Sector Externo - Pág. 15
- Finanzas y bancos - Pág. 17
- Anexo Estadístico - Pág. 18



# La economía argentina – resumen de coyuntura

*Enero 2019*

## LA ECONOMÍA BAJO EL AGUA EN EL VERANITO CAMBIARIO

La economía argentina inicia 2019 con la economía real en franca caída y un mercado cambiario estabilizado. Ambos fenómenos no están desvinculados, ya que la crisis de la actividad real es consecuencia de las medidas acordadas por el gobierno con el FMI, para estabilizar el frente externo. Una brusca devaluación con elevadas tasas de interés en el marco de un plan de ajuste fiscal.

Aun así, la estabilidad cambiaria continúa siendo precaria. En primer lugar, porque el horizonte de vencimientos de deuda post 2019 continúa siendo insustentable. En segundo lugar, porque las elevadas tasas generan un incremento exponencial de los stocks en pesos potencialmente dolarizables. En ese sentido, el incremento de los plazos fijos en pesos tiende a generar un efecto similar al que, meses atrás, tenían las LEBACs aun cuando la distribución de sus vencimientos tiene una dinámica menos vertiginosa. Un elemento a tener en cuenta en un año electoral, donde suelen presentarse una precautoria dolarización de los ahorros.

La palabra final en términos de estabilidad cambiaria, la tendrán las metas que el FMI imponga en materia de reservas después de marzo de 2019. Si son relajadas, el oficialismo podrá llegar a las elecciones con un dólar calmo. Si en cambio, impone metas de reservas exigentes, forzará expectativas de devaluación que reforzarán la compra de dólares propia del año electoral. En ese caso, las elevadas tasas (y el diferencial vía LELIQ que se apropian los bancos) pueden ser insuficientes para contener la corrida cambiaria.

Mientras tanto, la estabilidad cambiaria ya se cobró un muerto: la actividad productiva.

### La economía bajo el agua

La estabilidad cambiaria fue lograda a partir de una megadevaluación que licuó los activos en pesos y deprimió los ingresos reales de la población, mientras se elevaban fuertemente

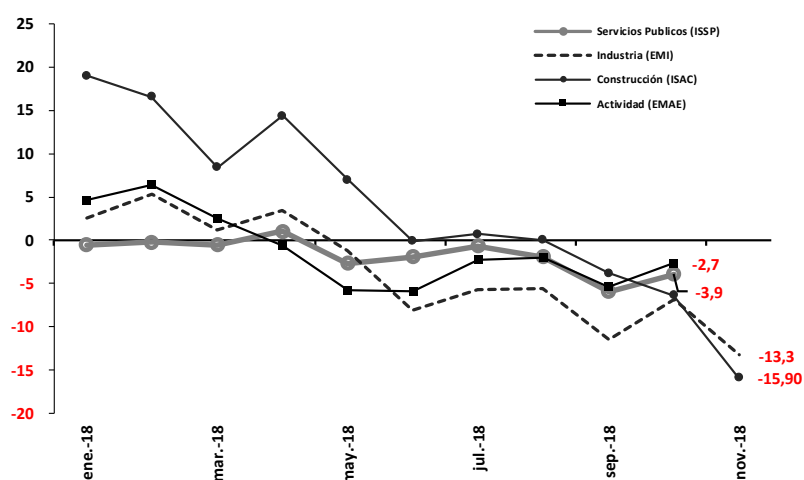
el nivel de tasas de interés. La consecuencia fue una profunda caída abrupta en el poder de consumo de la población junto a un fuerte desincentivo a la inversión en la actividad productiva. El costo de la estabilidad cambiaria puede leerse, entonces, en las cifras de derrumbe de la actividad real.

El Estimador Mensual de la Actividad Económica de octubre mostró su séptima caída al hilo con un descenso de 2,7%, siendo el Comercio (-11,2%), la Construcción (-5,2%) y los Servicios de Hoteles y Restaurantes (-4,4%) los sectores más vulnerables. Si consideramos lo sucedido en los servicios públicos, el indicador respectivo presentó un descenso del 3,9%.

Mientras tanto, para el mes de noviembre las expectativas no son muy auspiciosas: la construcción, que hasta agosto se mantuvo a flote otorgándole cierto aire al nivel de actividad, cayó nada

Actividad Económica Mensual

var % anual, serie mensual con estacionalidad. INDEC



menos que 15,9% de forma interanual en el anteúltimo mes del año. Asimismo, la industria (medida en el EMI) mostró una caída de la actividad industrial del 13,3%, el mes negativo número 22 del total de 35 registrados en la actual gestión, y el descenso más abrupto de toda la gestión amarilla. Los sectores más afectados fueron los vinculados al mercado interno con posibilidad de ser sustituidos por producción extranjera: el sector textil mantiene su caída estructural y en noviembre mostró un descenso del 20,85%, el rubro Ediciones e Impresión cayó un 21,27%, y Papel y Cartón un 17,79%

Los datos de diciembre tampoco son auspiciosos: la industria automotriz mostró una caída interanual de 38,48% según ADEFA, ilustrando también que los problemas argentinos actuales no son tan solo de demanda. En diciembre la producción automotriz local no logró igualar el saldo exportable (se produjeron 20.475 unidades y se exportaron 22.947) ilustrando la creciente presencia de los automóviles importados en el mercado local, los cuales acaparan el menguante nivel de ventas interno.

Hacia adelante, la perspectiva de revertir la abrupta caída de la actividad económica dependerá de que acuerde el gobierno con el FMI en marzo del año que viene, especialmente en lo que hace a la política cambiaria. Si el gobierno logra acordar con el FMI

metas de reservas relajadas (o directamente las elimina del acuerdo, como hizo en el segundo acuerdo con la meta de inflación), ello le permitirá intervenir en el mercado de cambios estabilizando el valor del dólar. Una política clave para evitar una nueva disparada de la inflación y llegar a octubre con una economía relativamente ordenada.

### Veranito cambiario

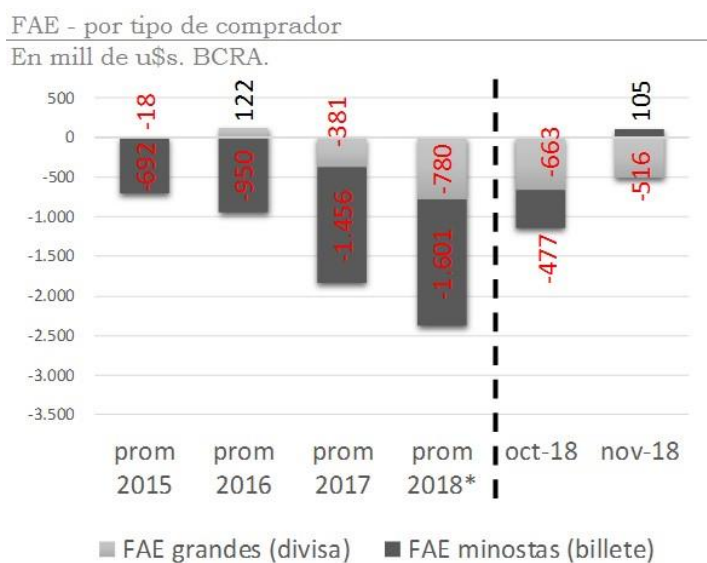
Luego de la sanción del segundo acuerdo con el FMI, donde el gobierno consiguió un refuerzo y adelanto de todos los fondos comprometidos por el organismo internacional, se observa una abrupta contención de la corrida cambiaria que permitió estabilizar la cotización de la moneda norteamericana.

La estabilidad del dólar se logró gracias a una serie de factores. **En primer lugar, la licuación de ingresos y activos en pesos**

**producto de la fuerte devaluación del peso impuesta por el FMI tras el primer acuerdo.** La suba del dólar redujo el riesgo vinculado a la dolarización del stock de LEBACs, licuando hasta un 50% el valor del de los vencimientos medidos en dólares en manos del sector privado. A su vez, los efectos contractivos de la devaluación con su impacto negativo sobre el ingreso real de la población, comprimió fuertemente su capacidad de ahorro y, por ende, la demanda minorista de dólares para atesorar.

En consecuencia, las compras minoristas netas (descontando las ventas) desde octubre de 2018 fueron de al menos un 70% menor al promedio mensual observado desde el levantamiento de los controles cambiarios. Para el año 2016, la compra mensual promedio de billetes fue de USD 950 millones, para el 2017 de USD 1.456 millones y en 2018 (previo a la corrida) de USD 1.601 millones, en tanto que en octubre-18 fue de USD 477 millones y en noviembre hubo venta neta de billetes por USD 105 millones.

**Un segundo elemento que contribuyó a la estabilidad del dólar fue el virtual desdoblamiento de tasas que armó el BCRA con las LELIQ.** Hoy el sistema financiero opera



de la

con una doble ventanilla de tasas, una a la que acceden los minoristas y las empresas cuando constituyen plazos fijos a una tasa no mayor al 45% anual para depósitos a 30 días, y otra la del BCRA a la que acceden solo los bancos comprando LELIQ, a una tasa de 57%. Dado que el dólar futuro de mercado es el dólar actual (“spot”) más la tasa a la que acceden minoristas y empresas, el desdoblamiento de tasas estimuló a los bancos a vender sus posiciones spot y reemplazarla por inversiones en LELIQ calzadas con compras de dólares futuro. La operatoria rinde a los bancos el diferencial de tasas entre las LELIQ y un plazo fijo, dejando neutral su posición cambiaria. El efecto inmediato de su implementación es una presión bajista sobre la cotización del dólar.

**En tercer lugar, el apoyo financiero del FMI junto a las elevadas tasas de interés indujo la expansión de los plazos fijos en pesos del sector privado, frenando la dolarización de quienes aún mantienen capacidad de ahorro.** Según información del BCRA sobre depósitos para el mes de enero, en el último mes (hasta el 14 de enero), los plazos fijos del sector privado no financiero crecieron un 8%, mientras que la tasa que devengaron en el mismo período fue de 3,95%, mostrando una tendencia al crecimiento en este tipo de activos aun por encima de su elevada tasa de valorización. Un hecho que puede tornarse en contra de la estabilidad cambiaria en el mediano plazo, al incrementar el stock de activos en pesos potencialmente dolarizables.

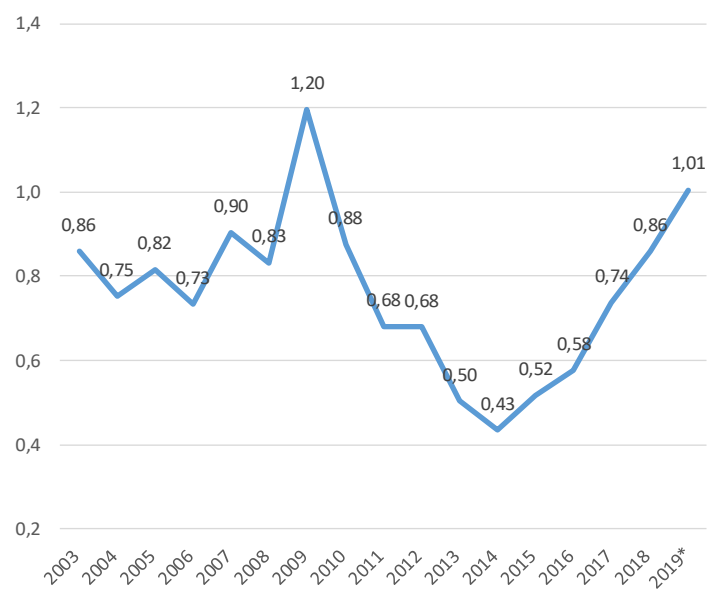
El apoyo financiero del FMI logró frenar las expectativas sobre el default en 2019 y generar una sobre oferta momentánea de divisas. Al descontar los vencimientos de deuda intra-sector público, el resultado en dólares del gobierno nacional termina siendo superavitario. Según información publicada en el segundo acuerdo, se estima que el Estado Nacional será superavitario en divisas en torno a USD 14.300 millones. Por su parte, el sector privado será demandante neto de divisas aun cuando el balance comercial sea superavitario. Considerando un escenario optimista para 2019 o de “ajuste exitoso”, el gobierno podrá compensar la demanda privada de dólares con el excedente del nuevo acuerdo con el FMI. Pero la estabilidad cambiaria es de corto plazo, ya que en 2020 aún en escenarios optimistas sin corrida cambiaria ni bancaria, la necesidad no cubierta de financiamiento para tal año alcanza los USD 14.700 millones.

De esa manera, se fue configurando un veranito cambiario con niveles de reservas históricamente elevados. Luego de la entrada de fondos del FMI el 15-12-18 por USD 7.200 millones, las reservas se encuentran por encima de los USD 66.000 millones.

Para tener una perspectiva histórica del nivel de reservas, teniendo en cuenta que 1 dólar de hoy vale menos que diez años atrás y las necesidades de divisas aumentan a medida que crece la economía argentina, corresponde medir las reservas mediante algún indicador estándar. Tal es el caso del ratio Reservas internacionales como ratio de las importaciones anuales. INDEC y BCRA

ubica en niveles comparables con el año 2009, momento del boom del precio internacional de las materias primas. Debemos resaltar, sin embargo, que existen tres diferencias fundamentales en el período actual respecto al 2009. Primero, la fuerte apertura financiera de la economía argentina que hace que la salida de dólares sea potencialmente mayor. Segundo, la excesiva rigidez que impone el acuerdo con el FMI. Este tiene metas de monitoreo cuantitativo sobre el piso de reservas (su no cumplimiento es motivo de congelamiento de desembolso de pagos), e intervenciones acotadas a USD 50 millones solo por fuera de las bandas de flotación. Tercero, los compromisos de deuda que crecieron exponencialmente en la última década.

Reservas internacionales  
como ratio de las importaciones anuales. INDEC y BCRA



## ¿UN AMOR DE VERANO? LOS PLAZOS FIJOS DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO CRECEN EN ENERO-19 \$62.000 M (USD 1600 M)

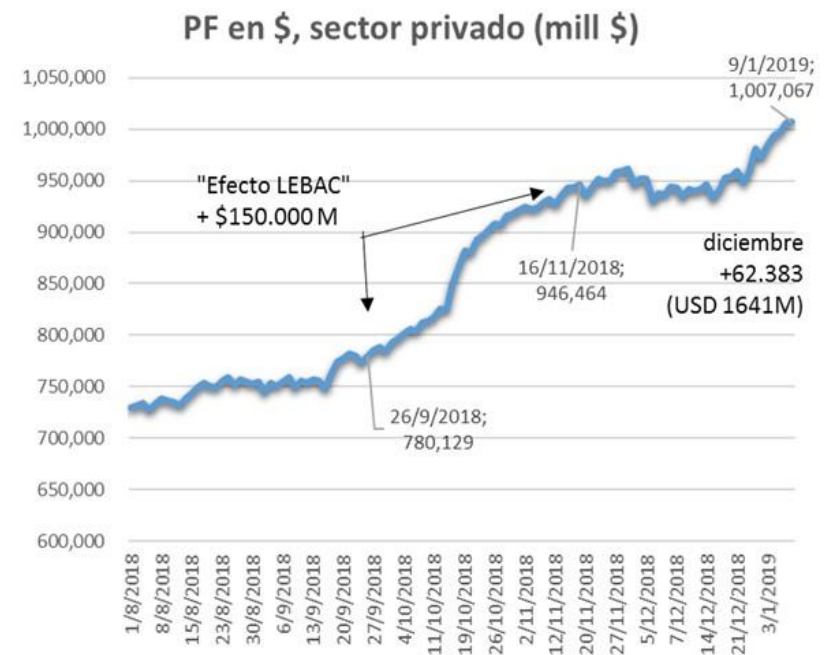
Enero trae novedades financieras con la recuperación de los plazos fijos en los bancos. Luego de la corrida cambiaria y la desaparición de las LEBAC se había registrado un repunte en la creación de plazos fijos que parecía transitorio debido a la sustitución de ahorristas (muchos de ellos poco diversificados) de un activo por otro.

Sin embargo, pasado este efecto, a comienzo de enero de 2018 a la par de la calma del dólar, parece registrarse nuevamente un brote verde de los plazos fijos en pesos.

Según información del BCRA sobre depósitos por moneda, en los 25 días hábiles que van el 6-12-18 al 9-1-19 (último dato disponible) los plazos fijos del sector privado no financiero crecieron desde los \$ 944.648 M a 1.007.067 M, el equivalente a \$ 62.383 M (USD 1.600 M). En la comparación mensual esto significa un crecimiento del 8% y un 65% respecto a enero de 2018. La tasa de plazo fijo en entidades públicas llegó a ser del 45% anual para depósitos a plazo fijo a 30 días durante el mes de diciembre. Es decir, un crecimiento de los depósitos plazos fijos por encima de su propia capitalización, que podría dar lugar a un brote verde financiero.

Sin embargo, el elevado costo sobre la actividad económica de mantener las tasas de interés tan elevadas, la incertidumbre electoral y la recuperación de la actividad económica que recomponga la capacidad de ahorro podrían volver a presionar sobre el dólar induciendo un desarme de posiciones en pesos.

Plazos fijos en pesos del sector privado  
en millones de pesos. BCRA





## GASTO PÚBLICO 2018: SUB-EJECUCIÓN DE OBRA PÚBLICA Y SOBRE-EJECUCIÓN DE DEUDA

La ejecución del gasto público nacional para diciembre 2018 muestra una sobre-ejecución del gasto. En términos nominales, el Estado Nacional gastó \$ 583.099 millones más que lo presupuestado en 2018, en términos porcentuales esto representó un 11% respecto al crédito presupuestario inicial.

Más en detalle, la partida más sobre-ejecutada fue la de intereses de la deuda por \$ 126.312 millones, equivalente a 31% del crédito inicial. Luego, están las de transferencias corrientes al sector privado (subsídios energía, transporte y planes sociales) por \$ 149.350 millones, el equivalente al 22% del crédito inicial. Este aumento nominal en la partida presupuestaria se debió el efecto la devaluación sobre los gastos en dólares. Por el lado de la subejecución, se destaca las transferencias de capital (inversión de obra pública en las provincias) por \$ 14.800 millones, el equivalente al 13% del total presupuestado, seguido por la inversión real directa con una subejecución de \$6.370 millones, el equivalente al 10% del total presupuestado.

En síntesis, el apretón fiscal del gobierno nacional fue contractivo, priorizando el pago de la deuda por sobre el gasto de obra pública. Una dirección de la política fiscal que reforzó el sesgo contractivo que la devaluación había imprimido sobre la actividad económica privada.

### Presupuesto del Estado Nacional

Según objeto del gasto. En Millones de \$. ONP-MECON.

Cod. y Desc. Inciso	ejecutado a 31-12-18				
	Credito Inicial	Credito Vigente	Devengado	% Devengado/ Credito Inicial	No ejecutado (credito vigente)
Prest. Seg. Social	1.210.786	1.307.485	1.273.234	105,2%	3%
Tr. Corrientes	669.833	897.924	819.187	122,3%	9%
Int. deuda	405.270	598.795	531.583	131,2%	11%
Gastos de Consumo	407.480	460.554	407.258	99,9%	12%
Impuestos Directos	74	84	65	88,3%	23%
Otras Pérdidas	-	23	20	-	14%
<b>Subtotal Gs. Corr</b>	<b>2.693.443</b>	<b>3.264.865</b>	<b>3.031.345</b>	<b>112,5%</b>	<b>7%</b>
Tr. de Capital	114.559	108.348	99.747	87,1%	8%
Inv. Real Directa	62.245	71.974	55.868	89,8%	22%
Inversión Financiera	8.549	16.708	16.365	191,4%	2%
<b>Subtotal Gs. Capital</b>	<b>185.353</b>	<b>197.030</b>	<b>171.980</b>	<b>92,8%</b>	<b>13%</b>
<b>Total</b>	<b>2.878.796</b>	<b>3.461.895</b>	<b>3.203.325</b>	<b>111,3%</b>	<b>7%</b>

PARA ACCEDER AL INFORME COMPLETO, ESCRIBINOS A [INFOCESO@GMAIL.COM](mailto:INFOCESO@GMAIL.COM) Y CONSULTA LOS MODOS DE CONTRATACIÓN DEL SERVICIO DE SUSCRIPCIÓN A BOLETINES

**SUSCRIPCIÓN SERVICIO DE BOLETINES INFORMATIVOS DE LA COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA.**



La suscripción el servicio de boletines informativos de la **Cooperativa de Estudios Económicos y Sociales Scalabrini Ortiz Ltda. (CESO)**, que incluye un informe de coyuntura económica mensual y un informe semanal de seguimiento de precios; más el acceso a los diversos informes del centro (rendimiento de inversiones para pequeños ahorristas; liquidación de divisas; un informe mensual temático, presupuesto, pobreza, deuda, etc.).

#### **Datos de la Cooperativa:**

*COOPERATIVA DE ESTUDIOS ECONOMICOS Y SOCIALES SCALABRINI ORTIZ LTDA*

CUIT: 33-71465731-9

Dirección: Nuñez2172 Piso:PBDpto:C

Condición frente al IVA: Responsable Inscripto

Baco Credicoop, cuenta 004-24083/3 CBU 1910004955000402408332