



INFORME ECONÓMICO MENSUAL – ABRIL 2018

Inflación, salarios, actividad económica y más



UNIVERSIDAD AUSTRAL

Índice

- EDITORIAL: La bipolaridad EEUU-China: ¿nueva fase de la globalización?
- Panorama internacional: Reflexiones sobre el cambio climático
- Panorama interno I: El comercio exterior enciende luces rojas
- Panorama interno II: Las pymes ante un escenario incierto y heterogéneo
- Panorama interno III: La inflación como problema crucial de la economía argentina
- Precios
- Actividad económica
- Sector fiscal
- Sector externo
- Sector monetario y financiero
- Anexo: Cuadro Estadístico (en documento adjunto)

Autores

- **Eduardo Luis Fracchia**
Investigador Senior
- **Carlos Marcelo Belloni**
Asistente de investigación

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

EDITORIAL*

**Por Juan J. Llach*

La bipolaridad EEUU-China: ¿nueva fase de la globalización?

A lo largo de toda la historia humana la gran mayoría de reemplazos de la potencia dominante se dirimieron en los campos de batalla. No fue el caso de los dos últimos, que se dirimieron pacíficamente. Así fue cuando los EEUU tomaron el cetro del Reino Unido, aunque, por cierto, ello fue muy facilitado por los estrechos vínculos entre ambos más el hecho de haber luchado juntos en las dos grandes guerras. Mucho más sorprendente fue el reemplazo del bipolarismo que compartían los EEUU y la URSS por el mundo unipolar, transitorio, que le sucedió. Hoy nos encontramos con dos grandes naciones-imperios que aspiran, por lo menos, a compartir el cetro global con los EEUU. Por un lado, China -que es ya la mayor economía del mundo- aventaja a Rusia en su dinámica y diversidad económica, en la educación y, cada vez más, en las tecnologías, aun las militares o especiales, en las que

Rusia todavía predomina. Si estas tendencias continúan lo más probable es que sea China, y no Rusia, quien lidere junto a los EEUU un nuevo mundo bipolar.

La guerra comercial iniciada por los EEUU hace poco más de un mes, se ha dirigido principalmente contra China y ha sido en gran medida verbal. Lo más probable es que se llegue a una negociación entre los dos colosos. La escena recuerda lo ocurrido entre EEUU y Japón hace cuatro décadas. Créase o no, existía la percepción de que el país asiático podría llegar a ser la principal potencia económica, superando a los EEUU. Lo que puntualmente más preocupaba era el aumento incontrolable de las importaciones de autos nipones. Finalmente se llegó a una negociación, que incluyó, primero, establecer una cuota a las importaciones automotrices japonesas del 30% del mercado; en segundo lugar, flexibilizar la

La bipolaridad EEUU-China: ¿nueva fase de la globalización?

Los mercados globales desde la elección de Trump				
	8/11/2016	14/3/2017	11/4/2017	3.18/11.16
Monedas				
Dólar (DXY Bloomberg)	97.9	89.8	89.5	-8.6
USD / Euro	1.103	1.237	1.239	12.3
Yen / USD	105.2	106.3	106.8	-1.6
Yuan / USD	6.79	6.32	6.28	8.1
Peso AR / USD	15.0	20.2	20.1	-25.8
Peso BR / USD	3.17	3.26	3.40	-6.7
Peso MX /USD	18.3	18.6	18.2	0.7
Rendimiento Bonos				
Bono 10 años EEUU	1.86	2.82	2.78	92 puntos
Riesgo EMBI emergentes	346	338	342	-4 puntos
Commodities(Bloomberg)				
Oro Comex	1274.5	1325.6	1359.1	6.6
Petróleo WTI	45.0	61.0	66.9	48.8
Cobre Comex	238.0	315.9	312.6	31.3
Soja x bushel	1011.3	1032.3	1067.0	5.5
Bolsas				
EEUU, S&P500	2139.6	2749.5	2650.5	23.9
Europa Bloomerg 500	224.8	252.7	253.9	12.9
China, Shangai Composite	3147.9	3291.4	3208.1	1.9
Japón, Nikkei 500	1619.4	2185.9	2150.6	32.8
Argentina, Merval	17138.4	32824.5	32276.5	88.3
Brasil, Bovespa	64157.7	86051.0	85276.8	32.9
México INMEX	2819.2	2866.3	2884.6	2.3
Notas. Verde, sube último mes. Rojo, baja. Negro, neutral. Negrita, las tres mayores subas y bajas desde el 8/11/16. La columna final de monedas expresa apreciación o depreciación respecto del USD.				

radicación de terminales niponas en EEUU y, por último, pero muy importante, en 1985 tuvo lugar el llamado “Acuerdo Plaza”, que implicó volver atrás con el “súper dólar” de Reagan y devaluarlo un 50% en relación con el yen japonés.

Se usaron en ese caso tres herramientas que, sin dudas, pueden volver antes de que la guerra comercial verbal China vs. EEUU en una guerra comercial escalada. En este marco, nuestra percepción es que se está iniciando una nueva era de las relaciones económicas internacionales que no significa el cese de la globalización económica, pero si aperturas económicas negociadas, menos drásticas y más discrecionales. El hecho de que ellas se den junto al afianzamiento de los movimientos nacional-populistas, paralelo a un deterioro de la democracia republicana en muchos países, da y seguirá dando a las relaciones económicas globales mayores cuotas de riesgo e

La bipolaridad EEUU-China: ¿nueva fase de la globalización?

incertidumbre. Aun así, seguirán apareciendo oportunidades diversas, aquí y allá. Pero no se tratará de un viento de cola, sino de brisas variables que, para permitir buenos resultados, deberán ser piloteados por expertos.

Entretanto, muchos de los índices de inflación en los EEUU están perforando el techo de 2% anual con el que se guía la Reserva Federal. Todavía están por debajo de ese nivel, sin embargo, los indicadores que más sigue ese organismo, a saber, los índices de inflación implícitos en el gasto personal de los hogares. Todavía está abierto el escenario de cuántas alzas más de su tasa de interés hará la Reserva Federal –además de la recientemente realizada en marzo. Ello dependerá no sólo de la inflación, sino también de la evolución de la volatilidad de los mercados y de las guerras

comerciales, ya que ambas pueden afectar el nivel de actividad económica, en el que también se fijarán Trump y la Reserva Federal.

En la Tabla adjunta puede verse que, hasta ahora, no se ha dado el ciclo negativo que la mayoría pronosticaba entonces: suba de las tasas de interés de la Reserva Federal y de los rendimientos de los bonos del Tesoro de EEUU, reducción del flujo de capitales hacia los países emergentes, caída del precio de los commodities y apreciación del dólar.

La razón principal, a nuestro juicio, es que los mercados financieros ven en Trump un sesgo más pro-inflación que el de sus antecesores. Si ello ocurre, aunque la Reserva Federal suba sus tasas, los inversores confían menos en el dólar, lo que potencia la suba de los

La bipolaridad EEUU-China: ¿nueva fase de la globalización?

commodities y la caída de los bonos del Tesoro, o sea la suba de su rendimiento. Es un ciclo casi calcado del ocurrido entre 2004 y 2008 salvo que ahora, por suerte, las subas de commodities y la baja del dólar son mucho más moderadas, en parte porque no existe un apalancamiento tan considerable como entonces.

Si todo sigue así, aun con la incertidumbre y la volatilidad existentes, el escenario internacional para la Argentina es razonablemente propicio. Más aún si,

como parece ser hasta ahora, se afianza la recuperación de Brasil y se confirma el corte de la sequía, que permitiría prever una cosecha 2018-19 sustancialmente mejor que la de este año.

Juan J. Llach

PANORAMA INTERNACIONAL

**Por Eduardo L. Fracchia*

Reflexiones sobre el cambio climático

El documento Laudato si' de la Iglesia invita a reflexionar sobre el tema del cambio climático en el cual, según el consenso de muchos expertos, se juega en gran medida el destino humano. Estas líneas no profundizan en el contenido específico del texto de Francisco -que es mucho más abarcativo- sino en sus ideas centrales. Es un documento en el cual el Papa asume el liderazgo en una cuestión central en diálogo con otras instituciones que abordaron el tema.

El cambio climático ha sido objeto de muchos estudios y advertencias y ésta preocupación se ha acrecentado desde fines de los '70.

La cuestión climática es mucho más compleja pero se asocia en buena medida a la emisión de gases de efecto invernadero. Esto se relaciona estrechamente con la presencia creciente de dióxido de carbono en la atmósfera. En concreto, mayor presencia de metano (CH₄), óxido nitroso (N₂O) y dióxido de carbono (CO₂).

Es un proceso que se inicia alrededor del año 1800 con la Revolución Industrial pero que se acrecienta desde la Segunda Guerra Mundial.

Ya en 1863 Tyndal advirtió que el dióxido de carbono modificaba el clima. En 1958, se empezó a medir su presencia en la atmósfera. El informe Charney al Presidente Carter alertaba sobre la problemática que fue tomada por muchas instituciones lideradas por Naciones Unidas, organismo en redactó en 1982 la "Carta mundial de la naturaleza". El informe Bruntland de 1987 es otro antecedente en la causa ecológica. Más recientemente, es muy conocido el interés por la cuestión del expresidente Al Gore.

Los economistas han avanzado también en el tema. Para algunos como Schultz la contaminación se resuelve desde el mercado mismo, con el recargo al carbono usando el mismo sistema de precios. Para otros como Sachs, es un tema solucionable si se encaran las políticas

Reflexiones sobre el cambio climático

públicas coherentes. Sala i Martin, en cambio, sostiene que no es un tema prioritario y deben atenderse antes los problemas más urgentes de pobreza, malaria y acceso al agua potable. El informe Stern de 2006 es un documento central para ver la visión económica sobre el tema con datos preocupantes sobre el calentamiento global.

Muchos países tienen documentos estratégicos sobre la cuestión climática. Para citar dos valiosos: “México ante el cambio climático” elaborado por Greenpeace y el “Plan de acción nacional ante el cambio climático” del gobierno de Chile.

En el debate internacional ha sido relevante la aceptación del Protocolo de Kyoto con metas de reducción de la contaminación. No obstante, en su momento fue rechazado por Bush (h) y actualmente Trump a retirado a Estados Unidos del Acuerdo de París. Hay que dejar de lado el fanatismo ecológico en la

aproximación a estos temas pero sí rescatar las ideas de Friedman en su libro “La tierra abarrotada”. Se trata de un tema muy sensible a la solidaridad ya que sufren más las consecuencias del cambio climático quienes no contaminan, precisamente los más pobres. Por eso la crisis ecológica es una crisis moral que lleva a revisar los patrones de consumo e invita a una reflexión personal y social acerca de la cuestión ambiental. Estos temas fueron levantados en su momento por el Club de Roma que supuso un aporte a pesar de sus recomendaciones neo malthusianas en materia de población.

Para las empresas el tema cada vez está más en la agenda. Price es una institución que releva sistemáticamente estos factores donde se observa un gran protagonismo en la agenda del CEO por el desarrollo sostenible.

¿Qué pasaría por ejemplo el desequilibrio ambiental que se produciría si China sigue incorporando gente a la

Reflexiones sobre el cambio climático

clase media a este ritmo, siendo ya en la actualidad un país muy problemático en cuanto a contaminación? El exceso de carbón y la presencia de otros combustibles fósiles en la matriz de energía primaria son características de China que preocupan.

En el Vaticano II el cambio climático y el medio ambiente no fueron una cuestión central pero si estuvo presente en el pensamiento de Juan Pablo II quien en 1990 en el marco de la Jornada de la paz fue muy enfático en la urgencia de solucionar el problema. Insistió siempre en la “ecología humana”, la naturaleza al servicio de la persona humana.

El cambio climático no es un tema frecuente en la reflexión cristiana –San Francisco de Asís fue pionero- y es a la vez un asunto de alcance universal que excede a cualquier religión. El documento de Francisco no va a cuestiones técnicas sino que plantea un enfoque moral. Al actual Papa le gusta citar una frase que escuchó

alguna vez de un anciano: “Dios perdona siempre, los hombres a veces, la naturaleza nunca”.

El texto de Francisco invita a una visión global, a la coordinación entre Estados y a una autocrítica sobre el patrón de consumo existente, evitando la cultura del derroche, del descarte y del desperdicio.

El problema del hambre, como otro gran tema, aparece en la encíclica asociado al cambio climático y exige también una coordinación política y una renovación moral.

La reflexión sobre este documento generará una mayor conciencia sobre esta cuestión central en la que Francisco se suma al debate contemporáneo y a la agenda ambiental internacional desplegada en la cumbre de Paris.

Eduardo L. Fracchia

PANORAMA INTERNO

****Por Eduardo L. Fracchia***

El comercio exterior enciende luces rojas

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

Por un lado, la búsqueda de incrementar las ventas al exterior tuvo como objetivo asegurar un mayor ingreso de divisas y recuperar el superávit comercial que se había perdido. De acuerdo con las medidas adoptadas, la intención del gobierno pareció estar destinada a modificar la estructura económica hacia una economía más intensiva en la producción de bienes transables, en particular en aquellos bienes sobre los cuales Argentina posee ventajas comparativas a nivel mundial como lo son los productos agropecuarios. Por otro lado, la

relajación de las restricciones para las compras en el exterior pareciera haber tenido un objetivo más bien de disciplinamiento de los precios internos. La apreciación real del tipo de cambio luego de la salida del cepo compensó en gran medida la contracción del ingreso doméstico en 2016. Si bien las importaciones cayeron en valor, se incrementaron en cantidades. El fuerte crecimiento de las importaciones vino en 2017 el cual, sumado al estancamiento de las exportaciones, terminó agravando de manera importante el déficit comercial.

En 2017, la recuperación de la economía combinada con una importante apreciación cambiaria y un mayor grado de apertura comercial significó la aparición de un nivel de déficit comercial récord. El déficit alcanzó los us\$ 8.472 millones, superando ampliamente el anterior record de us\$ 5.751 de 1994. Mientras que las exportaciones crecieron apenas 0,9%, las importaciones aumentaron 19,7%. El flojo desempeño de las

El comercio exterior enciende luces rojas

exportaciones se explica por la contracción de los Productos primarios (-5,7%) y las MOA (-3,7%) que aplacaron la recuperación de las MOI (11,1%) y de la exportación de Combustibles y energía (18,6%). Las importaciones, en cambio, crecieron en todos los usos de manera muy importante, destacándose los Vehículos de pasajeros (40,9%), Bienes de capital (23%) y Bienes de consumo (20,9%).

En lo que va del 2018 se viene observando una persistencia en la tendencia hacia un mayor déficit comercial. Pese a la reacción de las exportaciones (crecieron 11% y 10% en enero y febrero), el crecimiento de las importaciones sigue acelerándose. En los primeros 2 meses del año, la mejora de las exportaciones fue insuficiente frente al aumento de las importaciones lo que significó un crecimiento del déficit comercial acumulado de casi el 600%, alcanzando los us\$ 1872

millones.

En cuanto al comportamiento sectorial de las exportaciones se viene observando una mejora del sector agropecuario (12% de crecimiento de los Productos primarios), aunque en el mes de marzo estaría muy afectado por las condiciones climáticas. Las MOI vienen evidenciando una importante recuperación en el primer bimestre con un crecimiento del 19% impulsado fundamentalmente por el sector automotriz, liderado por el efecto Brasil. Por el lado de las importaciones, se observa un crecimiento en todos los usos, destacándose Bienes de capital (18%), los Combustibles y lubricantes (58%) y los Bienes de Consumo (26%). En términos de cantidades todos los usos se mantienen creciendo por encima del 20%, con Bienes de Consumo y Bienes de Capital creciendo 22%.

El comercio exterior enciende luces rojas

Las importaciones están complicando a la industria nacional, en qué ramas, ¿cuáles son las alternativas para revertirlo?

Las importaciones vienen creciendo a un ritmo muy importante desde marzo del año pasado (24% interanual, en promedio). Gran parte de la industria nacional no estaba acostumbrada a competir contra los productos importados y la eliminación de las restricciones a las importaciones se implementó en un contexto de apreciación cambiaria y baja productividad. Frente a esta situación, muchas empresas nacionales se enfrentaron con un escenario complicado debido a la imposibilidad de competir vía precios (el factor más relevante en este contexto).

En general todos los rubros de las importaciones presentaron en los dos años de gestión de Cambiemos

un importante crecimiento aunque se destaca por su impacto el mayor ingreso de los bienes de consumo importados. Las principales ramas afectadas por la mayor demanda de bienes externos han sido las industrias textil e indumentaria, calzado, alimentos, y bienes de capital, en particular en el segmento PyME.

En el corto plazo, no se espera que el gobierno adopte medidas de política que podrían revertir parcialmente esta tendencia tales como mejorar la competitividad vía precios (depreciación del tipo de cambio real) y/o medidas arancelarias en favor de los sectores más vulnerables. En el mediano y largo plazo, fomentar la apertura comercial de manera sostenible sólo será posible mediante la mejora de la competitividad basada en el crecimiento de la productividad gracias a una mayor inversión.

El comercio exterior enciende luces rojas

¿Qué políticas públicas podrían impulsar un cambio de tendencia en la balanza comercial este año?

La tendencia de la balanza comercial es hacia un mayor déficit. El crecimiento de las importaciones se explica por tres factores. En primer lugar, por la eliminación de restricciones impuestas durante el gobierno anterior con las cuales contenían de gran manera la entrada de bienes extranjeros al mercado local. En segundo lugar, atraso del tipo de cambio real aún presente. En tercer lugar, la recuperación de la actividad económica también está impulsando las importaciones en especial en bienes de capital y maquinarias y equipos gracias al crecimiento de la inversión.

Para lo que resta del año se espera que los tres factores sigan actuando en el mismo sentido: mayor apertura comercial, estabilización del tipo de cambio real y

crecimiento económico.

Por el lado de las exportaciones, éstas enfrentan hoy un problema de baja competitividad debido al atraso cambiario (altos costos en dólares) y a la baja productividad. Pese al importante crecimiento en materia de inversiones, la mejora en la productividad de las empresas exportadoras llevará tiempo.

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

El comercio exterior enciende luces rojas

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

Para este año se espera que continúe la tendencia hacia un déficit comercial creciente. Las exportaciones terminarían cerca de los 60.000 millones de dólares y las importaciones en torno a los 70.000 millones, cerrando así el año con un déficit comercial cerca de los 10.000 millones de dólares.

El comercio internacional se está recuperando gracias al crecimiento de las economías avanzadas. Los precios de los commodities dejaron de caer e incluso algunos comenzaron a recuperarse. En este contexto, la demanda de productos primarios de China, Estados Unidos y la zona del euro comenzará a revitalizarse. La salida de la recesión de Brasil es una gran noticia para el comercio exterior argentino, en particular, para la

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

Carlos M. Belloni

Eduardo L. Fracchia

Las pymes ante un escenario incierto y heterogéneo

La tasa de desempleo es cercana al 7% y algo mayor en el conurbano (de dos dígitos). El desempleo se corresponde con factores estacionales y es importante encarar su reducción de manera estructural. Para enfrentar este desafío, las pymes son claves por ser las principales generadoras de empleo.

Como dice Miguel Ángel Ponte, funcionario del Ministerio de Trabajo, la Pyme es cada vez más una entidad formativa central dado el deterioro de la familia, la escuela y la desaparición del servicio militar. En los casi dos años de gestión de Macri cerraron 5000 pymes contra 8000 que lo hicieron en el segundo mandato de Cristina. En la etapa final de la convertibilidad cerraron muchas más.

El mayor problema de las pymes está en la presión tributaria y en el acceso al financiamiento. El acceso al crédito es muy limitado en Argentina: solo el 14% del PIB contra el 80% en Chile o más del 100% en EEUU.

Por otra parte, las pymes representan una porción menor del total de préstamos (el 19%), por lo que significa que el crédito a pymes representa solo el 2,5% del PIB y casi todo como préstamos de corto plazo. En cuanto al aspecto tributario, en promedio, los pequeños y medianos empresarios destinan el 42% de sus ventas a pagar impuestos. Se espera que con la reforma tributaria se reduzca el peso de algunos impuestos distorsivos.

Desde el Estado se han dado estímulos para el sector. El gobierno está trabajando en la implementación de la ley de pymes impulsada pero cuesta que se difundan estas medidas en el universo pyme. La nueva legislación supone aportes relevantes. Se estima que puede haber una transferencia de recursos potencial de 70.000 millones de pesos en un período de 4 años desde el Estado al sector privado. La ley de emprendedores, por otra parte, es funcional a esta

Las pymes ante un escenario incierto y heterogéneo

dinámica de mejora del mercado laboral. El Plan Empalme ha caído bien como propuesta (Cámaras, sectores) pero hay que estimular a la oferta por si los incentivos no son suficientes para salir de la zona de confort de los planes sociales. Siempre los planes dan cierta seguridad.

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

Se han perdido 5.000 empresas aproximadamente de la base de 15.000 pymes exportadoras (Pymex). En el valor exportado sólo representan el 10% del total, un porcentaje mucho menor respecto a otros países centrales o emergentes donde las pymes son mas

protagonistas. Con más razón, es importante recuperar a las pymes exportadoras. El programa de ventanilla única (VUCE) está orientado al comercio exterior y se estima que su beneficio equivale a una reducción del 10% del arancel del extranjero para introducir bienes en otros países.

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

El desequilibrio en el mercado laboral es un escenario que veremos por algunos años. El excedente de mano de obra genera un problema estructural en la economía argentina. Hay aproximadamente 4 millones

Las pymes ante un escenario incierto y heterogéneo

de ocupados en negro y 6 millones de trabajadores formales. Si tenemos presente que el 45 % de los argentinos no terminó la secundaria, para combatir el desempleo es necesario crear puestos para calificación profesional más limitada.

El prestigio social de las pymes es elevado y supera la

imagen de las grandes empresas e incluso de las multinacionales. El principal desafío de las pymes es crecer en productividad para lograr una rentabilidad sustentable.

Eduardo L. Fracchia

La inflación como problema crucial de la economía argentina

Consideramos a la inflación como una de las principales distorsiones de la economía argentina, un problema crónico de nuestra historia desde los años 70.

El control de precios fue un intento sistemático del gobierno kirchnerista para estabilizar los precios y pareciera que tuvo un escaso resultado. Un plan razonable anti-inflación es el planteado por Cambiemos y lo esperamos ver concluido durante la próxima gestión del gobierno en caso de ser reelecto.

La inflación actual se ha estabilizado en el corredor del 20% anual y no parece que vaya a escalar pero tampoco se ve claro que pueda descender fácilmente. La tasa actual se podría considerar “moderada” según plantea Heymann, un experto nacional en el tema. Sin embargo, la inflación nunca ha sido neutral para el sistema económico. Interesa entonces profundizar en el análisis causal de la inflación de Argentina.

El fenómeno de la inflación instalado en dos dígitos

desde hace más de una década obedece a los siguientes factores relacionados a su vez entre sí:

Desequilibrio fiscal. *Se generalizó después de varios años de superávit primario al inicio del kirchnerismo. La necesidad de recurrir al financiamiento vía impuesto inflacionario fue importante. El déficit fiscal primario actual de Argentina es similar a algunos países europeos que transitan una crisis de deuda. Está cerca del 7% del PIB el déficit global, superior por mucho al promedio de la convertibilidad.*

Insuficiencia de inversión. *La falta de oferta por bajo nivel de inversiones supone una presión constante de la demanda agregada con su consecuente impacto sobre los precios.*

Expansión monetaria. *Tenemos un Banco Central independiente del Poder Ejecutivo y esto es valioso. El programa monetario del BCRA actúa sobre todo a través de la tasa de interés como un ancla para contener las*

La inflación como problema crucial de la economía argentina

expectativas de inflación. La tasa de expansión de la Base Monetaria es todavía elevada y contribuye directamente a la inflación.

Puja distributiva. *La presión constante de los gremios para recomponer los salarios en el marco de las paritarias que se discutieron recientemente ha generado costos laborales futuros moderados que influirán en los precios. Es una virtual ancla salarial.*

Estructuras oligopólicas de los mercados. *Las cadenas de valor forman precios que se originan en prácticas a veces no tan competitivas. Este argumento es utilizado por economistas heterodoxos, a veces en forma exagerada, ya que entre 2004 y 2006 no había prácticamente inflación y la estructura industrial es hoy básicamente la misma que entonces.*

Gasto público. *Este factor se vincula estrechamente al argumento del déficit fiscal. Es sabido que en la fase final del kirchnerismo el gasto público en relación al PIB*

superó el 45%, cuando en los años de Alfonsín y Menem fue de 30% en promedio. Esta herencia influye en la tasa de inflación.

Inercia. *La inflación instalada fija expectativas para el futuro. En la psicología de los agentes el piso es elevado y se suman los aumentos tarifarios.*

¿Cómo está Latinoamérica en este frente? En general la situación está bajo control. Venezuela es una excepción y posee una inflación en niveles de hiper. El resto de los países de la región se caracteriza por funcionar con “metas de inflación”, compatibles con regímenes de tipo de cambio flexibles que son los que se han extendido en Latinoamérica. En el mundo podría decirse que la inflación ha desaparecido en la práctica. Pocos países tienen una inflación superior a 20% y un grupo reducido de naciones tienen una inflación entre a 10 y 20%.

¿Cuáles son los costos de la inflación? La inflación tiene consecuencias distorsivas en el monto de la inversión

La inflación como problema crucial de la economía argentina

bruta. Por otra parte es la responsable en el deterioro del tipo de cambio real que está apenas un 6% por encima de los niveles de 2001, cuando terminó la convertibilidad. Como es sabido, los precios relativos se alteran por la inflación y esto genera desequilibrios. ¿Cuál fue la motivación del gobierno kirchnerista para negar e ignorar durante años el fenómeno inflacionario? Quizá se consideró entonces desde el Poder Ejecutivo

que lo relevante debía ser la expansión del nivel de actividad y no tanto promover la estabilidad. Ahora el tema está encarado con mayor decisión política. Cada vez es más urgente atacar el problema, el más severo de la macroeconomía en 2018 junto con el atraso cambiario y los déficit gemelos.

Eduardo L. Fracchia

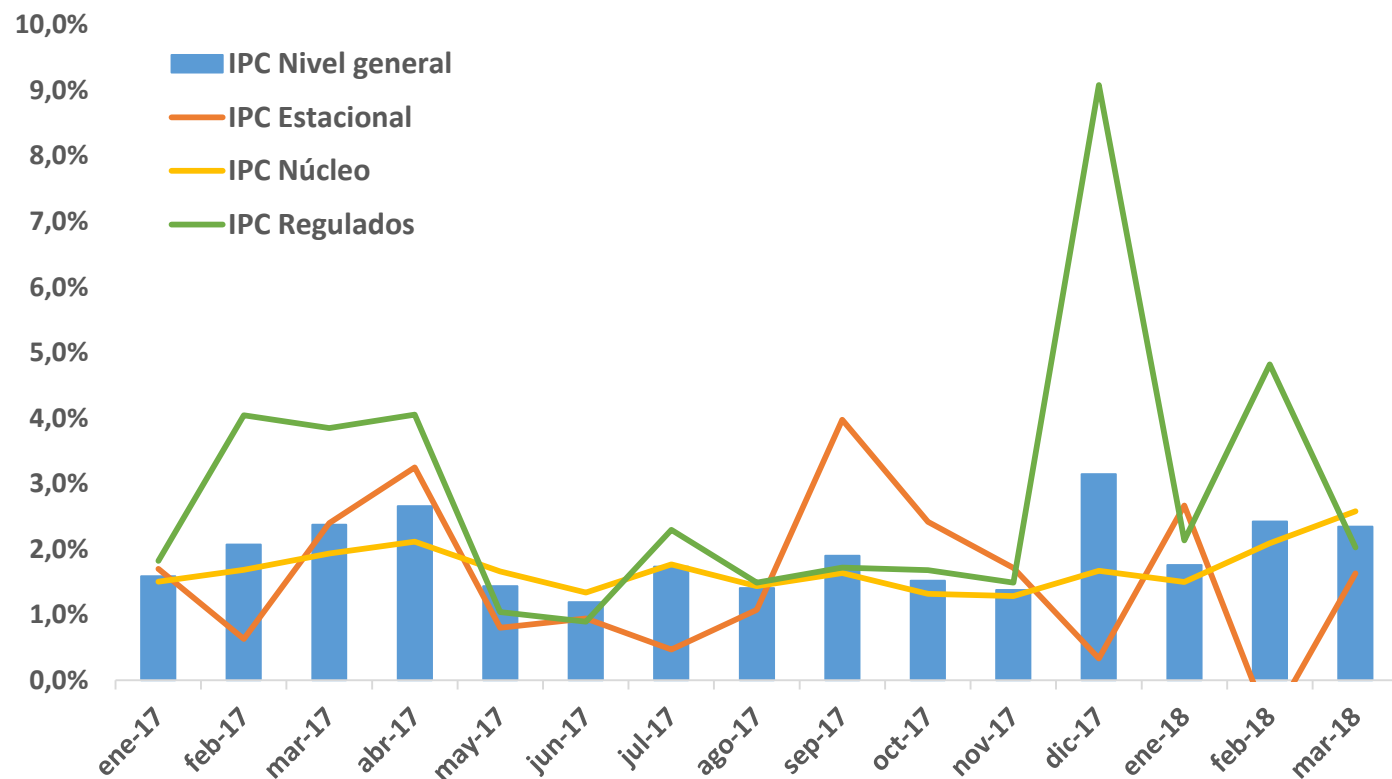
PRECIOS

**Por Carlos M. Belloni*

PRECIOS

Inflación minorista e inflación núcleo

Inflación nacional (variación % mensual)



Fuente: INDEC.

- La inflación minorista de marzo fue 2,3% y acumula en los primeros 3 meses del año 6,7%. En términos interanuales se mantiene por encima del 25%.
- La inflación núcleo se aceleró de manera importante. Fue de 2,6% mensual y alcanza el 22,4% interanual.

- La **inflación de marzo** estuvo impulsada por el efecto de segunda vuelta de los ajustes de las **tarifas públicas** y el **aumento del dólar** durante los meses precedentes. También se sumó el crecimiento estacional de algunos bienes y servicios.
- La **inflación mensual minorista** registró un aumento de 2,3% a nivel nacional y se mantiene por encima del 25% anual.
- Entre las categorías que componen el índice, se destaca el fuerte crecimiento de la **inflación núcleo** (2,6% mensual) que asciende a 22,4% en términos interanuales.
- El crecimiento de los **precios minoristas** ya había sido anticipado en el mes anterior por la inflación mayorista que registró en febrero un fuerte crecimiento mensual del 4,8% (el mayor desde febrero de 2016).
- El **salario real** arrancó el año estable. En enero, el indicador retrocedió 0,4% producto del crecimiento promedio interanual del 25,2% de los salarios nominales, levemente por debajo de la inflación en ese mes (25,5%).
- La **meta inflacionaria** del 15% es imposible de cumplir dado que sólo sería posible si la variación promedio mensual de los precios fuese menor al 0,9%, algo que no tiene precedentes desde la recesión de 2009.

PRECIOS

Desarrollo

- La inflación minorista nacional del INDEC registró en marzo un crecimiento mensual del 2,3%, apenas por debajo del 2,4% de febrero. El indicador interanual se mantuvo por encima del 25%, (25,4% más precisamente). El incremento de los precios se debió en gran medida a los efectos de segunda ronda de la suba de las tarifas de los servicios públicos y del dólar sumados a los aumentos estacionarios.
- Los mayores aumentos se dieron en Educación (13,8%), Equipamiento y mantenimiento del hogar (4,5%), Prendas de vestir y calzados (4,4%) y Comunicación (2,7%). Los Alimentos y bebidas crecieron en línea con el índice general (2,3%).
- En el primer trimestre del año el índice de precios al consumidor acumula un avance de 6,7% con las mayores subas en Educación (16,7%) y Comunicación (14,2%).
- Al desagregar el indicador por categorías, se destaca el fuerte crecimiento de la inflación “núcleo”, indicador que elimina los precios regulados y estacionales y que tiene como referencia el gobierno. Este indicador mostró un aumento del 2,6%, el valor más alto de la serie desde enero de 2017 y por encima del 1,5% y 2,1% de enero y febrero de este año. En términos interanuales, la inflación núcleo avanzó al 22,4%. En el año acumula un avance de 6,3%.

PRECIOS

Desarrollo

- Sin embargo, en lo que va del año se destaca el incremento de los bienes y servicios regulados que acumulan un avance del 9,2%.
- El crecimiento de los precios minoristas ya había sido anticipado en el mes anterior por la inflación en el segmento al por mayor. En el mes de febrero la inflación medida por el IPIM (Índice de Precios Internos al por Mayor) registró un fuerte crecimiento mensual del 4,8% (el mayor desde febrero de 2016) impulsado por el aumento en los precios de los Productos primarios (9,1%) y la Energía eléctrica (7,3%). El aumento del dólar también impactó sobre el precio de los productos importados que crecieron 4,3%.
- En términos interanuales, la variación del IPIM continúa creciendo de manera constante desde agosto de 2017 y se ubica actualmente en 26,3%.
- El salario real arrancó el año estable. En enero, el indicador retrocedió 0,4% producto del crecimiento promedio interanual del 25,2% de los salarios nominales, levemente por debajo de la inflación en ese mes (25,5%).
- Para el mes de abril se espera una inflación por encima del 2%, principalmente explicada por los incrementos en la tarifa de gas, combustibles y una estacionalidad positiva en indumentaria.

PRECIOS

Desarrollo

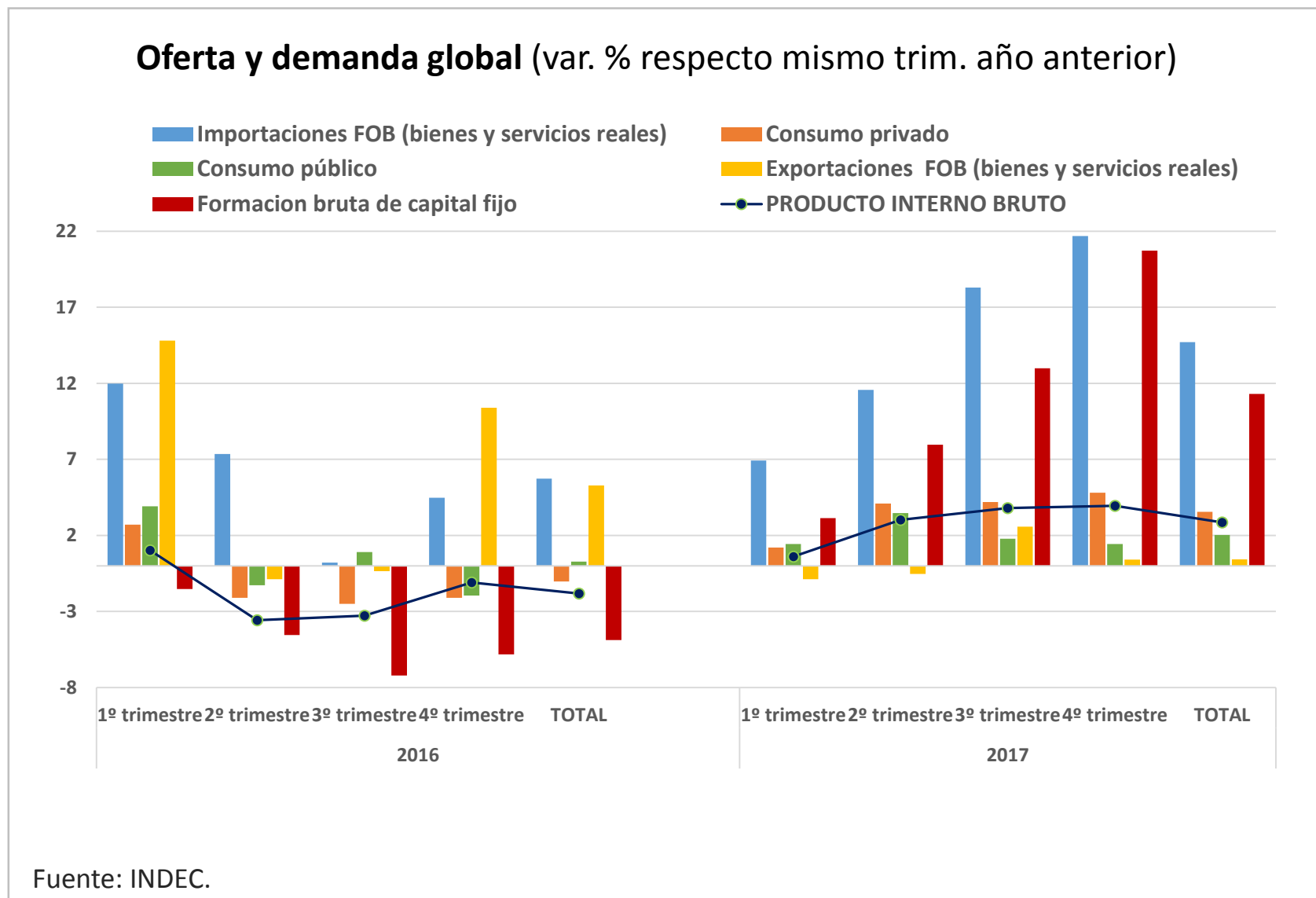
- La desaceleración de los precios llegaría recién a partir de mayo, ubicándose la inflación mensual por debajo del 2%.
- La meta inflacionaria del 15% es claramente imposible de cumplir dado que para ello sería necesario una variación promedio mensual menor al 0,9%, algo que no tiene precedentes desde la recesión de 2009.
- Las consultoras privadas estiman una inflación promedio para fin de año por encima del 20%, más de 5 puntos porcentuales por encima de la meta oficial.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

**Por Carlos M. Belloni*

ACTIVIDAD ECONÓMICA

PBI y Actividad industrial



- En el cuarto trimestre de 2017 el PBI creció 3,9% anual, cerrando el año en 2,9%. El crecimiento trimestral del PBI fue el mayor del año. La IBIF se expandió 20,7%.
- La industria acelera la recuperación. En febrero, se expandió 5,3% a/a y acumula un avance del 3,9%.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Resumen

- En el cuarto trimestre de 2017 la economía creció 3,9% anual, cerrando el año en 2,9%. El crecimiento trimestral del PBI fue el mayor del año.
- Por el lado de la demanda global, se registró un importante crecimiento de la inversión (IBIF) del 20,7% interanual.
- El consumo público creció 1,4%, el consumo privado 4,8%, y las exportaciones 0,4%.
- En el primer mes del 2018, la actividad económica creció 4,1%, por encima del promedio de los últimos 6 meses (3,9%), según el indicador EMAE del Indec.
- En febrero, el Estimador Mensual Industrial (EMI) del INDEC se expandió 5,3% a/a (luego de haber crecido 2,6% el mes precedente) y acumula un avance del 3,9%.
- La producción industrial PyME creció 1,5% en febrero (octavo mes consecutivo).
- La construcción se desacelera aunque sigue firme. En febrero, creció 16,6%.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Resumen

- Las **ventas de supermercados** y en centros de compras siguen cayendo en términos reales, aunque se observó una leve mejora en estas últimas.
- Las **ventas minoristas PyMEs** sin poder recuperarse retroceden 2% en marzo.
- Las **ventas de autos 0km** crecieron 15,4% y acumulan en el primer trimestre 16,4%

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Desarrollo

- En el último trimestre del 2017 la economía creció 3,9% anual, cerrando el año en 2,9%. El crecimiento trimestral del PBI fue el mayor del año confirmando la tendencia positiva. El PBI desestacionalizado creció 1% respecto del tercer trimestre, mostrando también una aceleración en relación a los dos trimestres anteriores. El otro componente de la oferta global, las importaciones, creció 21,7% interanual y 6% respecto del tercer trimestre, cerrando el año con un avance del 14,7%.
- Por el lado de la demanda global, se registró un importante crecimiento de la inversión (IBIF) del 20,7% interanual impulsada por la inversión en construcciones (19,5%), otras construcciones (54,5%) y maquinaria y equipo (32,2%). En maquinaria y equipo, se destaca el crecimiento del componente importado (43,5%) frente al componente nacional (16,6%). La IBIF terminó el año con un avance del 11,3%.
- Los otros componentes de la demanda registraron un desempeño más modesto. El consumo público creció 1,4%, el consumo privado 4,8%, y las exportaciones 0,4%, cerrando el año con un avance de 2%, 3,6% y 0,4%, respectivamente.
- En el primer mes del 2018, la actividad económica creció 4,1%, según el indicador EMAE del Indec. Dicha variación fue superior al 3% de diciembre pasado y también se ubicó por encima del promedio de los últimos 6 meses (3,9%). El crecimiento mensual desestacionalizado fue 0,6%, por encima del 0,5% de diciembre.
- El buen inicio de año estuvo asociado al crecimiento del Comercio (5,5%), Industria (2,8%), Construcción (14,3%), Inmobiliario (4,3%) y Agricultura, ganadería casa y silvicultura (8,2%). El único sector en negativo fue Electricidad, gas y agua (-1,2%).

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Desarrollo

- La industria vuelve a acelerar el crecimiento aunque continúa recuperándose de la fuerte caída de 2016. En febrero, el Estimador Mensual Industrial (EMI) del INDEC se expandió 5,3% a/a (luego de haber crecido 2,6% el mes precedente) y acumula un avance del 3,9%. En cuanto a los sectores, la industria alimenticia comienza a recuperarse (creció 2,5% en febrero) y la industria automotriz acelera su recuperación (61,3%). El sector textil sigue en baja (-11,5%) igual que en 2017.
- La producción industrial PyME también sigue con la racha positiva. En febrero, el índice industrial publicado por CAME creció 1,5% (octavo mes consecutivo) y acumula en el primer bimestre un avance del 2,5%.
- La construcción sigue empujando a la economía pero está desacelerando el crecimiento. En febrero, el Indicador ISAC del Indec registró un avance de 16,6%, levemente por debajo del 19% de enero.
- Por el lado del consumo, las ventas de supermercados y en centros de compras cayeron en términos reales, aunque se observó una leve mejora en estas últimas. Según el Indec, las ventas de supermercados crecieron 17% y las ventas en centros de compra lo hicieron 21,2%, ambas a precios corrientes.
- Las ventas minoristas PyMEs siguen sin poder recuperarse. En marzo retrocedieron 2% y acumulan una baja del 1,5% en el primer trimestre, según CAME.
- Las ventas de autos 0km, por su parte, crecieron 15,4% interanual acumulan en el primer trimestre un 16,4%, según ADEFA.

ACTIVIDAD ECONÓMICA

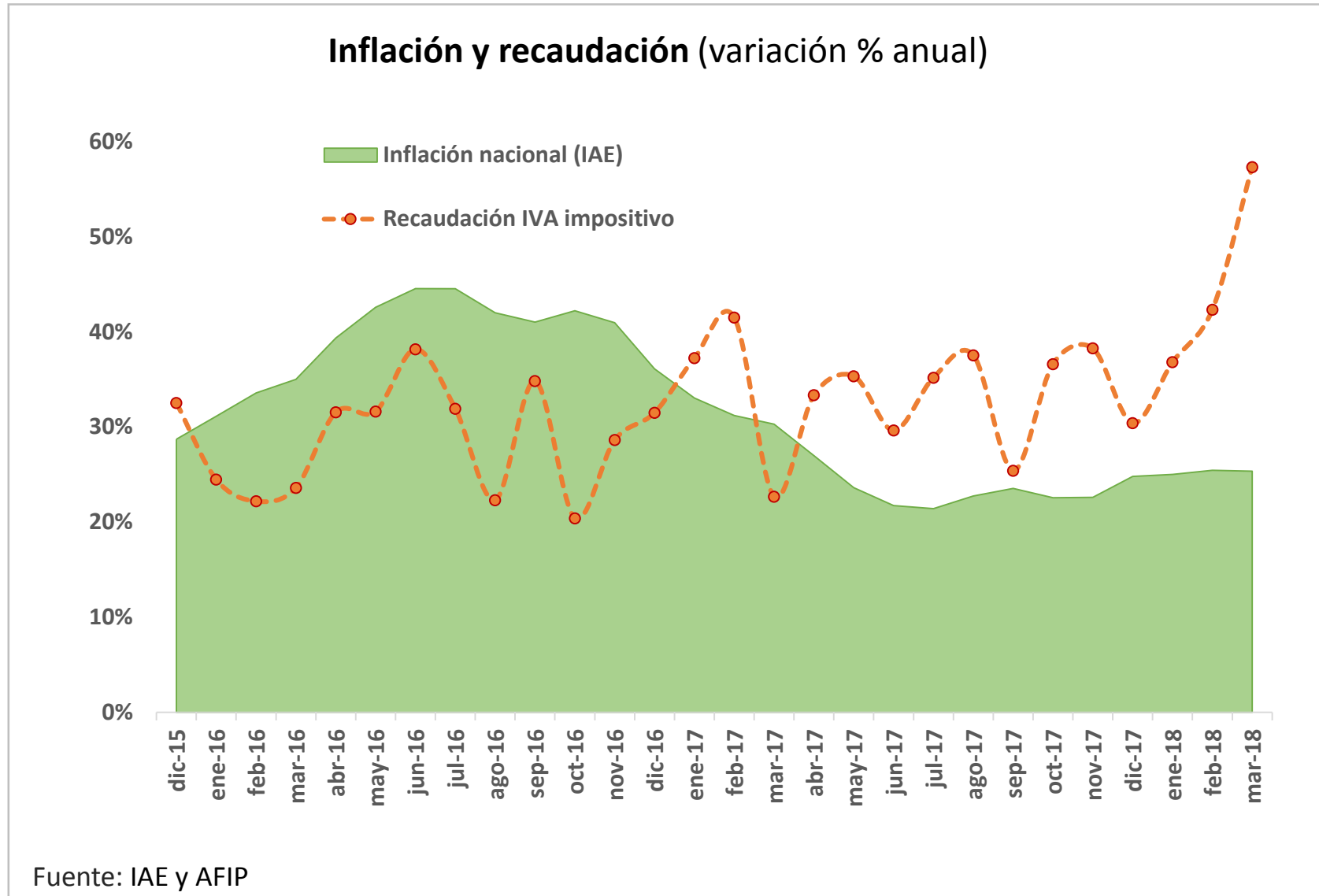
Desarrollo

- Durante los próximos meses se espera que la actividad económica siga avanzando gracias al habitual empuje de la construcción y a la recuperación de la industria, en particular, del sector automotriz gracias al crecimiento de Brasil. El impacto real de la sequía afectará a la actividad en el segundo trimestre. El desempeño del consumo quedará supeditado a la evolución del salario real del cual no se espera un avance este año sino más bien una caída en varios sectores.

SECTOR FISCAL

**Por Carlos M. Belloni*

Déficit primario, déficit financiero y recaudación



- Se redujo el déficit fiscal primario y financiero. En el mes de febrero, la mejora de las cuentas fiscales fue de 24,4% y del 7,5% respectivamente.
- La recaudación tributaria se incrementó 37% en marzo. Los ingresos por el IVA impositivo crecieron cerca del 60%.

- El **déficit primario** volvió a emerger en el segundo mes del año aunque en menor medida gracias al importante recorte en subsidios económicos.
- El déficit primario cayó 24,4% en marzo. El **gasto primario** creció (18,4%) y los ingresos totales lo hicieron (26,7%). Los subsidios económicos retrocedieron 31%.
- El **resultado financiero** también mostró una mejora al retroceder 7,5% respecto del valor de marzo 2017. No obstante, los intereses de la deuda crecieron 131%.
- En el **acumulado del primer bimestre**, el déficit primario totalizó \$ 16.299 millones, 29,6% menor con respecto al mismo período de 2017 y equivalente a 0,1% del PBI. El resultado financiero totalizó \$-53.627 millones, presentando un crecimiento del 50,8% respecto al mismo período de 2017.
- La **recaudación tributaria** creció 36,9% en marzo (sin considerar los ingresos del blanqueo en marzo 2017). El IVA impositivo creció 57,3%.
- Para cumplir con las **metas fiscales**, el gobierno continuará recortando el gasto a través de las menores erogaciones en subsidios económicos, transferencias a las provincias y obra pública.

SECTOR FISCAL

Desarrollo

- Luego de un primer mes de resultado positivo, el déficit primario volvió a emerger en febrero aunque resultó un 24,4% menor a febrero de 2017. El déficit primario fue de \$ 20.228 millones, totalizando en el primer bimestre del año \$ 16.299 millones, 29,6% menor con respecto al mismo período de 2017 y equivalente a 0,1% del PBI.
- En términos reales, la mejora del resultado primario obedeció a que los ingresos totales treparon 2,4%, mientras que el gasto primario cayó 6,4%. En términos nominales el gasto primario creció (18,4%) y los ingresos totales lo hicieron (26,7%).
- El menor crecimiento del gasto fue consecuencia de la reducción en las partidas Subsidios económicos (-31%) que se corresponden con los aumentos tarifarios realizados a principios de mes en energía y transporte.
- El buen resultado en el bimestre obedeció a que los ingresos aumentaron 22,6% en términos interanuales y los gastos primarios crecieron 18,9%, es decir, 3,7 puntos por debajo de lo que recaudó el Estado.
- En cuanto al resultado financiero, (el cual considera el pago neto de intereses de la deuda pública) se observó una caída del 7,5% totalizando \$ -27.738 millones.
- Luego del salto en el monto de pago de intereses en el mes precedente, en febrero crecieron 131% alcanzando los \$ 7.510 millones.
- En el acumulado del primer bimestre, el resultado financiero totalizó así \$-53.627 millones, presentando un crecimiento del 50,8% respecto al mismo período de 2017.

SECTOR FISCAL

Desarrollo

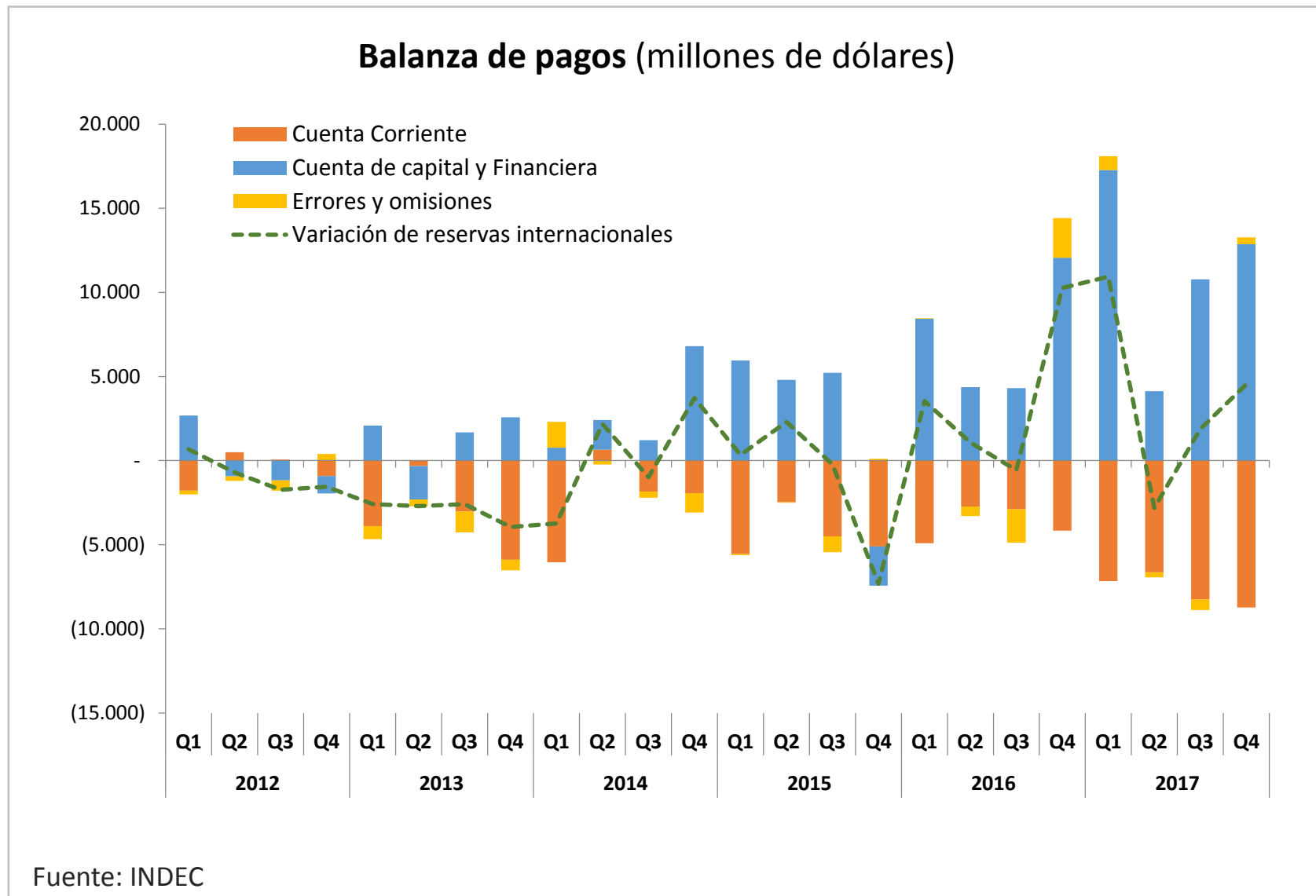
- La recaudación impositiva viene mostrando un gran desempeño en lo que va del año. En marzo, los ingresos tributarios totalizaron \$ 238.836 millones, mostrando un crecimiento de 36,9% (en febrero fue 36,8% y en enero 24%). Este crecimiento surge al comparar contra marzo 2017 sin considerar los ingresos extraordinarios del blanqueo de ese mes (\$28.000 millones). Si se comparan los montos totales, el crecimiento fue del 12,5%.
- El gran desempeño de la recaudación viene de la mano de los impuestos ligados al consumo y al mercado laboral. Mientras que la recaudación del IVA impositivo fue de \$57.569 millones (57,3% mayor), los ingresos por aportes y contribuciones a la Seguridad Social totalizaron \$67.300 millones (crecieron 28%).
- Los recursos aduaneros del comercio exterior, en cambio, cayeron 12,6% debido a la fuerte contracción de los ingresos por derechos de exportación (-50%) parcialmente compensada por el crecimiento de los derechos a la importación (29%).
- Las cuentas fiscales siguen evolucionando de buena manera, al menos en lo que respecta el déficit primario que se ubicaría muy por debajo de la meta fiscal trimestral del 0,6% del PIB (\$ 70.000 millones). Mientras que para este año el déficit primario se ubicaría por debajo del 3,2% del PIB, se espera que el año que viene el déficit baje a 2,2% y en el 2020 a 1,2% del PBI, mientras que el nivel de deuda sobre el PBI se estabilizará en torno al 31% del Producto.
- Para cumplir con las metas fiscales planteadas, el gobierno continuará reduciendo el crecimiento del gasto a través de las menores erogaciones en las partidas de subsidios económicos, transferencias a las provincias y obra pública. La recaudación tributaria muy favorable sigue otorgando un mayor margen para el enfoque gradualista del gobierno.

SECTOR EXTERNO

**Por Carlos M. Belloni*

SECTOR EXTERNO

Déficit de cuenta corriente y Deuda externa



- El déficit de cuenta corriente se duplicó en **2017** alcanzando los us\$ 30.792 millones. La balanza de bienes y servicios registró un déficit de us\$ 15.300 millones, 3 veces superior al de 2016.
- La deuda externa bruta cerró el año pasado en **us\$ 232.952 millones**, un 28,6% mayor al stock de fines de 2016.

SECTOR EXTERNO

Resumen

- La **economía global** continúa consolidando el crecimiento y se elevan las proyecciones para 2018 y 2019 al 3,9% según la OCDE.
- **Estados Unidos** afirma su política proteccionista, en especial con China, imponiendo nuevos aranceles a bienes importados de dicho país. En el cuarto trimestre de 2017, el PBI creció 2,9%, por encima de las expectativas del mercado. La creación de empleo en marzo fue inferior a la esperada (175 vs 103 mil puestos) pero la tasa de desempleo se mantuvo en 4,1%. La inflación se aceleró a 2,4% (el nivel más alto en 12 meses) y se espera un nuevo aumento de la tasa de interés por parte de la FED.
- En **Europa**, la inflación se ubicó en 1,4% anual y el desempleo continúa reduciéndose, mostrando los menores niveles desde 2008.
- En **América Latina**, Brasil se mantiene con buenas perspectivas de crecimiento a pesar de los conflictos políticos que enfrenta.
- En cuanto a la **economía argentina**, el balance de pagos del cuarto trimestre de 2017 registró un déficit de cuenta corriente de us\$ 8.738 millones, 110% superior al mismo trimestre de 2016.
- La **deuda externa bruta** cerró el año pasado en us\$ 232.952 millones, un 28,6% mayor al stock de fines de 2016. El 61% corresponde al Gobierno general.

SECTOR EXTERNO

Desarrollo

- El balance de pagos del cuarto trimestre de 2017 registró un déficit de cuenta corriente de us\$ 8.738 millones, 110% superior al mismo trimestre de 2016. El déficit se explica por el muy importante crecimiento del déficit de la balanza de bienes y servicios (us\$ -4.416 millones) el cual se multiplicó 3,5 veces. Las Rentas netas de la inversión totalizaron un déficit de us\$ 4.329, con un crecimiento del 26%.
- La cuenta financiera presentó ingresos netos de capitales por u\$s 8.338 millones, 4 veces mayor respecto de igual trimestre del año anterior. Las necesidades netas de financiamiento fueron cubiertas principalmente por emisiones de deuda del Gobierno general el cual registró ingresos netos por us\$ 85.87 millones.
- Las reservas internacionales se incrementaron en el trimestre us\$ 4.537 millones.
- La inversión directa neta totalizó us\$ 2.452 millones, us\$ 3.126 millones más que en el mismo trimestre de 2016, periodo en que se registraron egresos netos por us\$ 674 millones. La inversión de cartera neta registró un ingreso de us\$ 9.649 millones, us\$ 2.529 millones menos que en igual trimestre de 2016.
- El déficit de cuenta corriente en 2017 fue us\$ 30.792 millones, el doble que en 2016.
- La deuda externa bruta cerró el año pasado en us\$ 232.952 millones, un 28,6% mayor al stock de fines de 2016. El 61% corresponde al Gobierno general.

SECTOR EXTERNO

Desarrollo

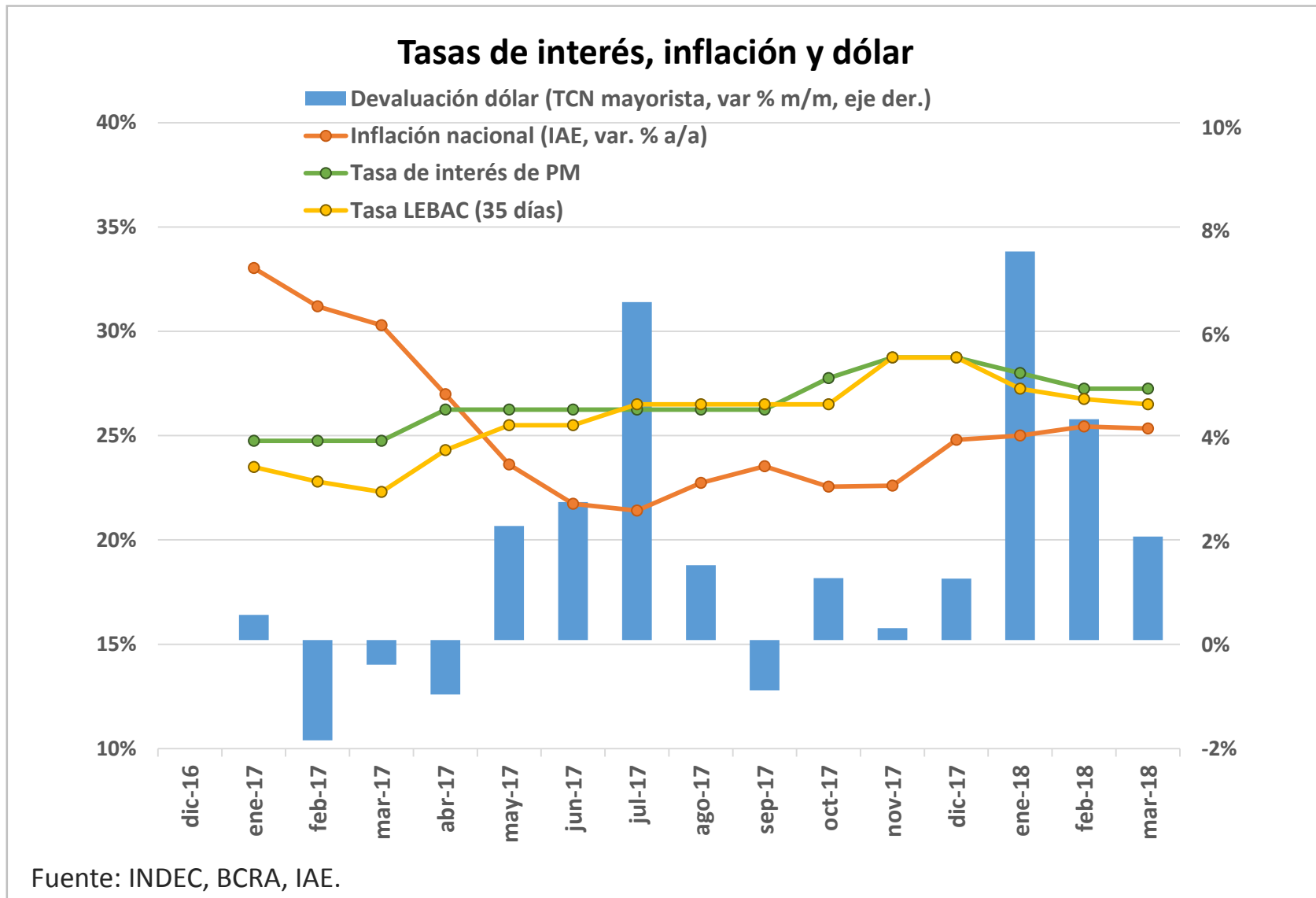
- En febrero, el saldo comercial continuó afianzando su tendencia deficitaria. El déficit comercial fue de us\$ 903 millones, más de 3 veces superior a febrero de 2017.
- Mientras las exportaciones totalizaron us\$ 4.294 millones (10,1% a/a), las importaciones alcanzaron los us\$ 5.197 millones (26,3% a/a).
- El crecimiento de las exportaciones se explica por un aumento tanto de los precios (3%) como de las cantidades (7%). La mejora registrada obedece a la recuperación de los Productos primarios (13,8%) y las MOI (9,1%), así como también al rubro Combustibles y energía (83,6%). Las MOA, en cambio, retrocedieron 0,4%.
- Las importaciones registraron un importante crecimiento en cantidades (25,5%) frente a la estabilidad de los precios (0,7%). Crecieron todos los usos destacándose este mes Piezas y accesorios de bienes de capital (40%), Bienes intermedios (35,4%), Combustibles y lubricantes (31%) y Vehículos de pasajeros (25%). Los Bienes de consumo crecieron 23,3% en valor y 20,5% en cantidades.
- El déficit comercial con Brasil creció 20% en el mes de marzo alcanzando los us\$ 830 millones. En el primer trimestre, el déficit acumulado asciende a us\$ 2.023 millones, un 20% por encima que el mismo período del año pasado.

- Luego del fuerte repunte del tipo de cambio en los primeros dos meses del año, el dólar volvió a crecer en línea con la inflación. En marzo, el dólar mayorista creció 2% promedio, por debajo de la inflación doméstica. De esta manera, el Tipo de Cambio Real (TCR) bilateral se apreció 0,4% y se ubica un 5,5% por encima de diciembre 2001.
- El dólar de equilibrio según el TCR promedio desde diciembre 2001 se ubica actualmente en torno a los 27,89 \$/us\$.
- La balanza comercial continúa profundizando el déficit y no parece que la tendencia se revierta al menos en el corto plazo. Al fuerte crecimiento de las importaciones impulsadas por el crecimiento económico, se sumará el impacto negativo de la sequía en las exportaciones primarias.
- Pese al leve repunte de las exportaciones hacia Brasil, el déficit comercial con dicha economía seguirá creciendo impulsado por las importaciones industriales, en particular del sector automotriz.
- El uso del dólar como ancla nominal traerá como consecuencia la apreciación del tipo de cambio real lo cual seguirá afectando a la competitividad de las exportaciones relentizando su recuperación y agravando el déficit de cuenta corriente.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

**Por Carlos M. Belloni*

Tasa de interés y dólar



- El BCRA mantuvo la tasa de interés de política monetaria en **27,25%** confiado en el descenso de la inflación núcleo. Para la LEBAAC de corto plazo, el recorte de la tasa fue de sólo 25 puntos y se ubica en 26,5%
- El dólar minorista se estabiliza en \$ 20,50. El BCRA intervino vendiendo divisas por \$41.000 millones de pesos durante el mes de marzo.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Resumen

- En el mes de marzo, la **FED** volvió a elevar la **tasa de interés de referencia de préstamos** unos 25 puntos básicos, ubicándola en el rango del 1,5% y 1,75%. La medida representa una clara señal de la confianza en que los recortes de impuestos y el aumento del gasto público impulsarán la economía y la inflación en EEUU.
- El **BCRA** mantiene elevadas las tasas de interés en línea con las mayores expectativas inflacionarias. La tasa de interés de referencia permaneció en 27,25% y el Central recortó unos 25 pb la **tasa de LEBACs** de corto plazo que cerró marzo en 26,5%.
- La **base monetaria** y la **oferta de dinero** se siguen expandiendo en términos reales. Crecieron en marzo 29,3% y 27,9% anual, respectivamente.
- Las **presiones de demanda** sobre el tipo de cambio fueron cesando en la medida que el BCRA se mantuvo interviniendo. El Banco Central vendió en marzo \$41.000 millones al sector privado sosteniendo el dólar mayorista en torno a los \$20,20.
- El **MERVAL** retrocedió 5,7% (segundo mes consecutivo) afectado por el aumento de la tasa de la FED, la guerra comercial de EEUU y China y el escándalo de Facebook.
- El **riesgo país** avanzó 25 pb pero luego volvió a ubicarse en los 400 pb habituales.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Desarrollo

- El balance de pagos del cuarto trimestre de 2017 registró un déficit de cuenta corriente de us\$ 8.738 millones, 110% superior al mismo trimestre de 2016. El déficit se explica por el muy importante crecimiento del déficit de la balanza de bienes y servicios (us\$ -4.416 millones) el cual se multiplicó 3,5 veces. Las Rentas netas de la inversión totalizaron un déficit de us\$ 4.329, con un crecimiento del 26%.
- La cuenta financiera presentó ingresos netos de capitales por us\$ 8.338 millones, 4 veces mayor respecto de igual trimestre del año anterior. Las necesidades netas de financiamiento fueron cubiertas principalmente por emisiones de deuda del Gobierno general el cual registró ingresos netos por us\$ 85.87 millones.
- Las reservas internacionales se incrementaron en el trimestre us\$ 4.537 millones.
- La inversión directa neta totalizó us\$ 2.452 millones, us\$ 3.126 millones más que en el mismo trimestre de 2016, periodo en que se registraron egresos netos por us\$ 674 millones. La inversión de cartera neta registró un ingreso de us\$ 9.649 millones, us\$ 2.529 millones menos que en igual trimestre de 2016.
- El déficit de cuenta corriente en 2017 fue us\$ 30.792 millones, el doble que en 2016.
- La deuda externa bruta cerró el año pasado en us\$ 232.952 millones, un 28,6% mayor al stock de fines de 2016. El 61% corresponde al Gobierno general.
- En febrero, el saldo comercial continuó afianzando su tendencia deficitaria. El déficit comercial fue de us\$ 903 millones, más de 3 veces superior a febrero de 2017.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Desarrollo

- A pesar de las expectativas sobre una leve aceleración de los precios, el BCRA decidió mantener la tasa de interés de referencia (tasa del centro de corredor de pases a 7 días) en 27,25%.
- La baja de tasas apareció por el lado de las LEBACs fijado la tasa de corto (28 días) en 26,5%, en línea con lo que se venía operando en el mercado secundario. También se recortaron las tasas de 56 y 84 días, ubicándose en 26,3% y 25,9% respectivamente. El resto de las tasas de más largo plazo (147 y 210 días) se mantuvieron constantes en 25,2% y 25%. La curva de rendimientos de LEBACs se mantiene invertida manteniendo la señal de que los precios van a ir bajando.
- De esta manera, tanto la tasa de referencia como la tasa de LEBACs se mantienen en terreno positivo en términos reales. La tasa de largo de LEBACs, por ejemplo, estaría otorgando así un retorno real del 7% anual.
- En cuanto a la política de agregados monetarios, el BCRA volvió a expandir la base monetaria en términos reales. En marzo, la base creció 29,3% en términos nominales, 4 puntos porcentuales por encima de la inflación nacional.
- En términos nominales, la base monetaria se contrajo 0,6% en el mes de marzo destacándose entre los factores de contracción la venta neta de divisas del BCRA al sector privado (\$41.284 millones).
- La oferta de dinero medida por el M2 (agregado monetario que incluye el circulante en poder del público y los depósitos a la vista del sector privado en pesos) registró una expansión del 27,9%. Si bien redujo su tasa de crecimiento, ésta lleva 12 meses ubicándose por encima de la inflación doméstica.

Desarrollo

- En cuanto a la política cambiaria, las presiones de demanda sobre el tipo de cambio se fueron diluyendo en la medida que el BCRA dejó en claro que va a intervenir si es necesario. En el mes de marzo, el Central vendió divisas al sector privado por un total de \$41.284 millones manteniendo el dólar mayorista estable en torno a los \$ 20,20.
- La venta de divisas de marzo fue la mayor de todos los meses del gobierno de Macri.
- En marzo, el dólar mayorista creció 2% promedio luego de haber crecido 7,5% y 4,3% en enero y febrero respectivamente.
- El Merval volvió a retroceder por segundo mes consecutivo al caer 5,7% en marzo. El aumento de la tasa de la FED, la guerra comercial entre EEUU y China, y el escándalo de Facebook fueron los factores externos que afectaron a la plaza local.
- También se realizó un cambio de recomposición del índice Merval. Seis firmas salieron del panel líder (AUSO, BHIP, BOLT, CTIO, OEST y SAMI) e ingresaron cuatro nuevas (CVH, LOMA, METR y VALO).
- Como consecuencia de los shocks externos que ocurrieron en marzo, el riesgo país medido por el EMBI+Arg se elevó a los 425 p.b. Recientemente regresó a los 405 pb.

- Los ajustes tarifarios y el dólar impulsaron a la inflación hacia niveles que ponen en riesgo no sólo el cumplimiento de la meta (algo ya descartado) sino también el real descenso de la inflación respecto de 2016.
- En este contexto, se espera que en los próximos meses el BCRA realice una política más contractiva en términos de agregados monetarios manteniendo también el tipo de cambio estable y las tasas de interés elevadas respecto a las expectativas inflacionarias.



UNIVERSIDAD
AUSTRAL

