



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 28 - Edición N° 1192 – 11 de Abril de 2019

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

¿Por qué no baja la inflación en Argentina?

En Foco 1 – Joaquín Berro Madero

La contracción del crédito al sector privado en la búsqueda de un piso

En Foco 2 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana:

El poder de compra del sector formal privado en 2018 se ubicó, en promedio, un 5% por debajo del alcanzado en el año 2017

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

info@ieral.org

Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

info@fundmediterranea.org.ar

Editorial:**3*****¿Por qué no baja la inflación en Argentina?***

- Pese a la recesión y al congelamiento de la base monetaria, la inflación no cede y en el último período se ubica en torno al 4% mensual. Se argumenta que la suba de tarifas puede explicar en parte este fenómeno, pero estos ajustes no deberían haber influido en la inflación núcleo, que también se aceleró. Lo que ocurre es que, pese a la emisión cero, está cayendo la demanda de dinero, y esto alimenta el proceso inflacionario
- Hay al menos tres razones por las que cae la demanda de dinero: la recesión, que desalienta el uso de efectivo, el temor a una nueva crisis como la de 2018 (por el aumento del stock de Leliq) y/o la creciente incertidumbre electoral
- De los tres factores mencionados, puede consignarse que la paulatina recuperación del nivel de actividad puede ayudar a reconstituir demanda de dinero, mientras que los dos restantes pueden ser afectados por la persistencia de la incertidumbre electoral. De todos modos, la mayor oferta de dólares (cosecha, FMI) puede abrir una tregua en el mercado cambiario, lo que ayudaría a recomponer demanda de dinero y desacelerar la tasa de inflación, en un escenario de corto plazo

En Foco 1:**8*****La contracción del crédito al sector privado en la búsqueda de un piso***

- En marzo los créditos privados en pesos retrocedieron -0,3% m/m, luego de una contracción de 0,1% m/m en febrero
- Las líneas más afectadas han sido las vinculadas al consumo, mientras que las comerciales y con garantía real parecieran haber encontrado un piso
- Por su parte, los depósitos privados en pesos aumentaron 2,5% m/m el mes pasado, luego de expandirse 2,3% m/m en febrero

En Foco 2:**12*****El dato regional de la semana: El poder de compra del sector formal privado en 2018 se ubicó, en promedio, un 5% por debajo del alcanzado en el año 2017***

- En el promedio anual 2018, la remuneración a nivel nacional alcanzó los \$33.430,2, un 26,7% (nominal) por encima del nivel registrado en 2017
- Ninguna de las cinco regiones escapó a la caída del salario formal promedio en términos reales, siendo algo más moderada en la Patagonia (-4,5% interanual) y más intensa en el Noroeste (-6,8%)
- Por provincias, la menor caída se observó en Santa Cruz (-2,0%) y Neuquén (-2,2%), mientras que, en el otro extremo, se anotaron los casos de Catamarca (-10,8%) y Tierra del Fuego (-10,1%)

Editorial

¿Por qué no baja la inflación en Argentina?

Gustavo Reyes

- Pese a la recesión y al congelamiento de la base monetaria, la inflación no cede y en el último período se ubica en torno al 4% mensual. Se argumenta que la suba de tarifas puede explicar en parte este fenómeno, pero estos ajustes no deberían haber influido en la inflación núcleo, que también se aceleró. Lo que ocurre es que, pese a la emisión cero, está cayendo la demanda de dinero, y esto alimenta el proceso inflacionario
- Hay al menos tres razones por las que cae la demanda de dinero: la recesión, que desalienta el uso de efectivo, el temor a una nueva crisis como la de 2018 (por el aumento del stock de Leliq) y/o la creciente incertidumbre electoral
- De los tres factores mencionados, puede consignarse que la paulatina recuperación del nivel de actividad puede ayudar a reconstituir demanda de dinero, mientras que los dos restantes pueden ser afectados por la persistencia de la incertidumbre electoral. De todos modos, la mayor oferta de dólares (cosecha, FMI) puede abrir una tregua en el mercado cambiario, lo que ayudaría a recomponer demanda de dinero y desacelerar la tasa de inflación, en un escenario de corto plazo

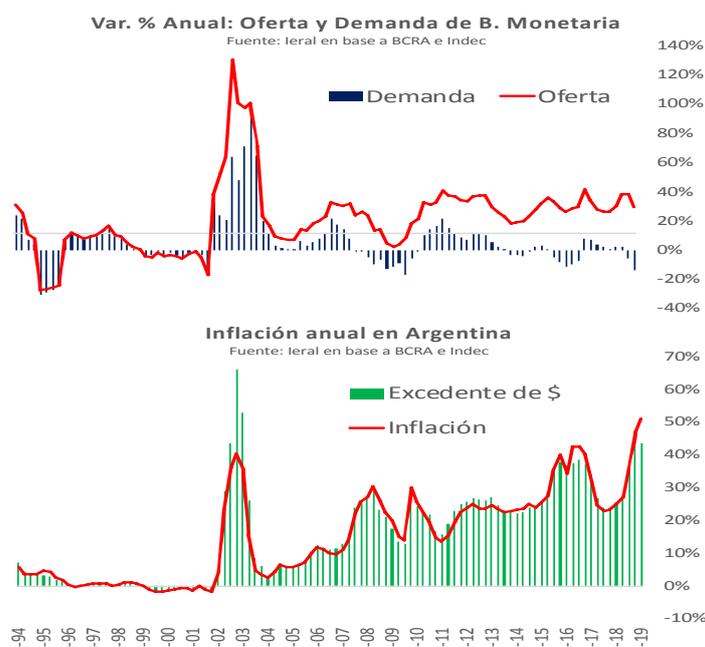
A simple vista resulta un poco sorprendente la evolución de la inflación en los últimos meses. Por un lado, aún no se ha desacelerado a pesar de 6 meses de un cuasi congelamiento en la emisión monetaria y casi un año de un proceso recesivo que ha generado fuertes caídas en las ventas de la mayoría de las actividades económicas. Por otro lado, si bien la mayor inflación del primer trimestre podría explicarse en parte por las mayores tarifas de los servicios públicos, este aumento no debería haber influido en la denominada inflación núcleo, que también se aceleró. Por último, tampoco satisface totalmente la hipótesis por la cual la inflación continúa alta porque el dólar aún no concluye su “pass-through” (el año pasado el precio de la divisa se duplicó y la inflación fue cercana al 50%). Si ésta fuera la explicación más relevante, la inflación no debería haber caído durante los meses de noviembre y diciembre del 2018 para luego acelerarse en enero y febrero del 2019.



¿Qué pasa con la inflación en Argentina?

La economía de nuestro país no tiene nada de especial en materia inflacionaria. Que no hayamos podido como sociedad solucionar este flagelo económico no significa que sus causas resulten extrañas. La inflación es el resultado del exceso de pesos en el mercado. Al igual que cualquier bien, cuando la oferta, por ejemplo de manzanas, crece por encima de la demanda, sobran manzanas y su precio baja. Cuando lo que sobran son pesos, lo que baja es el valor del peso y esa es la inflación (la pérdida de poder adquisitivo del peso).

En el siguiente gráfico puede observarse la evolución del mercado de Base Monetaria y de la inflación desde mediados de los 90´s hasta ahora. Al igual que en el ejemplo de las manzanas, cuando la oferta de dinero crece por encima de la demanda, el poder adquisitivo del peso cae y la inflación se acelera pero cuando ambas fuerzas crecen a un ritmo similar, la inflación resulta muy baja (años 90´s, 2003 y 2004).



En la actualidad, a pesar que el Banco Central (BCRA) tiene casi congelada la oferta de Base Monetaria desde octubre del 2018 (su expansión inter-anual se desacelera), como la

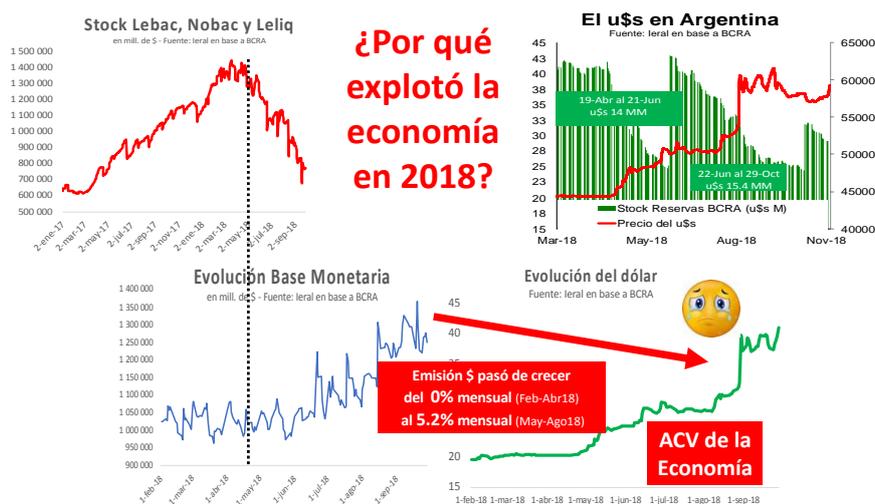
demanda de dinero está cayendo, el excedente de pesos aumenta y con éste se alimenta la inflación. A diferencia de otros períodos, la aceleración de la inflación no se explica esta vez por la emisión de Base Monetaria sino por la caída en la demanda de dinero.

¿Por qué cae la demanda de dinero?

Hay al menos 3 razones (probablemente se retro-alimenten) que explican los menores deseos de la gente de mantener pesos domésticos dentro de sus activos.

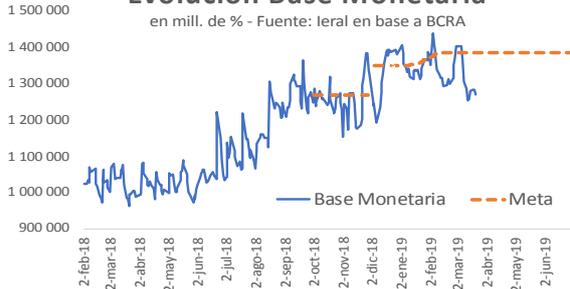
En primer lugar, se encuentra el propio proceso recesivo de la economía. Un menor nivel de producción genera menos transacciones y por lo tanto, menor necesidad de demandar pesos.

En segundo lugar, algunos agentes económicos pueden tener temor a que suceda algo similar a lo experimentado el año pasado en el mercado monetario y cambiario y por eso reducen su demanda de pesos. En términos muy resumidos, lo sucedido en 2018 puede observarse en los siguientes gráficos. A principios de año, la emisión de Base Monetaria en promedio era prácticamente nula pero el stock de Lebac crecía a un ritmo importante. Entre mayo y junio de aquél año, el BCRA tuvo que reducir el stock de su deuda remunerada a través de una fuerte emisión de Base Monetaria que se tradujo en un importantísimo salto en el precio del dólar, una gran pérdida de reservas en la entidad monetaria y en una gran crisis económica que provocó la renuncia de 2 presidentes del BCRA y el diseño de 2 programas con el FMI en menos de tres meses.



Durante los primeros meses del 2019, el BCRA también ha mantenido la Base Monetaria casi congelada pero, a diferencia de los últimos meses del 2018, ahora lo está logrando a costa de aumentar nuevamente el stock de su deuda remunerada (ahora determinado por las Leliq).

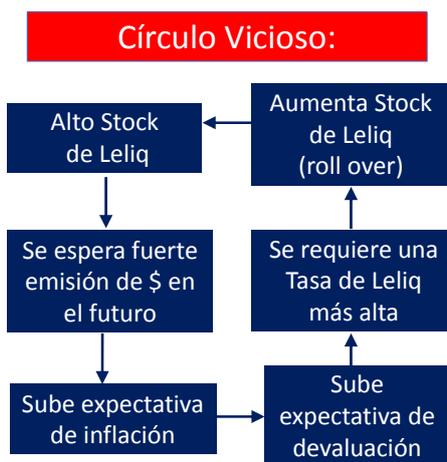
Evolución Base Monetaria



Evolución Stock Lebac, Nobac y Leliq



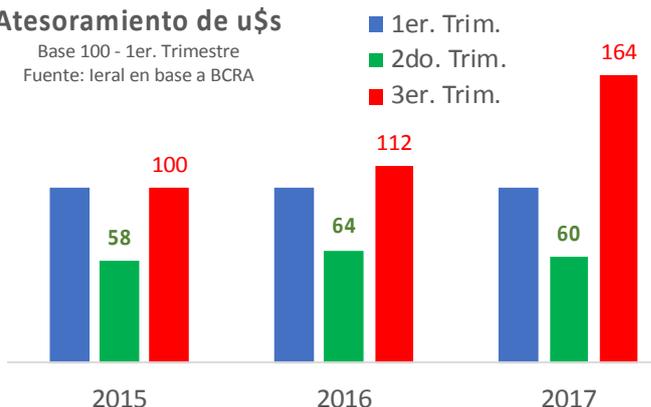
En la medida que el stock de Leliq comienza a subir se genera un círculo vicioso que reduce la demanda de dinero y por lo tanto, genera presiones inflacionarias. Este círculo vicioso es el siguiente: mientras mayor es el stock de deuda remunerada del BCRA, más altas son las expectativas de emisión futura de Base Monetaria (experiencia del 2018) y por lo tanto, mayores las expectativas de inflación y de devaluación del tipo de cambio. Mientras más suben las expectativas de devaluación del tipo de cambio, el mercado exige tasas mayores para renovar las Leliq (clave para mantener congelada la Base Monetaria), lo cual genera a su vez un mayor stock de las mismas y se retroalimenta el círculo vicioso.



Por último, la tercer razón que podría estar afectando a la demanda de dinero es la enorme incertidumbre electoral. Dado que en las últimas elecciones se aceleró el proceso de dolarización de la economía en los momentos previos, la incertidumbre actual sobre el resultado de este proceso podría estar adelantando los tiempos de esta típica dolarización con la consecuente caída en la demanda de dinero.

Atesoramiento de u\$s

Base 100 - 1er. Trimestre
Fuente: Ieral en base a BCRA



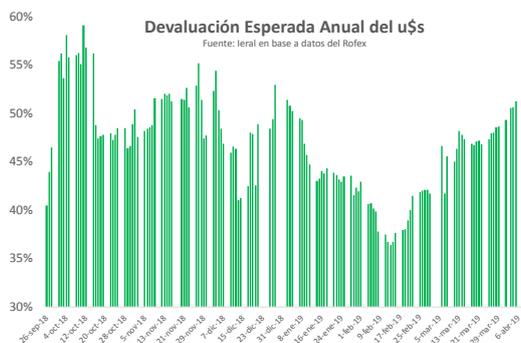
Demanda de Dólares

En u\$s millones mensuales - Fuente: Ieral en base a BCRA



Conclusiones

De los tres motivos por los cuales podría estar cayendo la demanda de dinero, habría algunos signos de mejora en la evolución del proceso recesivo¹. Los otros dos restantes, están asociados claramente a la incertidumbre reinante en la economía de Argentina. Esto mantiene las expectativas de devaluación del peso y debilitar la demanda de dinero. En los últimos meses, estas expectativas han estado operando activamente y por lo tanto, afectando de manera negativa a la demanda de dinero y al control del proceso inflacionario.



En Foco 1

La contracción del crédito al sector privado en la búsqueda de un piso

Joaquín Berro Madero

- En marzo los créditos privados en pesos retrocedieron -0,3% m/m, luego de una contracción de 0,1% m/m en febrero
- Las líneas más afectadas han sido las vinculadas al consumo, mientras que las comerciales y con garantía real parecieran haber encontrado un piso
- Por su parte, los depósitos privados en pesos aumentaron 2,5% m/m el mes pasado, luego de expandirse 2,3% m/m en febrero

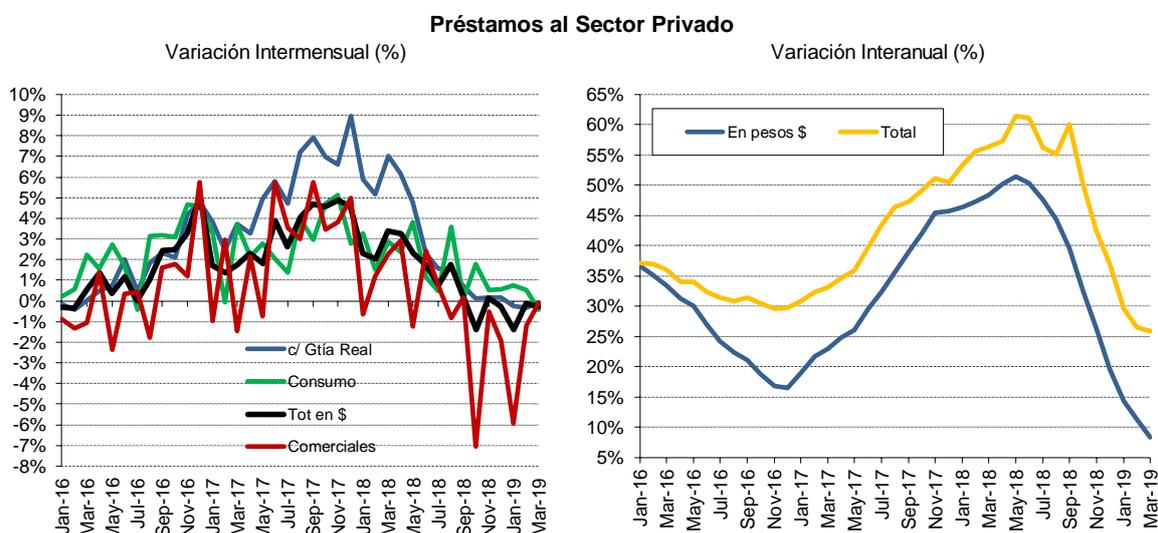
Los datos de marzo pasado reflejan una nueva contracción en el mercado de mercado de créditos. Sin embargo, pese a la nueva escalada en las tasas de interés -que venían bajando suavemente hasta mediados de marzo-; algunas líneas parecieran haber encontrado un piso. Si bien el conjunto de créditos en pesos al sector privado retrocede; se verifico un recorte en la caída de las líneas comerciales y con garantía real. Por su parte, los depósitos no reflejan un proceso de dolarización aunque continúan creciendo por debajo del ritmo de la inflación.

El mes pasado, los créditos en pesos al sector privado retrocedieron -0,3% m/m, luego de una contracción de -0,1% m/m verificada durante febrero. Las financiaciones más afectadas han sido las líneas vinculados al Consumo en pesos (Personales y con Tarjeta de Crédito), que reflejaron un deterioro de -0,4% m/m luego de crecer apenas 0,5% m/m durante febrero. Este fenómeno coincide con una nueva escalada del dólar hacia fines del mes pasado (que implicó un nuevo reajuste al alza de las tasas de interés), un mes de por sí complicado por ser el último previo a las paritarias (esto es, precios nuevos combinados con salarios viejos). En este sentido, los préstamos Personales pasaron de crecer 1,2% m/m en febrero a retroceder -0,4% m/m en marzo. Por su parte, las financiaciones con Tarjeta de Crédito en pesos pasaron de contraerse -0,3% m/m en febrero a -0,5% m/m el mes pasado.

El panorama fue distinto para las líneas Comerciales en pesos (Adelantos en Cuenta Corriente, Documentos a sola firma, Documentos Comprados y descontados, etc.) - aproximadamente el 30% del total de la cartera en pesos-, que registraron una contracción de -0,1% m/m en marzo luego de retroceder -1,2% m/m en febrero. En

detalle, los Adelantos en Cuenta Corriente se contrajeron -1,9% m/m, mientras que los Documentos sola firma en pesos retrocedieron -2,2% m/m el mes pasado, luego de caer -3,7% m/m en febrero.

En el mismo sentido, las líneas pactadas con Garantía Real (Hipotecarios y Prendarios) - que significan aproximadamente el 20% del total de la cartera en pesos y habían sido el motor de la recuperación de los créditos en pesos en el periodo reciente-, cayeron 0,1% m/m en marzo, luego de hacerlo -0,3% m/m en febrero. En detalle, los préstamos Hipotecarios crecieron 0,2% m/m el mes pasado, contra el 0,1% m/m verificado en febrero. Los préstamos Prendarios por su parte, pasaron de retroceder -1,4% m/m en febrero a -0,7% m/m en marzo.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

Como se observa en el gráfico de la derecha, la dinámica de los créditos también se ha deteriorado significativamente en términos interanuales. Los préstamos al sector privado en pesos profundizaron su desaceleración en los primeros meses del año: crecieron apenas 14,3% a/a en enero, 11,3% a/a en febrero y 8,4% a/a el mes pasado.

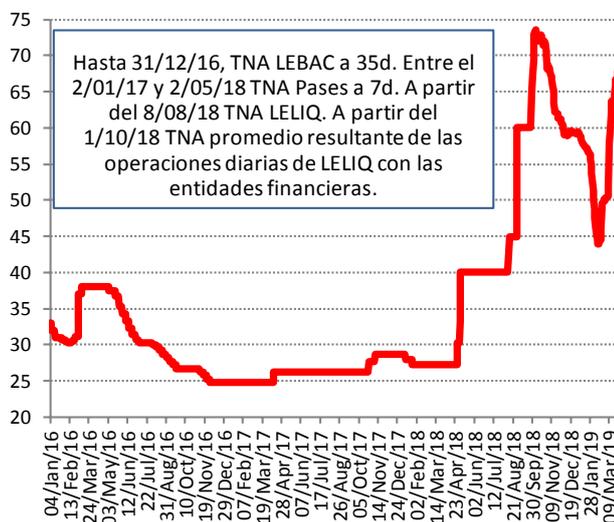
Como se mencionara anteriormente, del otro lado del mostrador los depósitos del sector privado en pesos no reflejan un proceso de dolarización y vienen acelerando suavemente su ritmo de expansión. Crecieron 2,5% m/m el mes pasado, luego de expandirse 2,2% m/m en enero y 2,3% m/m en febrero. En detalle, las colocaciones en Plazo Fijo crecieron 2,1% m/m en marzo, contra el 1,5% m/m registrado en febrero. Por su parte, las colocaciones en Cuenta Corriente retrocedieron -0,5% m/m en marzo, luego de crecer 4,1% m/m en febrero; mientras que, los depósitos en pesos en Cajas de Ahorro se incrementaron 6,2% m/m en marzo, luego de contraerse -0,2% m/m durante febrero.

Todo esto se da en un contexto en el cual las tasas de interés -activas y pasivas- han revertido la trayectoria a la baja que habían tomado a principio de año. En este sentido,

actualmente, la tasa de política monetaria de ubica en tono a 66,59% nominal, luego de un pico de 73,52% en octubre y un reajuste en torno a 44% anual a mediados de febrero pasado.

TASA DE POLITICA MONETARIA

t.n.a. (%) - valores diarios

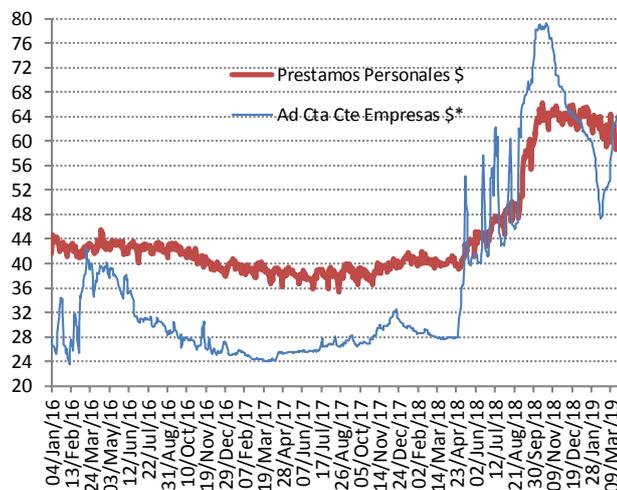


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

En línea con la tasa de referencia, las tasas activas y pasivas también mostraron este comportamiento: pasaron de un pico a fin de 2018, a un valle en febrero de este año y; ahora, retomaron la senda alcista. Por un lado, la tasa pasiva mayorista (BADLAR Bancos Privados) que se ubicó en torno a 47,6% los últimos días -tomado el promedio móvil de los últimos 5 días-, luego de un piso de 35,4% anual a mediados de febrero pasado. En igual sentido, la tasa de interés anual por depósitos a plazo minorista paso de un piso de 34,2% en febrero a 44,7% anual ahora.

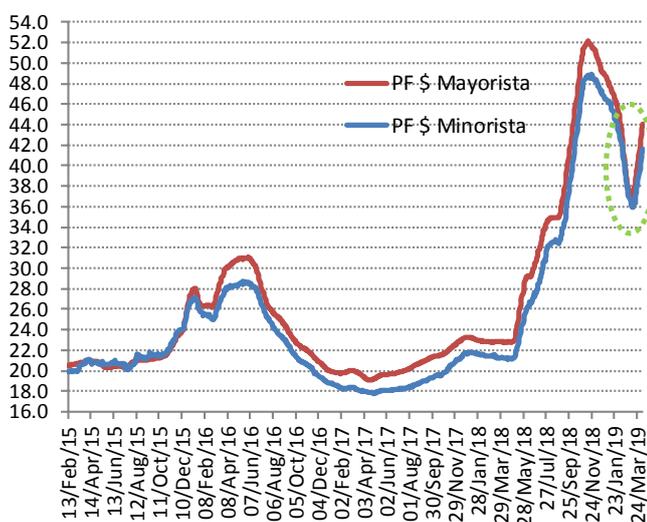
Asimismo, las tasas de interés activas, tanto para préstamos personales como para acuerdos por adelantos en cuenta corriente a empresas medianas y grandes, reflejan un comportamiento similar.

Tasas de Interés Activas
t.n.a. (%) - promedio móvil de 20d



(*) Con acuerdo de 1-7 días y > \$10M, a empresas del SPPrNF
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

Tasas de Interés Pasivas
t.n.a. (%) - promedio móvil de 20d



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

En Foco 2

El dato regional de la semana:

El poder de compra del sector formal privado en 2018 se ubicó, en promedio, un 5% por debajo del alcanzado en el año 2017

Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

- En el promedio anual 2018, la remuneración a nivel nacional alcanzó los \$33.430,2, un 26,7% (nominal) por encima del nivel registrado en 2017
- Ninguna de las cinco regiones escapó a la caída del salario formal promedio en términos reales, siendo algo más moderada en la Patagonia (-4,5% interanual) y más intensa en el Noroeste (-6,8%)
- Por provincias, la menor caída se observó en Santa Cruz (-2,0%) y Neuquén (-2,2%), mientras que, en el otro extremo, se anotaron los casos de Catamarca (-10,8%) y Tierra del Fuego (-10,1%)

A partir de datos provistos por el *Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Nación*, es posible observar la evolución de las remuneraciones por todo concepto (incluye aguinaldo) percibidas de manera mensual para cada una de las provincias del país. Para realizar una comparación admisible, se considera en todos los casos, el salario formal promedio – para todo sector de actividad – del sector privado. Con esa información, se percibe que en promedio anual 2018 (diciembre 2018 es el último dato disponible), la remuneración a nivel nacional alcanzó los \$33.430,2, un 26,7% (nominal) por encima de lo acontecido en el año 2017. Descontando la inflación del período, la remuneración promedio en términos reales registró una caída de, aproximadamente, un 5% con respecto al promedio anual 2017.

La situación observada a nivel nacional es similar a lo ocurrido en las regiones argentinas: las cinco regiones obtuvieron una caída del salario formal promedio en términos reales, entre un mínimo de -4,5% (Patagonia) y un máximo de -6,8% (Noroeste). Por lo tanto, se concluye que tanto a nivel nacional como regional, se observa un deterioro de la remuneración promedio real durante el año 2018, respecto al año previo. Adicionalmente, en la totalidad de provincias se observaron variaciones interanuales reales con signo negativo, aunque existe más variabilidad entre ellas.

Como se lo anticipó previamente, en la región de **Noroeste** se observó la mayor contracción: con una remuneración promedio de \$24.522,2 mensual, el poder adquisitivo

se contrajo un 6,8% interanual durante el año 2018 (1,7pp superior a la observada a nivel nacional). A nivel provincial, las variaciones interanuales reales se encuentran entre un -3,9% (La Rioja) y un -10,8% (Catamarca – la mayor observada entre las provincias).

Remuneración promedio por todo concepto, por provincia*

Promedio anual 2018 - Variación Interanual real (%)

Total País	33.430,2	-5,1%	Cuyo	27.942,1	-6,2%
Noroeste	24.522,2	-6,8%	San Luis	30.497,6	-6,0%
Santiago del Estero	21.948,5	-7,4%	Mendoza	26.335,3	-6,4%
Salta	25.347,9	-5,0%	San Juan	26.993,4	-6,2%
Tucumán	23.727,6	-6,2%	Noreste	24.491,3	-6,0%
Catamarca	25.651,6	-10,8%	Misiones	22.641,9	-7,0%
La Rioja	24.566,7	-3,9%	Formosa	26.500,1	-4,2%
Jujuy	25.891,1	-6,9%	Corrientes	24.097,3	-6,3%
Pampeana	31.402,3	-5,3%	Chaco	24.725,9	-6,6%
Buenos Aires	32.614,5	-5,0%	Patagónica	49.948,8	-4,5%
Córdoba	29.174,2	-6,2%	Neuquén	51.852,1	-2,2%
La Pampa	29.340,4	-4,3%	Río Negro	31.825,3	-4,8%
Santa Fe	30.601,4	-6,2%	Tierra del Fuego	51.200,6	-10,1%
Entre Ríos	26.191,0	-5,3%	Chubut	52.350,1	-3,6%
GBA	32.535,2	-5,7%	Santa Cruz	62.515,8	-2,0%
Capital Federal	39.359,2	-4,3%			

Fuente: Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial - DGEYEL - SSPTYEL - en base a SIPA e INDEC. (*) Incluye aguinaldo.

A la región Noroeste le sigue la región de **Cuyo**, con una caída del 6,2% (en términos reales) en el salario formal promedio, durante el año 2018 (\$27.942,1). En las provincias parte se observó una variación interanual real del -6,2% promedio.

La región **Noreste** ocupó el tercer lugar en el ranking: con una remuneración promedio de \$24.491,3, evidenció una caída del 6% del poder adquisitivo, en el promedio enero-diciembre del 2018. Entre las provincias que forman esta región, se observaron variaciones interanuales reales entre un -4,2% (Formosa) y un -7,0% (Misiones).

El cuarto lugar en el ranking le corresponde a la región **Pampeana**, en donde la caída del poder adquisitivo rondó el 5%, con una remuneración promedio de \$31.402,3 para el año 2018. No se observó gran variabilidad entre las provincias parte: las contracciones en términos reales se ubicaron en torno al -4,3% (Capital Federal y La Pampa) y al -6,2% (Santa Fe y Córdoba).

Finalmente, el último lugar en el ranking lo ocupa la **Patagonia**, la región con el mayor salario formal promedio del país: \$49.948,8 (-4,5% interanual real), aproximadamente un 60% superior al observado en la región Pampeana – la segunda región con los salarios más altos del país. Se encontró gran variabilidad en el desempeño a nivel provincial: las variaciones interanuales negativas se encuentran entre un -2,0% (Santa Cruz) y un -10,1% (Tierra del Fuego).