



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 28 - Edición N° 1193 – 17 de Abril de 2019

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Day

Economías provinciales: ¿cómo llegan al periodo electoral?

En Foco 1 – Joaquín Cottani

El Gasto Público “en dólares” y su relevancia para la economía argentina

En Foco 2 – Guadalupe Gonzalez

La política económica, condicionada por el dato de inflación de Marzo (4,7% mensual)

En Foco 3 – Franco Vico

Evolución de la búsqueda de inmuebles, autos y motos en la web

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:

4

Economías provinciales: ¿cómo llegan al periodo electoral?

- Los datos preliminares del primer trimestre muestran, para el arranque de 2019, que los indicadores vinculados al consumo (salarios en términos reales, créditos) continúan en terreno negativo en la medición interanual, con pocas diferencias entre regiones, aunque en el NEA y el NOA se registran las caídas más significativas
- En cambio, se observa diferenciación en indicadores vinculados con obra pública, con la zona Pampeana y Cuyo dejando atrás el terreno negativo en la medición interanual, Patagonia recortando la caída y, nuevamente NEA y NOA en situación más crítica. En cuanto al motor exportador, apunta a tener impacto positivo significativo en la zona Pampeana, en Cuyo y en la Patagonia y neutro o levemente negativo en el NEA y el NOA
- La perspectiva para 2019 muestra como regiones mejor posicionadas a aquellas con mayor sesgo exportador (Pampeana y Patagonia) y, para el resto se esperan señales mixtas. Aquellas provincias con mayor dependencia del sector público tienen a favor la mejora de sus finanzas a lo largo de los últimos trimestres y cuentan con capacidad para generar cierto impulso en la demanda a través de salarios estatales y obra pública (aunque esto puede generar un deterioro fiscal de cara a 2020)

En Foco 1:

9

El Gasto Público “en dólares” y su relevancia para la economía argentina

- En un trabajo de IERAL publicado a mediados de los '80 se encontró que, para el periodo 1961-83, cada vez que el gasto público en dólares superaba determinado nivel, tarde o temprano había un ajuste que incluía una fuerte devaluación y devolvía el gasto en dólares a su nivel original. La explicación a este fenómeno tiene que ver con el hecho que un nivel de gasto público en dólares significativa y persistentemente mayor que el de “equilibrio”, implicaba una carga fiscal y financiera insostenible para las firmas que competían con bienes y servicios producidos en el exterior, situación que derivaba en una crisis fiscal y cambiaria
- Actualizando aquel trabajo para el periodo 1997- 2019, se encuentra que, efectivamente, hay un nivel de resistencia del gasto público en dólares en torno a los 200 mil millones de dólares, indicando sobrevaluación del peso para todo el periodo que va de 2011 a 2017, pero no para el tramo entre 1999 y 2001. Un análisis análogo, pero utilizando la canasta de monedas, en lugar de exclusivamente el dólar estadounidense, no cambia las conclusiones para 2011-17, pero confirma que para el 1999-2001 hubo una importante apreciación del peso (por la incidencia del real brasileño)
- Las mediciones tradicionales de tipo de cambio real utilizan a la inflación de precios al consumidor como deflactor. Si, en cambio, se mide la trayectoria del tipo de cambio real utilizando al gasto público como deflactor, se tiene que el pico de sobrevaluación del peso se alcanzó en 2015, y esto se explica por el hecho que el Gasto Público Consolidado como porcentaje del PIB pasó de 26,6 % en 2004 a nada menos que 46,5 % en 2016
- En los niveles actuales, el tipo de cambio real deflactado por el gasto público se encontraría en una zona de equilibrio. Sin embargo, debido a que la carga fiscal sobre el conjunto de la economía es apenas inferior a la de 2015, la contrapartida es una mayor presión sobre el sector de no transables, especialmente el formal. Como, a su vez, el sector de no transables es el que más pondera en el empleo total, con este “equilibrio” cambiario la economía tiene menos capacidad de generar empleos y los salarios quedan en un nivel más bajo, lo cual tiende a afectar el clima social

En Foco 2:

18

La política económica, condicionada por el dato de inflación de Marzo (4,7% mensual)

- En Marzo, la variación mensual de los precios al consumidor fue de 4,7% y en los tres primeros meses del año acumula una suba de 11,8%
- En términos interanuales, la inflación de Marzo fue 54,7%, pero en el norte del país los precios subieron más: 57,6% en el NEA, 56,8% en Cuyo y 55,5% en el NOA

- La inflación núcleo fue de 4,6% y el promedio móvil de tres meses anualizado arroja un guarismo de 57,1%, que compara con una tasa de interés de política monetaria de 61,3% para el promedio de Marzo

En Foco 3:

23

Evolución de la búsqueda de inmuebles, autos y motos en la web

- La caída del salario real, junto con la caída en los niveles de confianza, una importante retracción en el crédito y las altas tasas de interés, han tenido su correlato en la venta de bienes durables
- A continuación, se examinan las últimas tendencias de búsqueda en la web sobre distintos bienes durables, como indicio del comportamiento de los individuos ante los cambios macroeconómicos mencionados. Posteriormente, en base a datos específicos de los sectores analizados, se evalúa la evolución reciente de dichas variables
- Las búsquedas analizadas sobre rodados e inmuebles son: “inmuebles”, “autos” y “motos”, para lo cual se delineó una estructura de búsqueda similar para los tres términos, evaluando las pesquisas realizadas exclusivamente desde Argentina desde enero de 2017 hasta la primera quincena del corriente abril. La información se presenta en forma semanal

Editorial

Economías provinciales: ¿cómo llegan al periodo electoral?

Jorge Day

- Los datos preliminares del primer trimestre muestran, para el arranque de 2019, que los indicadores vinculados al consumo (salarios en términos reales, créditos) continúan en terreno negativo en la medición interanual, con pocas diferencias entre regiones, aunque en el NEA y el NOA se registran las caídas más significativas
- En cambio, se observa diferenciación en indicadores vinculados con obra pública, con la zona Pampeana y Cuyo dejando atrás el terreno negativo en la medición interanual, Patagonia recortando la caída y, nuevamente NEA y NOA en situación más crítica. En cuanto al motor exportador, apunta a tener impacto positivo significativo en la zona Pampeana, en Cuyo y en la Patagonia y neutro o levemente negativo en el NEA y el NOA
- La perspectiva para 2019 muestra como regiones mejor posicionadas a aquellas con mayor sesgo exportador (Pampeana y Patagonia) y, para el resto se esperan señales mixtas. Aquellas provincias con mayor dependencia del sector público tienen a favor la mejora de sus finanzas a lo largo de los últimos trimestres y cuentan con capacidad para generar cierto impulso en la demanda a través de salarios estatales y obra pública (aunque esto puede generar un deterioro fiscal de cara a 2020)

En tiempos de elecciones, la economía juega un rol relevante, y la pregunta es cómo llegan las provincias a este periodo tan politizado.

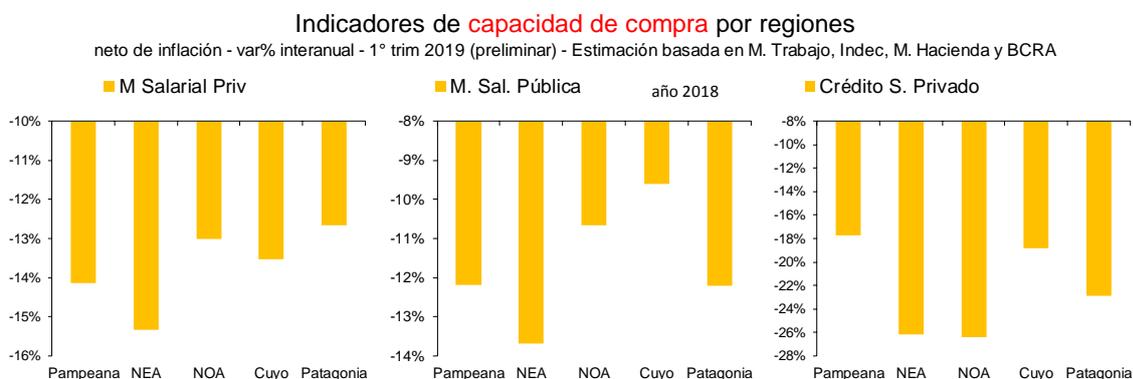
Claramente, como la economía nacional impone el ritmo, todas las provincias fueron afectadas por el proceso recesivo, con sus diferencias. Algunas jurisdicciones están mejor posicionadas, por tener un sesgo exportador (Región Pampeana), mientras que otras están más complicadas, al ser más dependientes del sector público, con restricciones presupuestarias (las regiones norteañas). A continuación, se presenta el panorama actual y luego las perspectivas regionales.

Panorama regional actual

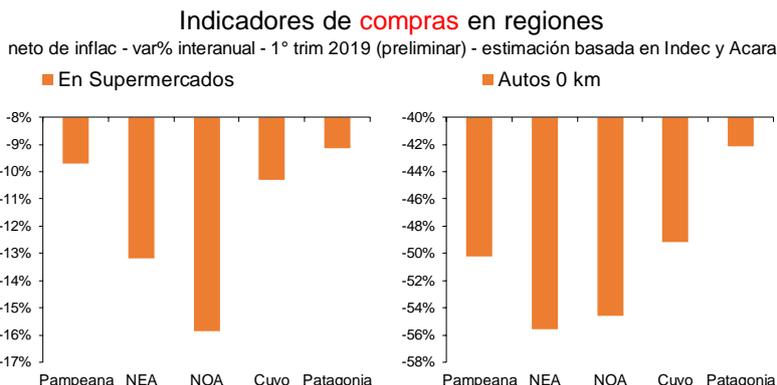
Con datos preliminares, se puede comentar que a nivel nacional la actividad económica estaría cayendo más del 5% inter-anual en el primer trimestre de este año. No hay provincia que se salve de este proceso, y las que se hallan en peor situación son varias del Norte argentino: Catamarca y tres del NEA (Chaco, Formosa, Corrientes).

Para entender qué ha estado ocurriendo, se tomará en cuenta los motores que impulsan (o contraen) la actividad económica. Consideraremos tres: el consumidor, el público y el externo.

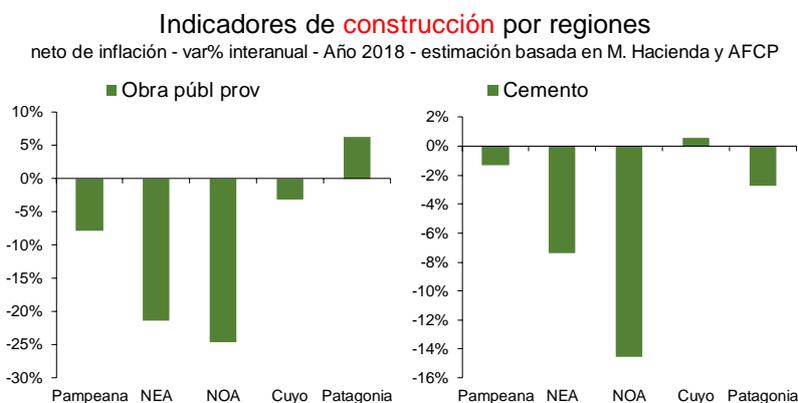
Motor consumidor: desde hace siete años la economía está estancada, y a su vez, en cada devaluación el poder de compra de la población argentina se ha ido deteriorando, y mucho más fuerte en estos últimos meses. Eso ha ocurrido en las distintas regiones argentinas, y tanto el NEA como el NOA han presentado las mayores caídas en distintos indicadores de poder de compra (masa salarial privada formal, la pública provincial y el crédito al sector privado).



Estos menores ingresos han traído como consecuencia una reducción en las ventas, como por ejemplo en supermercados, y mucho más fuerte en autos. En ambos casos se ha hecho más notorio en provincias del Norte Argentino.

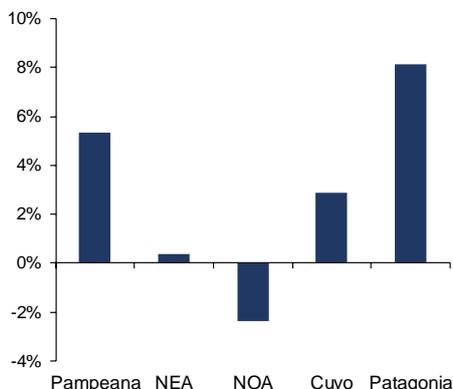


Motor público: se mencionó más arriba que, durante el año pasado, el gasto en personal, neto de inflación, se redujo más fuertemente en las provincias norteañas. Algo similar también en obras públicas (menor gasto público de capital, neto de inflación) durante el año pasado, que terminó impactando en una reducción del uso de materiales del sector, como cemento. Los datos preliminares del primer trimestre de 2019 muestran que se mantendrían las mismas diferencias en despacho de cemento.



Motor exportador: debido a un dólar más caro, aun vendiendo montos similares en dólares, el sector exportador se vio favorecido, a pesar de las mayores retenciones. Las zonas más beneficiadas fueron las regiones Patagónicas (petróleo) y Pampeana, mientras que poco pudieron aprovechar las norteañas; en el NEA por ser poco exportador, y en el NOA en parte por una reducción en las exportaciones mineras (cobre).

Indicador de exportación regional
 neto de inflación - var% interanual ponderado
 por importancia expo en PBG regional
 1° trim 2019 (preliminar)- estimación basada en Indec



Resumiendo, en un contexto recesivo, el impacto negativo ha sido mayor en las regiones norteñas, no sólo por una mayor contracción en sus indicadores de consumo y de construcción, sino además por no poder aprovechar los mayores ingresos de los exportadores en un contexto de un dólar más caro.

Un par de comentarios sobre casos especiales. Neuquén, con todo el impulso petrolero (y mayores regalías), está entre las mejor posicionadas. Obviamente, tiene la influencia negativa de la recesión, con caída en ventas, pero aun así, es de las pocas con mayor empleo privado, y lo mismo en consumo de combustible y gas.

En el otro extremo, Catamarca es la de peor desempeño (empleo, energía, ventas), afectada por la caída en su actividad minera (menores exportaciones de cobre).

Las provincias grandes (Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe) tienen la ventaja exportadora de su agro, pero como ocurre en todo el país, el impacto negativo de su mercado interno (incluyendo industria) pesa más en su actividad.

Perspectivas para el resto de este 2019 electoral

¿Habrán cambios? La impresión es que podría llegarse a un piso, pero muy difícilmente se llegue a una recuperación. Consideremos nuevamente los motores de la economía.

Con la inestabilidad cambiaria que se viene padeciendo desde hace un año, resulta difícil que en los próximos meses haya una recuperación significativa en el poder de compra de la población, y por ende, no se espera un repunte en ventas.

En cuanto al motor público, un punto llamativo es que las finanzas públicas en varias provincias (incluyendo varias norteñas) mejoraron durante 2018, aun en un contexto

recesivo. Hubo dos factores relevantes. Como se indicó anteriormente, en ese año hubo una moderación en el gasto público, tanto en salarios públicos como en obras públicas (éstas últimas especialmente en las regiones norteñas). Además, se incrementaron las transferencias automáticas de fondos nacionales. De esta manera, aunque los ingresos totales no pudieron seguir el ritmo de la inflación, el gasto público en varias provincias creció a un ritmo aún menor.

En la primera parte de este año, las transferencias de fondos nacionales, netas de inflación, han perdido fuerza, sin embargo, en un periodo electoral, es probable que sea más difícil contener los salarios públicos. Eso ayudará a empujar un poco la actividad económica, aunque terminará con una posterior desmejora en las finanzas de esos gobiernos.

Por último, sobre el motor externo. El dólar se mantendría caro, favoreciendo a las exportaciones. A su vez, hay una mayor cosecha en el agro pampeano, por lo cual esta región tiene más posibilidades de una mejora en su actividad. También se observa ese impulso en el sector petrolero, y en otras actividades agro y agroindustriales de otras regiones, como la vitivinicultura, cuyas exportaciones de vinos comienzan a crecer en volumen.

Concluyendo, venimos de una recesión y se nota en todas las provincias. Sólo pueden intentar diferenciarse. Las mejor posicionadas son aquellas con mayor sesgo exportador (Pampeana y Patagonia), y las más complicadas son las más dependientes de fondos públicos (Norte). En ese contexto, la mayoría de las provincias tienen a favor la mejora en sus finanzas durante 2018, en parte por el ajuste (salarial y en algunas en obras públicas) y las mayores transferencias de fondos nacionales, lo cual le da un cierto margen para afrontar este duro 2019 electoral.

En Foco 1

El Gasto Público “en dólares” y su relevancia para la economía argentina

Joaquín Cottani¹

- En un trabajo de IERAL publicado a mediados de los ´80 se encontró que, para el período 1961-83, cada vez que el gasto público en dólares superaba determinado nivel, tarde o temprano había un ajuste que incluía una fuerte devaluación y devolvía el gasto en dólares a su nivel original. La explicación a este fenómeno tiene que ver con el hecho que un nivel de gasto público en dólares significativa y persistentemente mayor que el de “equilibrio”, implicaba una carga fiscal y financiera insoportable para las firmas que competían con bienes y servicios producidos en el exterior, situación que derivaba en una crisis fiscal y cambiaria
- Actualizando aquel trabajo para el período 1997- 2019, se encuentra que, efectivamente, hay un nivel de resistencia del gasto público en dólares en torno a los 200 mil millones de dólares, indicando sobrevaluación del peso para todo el período que va de 2011 a 2017, pero no para el tramo entre 1999 y 2001. Un análisis análogo, pero utilizando la canasta de monedas, en lugar de exclusivamente el dólar estadounidense, no cambia las conclusiones para 2011-17, pero confirma que para el 1999-2001 hubo una importante apreciación del peso (por la incidencia del real brasileño)
- Las mediciones tradicionales de tipo de cambio real utilizan a la inflación de precios al consumidor como deflactor. Si, en cambio, se mide la trayectoria del tipo de cambio real utilizando al gasto público como deflactor, se tiene que el pico de sobrevaluación del peso se alcanzó en 2015, y esto se explica por el hecho que el Gasto Público Consolidado como porcentaje del PIB pasó de 26,6 % en 2004 a nada menos que 46,5 % en 2016
- En los niveles actuales, el tipo de cambio real deflactado por el gasto público se encontraría en una zona de equilibrio. Sin embargo, debido a que la carga fiscal sobre el conjunto de la economía es apenas inferior a la de 2015, la contrapartida es una mayor presión sobre el sector de no transables, especialmente el formal.

¹ Joaquín Cottani es un economista cordobés que recibió su título de Licenciado en Economía en la Universidad Nacional de Córdoba y se doctoró en la Universidad de Yale (EEUU). Trabajó en el IERAL a fines de los setenta y mediados de los ochenta. En la función pública, fue Subsecretario de Programación Macroeconómica, Subsecretario de Financiamiento y Representante Financiero en Washington entre 1991 y 1997, luego de lo cual se radicó en EEUU, donde ocupó cargos en el Banco Mundial, Lehman Brothers, Citigroup y, más recientemente, S&P Global.

Como, a su vez, el sector de no transables es el que más pondera en el empleo total, con este “equilibrio” cambiario la economía tiene menos capacidad de generar empleos y los salarios quedan en un nivel más bajo, lo cual tiende a afectar el clima social

A mediados de la década de los ochenta, se publicó en la Revista Novedades Económicas de IERAL de la Fundación Mediterránea un trabajo de investigación perspicaz en el que proponían al gasto público consolidado (Nación + provincias) expresado en dólares estadounidenses de poder adquisitivo constante y ajustado por las variaciones en el PBI real como un indicador del grado de sobrevaluación de la moneda local.² No se trataba de una nueva teoría económica sino, simplemente, de una forma de medir, de manera conjunta, el atraso cambiario y la injerencia de la política fiscal en la economía desde un ángulo diferente al tradicional. El razonamiento era que el gasto público en dólares incluyendo los intereses de la deuda representaba la presión que el fisco ejercía, mediante impuestos y endeudamiento del gobierno nacional y los gobiernos provinciales, sobre el sector productor de bienes y servicios internacionalmente transables (exportables y sustitutos de importaciones), cuyos precios internos son sensibles a las variaciones del tipo de cambio nominal. Claro está que, para que las comparaciones año contra año tuvieran sentido, al gasto en dólares había que deflactarlo por un índice combinado que reflejara la inflación internacional y el crecimiento del PBI real interno.

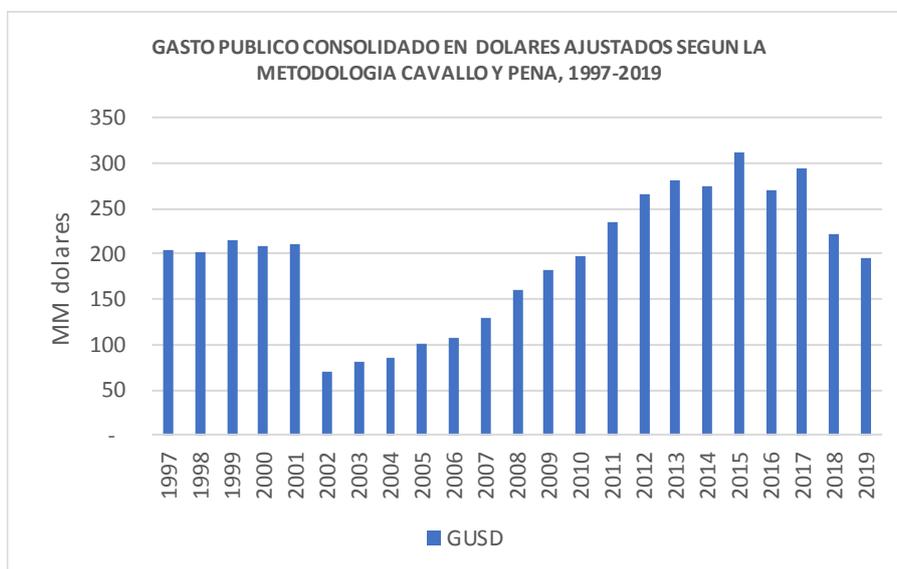
Usando una serie anual que empezaba en 1961 y terminaba en 1983, los autores encontraron que en la Argentina había un fenómeno de reversión del gasto público en dólares así ajustados a un nivel de retorno o resistencia que podía ser interpretado como el que la economía necesitaba para competir internacionalmente. En otras palabras, cada vez que el gasto público en dólares superaba ese nivel en forma apreciable, tarde o temprano había un ajuste que incluía una fuerte devaluación y devolvía el gasto en dólares a su nivel original. La explicación que los autores le daban a este fenómeno era que un nivel de gasto en dólares significativa y persistentemente mayor que el de “equilibrio” implicaba una carga fiscal y financiera insostenible para las firmas que competían con bienes y servicios producidos en el exterior, situación que, a la corta o a la larga, terminaba en una crisis fiscal y cambiaria, pero fundamentalmente cambiaria. La implicación de política era que, en vez de esperar que la crisis ocurriera, el gobierno debía evitar que el gasto en dólares se desviara demasiado del nivel de resistencia, lo cual obligaba a que hubiera coordinación entre la políticas fiscal y cambiaria de modo que el tipo de cambio nominal creciera a un ritmo parecido al del gasto nominal.

² Cavallo, Domingo y Angel Peña, “Gasto Público y Tipo de Cambio,” Novedades Económicas No. 40, abril de 1984.

El gasto público en dólares en la actualidad

Si repitiéramos el ejercicio de Cavallo y Peña empezando desde 1997 con los datos anuales de gasto público consolidado que publica el Ministerio de Hacienda, obtendríamos lo que muestra el Gráfico 1.³ Las cifras están expresadas en dólares y PBI real constantes de 2019. Esto significa que los bastones no miden lo que el sector público gastó efectivamente en cada año sino lo que hubiera gastado si los precios en dólares en EEUU y el PBI real de Argentina fuesen iguales a los de hoy. Por ejemplo, en 1997, el gasto en dólares corrientes fue 89 mil millones. Pero como el PBI real de Argentina y los precios al consumidor en EEUU crecieron 45% y 40%, respectivamente, esa cifra equivale hoy a los 205 mil millones que muestra el gráfico.

GRAFICO 1



A pesar de lo corto del período muestral, el gráfico sugiere que, efectivamente, hay un nivel de resistencia o retorno del gasto público en dólares que, en la actualidad, es de unos 200 mil millones de dólares. Esta cifra es muy cercana al promedio de la segunda mitad de la Convertibilidad (1997-2001) y apenas superior a la que el gobierno nacional proyecta para este año (194 mil millones, aunque probablemente termine siendo 200 mil millones). Usando esta vara, se puede concluir que el tipo de cambio real (en adelante, TCR) estuvo sobrevaluado entre 2011 y 2017, años en los que el gasto público consolidado (en adelante, GUSD) excedió apreciablemente los 200 mil millones de dólares, pero no entre 1997 y 2001.

Otra cosa que muestra el gráfico es que el TCR estuvo muy subvaluado de 2002 a 2008. Como se argumenta más adelante, la subvaluación del peso durante la mayor parte de la década pasada es un fenómeno raro, no sólo en Argentina sino en la mayoría de las

³ Al momento de escribir este artículo, la serie de gasto consolidado del Ministerio de Hacienda llegaba hasta 2015. La actualización a 2019 fue hecha usando las variaciones del Gasto del Gobierno General que publica el FMI en la edición de abril 2019 del World Economic Outlook (WEO).

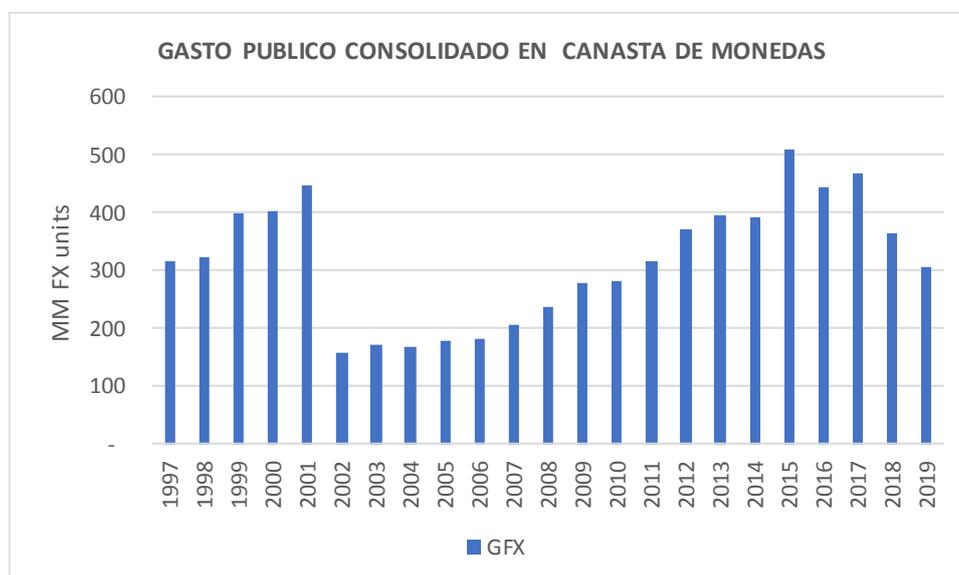
economías del mundo. Tras desplomarse en 2002 debido a la mega devaluación provocada por la pesificación de los activos y pasivos en dólares pos-Convertibilidad, GUSD creció gradual pero pertinazmente hasta alcanzar 323 mil millones de dólares en 2015, año a partir del cual GUSD empezó a bajar retornando al nivel de aparente equilibrio en el que se encuentra ahora.

Que el peso estuvo sobrevaluado en 2011-2015 es obvio porque, en esos años, hubo desdoblamiento cambiario, con la cotización del dólar paralelo entre 26% y 61% por encima del tipo de cambio oficial, según los años. Mucho menos obvio es que el peso no haya estado sobrevaluado en los tres años previos al fin de la Convertibilidad y sí lo haya estado durante los tres años siguientes a la unificación y flotación cambiaria de diciembre de 2015.

Canasta de monedas

La sorpresa con respecto al primero de los temas mencionados desaparece cuando advertimos que GUSD usa el tipo de cambio nominal bilateral, es decir, del dólar estadounidense, como deflactor del gasto, en vez del multilateral (canasta de monedas). Si utilizáramos este último, debidamente multiplicado por el índice promedio ponderado de los precios externos de los socios comerciales de Argentina, obtendríamos un resultado algo diferente, que es el que aparece en el Gráfico 2. La nueva serie, que denominamos GFX, representa el gasto público en moneda extranjera, es decir, en unidades de una canasta de monedas cuyo valor es igual a un dólar en 1997 y, a partir de ahí, recoge las variaciones del precio del dólar con respecto a las demás monedas extranjeras relevantes para el comercio internacional de la Argentina—incluido, naturalmente, el real brasileiro, que tiene una ponderación muy importante en este último.

GRAFICO 2



Al hacer esta corrección, queda en evidencia que, efectivamente, hubo sobrevaluación cambiaria en 1999, 2000 y 2001—principalmente debido a la depreciación del real brasileño y el euro frente al dólar—pero no en 1997 ó 1998. En cambio, la conclusión de que el peso estuvo sobrevaluado en 2016, 2017 y 2018 no se altera. Este último resultado desafía la sabiduría convencional de que la moneda nacional de un país como la Argentina sólo puede estar sobrevaluada si el banco central fija el tipo de cambio nominal o lo controla en un nivel inferior al que tendría si lo dejara flotar libremente. En rigor, la unificación del tipo de cambio y la flotación del peso introducidas en diciembre de 2015 no impidieron que el peso se apreciara en forma insostenible porque el gobierno mantuvo el gasto en un nivel muy alto y financió el elevado déficit fiscal resultante vendiéndole al BCRA dólares obtenidos en el mercado internacional a cambio de pesos y, en menor medida, pidiéndole pesos prestados al propio BCRA, lo cual provocó una expansión monetaria incompatible con la estabilidad del tipo de cambio nominal a largo plazo.

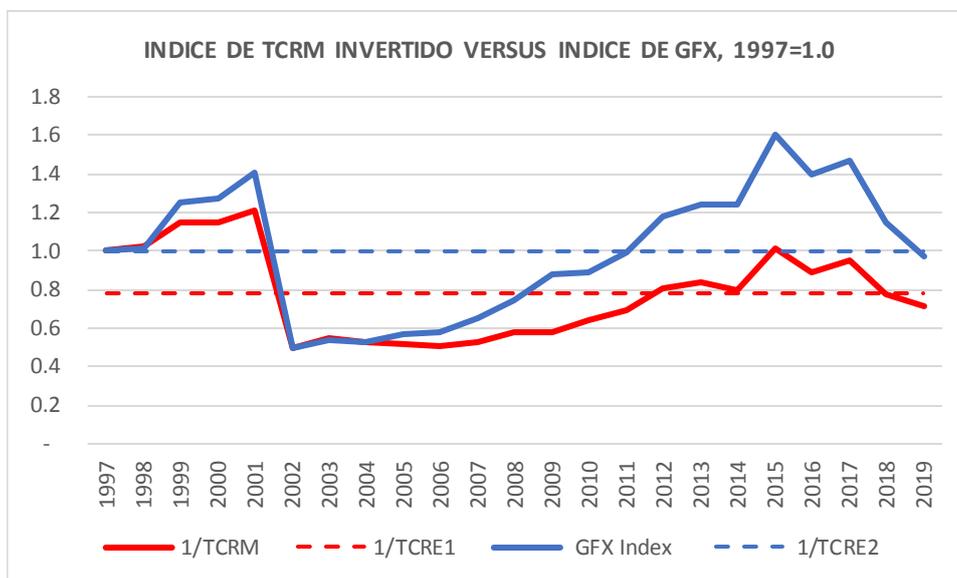
Otro dato importante que surge del Gráfico 2 es que el nivel de equilibrio o resistencia del gasto público consolidado es de alrededor de 300 mil millones de la unidad monetaria virtual definida anteriormente. La diferencia entre 200 mil millones de dólares y 300 mil millones de esa unidad se explica por la fuerte apreciación que tuvo el dólar frente a las demás monedas, especialmente a partir de 2014. Finalmente, el uso del tipo de cambio multilateral en lugar del bilateral no altera la conclusión de que hoy el TCR se encuentra en equilibrio.

Comparación con el índice usual de tipo de cambio real

El índice de TCR más comúnmente utilizado por los analistas es el multilateral o efectivo (en adelante, TCRM) que, en nuestro país es calculado diariamente por el BCRA. El FMI lo invierte para que la suba del índice indique apreciación real y viceversa y, generalmente, lo compara con el promedio de una serie histórica para estimar si la moneda local está sobrevaluada o subvaluada en términos reales y efectivos.

La aplicación de este procedimiento a nuestra serie histórica arroja el resultado que muestran las dos líneas rojas del Gráfico 3, donde la línea horizontal quebrada es el promedio de la serie. Al usar la media de $1/TCRM$ como referencia, el FMI equipara a esta última con el nivel de equilibrio de $1/TCRE1$.

GRAFICO 3



Según este criterio, el peso estuvo más sobrevaluado, en promedio, durante los cinco años previos a la devaluación que puso fin a la Convertibilidad que en el período que va de 2015 a 2018, y hoy se encuentra ligeramente subvaluado. Esto contrasta con lo que muestran las líneas azules, donde la línea sólida es un índice base 1997=1.0 construido a partir de GFX y la línea quebrada es el valor base, es decir 1.0. La brecha entre ambas indica que el pico de sobrevaluación real se alcanzó en 2015 y no en 2001. Obviamente, la base de comparación (promedio de la serie versus valor inicial) explica la diferencia, pero no es la única explicación. Tanto la pendiente como los movimientos de la línea roja son más suaves que los de la línea azul porque esta última usa el gasto público nominal como deflactor del tipo de cambio real mientras que la roja usa el índice de precios al consumidor (IPC) de Argentina. Claramente, el gasto nominal se expandió y fluctuó más que los precios internos.

Nuestra preferencia por el índice GFX para estimar si el peso está sobrevaluado o subvaluado en términos reales se basa en el mismo argumento esgrimido por Cavallo y Peña en 1984, esto es, que el nivel de referencia o equilibrio del TCR no es arbitrario sino que resulta de un dato empírico, a saber el retorno recurrente del gasto público en moneda extranjera a un nivel determinado. Si no fuera por la exagerada subvaluación del peso que hubo de 2002 a 2008, la media muestral del TCRM sería un valor de referencia o equilibrio razonable porque reflejaría la normalidad. Pero lo que sucedió en 2002-2008 no es normal y es difícil que se vuelva a repetir.

El consenso entre los economistas es que el TCR no es una variable que el gobierno pueda manipular a su antojo. Esto es así porque, si bien el banco central puede controlar el tipo de cambio nominal acumulando reservas cuando las condiciones externas son favorables, ni el banco central ni el resto del gobierno pueden controlar los precios

internos cuando éstos son libres, que es lo que pasa en condiciones normales. Intervenir en el mercado cambiario para que el tipo de cambio nominal no baje, como ocurrió entre 2002 y 2008, aumenta la oferta de dinero y, por lo tanto, infla los precios internos haciendo que el TCR disminuya y la subvaluación real desaparezca. La razón por la cual, en Argentina, este proceso se dio con una lentitud atípica en el período mencionado es triple: (a) la existencia de una gran capacidad productiva ociosa, que permitió aumentar la producción sin trasladar el aumento de la demanda agregada a los precios (b) el uso de retenciones y trabas cuantitativas a las exportaciones para reducir el precio interno de los alimentos y la energía; y (c) el control directo de precios que aplicó el gobierno en muchos sectores, particularmente el de servicios públicos, cuyas tarifas fueron congeladas.⁴

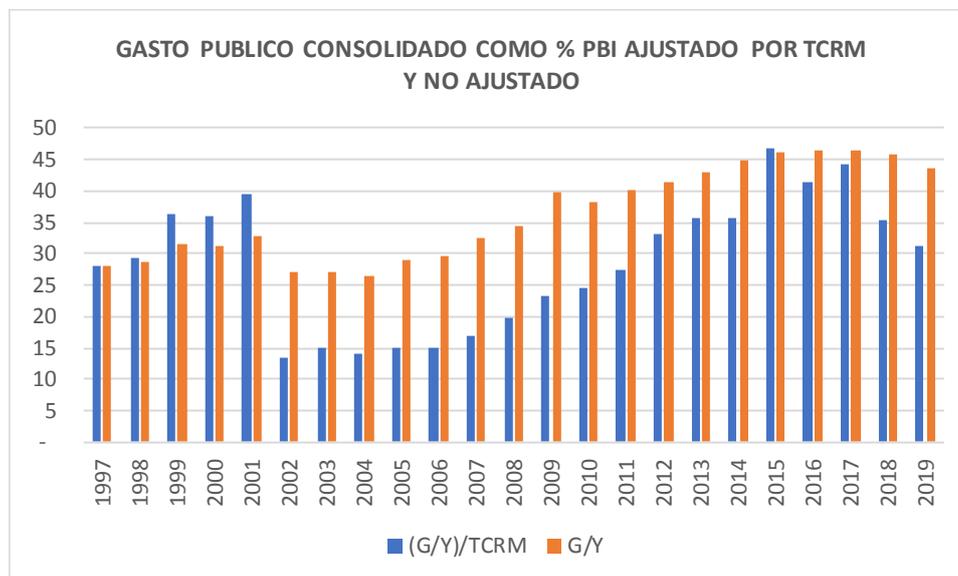
En resumen, la razón que nos lleva a elegir el índice GFX con base en 1997 es que la subvaluación forzada del peso entre 2002 y 2008 tira abajo el promedio de la serie histórica $1/TCRM$ y, por ende, sobrestima el nivel normal o de equilibrio del TCRM que habría habido si ese hecho anormal no hubiese ocurrido.

Comparación con la serie de gasto público como proporción del PBI

Así como TCRM es la serie más comúnmente utilizada por los analistas para medir el TCR, la serie más frecuentemente utilizada para medir la carga del sector público sobre la economía es el Gasto Público Consolidado como % del PBI (en adelante, G/Y). Esta variable, representada por los bastones anaranjados del Gráfico 4, fue 28% en 1997, subió a 33% en 2001 (debido al aumento del costo de la deuda y la caída del producto real), bajó levemente a 26.6% en 2004 (debido a la recuperación del producto, pero también a la suspensión del pago de la deuda y la licuación del gasto primario provocado por el aumento de la inflación), y creció explosivamente a partir de ahí hasta alcanzar un pico de 46.5% en 2016. Aunque desde entonces G/Y ha estado bajando, el nivel sigue siendo extraordinariamente alto (43.7%), sólo comparable al de unas pocas economías del mundo, la mayoría de ellas avanzadas, con excepción de Brasil.

⁴ Para una explicación más detallada, véase Cavallo, Domingo y Joaquín Cottani, "Distorting the Micro to Embellish the Macro: The Case of Argentina", Occasional Paper 77, Group of Thirty, Washington DC (2008).

GRAFICO 4



Como se dijo anteriormente, G/Y representa el peso del gasto público sobre la economía como un todo mientras que GFX representa la carga sobre el sector de transables. Para expresar ambos índices en la misma unidad de medida de modo que resulten comparables, debemos hacer una simple transformación algebraica. Recordemos que GFX es el gasto en pesos nominales dividido por el producto de tres factores: el tipo de cambio nominal multilateral, el índice promedio de los precios al consumidor de nuestros socios comerciales, y un índice del PBI real doméstico. Dividiendo el numerador y el denominador por el IPC de Argentina, nos queda el gasto público real en el numerador y TCRM en el denominador. Reemplazando el índice de PBI real por el valor absoluto de este último y convirtiendo a TCRM en un número índice base 1997=1.0, el resultado es el cociente entre (G/Y), por un lado, y TCRM, por el otro. Esta es la variable representada por los bastones azules del Gráfico 4 que, como se observa, tiene la misma forma que el Gráfico 2.

La comparación entre ambas series revela que: (a) el peso del sector público fue inferior para los bienes y servicios transables que para el promedio de la economía en todos los años de la serie salvo 1999, 2000, 2001 y, en menor medida, 2015; (b) tras alcanzar un máximo en 2002, la brecha en favor de los transables disminuyó gradualmente en los años siguientes hasta desaparecer por completo en 2015, antes de empezar a recuperarse nuevamente en 2016; y (c) la carga fiscal normal que soporta el sector de transables (el valor de retorno o resistencia medido como porcentaje del PBI sectorial) es 25%-30%, siendo el valor proyectado para el año en curso 31%, o sea, muy cercano al límite superior del rango. Los supuestos subyacentes son: (a) que la carga fiscal nominal se distribuye uniformemente entre los dos sectores, lo que implica que la carga real depende del precio relativo entre ambos bienes; y (b) que el año base del TCRM es 1997, al que

consideramos de equilibrio por la razón indicada anteriormente. Va de suyo que, si el sector de transables soportó relativamente menos la carga fiscal en la mayoría de los años del período muestral, el sector de no transables, sobre todo el que opera en la economía formal y no evade impuestos, la soportó más.

Relevancia de las conclusiones anteriores

La pregunta que debemos hacernos es si sirve de algo que el gasto público haya bajado mucho en moneda extranjera pero poco como proporción del PBI. Si comparamos el año en curso con 1997, encontramos que el gasto público en moneda extranjera es aproximadamente el mismo pero, como proporción del PBI, es 15 puntos porcentuales más alto. La diferencia es el valor del TCRM, que es 40% mayor que el que el que había en 1997. La depreciación endógena del TCR entre 1997 y 2019 es el subsidio implícito que el sector de transables recibió del resto de la economía para compensar la distorsión que supone un nivel de gasto público tan alto como el que existe actualmente en la Argentina.

En ese sentido, que la carga fiscal sobre el sector transable haya disminuido como porcentaje del PBI sectorial (de 46% a 31%) es una buena noticia, pero sólo “hasta por ahí nomás.” Significa que el TCR ha dejado de estar atrasado y que, este año, el peso del sector público sobre el sector exportador y sustituidor de importaciones va a ser el más bajo de los últimos nueve años. Pero, dado que la carga sobre la economía como un todo es apenas inferior que la que había en 2015, la contrapartida es una mayor presión sobre el sector no transable formal. Dado que este último emplea mucha más gente que el primero, la mayor presión fiscal que soporta redundará en una menor capacidad de generar trabajo y ofrecer buenos salarios, lo que explica el malestar social que existe actualmente.

Otra forma de decir lo mismo es que, si bien el valor actual del peso es de equilibrio, está subvaluado con respecto al que tendría si imperaran reglas de juego más eficientes como las que había en 1997, incluido un nivel de gasto muy inferior como porcentaje del PBI. Visto así la marcada depreciación real del peso (30% de 1997 a 2019) representa un significativo deterioro en la calidad de vida del argentino promedio, que debería ser evidente para todos aquellos que recuerdan cómo se vivía en Argentina en 1997.

En Foco 2

La política económica, condicionada por el dato de inflación de Marzo (4,7% mensual)

Guadalupe Gonzalez

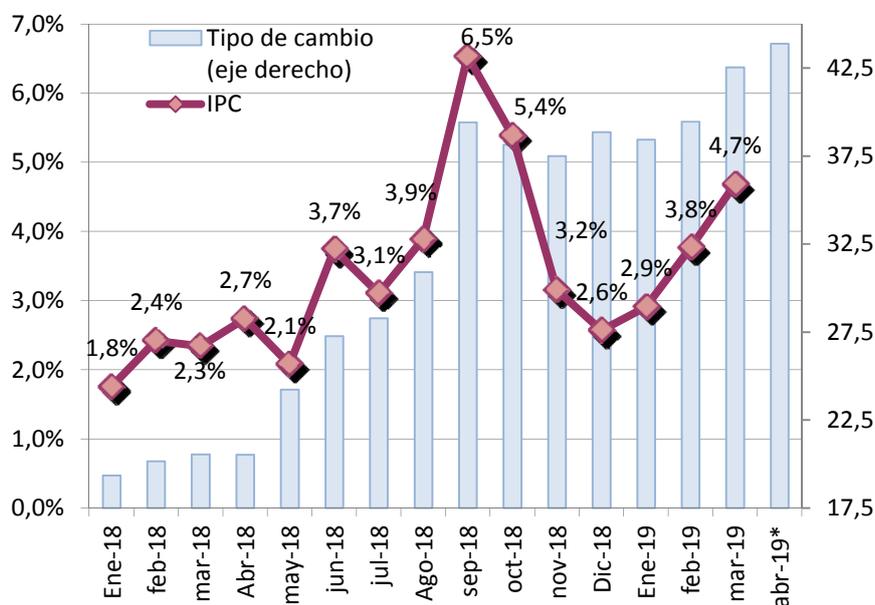
- En Marzo, la variación mensual de los precios al consumidor fue de 4,7% y en los tres primeros meses del año acumula una suba de 11,8%
- En términos interanuales, la inflación de Marzo fue 54,7%, pero en el norte del país los precios subieron más: 57,6% en el NEA, 56,8% en Cuyo y 55,5% en el NOA
- La inflación núcleo fue de 4,6% y el promedio móvil de tres meses anualizado arroja un guarismo de 57,1%, que compara con una tasa de interés de política monetaria de 61,3% para el promedio de Marzo

El Índice de Precios al Consumidor registró en Marzo una variación de 4,7% mensual, según los datos relevados por el INDEC para el promedio nacional. En los tres primeros meses del año, la inflación ya acumula un 11,8%. La inflación núcleo, aquella que no tiene en cuenta lo que ocurre con los bienes y servicios estacionales y/o regulados, marcó una variación mensual de 4,6%.

Producto de este muy elevado dato de inflación, el Banco Central anunció ayer que mantendrá fijos hasta fin de año los límites inferior y superior de la “zona de no intervención” cambiaria en \$39,755 y \$51,448 respectivamente. Adicionalmente, si el tipo de cambio llegara a ubicarse por debajo de la zona de no intervención, el BCRA anunció que no realizará compras de dólares hasta el 30 de Junio. Si por el contrario el tipo de cambio superara el límite superior, se realizarán licitaciones diarias de hasta US\$150 millones.

Por otro lado, el gobierno dio a conocer medidas económicas y sociales para reactivar el consumo entre las que se encuentra un acuerdo para mantener por lo menos durante seis meses el precio de 60 productos esenciales. Adicionalmente, se anunció que no habrá nuevos aumentos de tarifas de electricidad, gas y transporte público hasta fin de año.

Índice de Precios al Consumidor y Tipo de cambio



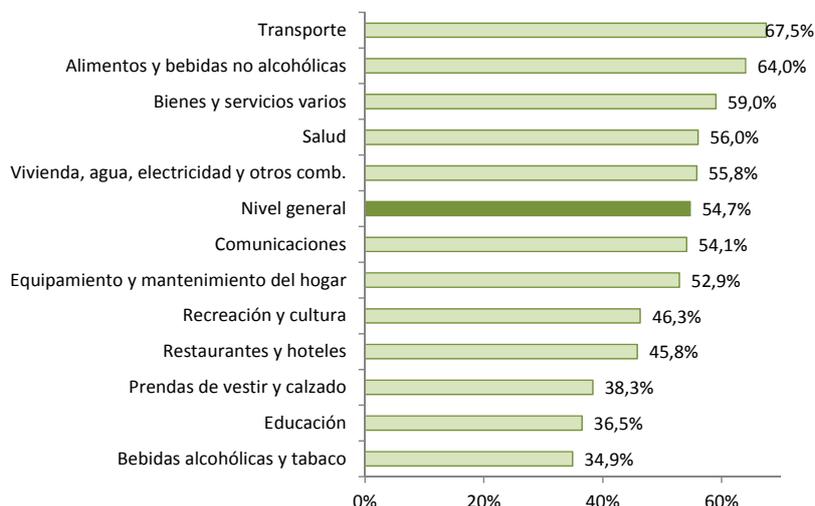
* Datos promedio hasta 16 de Abril

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y Ámbito Financiero

La inflación de Marzo fue muy elevada (4,7%). Los mayores aumentos se observaron en Educación (17,9% mensual), Prendas de vestir y calzado (6,6%), alimentos y bebidas no alcohólicas (6%). En términos interanuales, el índice de precios al consumidor registró un aumento de 54,7%, siendo los rubros que más subieron en Marzo: transporte (67,5%), alimentos y bebidas no alcohólicas (64%), bienes y servicios varios (59%), salud (56%) y vivienda, agua, electricidad y otros combustibles (55,8%). En el otro extremo, los rubros que aumentaron sus precios por debajo del promedio general fueron: bebidas alcohólicas y tabaco (34,9%), Educación (36,5%), Prendas de vestir y calzado (38,3%), Restaurants y hoteles (45,8%), Recreación y Cultura (46,3%), Equipamiento y mantenimiento del hogar (52,9%) y comunicaciones (54,1%).

Índice de Precios al Consumidor. Marzo 2019

Variación interanual

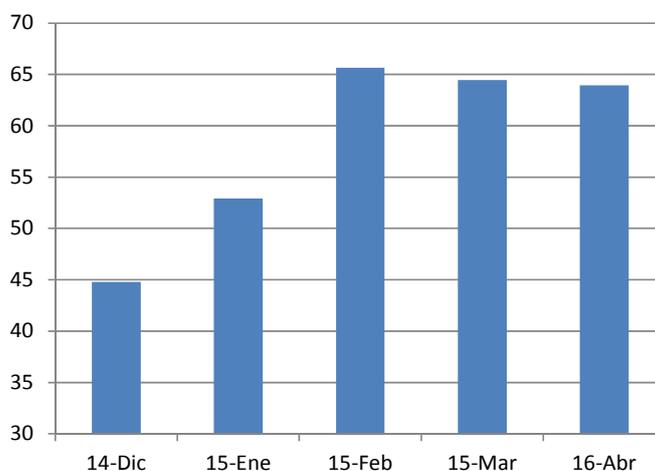


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

El precio de la carne registró importantes subas en los primeros meses del año, impactando fuertemente en la inflación total. Tomando como ejemplo la categoría de Novillos Mest. EyB 431/460 del Mercado de Liniers, se tiene que en Enero el precio había aumentado un 18,2% mensual, seguido por un 24% en Febrero. Sin embargo, en los últimos 30 días el precio de la carne en el Mercado de Liniers (según la categoría analizada) cayó 0,8%, dando cierto respiro al aumento general de precios en Abril.

Precio de la carne en el Mercado de Liniers

Pesos por kilo vivo. Novillos Mest.EyB 431/460

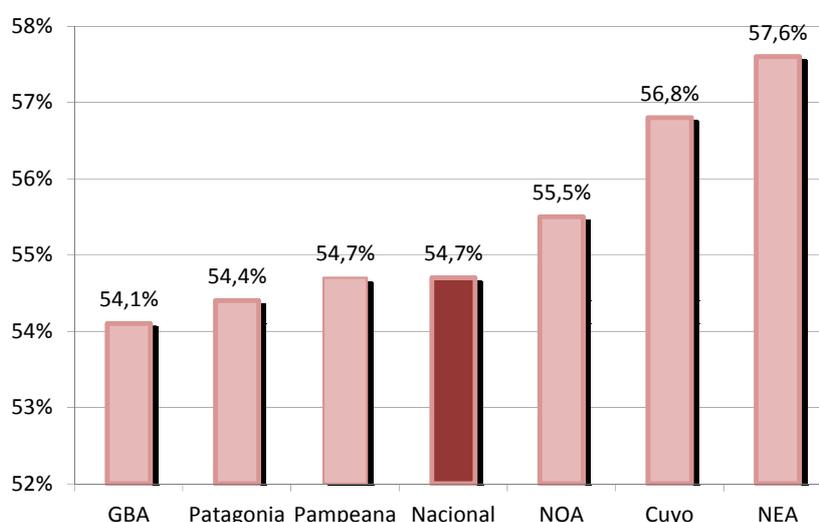


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mercado de Liniers

En el análisis por región la situación es todavía más preocupante para algunas provincias. En Marzo, en el Gran Buenos Aires los precios aumentaron en promedio 54,1%, mientras que en la Patagonia y en la región Pampeana la inflación fue de 54,4% y 54,7% anual respectivamente. En las demás regiones del país los precios registraron subas superiores al promedio nacional. En el NEA la inflación anual de Marzo fue 57,6%, en Cuyo 56,8% y en el NOA 55,5%.

Nivel General de Precios por Regiones

Variación interanual Marzo 2019

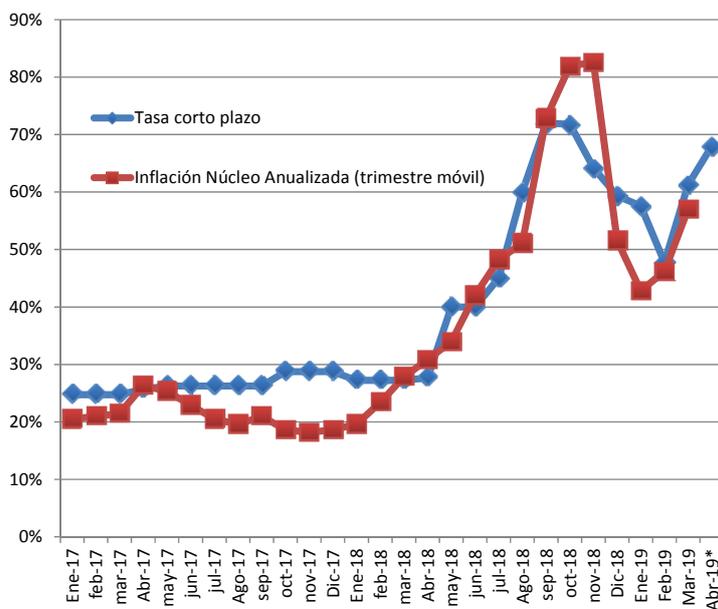


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Por último, se tiene que en Marzo la inflación núcleo, es decir aquella que no tiene en cuenta lo que ocurre con los bienes y servicios estacionales y/o regulados, marcó una variación mensual del 4,6%. Si tomamos el promedio de la variación mensual de los últimos tres meses de forma anualizada, se tiene un aumento de 57,1% anual. Esto compara con la tasa de política monetaria promedio del mes de Marzo, de 61,3%, dando como resultado una tasa real de interés de 4,24 puntos. Actualmente, la tasa de política monetaria se ubica en 68%.

Tasa real de Interés: diferencia entre Pases e Inflación Núcleo anualizada

Promedio móvil 3 meses



*último dato para la tasa de política monetaria

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

En Foco 3

Evolución de la búsqueda de inmuebles, autos y motos en la web

Franco Vico

- La caída del salario real, junto con la caída en los niveles de confianza, una importante retracción en el crédito y las altas tasas de interés, han tenido su correlato en la venta de bienes durables
- A continuación, se examinan las últimas tendencias de búsqueda en la web sobre distintos bienes durables, como indicio del comportamiento de los individuos ante los cambios macroeconómicos mencionados. Posteriormente, en base a datos específicos de los sectores analizados, se evalúa la evolución reciente de dichas variables
- Las búsquedas analizadas sobre rodados e inmuebles son: “inmuebles”, “autos” y “motos”, para lo cual se delineó una estructura de búsqueda similar para los tres términos, evaluando las pesquisas realizadas exclusivamente desde Argentina desde enero de 2017 hasta la primera quincena del corriente abril. La información se presenta en forma semanal

Los resultados se presentan en forma de índice, con un intervalo de 0 a 100, donde el valor máximo 100 corresponde al pico histórico de interés del término buscado en Argentina.

El siguiente gráfico describe el nivel de búsquedas en la web de los términos mencionados. En primer lugar, se advierte una clara tendencia negativa en las búsquedas en Google por inmuebles, con caídas interanuales del orden del 18% para la segunda quincena de marzo.

En relación a las pesquisas por motos y automóviles, se observan patrones relativamente más estables a lo largo del periodo analizado, aunque con presencia de algunas fluctuaciones importantes, especialmente para el caso de los automóviles. En este sentido, se advierte cierto patrón estacional, con un incremento en la cantidad de búsquedas por autos en el mes de enero de cada año.

Considerando este último, en los primeros tres meses del 2019 se refleja una retracción significativa en el nivel de búsquedas en la web, con una caída del 15% entre la primera semana de enero y la última semana de marzo.

Las búsquedas por motos registra el comportamiento menos volátil; inclusive, los datos de Google consignan un crecimiento en el nivel de interés por este término durante el mes de marzo.

Gráfico 1: Nivel de búsquedas en la web para "inmuebles", "motos" y "autos" *

Enero 2017 – Marzo 2019.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends.

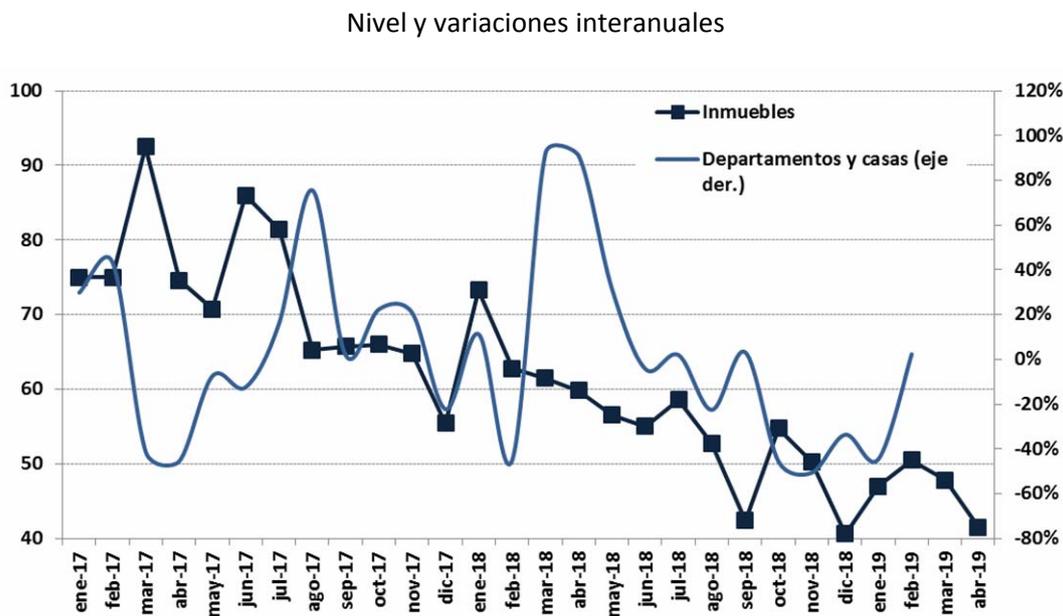
* Las series presentadas son los promedios móviles de 4 semanas de las series originales.

A continuación se examinan individualmente las tendencias de búsquedas en la web de cada categoría propuesta y su comportamiento correspondiente en base a datos específicos de cada sector. Para las series obtenidas desde Google Trends, se presentan los promedios mensuales.

El análisis del sector inmobiliario se desarrolla a partir del Índice de Ventas de Inmuebles en Córdoba, publicado por CEDUC. Se considera el índice desagregado para Departamentos y Casas, ya sea adquiridas con o sin financiamiento. Las variaciones interanuales de este índice, presentadas en el gráfico, se ubican en territorio negativo desde agosto de 2018, alcanzando guarismos cercanos al -45% en algunos meses. Luego de un enero con una retracción interanual del 44,6%, el último febrero rompió la tendencia negativa del semestre previo, con un leve crecimiento del 2,4% en relación a febrero de 2018. Si se observa la tendencia de búsquedas en la web, este índice

profundizó su caída en marzo y lo transcurrido de abril, luego de un leve crecimiento en el mes de febrero.

Gráfico 2: Nivel de búsquedas en la web para "inmuebles" e índice de ventas de inmuebles para Córdoba



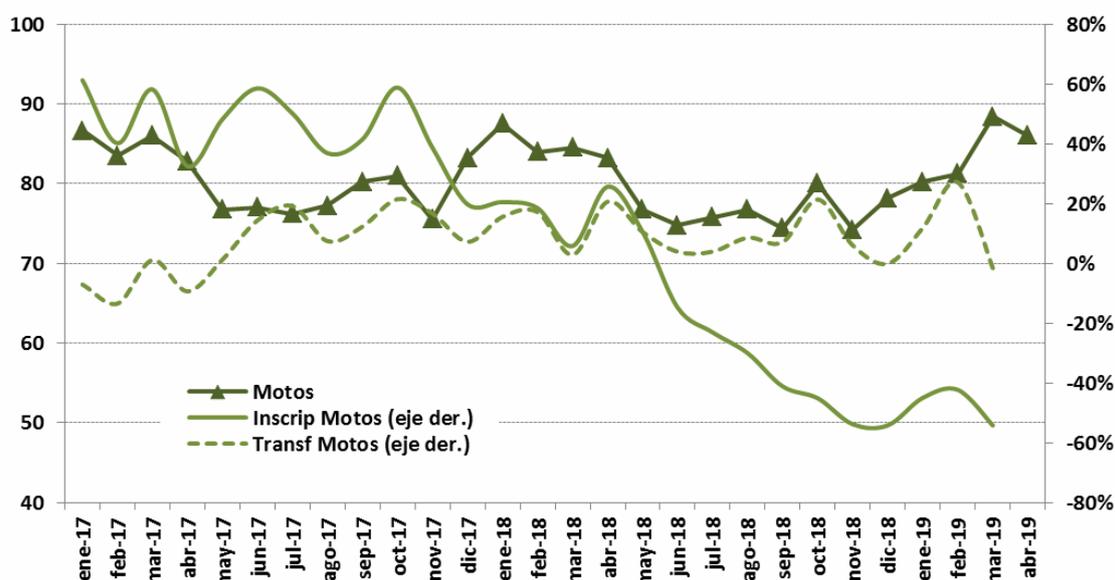
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends y CEDUC.

Tomando como referencia el registro de la DNRPA para inscripciones iniciales y transferencias de motocicletas, se revelan comportamientos distintos para estas dos variables. Por un lado, las inscripciones iniciales de motos reflejan una franca retracción desde junio del año pasado, llegando a disminuciones interanuales superiores al 50% para el último trimestre de 2018, para este tipo de operaciones.

La cantidad de transferencias de motos registra una performance más positiva en el periodo analizado. A pesar de algunas fluctuaciones en los niveles operados en relación al 2017, las variaciones interanuales se han mantenido en terreno positivo. Los últimos datos disponibles dan cuenta de un febrero favorable, con un crecimiento interanual del 27% en la cantidad de transferencias de motos, seguido de una caída del 1,6% para el mes de marzo.

Gráfico 3: Nivel de búsquedas en la web para "motos" e inscripciones y transferencias

Nivel y variaciones interanuales



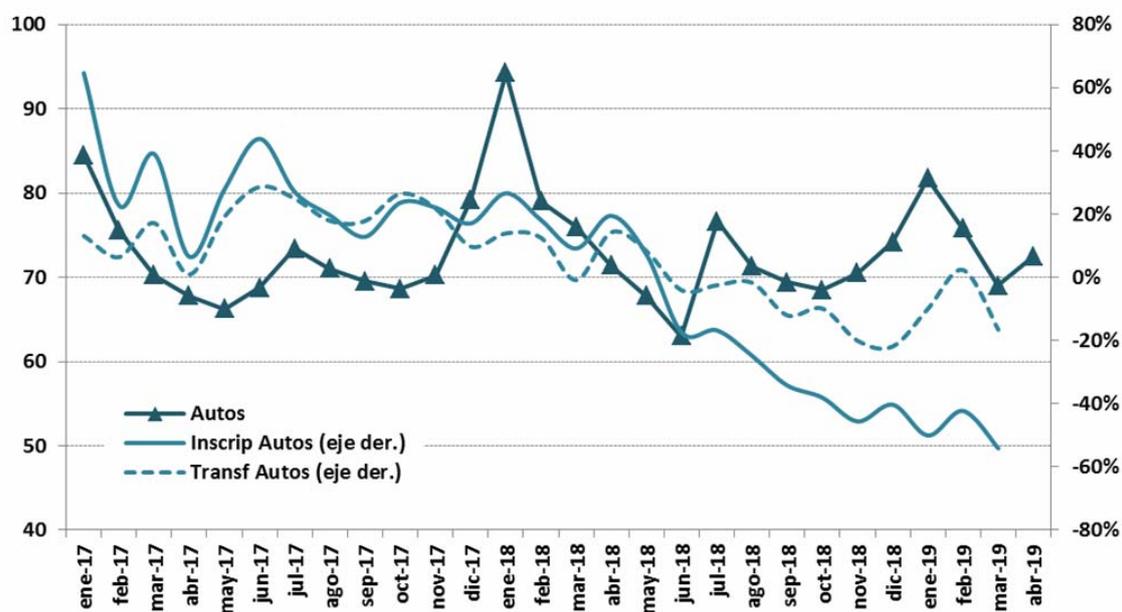
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends y DNRPA.

Por último, considerando la misma fuente, se examinan las inscripciones iniciales y transferencias de autos desde enero de 2017 hasta marzo de 2019. En este caso, los datos muestran una tendencia similar a lo evidenciado para las motos. Desde junio del año pasado, las inscripciones de vehículos nuevos manifiestan una fuerte caída, con variaciones interanuales que promedian el -49% en los primeros tres meses del año.

Las transferencias de automóviles siguen una evolución menos dramática, aunque en niveles claramente inferiores a los del 2017 y principios de 2018. El gráfico demuestra que luego de un ligero repunte en las transferencias realizadas entre enero y febrero de 2019 (este último mes con una crecimiento interanual del 2,3%), el dato de marzo refleja una contracción significativa, con una caída interanual superior al 16%. El indicador de búsquedas en la web presenta un leve aumento en lo que va del mes de abril.

Gráfico 4: Nivel de búsquedas en la web para "autos" e inscripciones y transferencias

Nivel y variaciones interanuales



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends y DNRPA.