



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 28 - Edición N° 1198 – 9 de Mayo de 2019

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

¿Cómo se soluciona la pulseada tasa de interés y dólar?

En Foco 1 – Guadalupe Gonzalez

En Marzo la actividad económica volvió a terreno negativo

En Foco 2 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana:

En el primer cuatrimestre del año se vendieron 49,8% autos menos que en el primer cuatrimestre de 2018

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*****¿Cómo se soluciona la pulseada tasa de interés y dólar?***

- La economía argentina se encuentra en un peligroso círculo vicioso de altas tasas de interés y presiones cambiarias. La propia historia contemporánea de Argentina muestra que estos procesos son muy peligrosos y requieren un plan específico para que la economía retorne a la normalidad
- El hecho que solamente resten pocos meses para las elecciones presidenciales es una enorme restricción para que el actual gobierno corte definitivamente este proceso
- La profundización de la dureza en la política monetaria y la mayor disponibilidad de municiones para hacer frente a turbulencias cambiarias ayudan al Banco Central a crear un puente hasta que el próximo gobierno pueda lanzar un plan específico que elimine el círculo vicioso en el que se encuentra actualmente la economía

En Foco 1:**10*****En Marzo la actividad económica volvió a terreno negativo***

- La producción industrial se contrajo 13,4% interanual en Marzo y en términos desestacionalizados la variación fue -4,3% respecto a Febrero
- La actividad en la construcción cayó 12,3% anual en Marzo y la medición sin estacionalidad volvió a terreno negativo, con -3,5% respecto del mes anterior
- La recaudación impositiva asociada al mercado interno marcó una caída en términos reales de 9,5% interanual en Abril, que se suma a la baja observada en el primer trimestre de 2019 (-10,9%)

En Foco 2:**15*****El dato regional de la semana: En el primer cuatrimestre del año se vendieron 49,8% autos menos que en el primer cuatrimestre de 2018***

- El patentamiento de autos cero kilómetro alcanzó las 177.424 unidades en el primer cuatrimestre del año, un 49,8% menos que el primer cuatrimestre de 2018. En todas las provincias del país se redujeron las ventas de automóviles 0km
- Las caídas más significativas se observaron en las regiones del norte del país. Así, en la región Noreste la merma alcanzó el -56,2%, y en la Noroeste la reducción fue del 55,1%. Entre las provincias que la forman, Chaco, Salta y Misiones fueron las de mayor caída (-59% interanual promedio)
- En el resto del país, las provincias que tuvieron un peor desempeño fueron San Luis (-54,8%), Mendoza (-50,3%) y San Juan (-45,3%) en Cuyo; Entre Ríos (-52,8%) en la región Pampeana, y Tierra del Fuego (-55,5%) en la Patagónica

Editorial

¿Cómo se soluciona la pulseada tasa de interés y dólar?

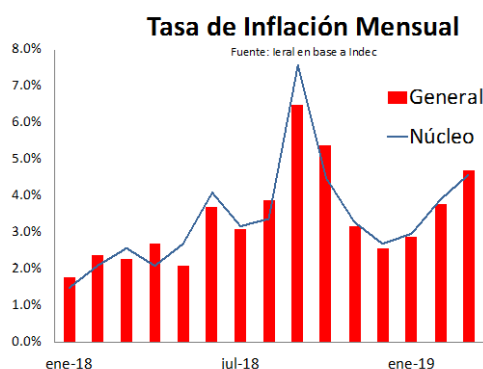
Gustavo Reyes

- La economía argentina se encuentra en un peligroso círculo vicioso de altas tasas de interés y presiones cambiarias. La propia historia contemporánea de Argentina muestra que estos procesos son muy peligrosos y requieren un plan específico para que la economía retorne a la normalidad
- El hecho que solamente resten pocos meses para las elecciones presidenciales es una enorme restricción para que el actual gobierno corte definitivamente este proceso
- La profundización de la dureza en la política monetaria y la mayor disponibilidad de municiones para hacer frente a turbulencias cambiarias ayudan al Banco Central a crear un puente hasta que el próximo gobierno pueda lanzar un plan específico que elimine el círculo vicioso en el que se encuentra actualmente la economía

Desde el lanzamiento del plan para frenar el “ACV” que sufrió la economía entre el II y III trimestre del año pasado, el BCRA ha modificado progresivamente su regla monetaria – cambiaria.¹ Estos cambios (ver Cuadro 1) han profundizado la dureza de la política monetaria y habilitado el uso de mayores municiones para frenar las presiones sobre el dólar.

Las sucesivas modificaciones de la regla de la política monetaria – cambiaria han obedecido claramente al escaso éxito alcanzado, hasta ahora, para contener la inflación y las presiones cambiarias. Estas presiones se originan en gran parte de un complicado círculo vicioso que resulta difícil de romper en la presente coyuntura política (a 6 meses de las elecciones presidenciales).

¹ Para más detalles del plan lanzado a fines de setiembre de 2018, ver “El segundo programa con el FMI en menos de 3 meses: ¿qué podemos esperar?”, Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 4 de octubre de 2018, Año 27, Edición Nº 1153, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3894-infdecoyuntura.pdf



El círculo vicioso mencionado anteriormente se alimenta tanto de problemas económicos (coyunturales y estructurales) como de una enorme incertidumbre sobre el rumbo que seguirán las autoridades que emerjan del proceso electoral. Entre los problemas económicos puede citarse al financiamiento futuro de las cuentas públicas (aún alcanzando el equilibrio del déficit primario se requieren recursos para el pago de los servicios de la deuda), el creciente endeudamiento del BCRA (Leliq) requerido para cumplir con su meta de 0 emisión monetaria y la cada vez más difícil concreción de las reformas estructurales que necesita la economía para su buen funcionamiento (laboral, previsional, impositiva y de coparticipación de impuestos, apertura de la economía). La difícil solución a estos problemas se potencia con los posibles cambios bruscos en las reglas de juego económicas que pueden acontecer en el panorama post-elecciones (temor al retorno de controles cambiarios, mayores regulaciones al sector exportador, relación con los organismos internacionales de crédito, reestructuración forzosa de la deuda, etc.).

En la economía cotidiana, esta incertidumbre y los problemas citados se reflejan en una menor demanda de dinero doméstico por parte de los agentes económicos. La caída en los deseos de la gente de mantener dinero genera un excedente de pesos que se produce a pesar del sobre-cumplimiento de la regla de emisión nula de Base Monetaria del Banco Central². Este exceso de pesos presiona tanto al mercado cambiario como a la inflación y el BCRA para evitar esto, trata de reducirlo emitiendo más letras Leliq (absorbe pesos). El mayor stock de Leliq presiona al alza a las tasas de interés y esto a su vez, aumenta nuevamente el stock de dicha deuda del Banco Central en forma automática (la amortización de estas letras se realiza mediante su renovación cada 7 días). El aumento de la deuda remunerada de la autoridad monetaria vuelve más inestable el cumplimiento futuro del compromiso de emisión cero de Base Monetaria y esto, lógicamente, hace caer nuevamente la demanda de pesos. Esta dinámica junto con los problemas comentados anteriormente, retroalimentan el círculo vicioso de altas tasas de interés y presiones sobre el mercado cambiario.

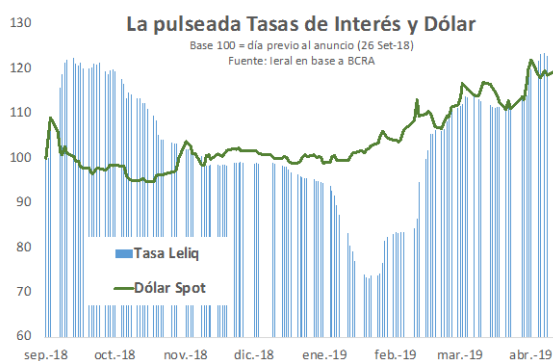
² Para más detalles, ver “¿Por qué no baja la inflación en Argentina”, Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 11 de abril de 2019, Año 28, Edición Nº 1192, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3998-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

Cuadro 1: Cambios de la Regla Monetaria – Cambiaria del BCRA

Mayor dureza de la Política Monetaria	Más municiones para contener al dólar
14 de marzo de 2019: se extiende el compromiso de 0 emisión de Base Monetaria hasta fin de año. Se reduce del 2% al 1.75% mensual el crecimiento mensual de las bandas cambiarias. https://bit.ly/2DJ1w48 .	14 de marzo de 2019: subastas diarias de u\$s 60 millones diarios del tesoro (https://bit.ly/2Y029y3), que arrancan a partir del mes de abril y se mantiene hasta fin de año.
16 de abril de 2019: el BCRA se compromete a no comprar dólares hasta el 30 de junio por más que la cotización toque o perfore el piso de la banda cambiaria. https://bit.ly/2VUloZu .	16 de abril de 2019: los límites inferior y superior de la banca cambiaria serán constantes en 39,755 y 51,448 hasta el 31 de diciembre de 2019. Si el dólar supera este número, el BCRA puede vender hasta u\$s 150 millones diarios. https://bit.ly/2VUloZu .
	29 de abril de 2019: - el BCRA podrá realizar ventas de dólares aún si el tipo de cambio se ubicara por debajo de \$ 51,448, cuyo monto y frecuencia dependerán de la dinámica del mercado. - si el tipo de cambio se ubicara por encima de \$ 51,448, el BCRA incrementará de USD 150 a USD 250 millones el monto de la venta diaria estipulada hasta ahora. Asimismo, podrá determinar la realización de intervenciones adicionales para contrarrestar episodios de excesiva volatilidad si lo considerase necesario. https://bit.ly/2GS1SHM .

La pulseada entre las tasas de interés y el dólar

Si bien en los primeros meses del plan esta pulseada desapareció (relativa calma en la cotización del dólar junto con una caída en las tasas de interés), a partir de febrero las presiones sobre el dólar se intensificaron y como puede observarse en el gráfico, el aumento en las tasas de interés no pudo calmar totalmente la dinámica del precio de la divisa.



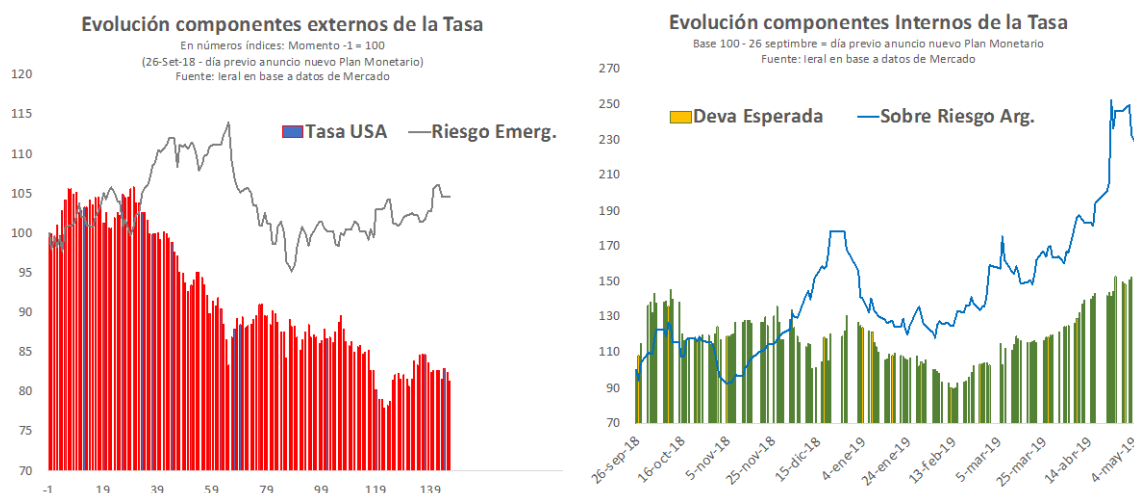
¿Por qué son altas las tasas de interés?

El nivel de las tasas de interés tiene componentes domésticos y externos. Entre los últimos hay dos que son fundamentales: la tasa de interés internacional³ y la prima de riesgo (promedio) de los países emergentes. Dentro de los factores internos, también hay

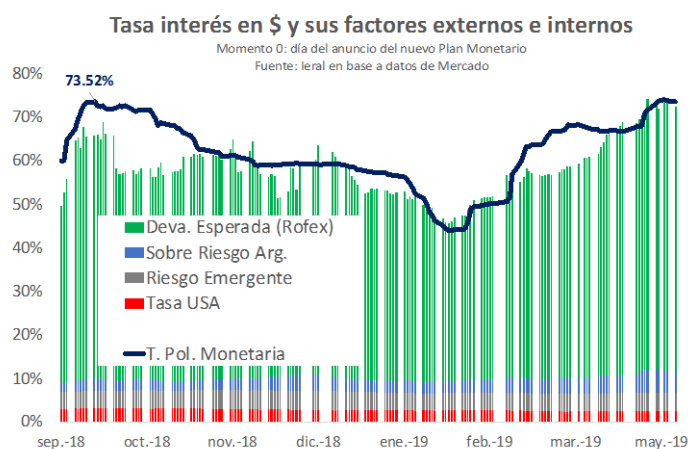
³ Se utiliza el rendimiento del bono a 10 años del Tesoro de Estados Unidos.

también dos que resultan clave: el sobre riesgo que deben pagar los bonos argentinos⁴ y la tasa de depreciación esperada del peso⁵.

Tomado como base 100 el día previo al inicio del plan (26 de setiembre de 2018), se puede observar que los principales componentes externos que afectan a la tasa de interés no han cambiado sustancialmente: subió un poco la prima de riesgo promedio de países emergentes pero bajó más la tasa de interés internacional. No ocurre lo mismo con los factores domésticos: el sobre riesgo de Argentina prácticamente se duplicó y las expectativas de depreciación, que habían bajado en los primeros meses del año, volvieron a subir en los últimos meses situándose en niveles similares al de las primeras semanas del plan.



De esta forma, el aumento de las tasas de interés en los últimos meses responde mucho más a factores domésticos que externos y los mismos están claramente relacionados al círculo vicioso que se explicaba anteriormente.



⁴ Por ser aún más riesgosos que el promedio de los países emergentes.

⁵ Mercado del dólar a futuro (1 año).

¿Cómo se frena la espiral de altas tasas de interés y presiones cambiarias? ¿Qué nos enseña la experiencia histórica?

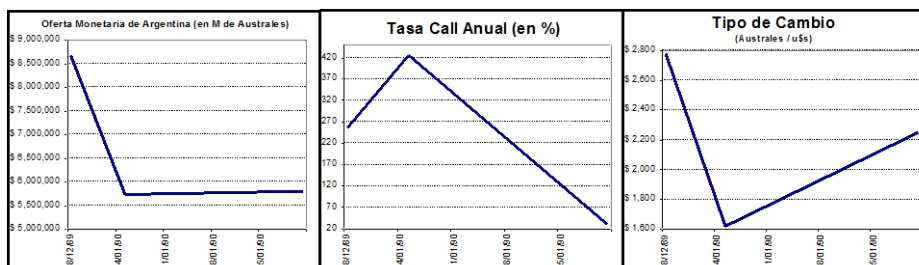
La economía de Argentina ha tenido numerosos episodios en su historia contemporánea donde las tasas de interés también han tratado de calmar las presiones sobre el dólar. En algunos de estos casos la economía terminó prácticamente explotando pero en otros, la explosión pudo ser evitada.

Dentro del primer grupo, se encuentran los ejemplos de la salida de la Tablita de Martínez de Hoz, del final del Plan Primavera (terminó en hiperinflación) y del último año del Plan de Convertibilidad (que desembocó en un corralito y luego en una fuertísima devaluación). Si bien en todos los casos se podrían encontrar importantes diferencias, la similitud es que en todos estos episodios, las mayores tasas calmaron al tipo de cambio solamente en forma temporal pero luego la economía terminó en una gran crisis.



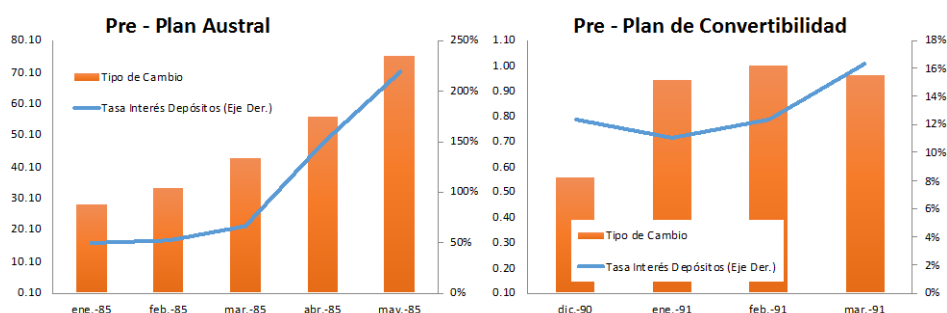
En los casos donde la explosión económica logró ser evitada, en todos ellos se produjo la implementación de algún plan específico que frenara el proceso. Ejemplos de estos planes que abortaron los colapsos pueden encontrarse tanto con sistemas cambiarios flexibles como rígidos. Como ejemplo del primer caso puede citarse al denominado Plan Bonex a fines del año 1989 que, con una drástica sustitución forzosa de bonos y plazos fijos produjo una fuerte contracción monetaria y cortó el círculo vicioso entre tasas de interés y presiones cambiarias.

Plan Bonex

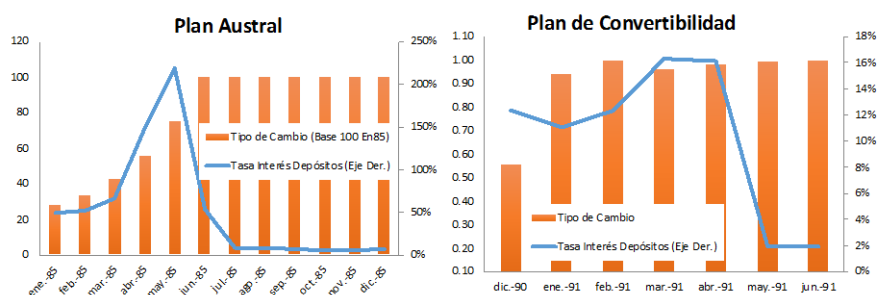


Entre los planes con fijación cambiaria se destacan al menos dos: el Plan Austral (mediados de los 80's) y el de Convertibilidad (principios de los 90's). Como puede

apreciarse en los siguientes gráficos, ambos casos presentaban una situación previa de tasas de interés y presiones cambiarias crecientes.



En ambos casos, el lanzamiento del plan redujo fuertemente las expectativas de inflación y de esta forma cortó el círculo vicioso de presiones cambiarias y altas tasas de interés en forma casi inmediata como puede observarse en los siguientes gráficos:



Con la mirada puesta en la situación actual de la economía de Argentina, al menos dos enseñanzas surgen claramente de la propia historia económica de Argentina:

- este tipo de procesos resultan sumamente peligrosos y son interrumpidos de dos formas: con un plan específico o por la propia dinámica del proceso de la economía que termina explotando.
- los programas que frenaron el círculo vicioso de altas tasas de interés y presiones cambiarias fueron implementados por gobiernos que tenían en su momento un importante horizonte político por delante al momento del lanzamiento del plan.

¿Qué podemos esperar?

El hecho que solamente resten 6 meses para las elecciones presidenciales es sin duda una enorme restricción para que el actual gobierno lance un plan que corte definitivamente este proceso (no puede asegurar que va a seguir en sus funciones para terminar de ejecutarlo). Solamente podría lanzar un plan en el hipotético caso que el actual gobierno registre una eventual importante victoria en las elecciones primarias (las "paso" - durante el mes de agosto), pero dadas las actuales encuestas, esta opción por ahora no resulta la más probable.

Por estos motivos, el Banco Central en los últimos meses ha tomado medidas para reforzar la dureza de su política monetaria (reducir la demanda de dólares) y ha negociado con el Fondo Monetario la forma de estar habilitado para aumentar la oferta de dólares lo más posible en la medida que las turbulencias cambiarias lo requieran.

De esta forma, dadas las restricciones presentadas por el cronograma electoral, el escenario más probable es que de acá a las elecciones la economía probablemente continuará con la peligrosa puja entre las altas tasas de interés y las presiones cambiarias. El nuevo gobierno, inexorablemente deberá lanzar un plan específico que apunte a solucionar los problemas antes mencionados y eliminar el círculo vicioso en el que se encuentra actualmente la economía.

En Foco 1

En Marzo la actividad económica volvió a terreno negativo

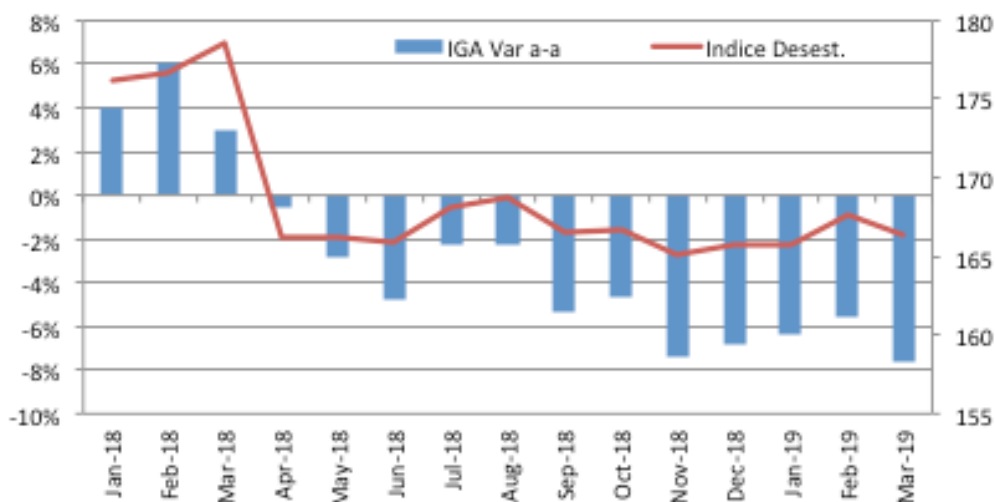
Guadalupe Gonzalez

- La producción industrial se contrajo 13,4% interanual en Marzo y en términos desestacionalizados la variación fue -4,3% respecto a Febrero
- La actividad en la construcción cayó 12,3% anual en Marzo y la medición sin estacionalidad volvió a terreno negativo, con -3,5% respecto del mes anterior
- La recaudación impositiva asociada al mercado interno marcó una caída en términos reales de 9,5% interanual en Abril, que se suma a la baja observada en el primer trimestre de 2019 (-10,9%)

La actividad económica volvió a terreno negativo en el mes de Marzo, junto con la aceleración de la inflación y la suba en el tipo de cambio. Las mediciones en términos desestacionalizados arrojaron variaciones negativas y también se observaron fuertes caídas en términos interanuales en los principales sectores económicos.

El índice de actividad publicado por Ferreres registró una caída de 7,7% interanual en Marzo, cerrando el primer trimestre del año con una contracción de 6,6% anual. Por su parte, la medición desestacionalizada contra Febrero marcó un retroceso de 0,7% mensual.

Índice General de Actividad

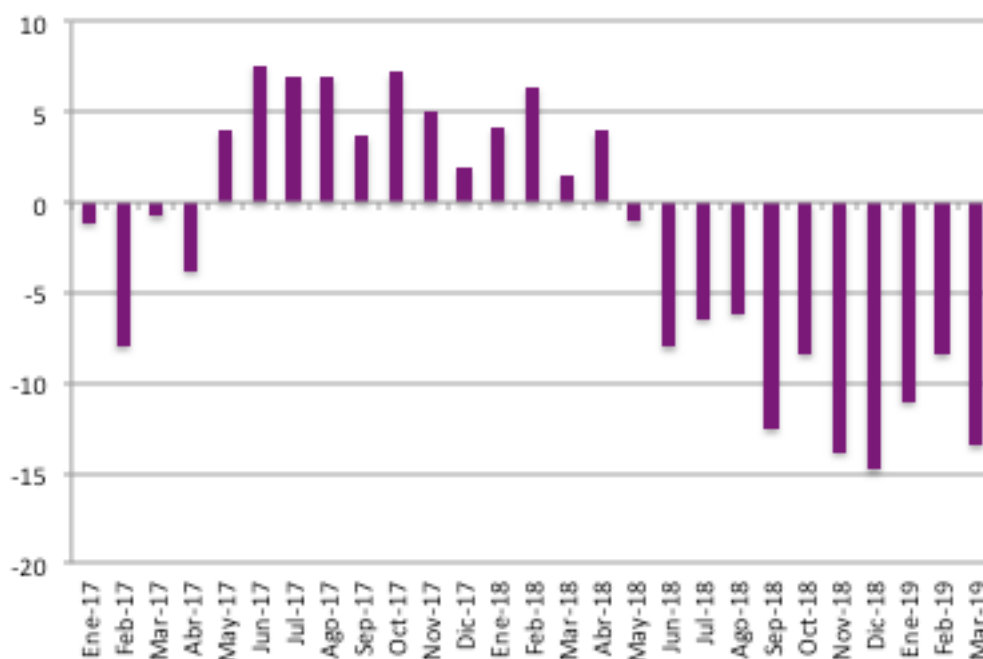


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ferreres

Industria

El Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI) publicado por el INDEC registró en Marzo una contracción de 13,4% interanual. En el promedio del primer trimestre del año, la actividad del sector cayó 11,1% respecto del primer trimestre de 2018. Asimismo, si se toma la medición del índice en términos desestacionalizados, se tiene que la producción manufacturera cayó 4,3% mensual en Marzo.

Índice de Producción Industrial Manufacturero
Variación interanual

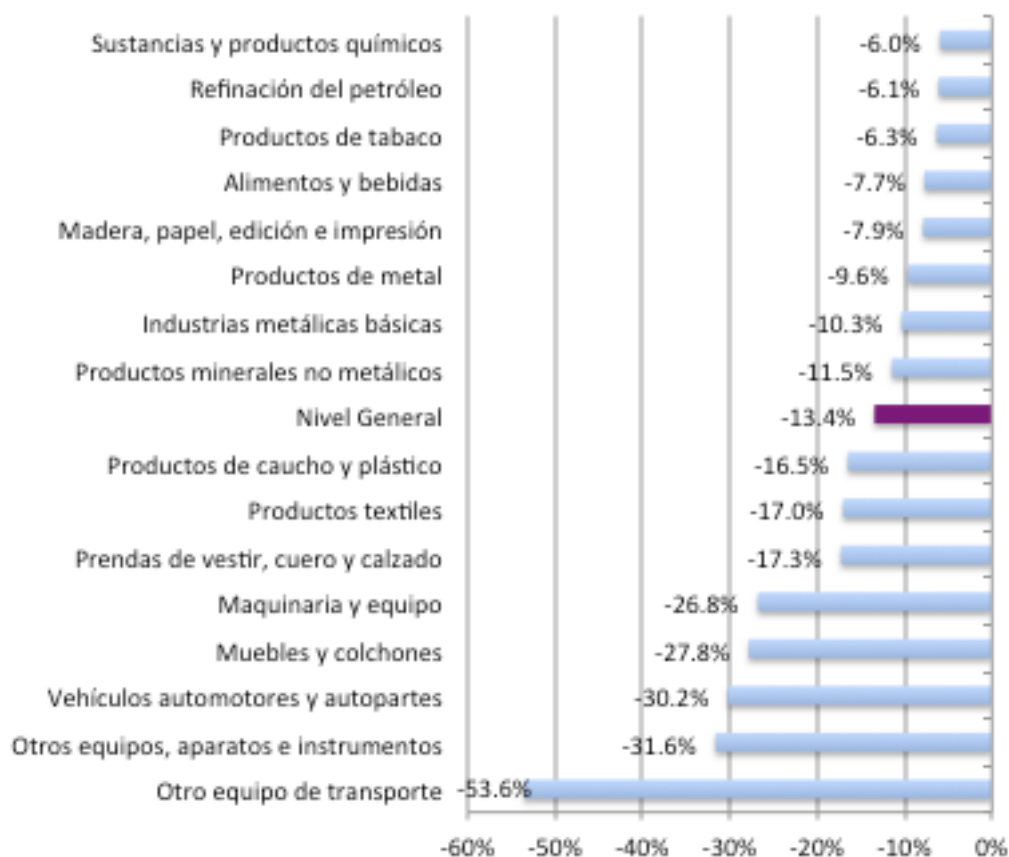


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

En Marzo se registraron variaciones negativas en todos los sectores de la industria, con fuertes caídas en vehículos automotores (-30,2%), maquinaria y equipo (-26,8%), sector textil (-17%), entre otros. Dentro de los sectores que en Marzo registraron caídas interanuales menores al promedio general se tiene a la industria química (-6%), refinación del petróleo (-6,1%), productos del tabaco (-6,3%), alimentos y bebidas (-7,7%).

Recientemente se anunció el aumento del reintegro a la exportación de autos a países del Mercosur al 6,5%, unificando el porcentaje de reintegro impositivo para todo el mercado de exportación. Habrá que ver cómo impacta esta medida en el sector automotriz a partir del mes de Mayo.

Índice de Producción Industrial Manufacturero por sector
Marzo 2019. Variación interanual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Construcción

La Actividad de la Construcción registró en Marzo una caída de 12,3% interanual. La medición en términos desestacionalizados volvió a terreno negativo, con -3,5% respecto del mes anterior, luego de los datos positivos de Enero (+4,8% mensual) y Febrero (8,6%).

Este indicador publicado por el INDEC, que muestra la evolución de la demanda de un conjunto de insumos del sector, acumula una contracción de 11,3% interanual en el primer trimestre del año.

Índice Sintético de la Actividad de la Construcción

Variación interanual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Recaudación impositiva

Otro indicador interesante relacionado con la actividad económica es la recaudación fiscal vinculada al mercado interno (IVA, aranceles de importación, combustibles, créditos y débitos, aportes personales).

En Abril, estos ingresos tributarios marcaron una suba de 41,5% interanual en términos nominales, por encima de las variaciones de los últimos meses cercanas al 35% anual pero aún por debajo de la inflación acumulada de doce meses (56,5% anual considerando una estimación para Abril). Así, la recaudación impositiva asociada al mercado interno marcó una caída en términos reales de 9,5% interanual en Abril, menor a las caídas de los últimos trimestres (-7% en el cuarto trimestre de 2018 y -10,9% en el primer trimestre de 2019). Habrá que esperar los datos de Mayo para ver si se confirma la mejora de este indicador.

Argentina: Recaudación impositiva asociada al Mercado Interno*

Variación interanual en términos reales



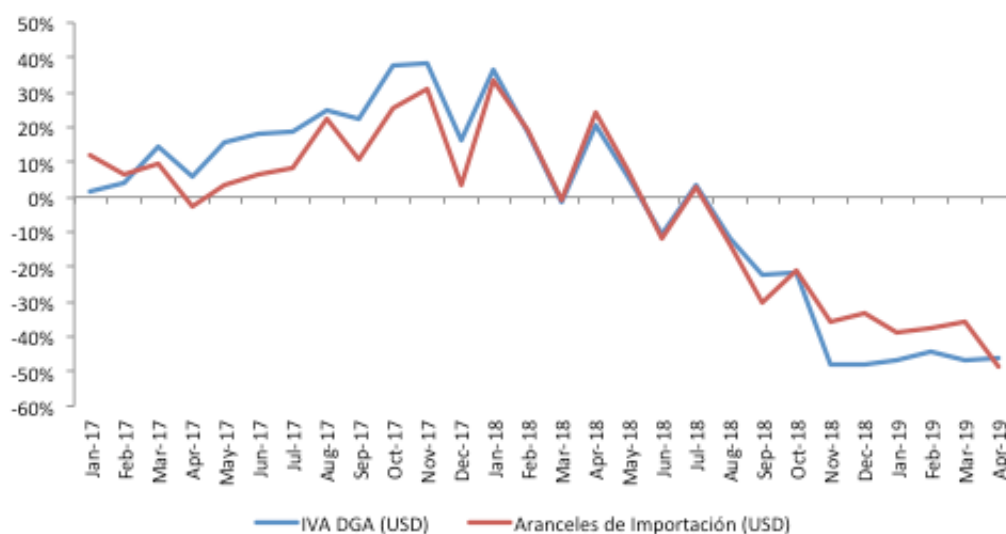
*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secretaría de Ingresos Públicos e INDEC

Por otro lado, la recaudación de impuestos asociados a la importación continúan registrando fuertes caídas. En Abril, los ingresos en dólares por IVA DGA registraron una caída del 46% interanual, similar a la variación de los últimos meses. Por su parte, la recaudación de aranceles de importación se redujo un 48,6% en dólares y profundizó su caída respecto de lo ocurrido en meses previos.

Recaudación de impuestos asociados a la importación, en dólares

Variación % interanual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secretaría de Ingresos Públicos

En Foco 2

El dato regional de la semana: En el primer cuatrimestre del año se vendieron 49,8% autos menos que en el primer cuatrimestre de 2018

Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

- El patentamiento de autos cero kilómetro alcanzó las 177.424 unidades en el primer cuatrimestre del año, un 49,8% menos que el primer cuatrimestre de 2018. En todas las provincias del país se redujeron las ventas de automóviles 0km
- Las caídas más significativas se observaron en las regiones del norte del país. Así, en la región Noreste la merma alcanzó el -56,2%, y en la Noroeste la reducción fue del 55,1%. Entre las provincias que la forman, Chaco, Salta y Misiones fueron las de mayor caída (-59% interanual promedio)
- En el resto del país, las provincias que tuvieron un peor desempeño fueron San Luis (-54,8%), Mendoza (-50,3%) y San Juan (-45,3%) en Cuyo; Entre Ríos (-52,8%) en la región Pampeana, y Tierra del Fuego (-55,5%) en la Patagónica

Según los datos publicados por la Dirección Nacional de Registro de la Propiedad Automotor, en el primer cuatrimestre del año el patentamiento de autos cero kilómetro alcanzó las 177.424 unidades, aproximadamente la mitad de lo que fue en enero-abril del año 2018 (-49,8%). El desempeño a nivel regional fue similar, observándose variaciones interanuales entre un -56,2% (Noreste) y -42,6% (Patagonia).

Las 24 jurisdicciones (23 provincias + CABA) evidenciaron reducciones en patentamiento de autos cero kilómetro y la mayor de ellas se observó en la provincia de Chaco: -60,6% interanual, durante el acumulado enero-abril del corriente año.

En la región **Noreste** se evidenció la mayor reducción interanual, de -56,2%, por debajo del desempeño de las demás regiones del país. Entre las provincias que la forman, Chaco y Misiones fueron las de mayor caída (-59,5% interanual promedio).

La región **Noroeste**, con un total de 16.963 unidades 0km vendidas y registradas al mes de abril de 2019, presentó una reducción del 55,1%. La provincia de Salta (-58,2%) fue la de mayor baja y Tucumán (-52,1%), la de menor.

Patentamiento de autos. Acumulado Enero-Abril 2019

Unidades y variación interanual.

Total País	177.424	-49,8%	Cuyo	11.044	-50,2%
Noroeste	16.963	-55,1%	Mendoza	6.773	-50,3%
Santiago del Estero	2.079	-56,5%	San Luis	2.004	-54,8%
La Rioja	1.204	-56,4%	San Juan	2.267	-45,3%
Catamarca	1.435	-55,5%	Noreste	11.709	-56,2%
Tucumán	5.812	-52,1%	Misiones	2.406	-58,4%
Salta	4.002	-58,2%	Formosa	1.892	-48,4%
Jujuy	2.431	-54,0%	Chaco	3.601	-60,6%
Pampeana	121.292	-49,1%	Corrientes	3.810	-53,3%
Córdoba	17.629	-49,4%	Patagónica	16.416	-42,6%
Entre Ríos	4.372	-52,8%	Santa Cruz	1.835	-47,0%
La Pampa	1.977	-51,9%	Neuquén	5.665	-30,9%
Santa Fe	14.867	-49,5%	Chubut	4.241	-42,6%
CABA	30.113	-41,1%	Tierra del Fuego	1.538	-55,5%
Buenos Aires	52.334	-52,2%	Río Negro	3.137	-48,7%

Fuente: IERAL en base a DNRPA.

La región de **Cuyo**, cerró el cuatrimestre con una reducción del 50,2% interanual. En ella, la provincia de San Luis fue la de mayor reducción (-54,8%), seguida por Mendoza (-50,3%) y, finalmente, San Juan (-45,3%).

La merma fue menor en la región **Pampeana**, que registró una caída en la cantidad de autos nuevos vendidos de un 49,1% (-117.030 unidades 0km vendidas). Esta región representa en torno al 70% del total de automóviles vendidos. Las provincias que la componen evidenciaron caídas entre un -41,4% (CABA) y un -52,8% (Entre Ríos).

Por último, en la región **Patagónica**, el patentamiento de autos 0km durante el primer cuatrimestre del corriente año fue un 42,6% inferior al de igual periodo del año 2018. Entre las provincias que la forman se observó cierta variabilidad: la menor reducción es del 30,9% (Neuquén) y la mayor, de 55,5% (Tierra del Fuego).