

# INFORME DE COYUNTURA ECONÓMICA ARGENTINA

Dr. Adrián Ravier

Resumen de la Actividad Económica Argentina (2018): El 2018 se resume en un primer trimestre positivo por arrastre de 2017 y luego tres trimestres negativos donde impactó fundamentalmente la sequía (II), la crisis cambiaria (III) y la nueva política monetaria para bajar la inflación (IV). El escenario 2019 que podemos construir hoy presentaría un primer trimestre negativo por arrastre de 2018 y un segundo trimestre positivo por una mejor cosecha. El 2do semestre todavía requiere definir la política económica (fiscal, monetaria y cambiaria) lo que terminará por impactar en el global. Un escenario internacional adverso puede ser la principal amenaza, mientras que controlar las Leliqs representa el mayor desafío. Un shock externo puede generar la monetización de las Leliqs, lo que impactaría fuerte y negativamente en el nivel de inflación y la cotización del dólar, y con ello en todas las variables macro, incluyendo la deuda, el empleo y la actividad.

2018



# Informe de Coyuntura Económica Argentina<sup>1</sup>

1. El 2017 fue un año de recuperación, tras la recesión de 2016. La actividad económica cerró con un crecimiento de 2.9 % y la baja en la inflación fue contundente, desde el 41 % de 2016 al 24,8 de 2017.
2. Si bien el informe ICEA 2017 proyectaba un 2018 similar, se habían anunciado dudas por un posible endurecimiento de la política de la Fed, y también por la inacción fiscal y el déficit de cuenta corriente.
3. El primer trimestre de 2018 mostró precisamente la tendencia que se observaba en el informe No. 1, con un crecimiento económico similar, pero la mala cosecha y una menor disponibilidad de acreedores internacionales para financiar al fisco argentino transparentó las debilidades macro que tiene nuestro país en el frente fiscal y externo.
4. El gobierno recurrió al FMI para obtener las divisas que no pudo conseguir ni por agro-exportaciones, ni por financiamiento externo, pero la ayuda fue condicionada a atender desequilibrios profundos que la economía argentina mostraba en los frentes fiscal, monetario y cambiario.
5. Se recalibraron las metas, pero la corrección en el mercado cambiario fue más contundente de lo esperado, lo que implicó replantear varias veces el escenario económico a enfrentar y la política económica a implementar.
6. Hubo cambios en el equipo económico, incluida la salida de Federico Sturzenegger como Presidente del Banco Central y el mayor poder de Nicolás Dujovne como nuevo Super-Ministro de Economía. Las nuevas autoridades del Banco Central decidieron dismantlar la bola de nieve de las Lebac's, lo que implicó aumentar fuertemente la base monetaria ocasionando una mayor suba en la inflación.
7. A noviembre de 2018 cuando se escribe este informe, la Argentina muestra un escenario recesivo (-2,5 % en 2018 respecto de 2017) y con fuerte suba en la tasa de inflación (estimada para 2018 en torno al 47 %).
8. Un nuevo cambio en la Presidencia del Banco Central (Sandleris por Caputo) modificó la política monetaria apuntando ahora a metas en los agregados monetarios. Si la autoridad monetaria cumple lo propuesto manteniendo constante la base monetaria hasta junio 2019, es cierto que tendrá éxito en reducir fuertemente el nivel de inflación, pero también profundizará la recesión.
9. De cara al 2019, el contexto internacional luce desfavorable, esperando nuevas subas de tasas de parte de la Fed desde diciembre 2018. Los capitales buscan activos más seguros y lógicamente la Argentina no podrá captarlos. El precio del combustible se recupera, pero los otros commodities están lejos de los picos de la década pasada.
10. El escenario 2019 que podemos construir hoy presentaría un primer trimestre negativo por arrastre de 2018 y un segundo trimestre positivo por una mejor cosecha. El 2do semestre todavía requiere definir la política económica (fiscal, monetaria y cambiaria) lo que terminará por impactar en el global.

---

<sup>1</sup>Este documento fue preparado por el Dr. Adrián Ravier, quien es Director del Observatorio Universitario de Economía, dependiente del área de Extensión de la Facultad de Ciencias Económicas y Jurídicas de la Universidad Nacional de La Pampa. Como toda Universidad Pública la UNLPam ofrece un ambiente plural en el que diferentes docentes e investigadores se expresan con libertad para animar un debate de políticas públicas que hace falta en nuestra provincia. Es importante señalar que las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad del autor, y no representan necesariamente la opinión de la Facultad de Ciencias Económicas y Jurídicas, ni tampoco aquella de la Universidad Nacional de La Pampa.

## LA FOTO DE CÓMO CIERRA LA ECONOMÍA EN 2018

Los últimos indicadores que tenemos a noviembre de 2018, cuando se elabora este informe, nos muestran una economía en recesión, tras acumular dos trimestres de actividad económica negativos; con alta inflación observada en un IPC que se incrementó en octubre de 2018 respecto de igual mes de 2017 un 5,4 % mensual; con una desocupación en aumento que se acerca a los dos dígitos; y con un nivel de pobreza elevado que promete incrementarse aun más. El informe de la UCA, por ejemplo, muestra una suba del 28,2 al 33,6 % si comparamos el 3er trimestre de 2018 con igual trimestre de 2017. El dato de INDEC aun no se ha publicado, pero mostraría una dinámica similar.

Tabla No. 1: La foto al cierre de 2018. Último indicadores de INDEC

<b>Últimos indicadores</b>	
<b>Precios al Consumidor</b> Variación octubre 2018 respecto de septiembre 2018	<b>5,4%</b>
<b>Tasa de desocupación</b> 2º trimestre 2018	<b>9,6%</b>
<b>Estimador Mensual de Actividad Económica</b> Variación septiembre 2018/agosto 2018 (desestacionalizado)	<b>-1,9%</b>
<b>Producto Interno Bruto</b> Variación 2do. trimestre 2018/2do. trimestre 2017	<b>-4,2%</b>
<b>Estimador Mensual Industrial</b> Variación septiembre 2018/septiembre 2017	<b>-11,5%</b>
<b>Personas bajo la línea de pobreza</b> Primer semestre de 2018	<b>27,3%</b>

Fuente: INDEC

Más en concreto, el IPC de octubre muestra para la región Pampeana un 5,8 %, sólo por debajo de Cuyo en 5,9 %, pero superior al dato registrado a nivel Nacional. El cuadro No. 2 muestra un acumulado entre enero y octubre de 2018 del 39,5 % a nivel Nacional, o en la región Pampeana del 39,7 %. Si bien los registros de noviembre y diciembre tenderían a mostrar una desaceleración en la inflación, el IPC cerraría el año por encima del 45 % anual.

En cuanto a su composición, se debe notar que los mayores incrementos se dieron en Transporte y Comunicación, pero más relevante aun resulta la medición de Alimentos y bebidas no alcohólicas que ya alcanza en 10 meses el acumulado de 43,7 %.

Tabla No. 2: Índice de Precios al Consumidor. Variaciones de octubre con respecto a diciembre de 2017, según divisiones. Total nacional y regiones.

Nivel general y divisiones	Nacional	Región geográfica del país					
		GBA	Pampeana	Noreste	Noroeste	Cuyo	Patagonia
<b>Nivel general</b>	<b>39,5</b>	<b>39,0</b>	<b>39,7</b>	<b>40,1</b>	<b>39,9</b>	<b>40,7</b>	<b>40,8</b>
Alimentos y bebidas no alcohólicas	43,7	43,6	43,8	43,0	43,7	46,3	42,2
Bebidas alcohólicas y tabaco	20,9	20,2	21,3	23,1	21,7	21,0	20,9
Prendas de vestir y calzado	28,6	32,8	25,8	23,9	24,2	25,5	22,7
Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles	38,5	33,7	39,4	46,3	49,3	46,9	49,4
Equipamiento y mantenimiento del hogar	42,2	42,7	41,5	40,7	41,0	42,9	45,8
Salud	35,0	36,6	33,9	37,5	32,0	32,3	33,4
Transporte	58,7	58,0	59,6	61,1	56,2	56,7	61,8
Comunicación	40,0	37,9	44,6	38,5	44,8	30,7	30,0
Recreación y cultura	36,0	33,9	39,2	32,4	36,5	34,0	37,7
Educación	29,3	30,8	27,5	28,1	30,0	29,9	27,1
Restaurantes y hoteles	32,0	31,8	31,1	32,0	35,9	35,2	31,9
Otros bienes y servicios	41,9	42,4	43,1	37,3	39,2	38,9	40,6

Fuente: INDEC

En el mercado laboral, la tabla No. 3 muestra que la desocupación abierta se viene incrementando desde el 7,2 % registrado en el 4to trimestre de 2017, al 9,1 % y 9,6 % en el 1er y 2do trimestre de 2018. Si a ello sumamos los ocupados demandantes de empleo en un 16 %, entonces se acumula más de un cuarto de la población económicamente activa buscando empleo.

Tabla No. 3: Resultados del total de los 31 aglomerados urbanos del 2do trimestre de 2018. Principales tasas del mercado laboral. 2do trimestre de 2017 al 2do trimestre de 2018.

Tasas	Total 31 aglomerados urbanos				
	Año 2017			Año 2018	
	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre
Actividad	45,4	46,3	46,4	46,7	46,4
Empleo	41,5	42,4	43,0	42,4	41,9
Desocupación abierta	8,7	8,3	7,2	9,1	9,6
Ocupados demandantes de empleo	14,7	15,4	14,7	15,3	16,0
Subocupación	11,0	10,8	10,2	9,8	11,2
Subocupación demandante	7,4	7,9	7,2	6,8	7,7
Subocupación no demandante	3,6	2,9	3,0	3,0	3,5

Fuente: INDEC. Encuesta Permanente de Hogares (EPH)

La actividad económica cerró 2017 con una recuperación del 2,9 %, e incluso arrastró al 1er trimestre de 2018 acumulando una suba del 3,9 %, pero las cuatro crisis cambiarias registradas entre abril y septiembre de 2018, llevaron a la economía a una clara recesión, con una actividad económica negativa en los dos trimestres

siguientes. Como se puede ver en la tabla No. 4, al momento sólo disponemos del dato del 2do trimestre, con una caída del 4,2 %, pero el mercado descuenta un 3er y 4to trimestre que sostengan la baja en la actividad.

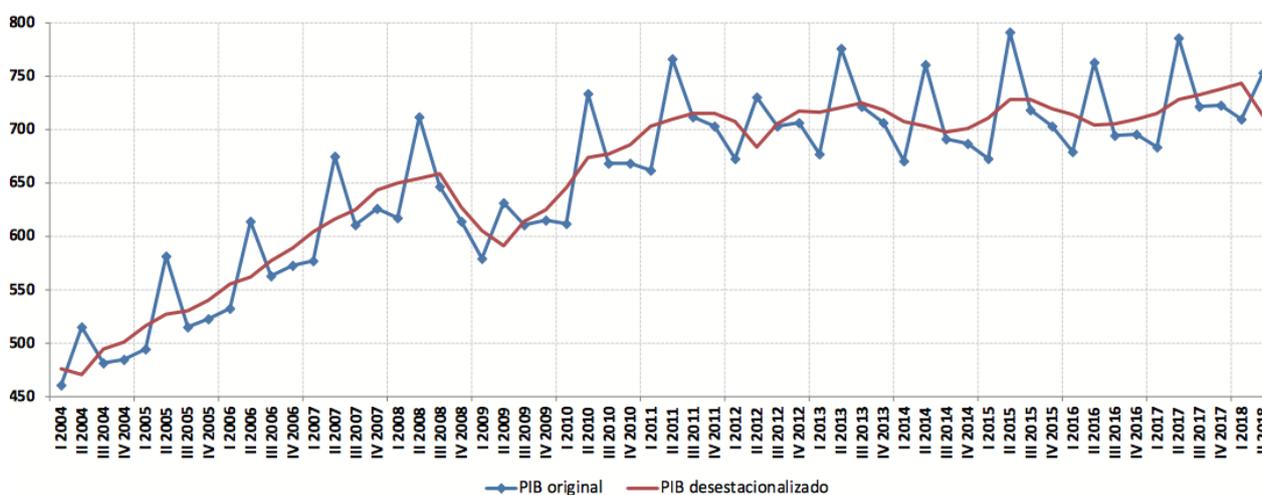
Tabla No. 4: Producto interno bruto, variación porcentual

Período	Respecto al trimestre anterior (desestacionalizado)	Respecto a igual trimestre año anterior	Acumulado del año respecto a igual acumulado del año anterior
<b>2017(*)</b>		%	
Segundo trimestre	1,9	3,0	1,9
Tercer trimestre	0,5	3,8	2,5
Cuarto trimestre	0,8	3,9	2,9
<b>2018(*)</b>			
Primer trimestre	0,7	3,9	3,9
Segundo trimestre	-4,0	-4,2	-0,5

Fuente: INDEC

El gráfico No. 1 muestra que el estancamiento comienza tras las recuperación de 2010 y 2011, y de ahí en más la economía argentina ya no pudo mostrar un crecimiento en dos años consecutivos. No sólo ello. En 2019, Argentina sí podría mostrar dos años de caída consecutivos.

Gráfico 1. Producto interno bruto, en miles de millones de pesos a precios de 2004



Para buscar algunos datos adicionales que ofrezcan información sobre la actividad económica posterior a junio de 2018, podemos observar el EMAE de septiembre, el que muestra una caída del 5,8 %, acumulando entre enero y septiembre una baja del 1,5 %. Nótese que con la excepción de junio de 2018, este es el peor dato mensual de la serie.

Tabla No. 5: Estimador Mensual de Actividad Económica, septiembre de 2018.

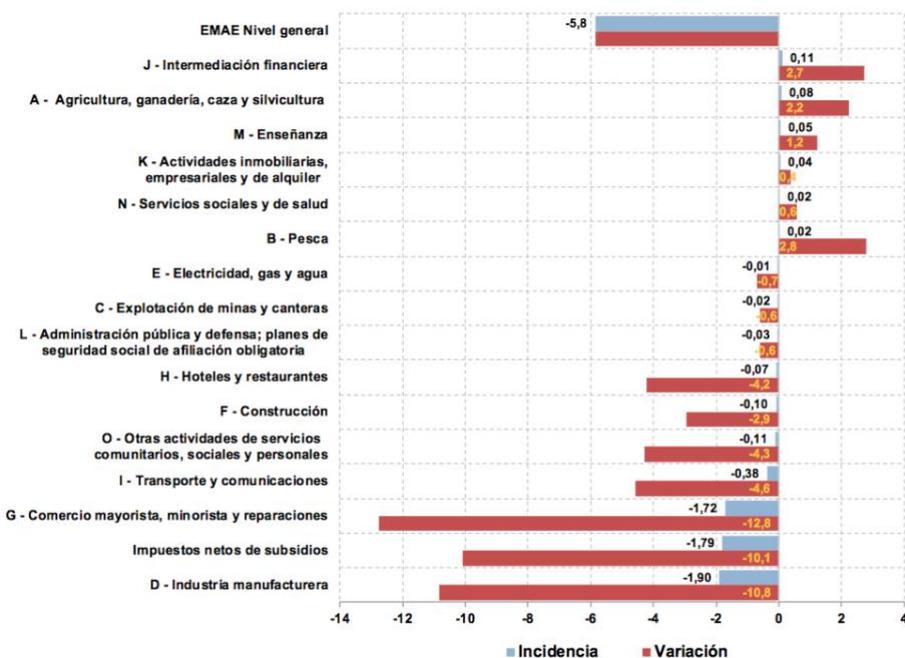
Período	Respecto al mes anterior (desestacionalizado)	Respecto a igual mes del año anterior	Acumulado del año respecto al acumulado de igual período del año anterior
Variación porcentual			
<b>2017</b>			
Octubre	0,2	5,2	2,8
Noviembre	0,2	4,3	2,9
Diciembre	-0,3	2,3	2,9
<b>2018</b>			
Enero	0,7	4,3	4,3
Febrero	-0,2	5,3	4,8
Marzo	0,2	2,2	3,9
Abril	-2,8	-0,5	2,7
Mayo	-1,5	-5,2	0,9
Junio	-1,5	-6,8	-0,5
Julio	1,3	-2,7	-0,8
Agosto	0,7	-1,9	-0,9
Septiembre	-1,9	-5,8	-1,5

Fuente: INDEC

El gráfico No. 2, a su vez, muestra qué sectores de la economía están mostrando buena y mala salud. Entre los primeros, la intermediación financiera y el agro, además de educación y salud, o actividades inmobiliarias y la pesca, pero la incidencia de estos últimos es ínfima en la actividad agregada.

Por su parte, la mayor baja se registra en el comercio minorista y la industria manufacturera, lo que significa que el ajuste lo está haciendo mayormente el sector privado.

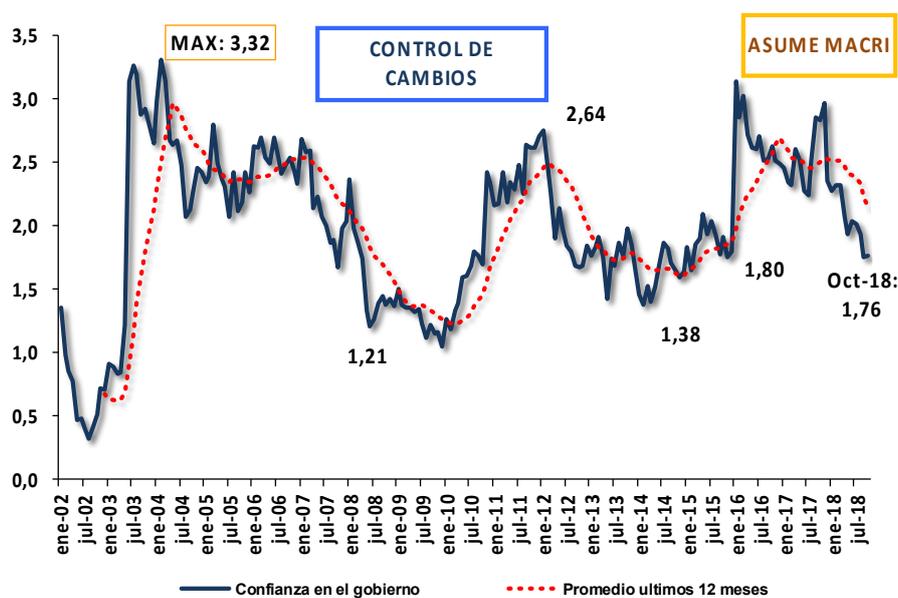
Gráfico No. 2: EMAE – Septiembre de 2018



Fuente: INDEC

Dados todos estos indicadores, no sorprende que la confianza en el gobierno se haya desplomado en 2018. Desde la asunción de Mauricio Macri como Presidente en diciembre de 2015, la dinámica de la confianza en el gobierno fue similar a la que mostró la economía con caída en 2016, recuperación en 2017, y nuevas bajas en 2018. Que el gobierno logre terminar con la volatilidad en la cotización del dólar y muestre mejoras en la actividad económica en 2019 será clave de cara al resultado electoral.

Gráfico No. 4: Confianza en el gobierno



Fuente: Fundación Libertad y Progreso, en base a encuesta de la Universidad Torcuato Di Tella

Sintetizando, la tabla No. 6 muestra lo que ha ocurrido con tres datos clave como el dólar, el PBI y el IPC entre 2016 y 2018, los que claramente están relacionados. Las cuatro devaluaciones entre abril y septiembre de 2018 llevaron la cotización de la divisa de 17,8 a 23, 28, 31, 38 y 42 pesos, bajando luego a 38 pesos donde parece estabilizarse en términos relativos. La devaluación tuvo un pass through que impactó en la inflación, la que a su vez se vio impulsada también por el desarme y monetización de las Lebac. La recesión es una consecuencia lógica de ambos procesos.

Tabla No. 6: Dinámica de variables clave entre 2016 y 2018

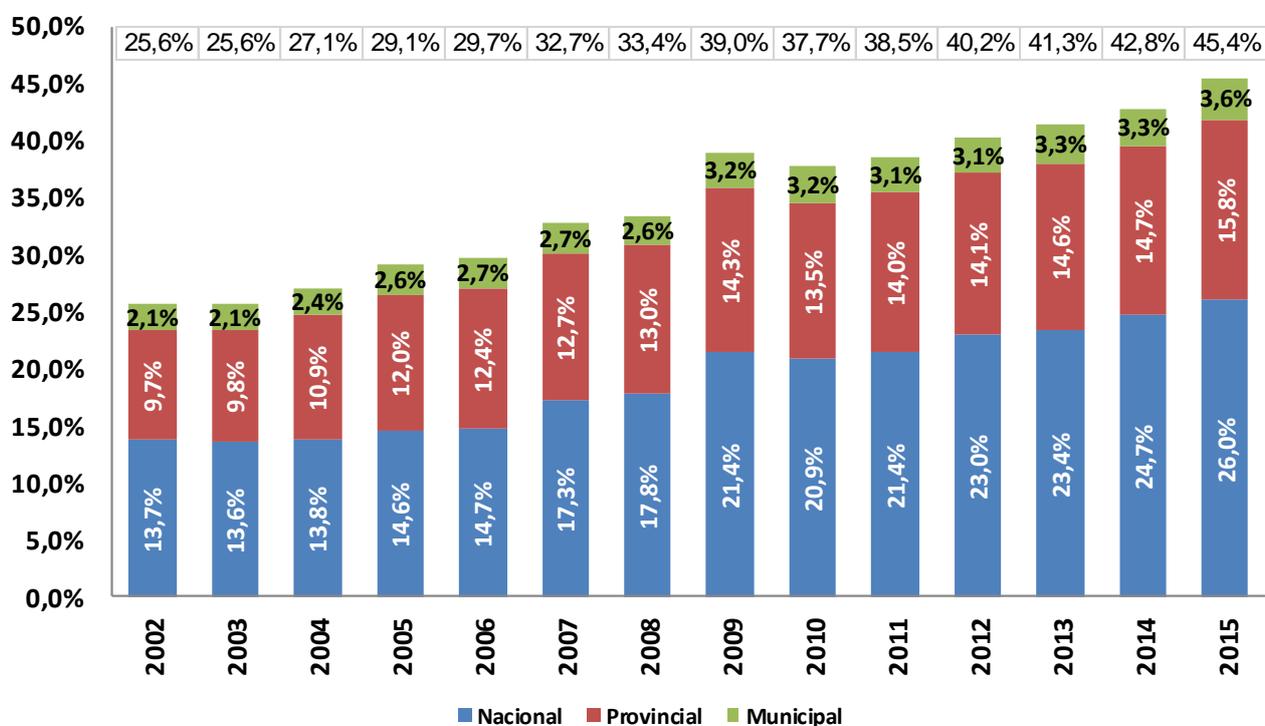
	2016	2017	2018*
Dólar Oficial (promedio dic)	15,9	17,8	40,0
PBI (Var. % real)	-1,5	2,9	-2,5
INVERSIÓN (Var. % real)	-4,9	11,3	0,1
CONSUMO (Var. % real)	-0,6	3,3	-0,1
IPC (Var. % real)	39,4	24,8	45,8

Fuente: Elaboración propia.

## ¿POR QUÉ LA ARGENTINA SIGUE EN ESTA DINÁMICA LAMENTABLE DE FUERTE VOLATILIDAD Y CRISIS?

El informe No. 1 ya ofreció las respuestas a este interrogante. Las correcciones a aquella situación han sido nulas o parciales, y en algunos casos se ha involucrado, lo que nos deja un triste presente y preocupación de cara al futuro. Aquel informe hizo referencia histórica al sobreempleo público y el elevado nivel de gasto estatal. Para tomar dimensión de este problema podemos observar en el gráfico No. 5 un fuerte incremento en el gasto público en los tres niveles de gobierno pasando del 25,6 al 45,4 % del PIB entre 2002 y 2015. Nótese que el gasto a nivel nacional se duplicó en este período en relación a un PIB que se recuperaba de la crisis de 2001.

Gráfico No. 5: Gasto Publico Consolidado en relación al PIB, distinguiendo los niveles de gobierno.



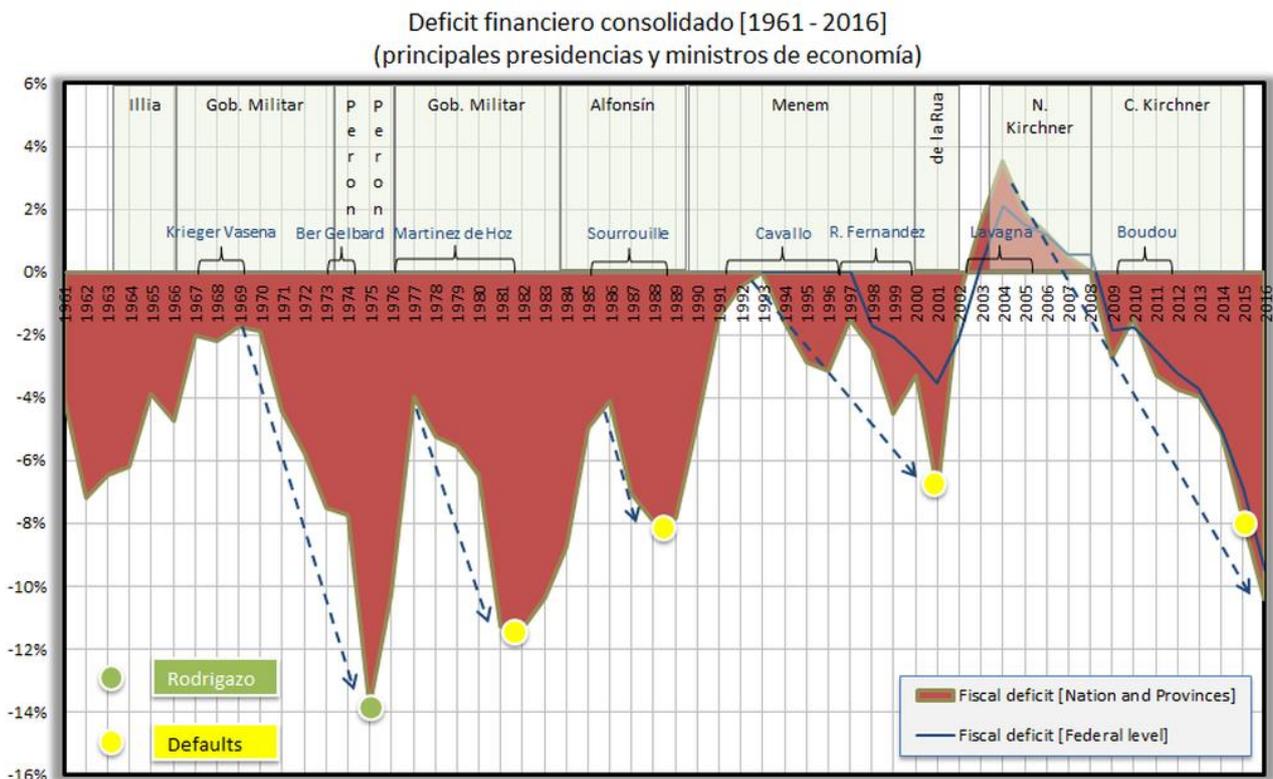
Fuente: Fundación Libertad y Progreso en base a datos del Ministerio de Hacienda y estimaciones propias.

El tipo de recuperación económica que Argentina experimentó entre 2003 y 2008, con un modelo de consumo y generando un problema estructural de sobreempleo público, garantiza para las próximas décadas fuertes obstáculos al crecimiento. Y es que sostener este nivel de gasto impide a cualquier gobierno poder reducir la enorme presión tributaria que tiene la Argentina; obliga a continuar monetizando el déficit fiscal generando inflación; y requiere de un proceso de endeudamiento que tiene como consecuencia lógica atraso cambiario y una suba en los tipos de interés, lo que contrae el crédito y con ello ocasiona pérdidas de actividad y de empleo, lo que a su turno reduce la recaudación y agrava el déficit fiscal, provocando un comportamiento de círculo vicioso que no se puede romper mientras se mantenga la base del problema que en Argentina ha sido siempre fiscal.

El gráfico No. 6 muestra precisamente que el déficit fiscal ha sido un problema estructural en la Argentina al menos desde los años 1960, y que cada vez que el déficit alcanza niveles elevados, ocurre una fuerte crisis económica. Desde el Rodrigazo hasta los default de principios de los años 1980, la hiperinflación de Alfonsín y la gran depresión de 2001, nótese que en todos los casos el desequilibrio fiscal había alcanzado niveles inmanejables. En otros términos, el Estado se encontraba quebrado.

El único caso de superávit fiscal que se registra desde 1961 se da precisamente bajo el gobierno de Néstor Kirchner después de una fuertísima devaluación ocasionada en el contexto del abandono de la convertibilidad. El problema, sin embargo, es que Néstor Kirchner redujo dicho superávit a cero, el que luego se siguió agravando con el correr de los años de gobierno de Cristina Fernández de Kirchner. Al cierre de 2015 el déficit fiscal financiero consolidado es casi de 8 % del PIB.

Gráfico No. 6: Déficit financiero consolidado (1961-2016)

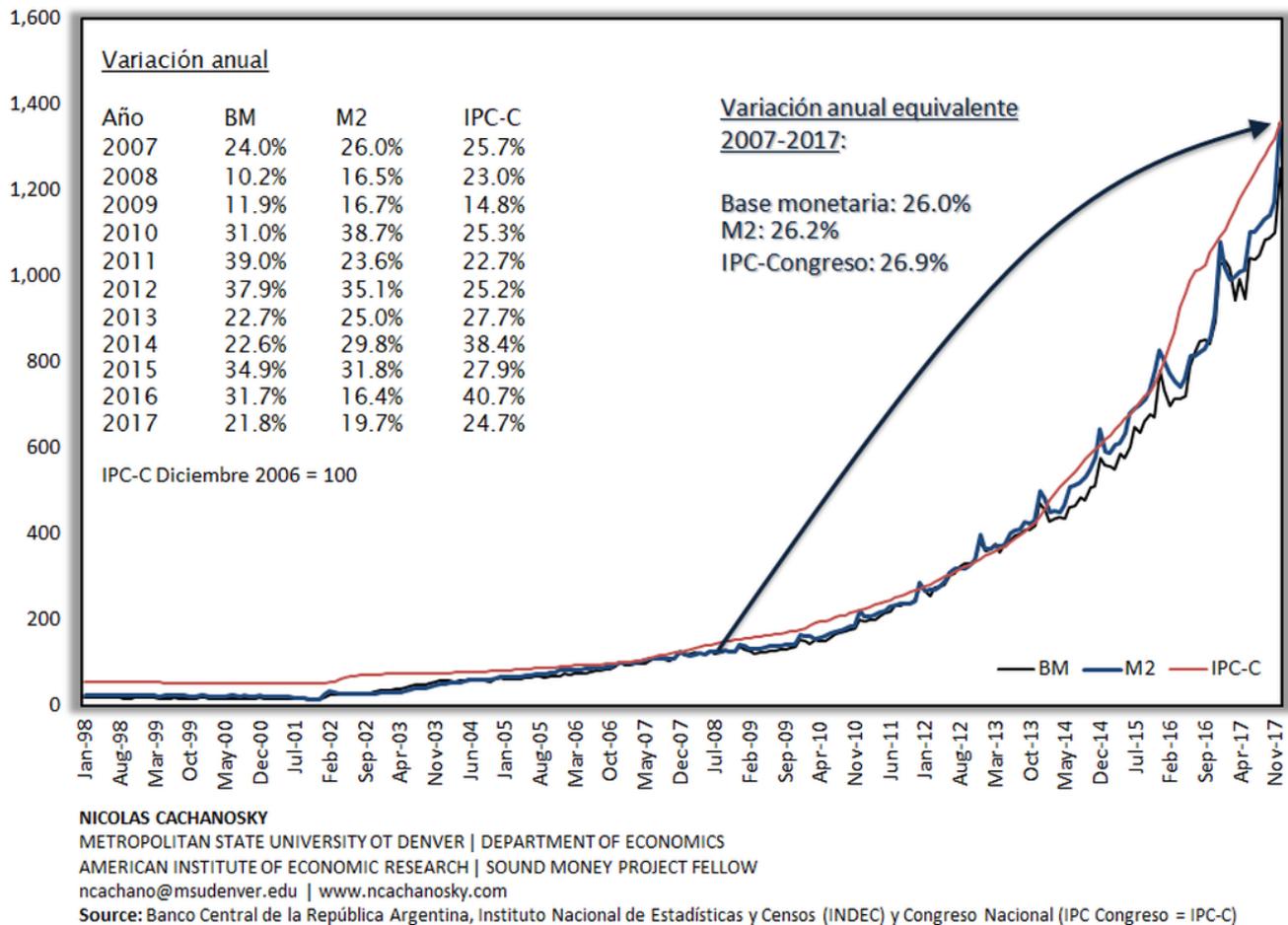


**NICOLAS CACHANOSKY**  
METROPOLITAN STATE UNIVERSITY OF DENVER | DEPARTMENT OF ECONOMICS  
AMERICAN INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH | SOUND MONEY PROJECT FELLOW  
ncachano@msudenver.edu | www.ncachanosky.com  
Source: Ministerio de Hacienda y cálculos del autor

La situación heredada por Cambiemos fue sumamente delicada a nivel fiscal y la discusión que se propinó en la opinión pública trató de enmarcar la política económica en un proceso de corrección gradual, más que en un ajuste radical que devolviera cordura a la situación económica argentina. Lo cierto es que Cambiemos no quiso, no supo o no pudo resolver el problema fiscal, y más bien se agravó en los primeros años de gobierno.

El gráfico No. 7 muestra precisamente que la inflación en Argentina es consecuencia de la monetización del desequilibrio fiscal. Es muy clara la correlación que existe entre los agregados monetarios y la dinámica del IPC.

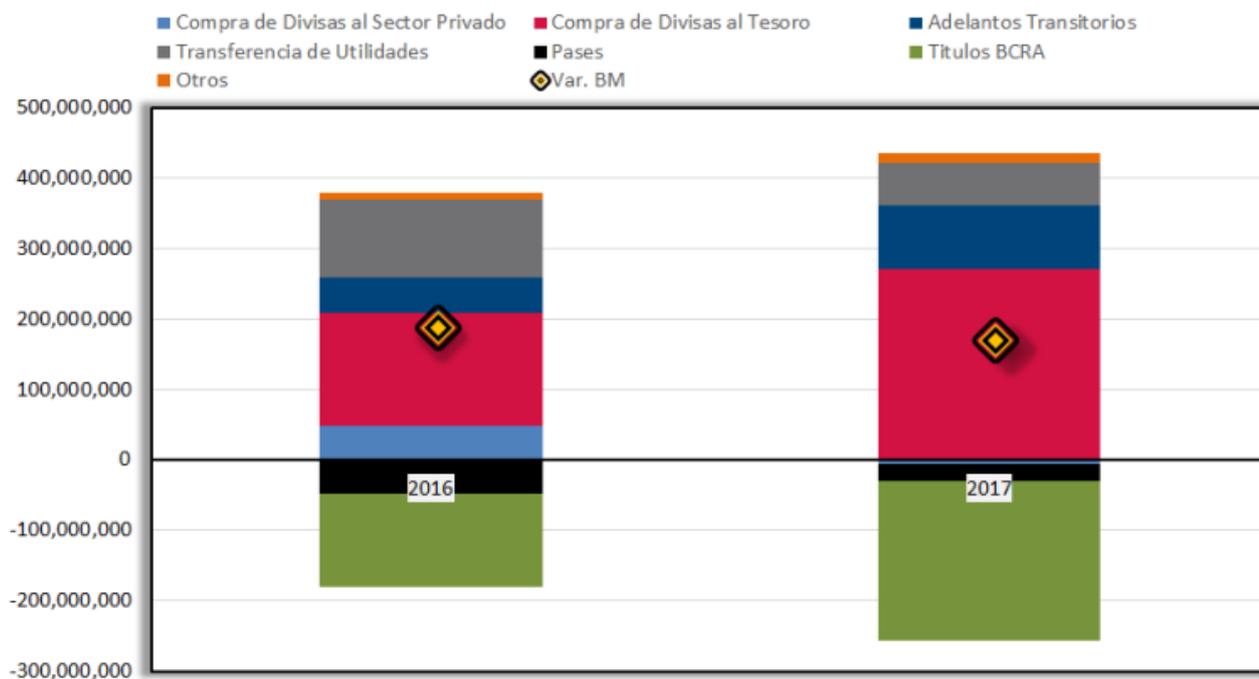
Gráfico No. 7:



El gráfico No. 8 puede ayudar a ver mejor esta cuestión. Mientras se afirmaba que podía reducirse la inflación cambiando la monetización del déficit público por endeudamiento externo, lo cierto es que los agregados monetarios siguieron creciendo a un ritmo mayor que durante el gobierno anterior. El gráfico No. 8 muestra precisamente cómo se compuso la expansión de la base monetaria. Poniendo el foco en lo más relevante, las divisas que el Tesoro adquiría vía deuda eran compradas por el BCRA, en lugar de que estas fueran vendidas en el mercado, y con ello se ocasionara una contracción monetaria en pesos, que habría significado una real desinflación.

Gráfico No. 8:

### FACTORES DE EXPLICACION DE LA BASE MONETARIA (MILLONES DE PESOS)



NICOLAS CACHANOSKY  
METROPOLITAN STATE UNIVERSITY OF DENVER | DEPARTMENT OF ECONOMICS  
AMERICAN INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH | SOUND MONEY PROJECT FELLOW  
ncachano@msudenver.edu | www.ncachanosky.com  
Source: Banco Central de la Republica Argentina (BCRA)

Otro error que Cambiemos cometió en esta materia fue continuar alimentando la bola de nieve de las Lebacs que había iniciado el kirchnerismo. En lugar de definir metas en los agregados monetarios para ir desacelerando la expansión de la base monetaria y con ello ir reduciendo el nivel de inflación, eligió seguir monetizando y luego esterilizar vía Lebacs.

El problema es que las Lebacs requieren que se paguen tasas de interés elevadas para que se renueven tras sus vencimientos, lo que termina por impactar negativamente en la economía por el encarecimiento del crédito. Por otro lado, si en algún momento se desea bajar la tasa de interés, los tenedores de Lebacs o Pases pueden decidir no renovarlos, y al monetizarlos y volcar esos pesos sobre la economía, esto impacta en la inflación. Como los agentes prefieren evitar que la inflación licúe sus ahorros, deciden volcar ese circulante sobre el dólar, lo que hace saltar su cotización generando una fuerte devaluación.

En pocas palabras, las Lebacs fueron desde sus inicios inflación futura. Cambiemos alimentó un problema que le terminó por explotar desde abril 2018 en adelante. Los gráficos 10 y 11 hablan por sí solos.

Gráfico No. 10: Lebac y Pases en Pesos, 2006 al 2017

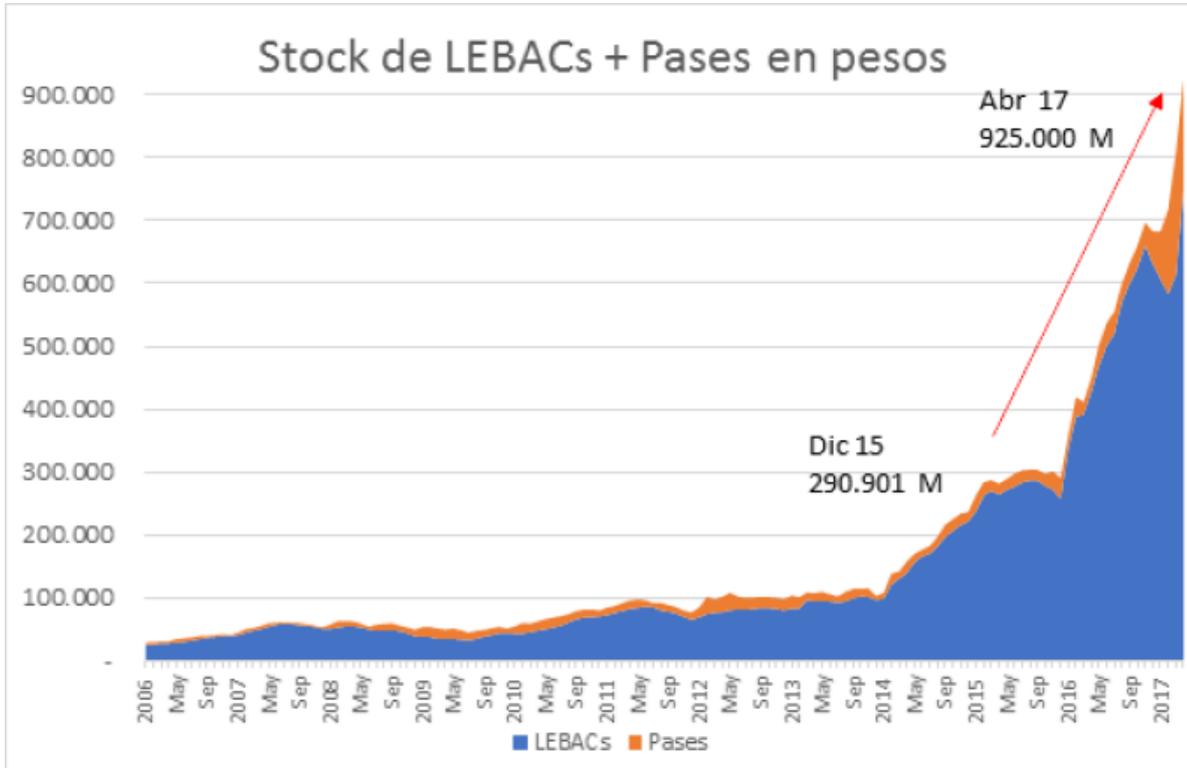
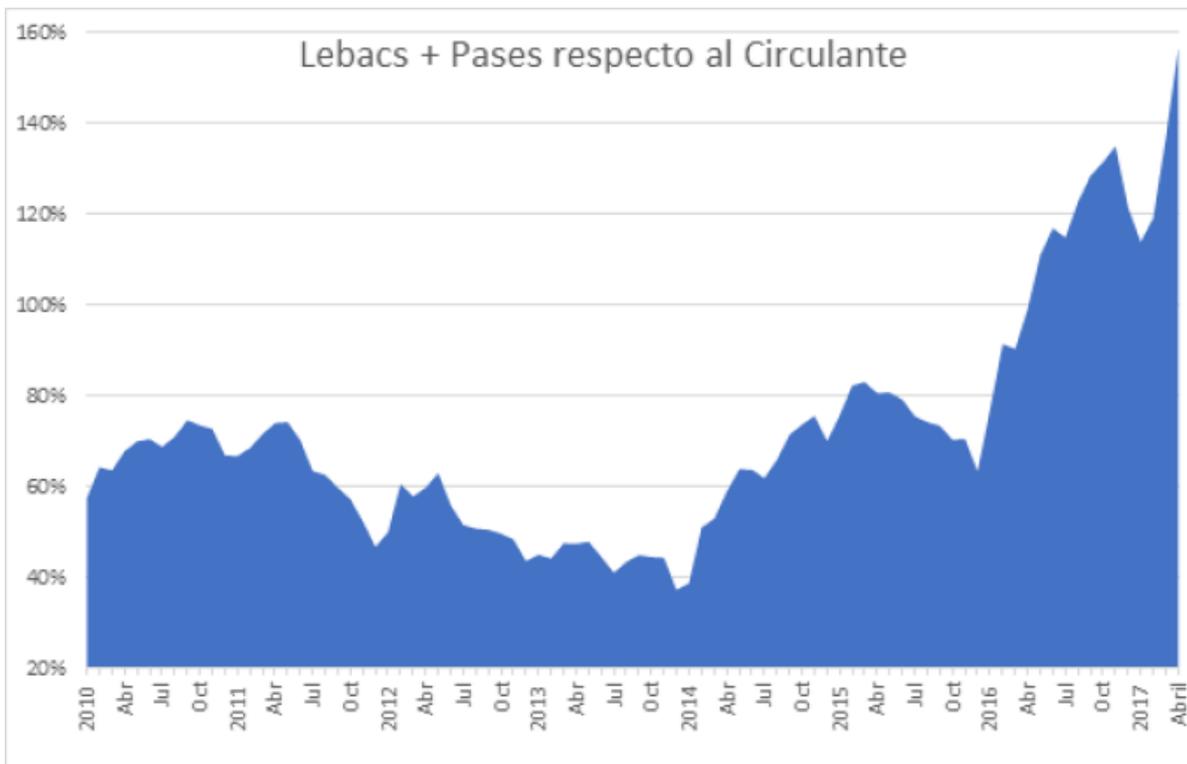


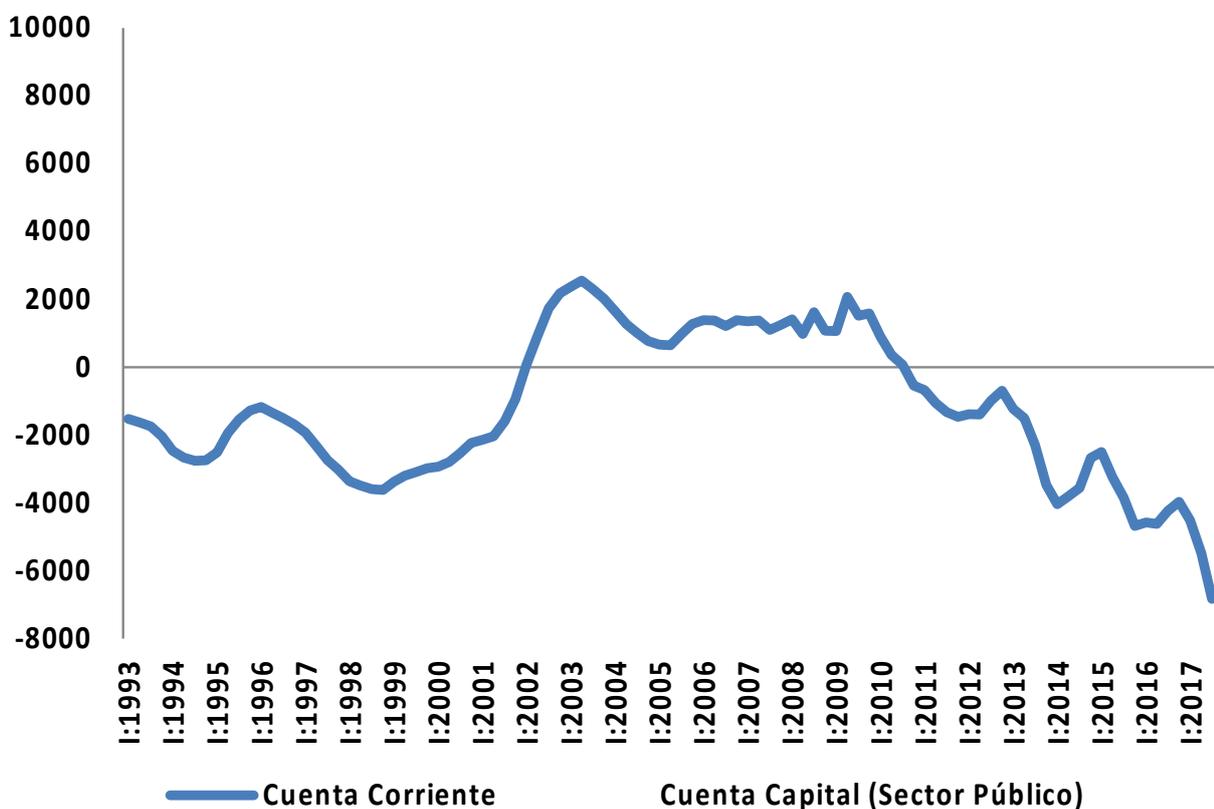
Gráfico No. 11: Lebac + Pases respecto al circulante



Los errores continuaron. Cambiemos también repitió el error de sus antecesores con respecto al atraso cambiario. Mientras los precios, e incluso las tarifas, se ajustaban hacia arriba, la cotización del dólar se contenía. Parte del oficialismo argumentaba que el mercado cambiario era libre, negando cualquier intervención en la cotización del dólar, pero lo cierto es que el fuerte endeudamiento de estos años generaba un ingreso de divisas al país, que presionaba para abajo el tipo de cambio nominal, y con ello se acumulaba un atraso cambiario que se refleja en un impacto de manual sobre la balanza de pagos.

Como muestra el gráfico No. 12, el déficit de cuenta corriente, representado en un déficit de la balanza comercial, se financió con un fuerte superávit en la cuenta capital, especialmente como consecuencia del fuerte endeudamiento.

Gráfico No. 12: Déficit en cuenta corriente como consecuencia del atraso cambiario provocado por la deuda



Fuente: Fundación Libertad y Progreso

### CRISIS CAMBIARIA Y FMI

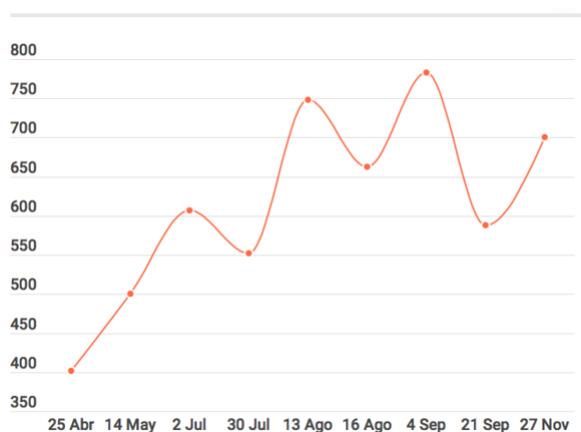
Con un mundo menos dispuesto a seguir financiando el desequilibrio fiscal de Argentina, y con una sequía que también redujo las divisas que entraban al país, Cambiemos decide recurrir al Fondo Monetario Internacional (FMI). La respuesta del organismo fue satisfactoria, respecto a mostrarse dispuesto a colaborar con el gobierno argentino, pero insistió una y otra vez que no colocaría divisas en el país para que se vayan a los shoppings de Chile, o en forma de turismo a Brasil y Uruguay. Argentina debía primero cumplir una serie de requisitos para

que el FMI ofrezca alguna ayuda financiera. ¿Qué requisito? El primero y más importante, dejar de intervenir en el mercado cambiario para que el dólar encuentre su valor. De ese modo, si el dólar se encarecía, el déficit en cuenta corriente podría encontrar una solución. Lo cierto es que una vez que el gobierno se corrió de ese rol, ocurrió una sucesión de cuatro crisis cambiarias elevando el tipo de cambio nominal de 17 a 23 pesos, y luego a 28, 31, 38 y 42 pesos, bajando luego a 38 pesos, que es la cotización actual.

En el proceso, quienes habían acumulado ganancias con activos en pesos como las Lebac, las vieron licuarse rápidamente respecto a la dinámica del dólar, lo que los llevó a desarmar sus posiciones. Monetizadas las Lebac saltó la inflación y las nuevas metas inflacionarias fueron rápidamente dinamitadas, ocurriendo una fuerte devaluación que impactó en la inflación y licuó salarios reales, incrementó la pobreza y contrajo la actividad económica y el empleo. Esta foto de la economía actual ya fue representada en la primera parte de este informe. La volatilidad se consumió unos seis meses entre abril y septiembre de 2018, lo que impactó en la imagen del gobierno, elevando la posibilidad de un retorno del kirchnerismo, lo cual ahora asusta al mercado y eleva el riesgo país.

El gráfico No. 13 muestra precisamente la correlación que existe entre las crisis cambiarias y el riesgo país, pasando de 400 a 700 puntos entre abril y noviembre de 2018.

Gráfico No. 13: Riesgo país (abr-nov. 2018)



Fuente: Infobae, en base a JP Morgan

## LA NUEVA POLÍTICA ECONÓMICA POST CRISIS CAMBIARIA

La crisis cambiaria dejó problemas económicos, políticos y sociales. En lo económico, 2018 será un año recesivo con arrastre a 2019 en donde difícilmente podamos observar generación de empleo. En lo político, la imagen del gobierno cae fuertemente y pone en riesgo la reelección. En lo social, la pobreza vuelve a incrementarse y el desempleo se acerca a los dos dígitos. En otros términos, el gobierno de Cambiemos fue una gestión de ajuste.

Pero al mismo tiempo, los desequilibrios fiscal, monetario y cambiario parecen mostrar correcciones parciales, mientras que el gobierno acelera políticas que contribuyen, si bien aun lejana, a la normalización de la economía.

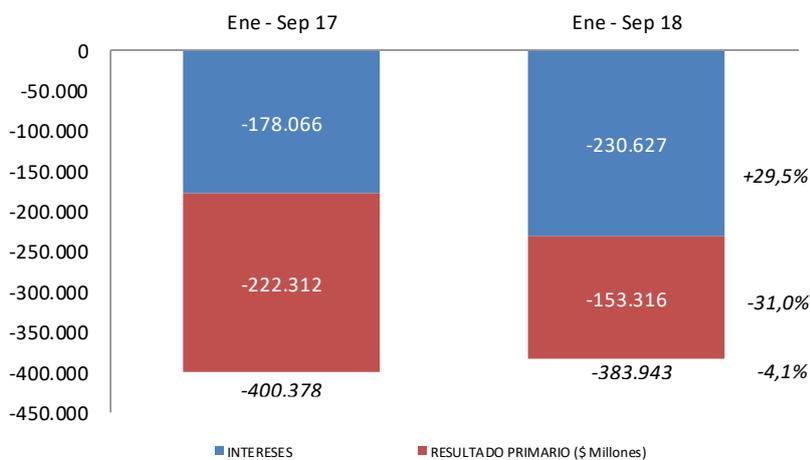
Por el lado fiscal, el gobierno acelera ciertos ajustes que se suman a la licuación del salario real producto de la devaluación. ¿Qué ajustes? Por un lado, renueva las retenciones para mejorar la recaudación; por otro, reduce el gasto en obra pública. Desde luego hay otros recortes, pero su impacto es menor. Con todo esto, en 2018 se cumplirían las metas acordadas con el FMI y en 2019 sería posible alcanzar el equilibrio fiscal primario.

Por el lado monetario, se definió una nueva política monetaria con foco en los agregados monetarios en lugar de las tasas de interés que promete ser más eficaz para bajar la inflación.

Por último, por el lado cambiario, la devaluación elevó el tipo de cambio real transitoriamente, y con ello se reducirán las importaciones y el turismo en el exterior, provocando una balanza comercial más equilibrada.

De nuevo, se pueden remarcar errores del gobierno. Quitar derechos de exportaciones sin baja en el gasto, sólo elevó el déficit fiscal y el consecuente endeudamiento. Que se de un paso atrás en esta medida marca cierto reconocimiento del gobierno en que nunca debió dar ese paso. Debe quedar claro que la baja en los impuestos (o en este caso en las retenciones) representa una medida urgente, pero si no se baja el gasto, la medida resulta contraproducente.

Gráfico No. 14: Resultado fiscal

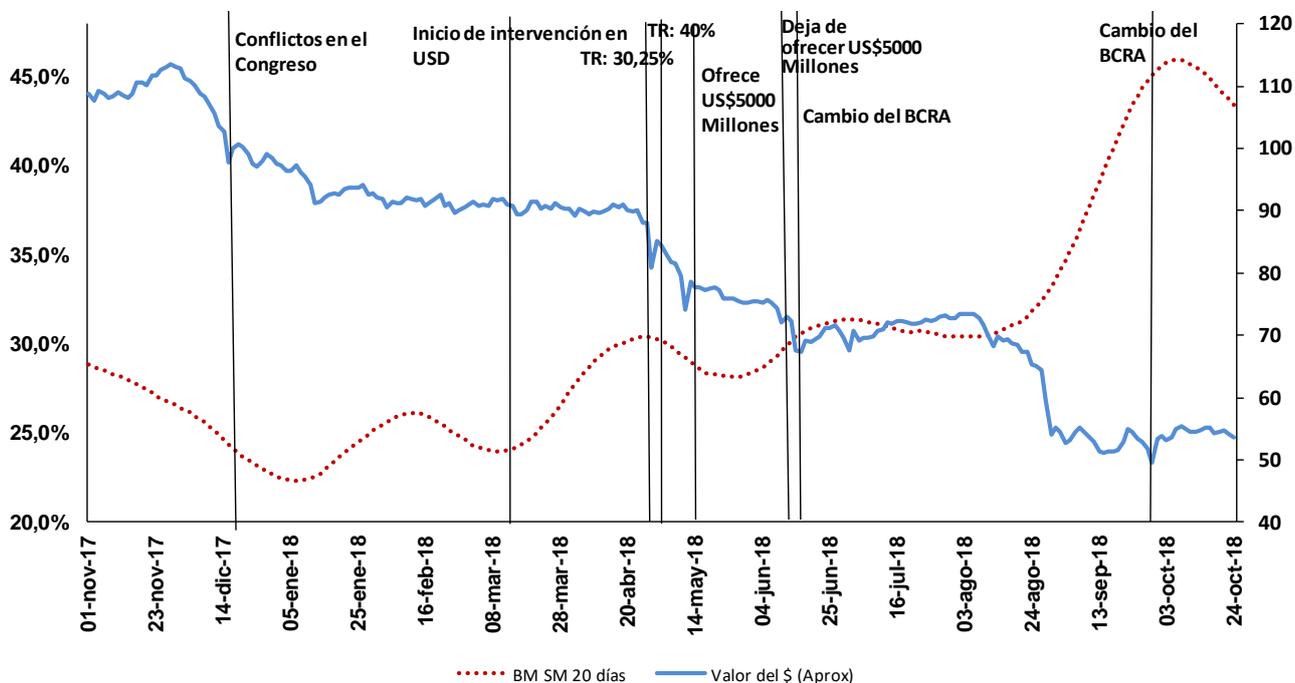


Fuente: Fundación Libertad y Progreso en base a datos del Ministerio de Hacienda.

El gráfico No. 14 muestra el esfuerzo del gobierno en los primeros 9 meses de este año para reducir el gasto primario, aunque el incremento de los intereses recorta su impacto en el resultado fiscal. La misma dinámica ocurrió en 2017 como se pudo ver en el Informe No. 1.

Volviendo sobre lo monetario, el gráfico No. 15 permite observar la evolución de la base monetaria. Precisamente en agosto de 2018 se observa el desarme de la bola de nieve de Lebacks, lo que elevó el crecimiento de la base monetaria del 30 al 45 %. Si la inflación saltó en este período tuvo que ver con el pass through de la devaluación, pero también con esta expansión de la base monetaria. Si se decidió crear las Leliqs fue precisamente para contener lo que pudo ser un shock inflacionario mucho mayor al observado, lo que hubiera contribuido a reducir fuertemente la demanda de dinero, provocando una posible hiperinflación.

Gráfico No. 15: Evolución de la Base Monetaria



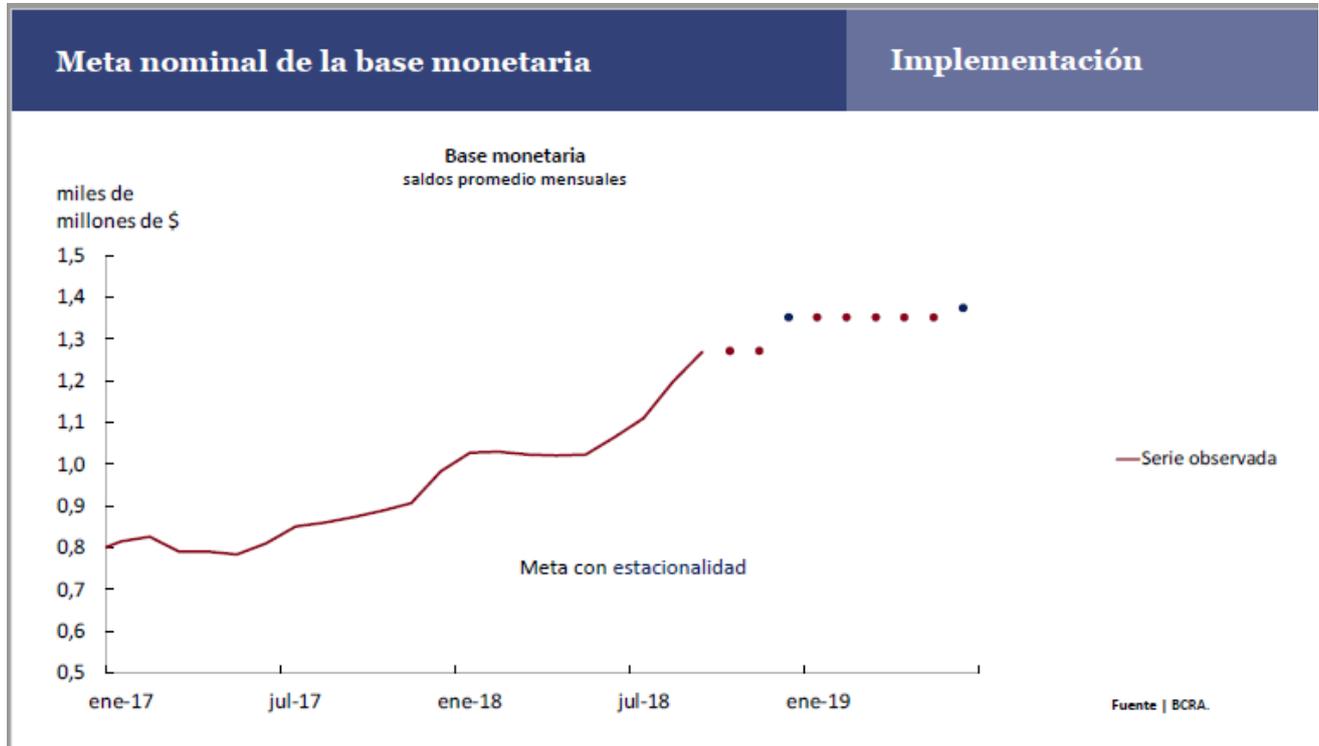
El gráfico No. 16 muestra el “Nuevo Programa Monetario”, colocando el foco sobre los agregados monetarios en lugar de metas sobre tasas de interés. La medida implica desacelerar el crecimiento de la base monetaria a 0 %, lo que sería una medida similar a la dolarización. El BCRA se ha comprometido a no seguir inyectando dinero en el mercado. De cumplirlo, la tasa de inflación mensual que midió 6,0 % y 5,4 % en las dos últimas mediciones, se reducirá al 3 %, para seguir bajando luego hacia el 2 %, e incluso el 1 % mensual hacia fines de 2019.

La preocupación, sin embargo, se sostiene en la nueva bola de nieve, ahora de Leliqs. A diferencia de las Lebacs, estos instrumentos sólo los pueden adquirir los bancos. Sin embargo, el dinero que los bancos colocan allí para captar una tasa del 72 % (inicialmente) proviene de jugosos plazos fijos que muchos ahorristas están generando por una atractiva tasa de interés del 50 %.

El mayor riesgo es que si este dinero se vuelca al mercado, de nuevo, puede haber una escalada inflacionaria sumamente peligrosa, tanto por el impacto en la expansión de la base monetaria, como también, por el impacto que rápidamente tendría en un desplome en la demanda de dinero.

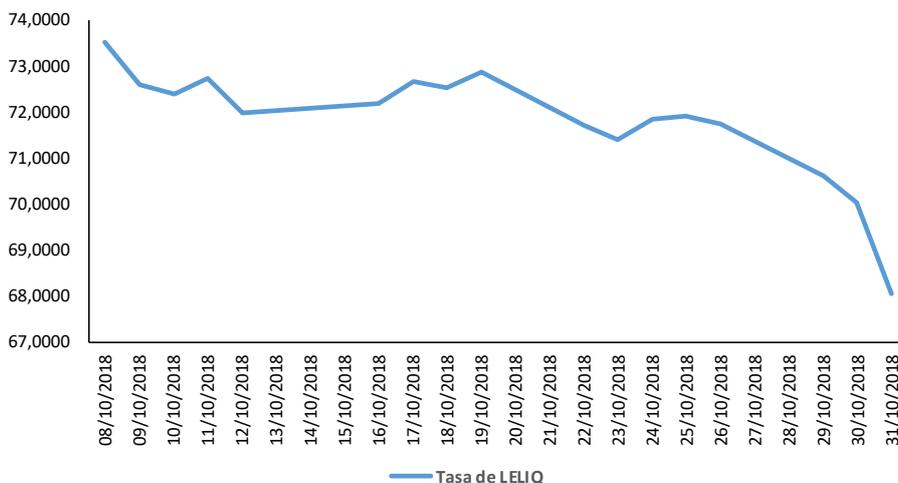
No está demás señalar, a su vez, que una tasa del 50 % en plazos fijos desincentiva cualquier actividad económica y anima la renta financiera. La autoridad monetaria, sin embargo, apuesta a ir reduciendo las tasas de interés, como de hecho muestra el gráfico No. 17. Si la cotización del dólar permanece relativamente estable, una tasa del 70, 60, 50 ó 40 % de Leliqs sigue siendo sumamente atractiva.

Gráfico No. 16: Nuevo Programa Monetario



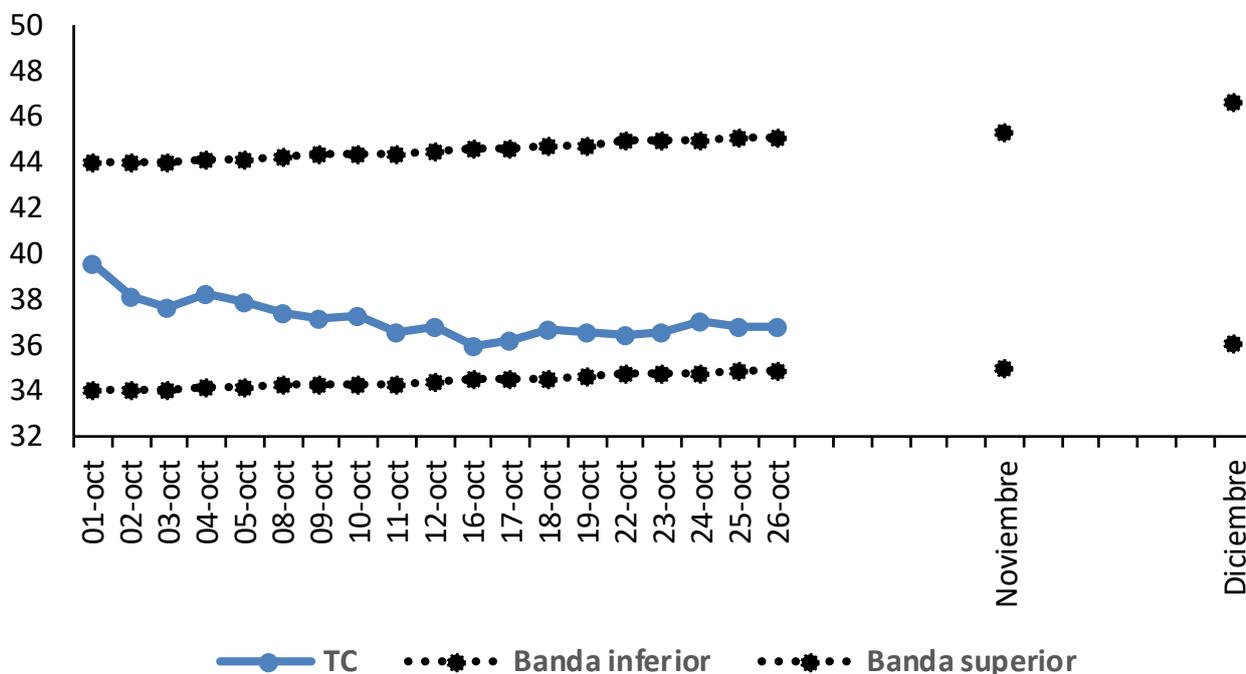
¿Podrá el gobierno controlar esta cantidad de dinero? En principio, sí, pero preocupa que la macro argentina es tan débil que cualquier shock interno o externo que asuste a los ahorristas, hará que no renueven los plazos fijos y busquen dólares, lo cual puede generar una corrida sobre los bancos que desencadene un peligroso proceso inflacionario.

Gráfico No. 17: Tasa de interés de las Leliq



La autoridad monetaria, entonces, pone el foco sobre la banda cambiaria que se puede observar en el gráfico No. 18.

Gráfico No. 18: El BCRA y la Banda Cambiaria

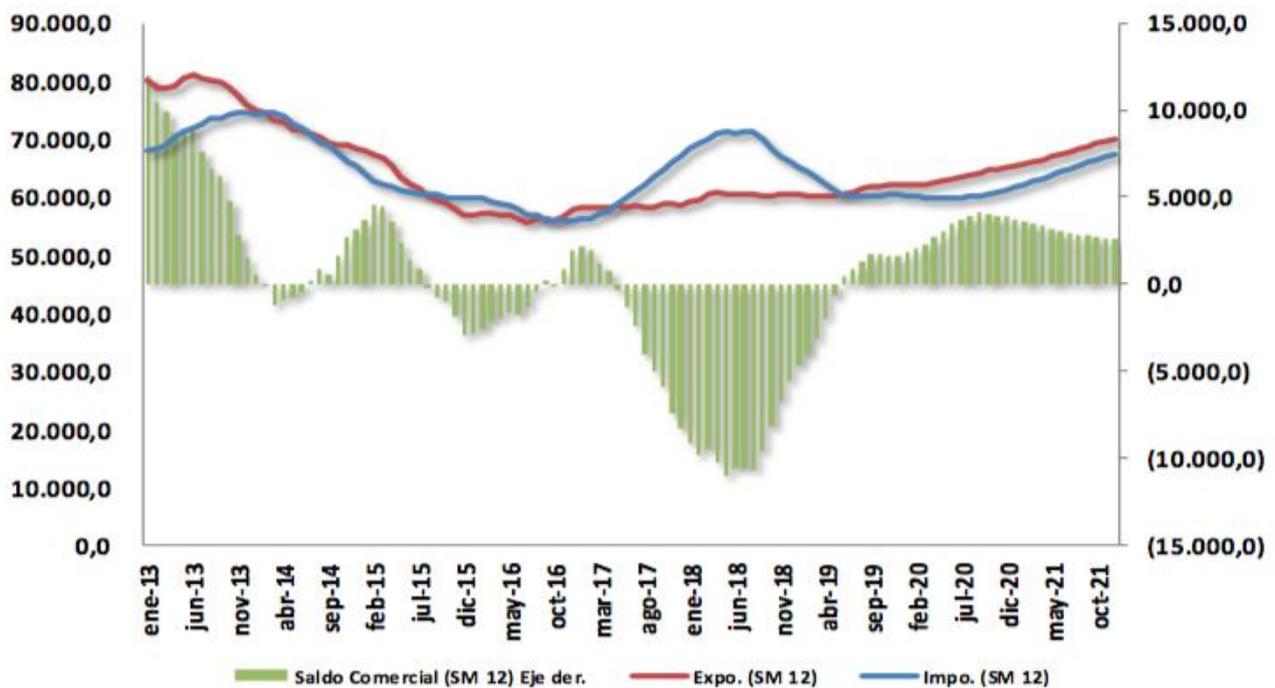


El oficialismo teme que si paraliza la cotización del dólar, dado el nivel de inflación esperado, se irá apreciando nuevamente el tipo de cambio real y se perderá rápidamente el efecto “positivo” de la devaluación sobre la competitividad. Es por ello que pretende que la cotización del dólar vaya subiendo mes a mes de acuerdo al nivel de inflación. El gráfico No. 18 muestra, precisamente, que las bandas van incrementando su límite interior y superior con el paso de los meses.

El desafío, sin embargo, es que la cotización del dólar se mantenga cercano a la banda inferior porque eso no sólo devolverá la confianza en el fin de la volatilidad cambiaria, sino que además, hará atractiva la demanda de activos en pesos, y en particular, hará atractiva cualquier tasa que la autoridad monetaria ofrezca por las Leliqs.

El gráfico No. 19 muestra una proyección de la balanza comercial, en caso de que el gobierno logre evitar una nueva apreciación del tipo de cambio real. El fuerte desequilibrio de 2018 llega a su fin tras la crisis cambiaria, y de ahí en adelante las exportaciones superarían a las importaciones.

Gráfico No. 19: Proyección de la Balanza Comercial tras la crisis cambiaria



Fuente: datos y estimaciones propias en base a INDEC

### PROYECCIÓN 2019

El 2018 se resume en un primer trimestre positivo por arrastre de 2017 y luego tres trimestres negativos donde impactó la seguía (II), la crisis cambiaria (III) y la nueva política monetaria (IV). El escenario 2019 que podemos construir hoy presentaría un primer trimestre negativo por arrastre de 2018 y un segundo trimestre positivo por una mejor cosecha. El 2do semestre todavía requiere definir la política económica (fiscal, monetaria y cambiaria) lo que terminará por impactar en el global.

Un escenario internacional adverso puede ser la principal amenaza, mientras que controlar las Leliqs representa el mayor desafío. Un shock internacional puede generar la monetización de las Leliqs, lo que impactaría fuertemente en el nivel de inflación y la cotización del dólar, y con ello en todas las variables macro, incluyendo la deuda, el empleo y la actividad.

No se puede desconocer, como muestra el gráfico No. 20, que la iliquidez global complicó a la región, pero más complicará al gobierno argentino por su debilitada macro.

Gráfico No. 20: Tasa de interés de referencia de la Fed y gobiernos argentinos



Fuente: Nicolás Cachanosky, con datos de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Resumiendo, proyectamos un 2019 con una actividad económica recesiva, pero que permitirá corregir parcialmente algunos de los aspectos más importantes de la macroeconomía argentina. Si las Leliqs están contenidas (que -aunque hay riesgo- me parece un escenario plausible), la tasa de inflación podría reducirse por debajo del 30 % y la cotización del dólar se podría sostener con subas graduales, acorde a la tasa de inflación mensual que se vaya registrando. El equilibrio fiscal primario es difícil de alcanzar en un año electoral, pero el gobierno mostrará avances que nos dejarían cerca de esa meta. La balanza comercial estará más equilibrada, como consecuencia de la fuerte devaluación registrada en 2018.