



PANECO
Panorama Económico Financiero #128
Serie de Informe de Coyuntura

OCTUBRE 2018

Caseros 2241 – C. P. (1650) – San Martín – Provincia de Buenos Aires
Tel.: 4580-7250
Mail: edentice@unsam.edu.ar

Propiedad intelectual ley 11723 – ISSN 1851-7056

La reproducción total o parcial del contenido de esta publicación está permitida únicamente citando al CIME-EEyN-UNSAM como fuente.



ESCUELA DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

Decano

Marcelo Paz

Secretario Académico

Marcelo Estayno

Secretario de Investigación

Matías Kulfas

PANORAMA ECONÓMICO FINANCIERO

DIRECTOR

Enrique Déntice

INVESTIGADORES PRINCIPALES

Valeria Tomasini

Micaela Spinelli

COLABORACIÓN

Lucas Pina



ÍNDICE

SÍNTESIS ECONÓMICA	4
PERSPECTIVAS A FUTURO	6
LO MÁS DESTACADO	7
OPINION.....	8
Política Monetaria.....	10
Tipo de cambio	12
LEBAC	14
Política Fiscal	15
Sector Externo	16
CONSUMO	19
CONSTRUCCIÓN.....	20
INDUSTRIA	22
Análisis sectorial.....	22



SÍNTESIS ECONÓMICA

El presente documento busca exponer cuál ha sido el comportamiento y desempeño general del Sector Económico, así como también su situación actual y perspectivas a futuro.

- En septiembre de 2018, el IPC mostró un incremento de 6,5% (con una variación del 0,5 i.a), siendo desde abril de 2002 la mayor tasa de inflación mensual registrada.
- Se observa que de enero a septiembre del presente año, la variación de precios acumulados asciende a 32,4%.
- El nivel de actividad económica se percibe claramente a la baja, donde el efecto de la tasa de interés la profundiza.
- El resultado del balance comercial de septiembre mostró un resultado positivo después de 20 meses de un comportamiento deficitario y ello, pese al tipo de cambio y producto de la caída del nivel de actividad y su impacto en las importaciones.
- El BCRA, ha dejado de la lado el “Target Inflation” y ha pasado a aplicar un régimen monetario y cambiario de “Banda Cambiaria Móvil” Con límites para el crecimiento de 3% mensual hasta diciembre, con una meta de crecimiento de la base monetaria hasta junio 2019 de “0”
- Con un fuerte incremento de la tasa de interés, se ha logrado contener a la divisa estadounidense. El costo ha sido un impacto negativo en la demanda interna por la contracción de liquidez.
- Tanto el aumento del desempleo como el crecimiento en forma permanente del déficit cuasi fiscal del BCRA se instalan como dos nuevos problemas.

Lic. Enrique Déntice



- CIME | Centro de Investigación y Medición Económica -

PANECO #128 | OCTUBRE 2018

Resultado indicadores generales Sep2017-Sep2018¹:

Indicador	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	1,9%	1,5%	1,4%	3,1%	1,8%	2,4%	2,3%	2,7%	2,1%	3,7%	3,1%	3,9%	6,5%
Núcleo Var. % m/m	1,6%	1,3%	1,3%	1,7%	1,5%	2,1%	2,6%	2,1%	2,7%	4,1%	3,2%	3,4%	7,6%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	2,0%	1,3%	1,2%	3,4%	1,6%	2,6%	2,5%	2,6%	1,9%	3,9%	2,8%	4,1%	6,6%
Núcleo Var. % m/m	1,8%	1,1%	1,3%	2,0%	1,5%	2,2%	2,5%	2,1%	2,6%	4,2%	2,9%	3,2%	7,8%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	26,2%	24,5%	23,6%	26,1%	25,8%	26,3%	25,4%	26,5%	27,2%	29,8%	31,0%	33,6%	39,5%
Var. % t/t, m/m	1,6%	1,5%	1,3%	3,3%	1,6%	2,6%	2,1%	3,0%	2,3%	3,7%	2,7%	3,7%	6,0%
Indicadores Fiscales (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	26,5%	31,8%	18,4%	-18,6%	19,3%	26,7%	21,7%	20,9%	33,4%	36,5%	25,6%	32,3%	n/d
Gastos Totales	20,5%	12,2%	32,0%	7,2%	30,3%	20,6%	19,3%	13,4%	17,8%	22,1%	35,4%	18,7%	n/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	26,9%	29,4%	15,0%	-23,7%	17,8%	28,3%	10,1%	13,4%	30,2%	33,9%	21,1%	26,4%	n/d
Gastos Primarios	17,3%	6,0%	27,2%	5,9%	19,5%	18,4%	17,6%	14,1%	17,9%	26,8%	19,1%	20,8%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	25,0	25,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Moda	25,1	27,7	24,7	29,1	28,4	27,0	29,2	33,1	33,3	35,8	32,2	35,3	40,4
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Índice	51,0	51,1	51,1	43,2	45,2	43,8	43,8	40,1	36,1	36,0	36,3	36,2	33,7
Var. % m/m	7,2%	0,1%	0,0%	-15,5%	4,7%	-3,0%	0,0%	-8,5%	-10,0%	-0,3%	0,8%	0,0%	-7,0%
Var. % a/a	17,9%	11,1%	16,3%	-3,9%	1,6%	7,7%	7,0%	-13,2%	-21,2%	-14,4%	-14,6%	-23,9%	-34,0%

Indicador	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	3,4%	5,2%	4,3%	2,3%	4,3%	5,3%	2,2%	-0,5%	-5,2%	-6,8%	-2,7%	n/d	n/d
Var m/m, sin estacionalidad	0,2%	0,5%	0,4%	0,0%	0,7%	-0,1%	0,0%	-2,7%	-1,3%	-1,3%	1,4%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	12,4%	32,0%	26,0%	25,4%	22,0%	13,0%	15,4%	21,4%	3,5%	-18,2%	-17,4%	-25,2%	-31,5%
Var m/m, con estacionalidad	-0,7%	-2,3%	5,7%	14,8%	-28,6%	14,4%	7,9%	-7,8%	2,3%	-17,2%	3,2%	-2,3%	-19,0%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	4,7%	2,2%	0,8%	0,1%	1,2%	6,9%	3,0%	4,0%	-0,8%	-6,5%	-4,3%	-7,2%	n/d
Var t/t, m/m, deest.	0,3%	-0,5%	-1,2%	1,2%	0,2%	0,1%	-1,0%	-0,9%	-0,5%	-2,9%	0,1%	-2,1%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	2,3%	4,4%	3,5%	0,3%	2,6%	5,3%	1,2%	3,4%	-1,2%	-8,1%	-5,7%	-5,6%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	12,6%	17,8%	22,8%	15,5%	19,5%	19,3%	8,4%	14,4%	7,0%	-0,1%	0,7%	0,1%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	15,5%	21,0%	31,6%	11,2%	14,3%	12,4%	2,4%	18,4%	7,4%	-5,4%	-7,5%	-12,0%	-14,4%
Var. % m/m, deest.	-2,5%	1,4%	5,7%	-9,0%	-7,7%	6,4%	-0,7%	9,4%	-5,0%	-9,1%	7,7%	-6,7%	-1,1%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	12,9%	23,5%	16,4%	6,4%	19,1%	14,2%	4,7%	13,3%	-3,9%	-3,0%	-5,8%	0,0%	n/d
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.238	5.241	4.642	4.515	4.767	4.283	5.360	5.178	5.133	5.099	5.366	5.167	n/d
Var. % a/a	3,9%	11,2%	-4,0%	-1,7%	11,1%	9,8%	17,4%	6,5%	-6,5%	-1,0%	1,4%	-1,4%	n/d
Importaciones en USD	5.963	6.196	6.151	5.362	5.736	5.197	5.958	6.102	6.447	5.458	6.174	6.294	n/d
Var. % a/a	27,4%	28,3%	30,3%	18,5%	32,1%	26,3%	8,8%	22,7%	6,3%	-7,5%	2,2%	-0,3%	n/d
Saldo Comercial en USD	-725	-955	-1.509	-847	-969	-914	-598	-924	-1.314	-359	-808	-1.127	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	198,1	198,7	201,0	200,6	203,1	212,9	217,2	219,0	223,4	210,1	201,8	200,4	194,5
Var. % a/a	0,1%	1,0%	1,1%	0,3%	-0,4%	4,0%	2,3%	13,1%	14,3%	7,6%	-1,8%	2,1%	-1,8%

¹ Informe Económico Mensual nº166- Universidad del Salvador (USAL)



PERSPECTIVAS A FUTURO²

- El nuevo relevamiento del mes de Septiembre espera una inflación de 31.9% para los próximos 12 meses y 20.3% para los próximos 24 meses. A su vez se espera que tanto la inflación general como la núcleo se reduzcan en el primer trimestre de 2019 hasta un promedio mensual de 2,4% y 2,2%, respectivamente.
- Los analistas proyectaron una caída del Producto Interno Bruto (PIB) real para 2018 de 2,5%. Para el año 2019 esperan una caída del PIB real de 0,5%.
- En cuanto a la tasa de interés los analistas proyectan que la misma alcance el 40% dentro de 12 meses. A su vez la tasa de interés nominal vigente a septiembre (65%) se espera que se mantenga en promedio hasta noviembre. En adelante se esperaría un descenso hasta alcanzar 35% en promedio en diciembre de 2019.
- Respecto al tipo de cambio para diciembre de 2018, se estima un tipo de cambio nominal de \$/US\$ 43,0 promedio mensual, mientras que la proyección para diciembre de 2019 fue de \$/US\$ 50,4.
- En cuanto al nivel de actividad se proyecta una variación del Producto Interno Bruto (PIB) real para 2018 de -2,5% y de -0,5% para 2019.
- Los participantes del REM esperan un déficit primario nominal del Sector Público Nacional no Financiero³ (SPNF) de \$360 miles de millones para 2018. Y se proyecta una reducción del déficit primario para 2019 hasta alcanzar el equilibrio fiscal previsto en el proyecto de Ley de Presupuesto⁴.

Lic Valeria Tomasini

² Fuente: REM. El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que lleva adelante el Banco Central de la República Argentina (BCRA) consiste en un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo que habitualmente realizan analistas especializados, locales y extranjeros, sobre la evolución de variables seleccionadas de la economía argentina.

³ Diferencia entre los ingresos —netos de rentas de la propiedad originadas en operaciones de financiamiento intra-sector público y de rentas ingresadas por utilidades del BCRA— y los gastos primarios.

⁴ Proyecto de Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional para 2019



LO MÁS DESTACADO

- **Política monetaria⁵:**
El Banco Central de la República Argentina (BCRA) anunció el 26 de septiembre que a partir del 1° de octubre implementará un nuevo esquema de política monetaria basado en un objetivo de agregados monetarios. En este esquema la tasa de interés se determina por la oferta y la demanda de liquidez del mercado. El objetivo principal del mismo es bajar la inflación, en pleno proceso recesivo de la economía.
- **Mercado cambiario⁶:**
Desde que arrancó el "plan Sandleris", el dólar ya bajó \$ 4,36. El Banco Central viene haciendo licitaciones diarias de Leliq⁷ (sólo para bancos) para retirar pesos de circulación y mantener un crecimiento cero de la base monetaria. El Riesgo País, por su parte, aumentó ocho puntos y cerró en 663. Y después de tres caídas consecutivas, la Bolsa porteña se recuperó en medio de un alza generalizada de los mercados emergentes y una estabilidad de corto plazo del dólar.
- **Inflación⁸:**
El INDEC informó que en septiembre la inflación llegó al 6,5% y acumula 32,4% en lo que va del año. Lejos de disminuir en los próximos meses el avance de los precios seguirá al mismo ritmo. El ministro de Hacienda de la Nación, Nicolás Dujovne, aseguró que la inflación de septiembre, y la de octubre, serán las más altas del año.
- **Poder adquisitivo⁹:**
Las consultoras privadas coinciden en advertir que la inflación este año se ubicará en torno al 45%. Muy lejos de ese valor quedarán los salarios, jubilaciones y asignaciones sociales que experimentarán una caída en su poder adquisitivo que se ubicará entre el 15 y el 20%. A la hora de revisar los aumentos que sufrieron los alimentos más básicos observamos que los más vulnerables fueron la harina de trigo (con una suba del 140,36%), los huevos (74,93%) y el aceite (64,91%).

Lic. Micaela A. Spinelli

⁵ Fuente: REM. <http://www.bcra.gob.ar>

⁶ Fuente: <https://www.clarin.com>

⁷ Letras de Liquidez: Letras del BCRA a 7 días a las que solo pueden acceder los bancos. Fueron lanzadas el 11 de Enero del presente año.

⁸ Fuente: <https://www.minutouno.com>

⁹ Fuente: <https://www.minutouno.com>



OPINION

Por: Lucas Pina

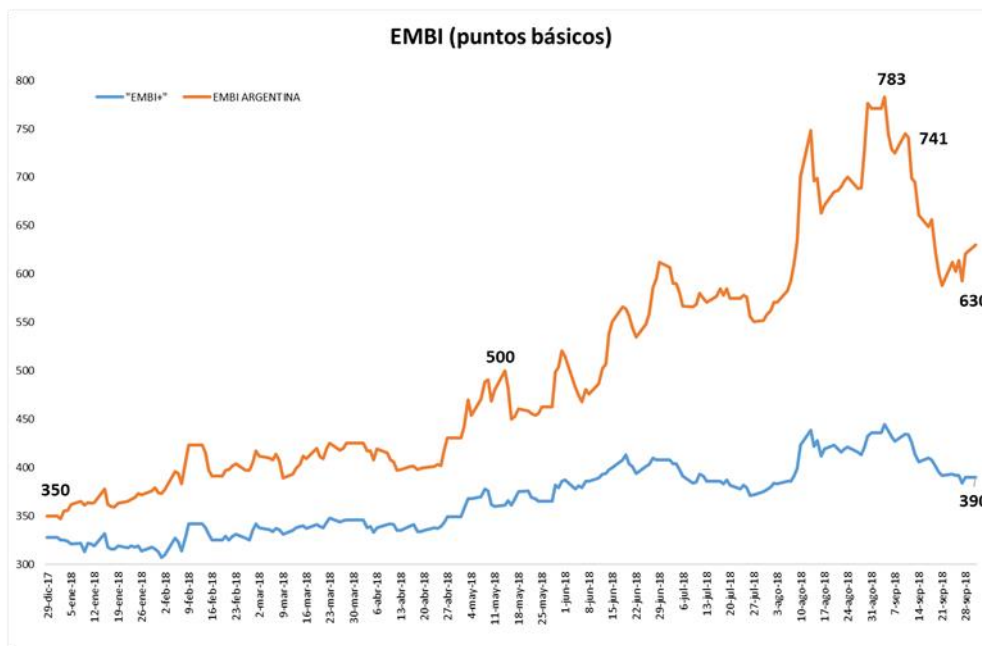
Para analizar la crisis cambiaria de 2018, hay que volver brevemente a 2015, dónde con déficits fiscales y comerciales, precios relativos distorsionados y estancamiento con inflación, el Gobierno actual eligió rápidamente depreciar el tipo de cambio para unificar la moneda hasta el valor informal de la divisa. Se financió en dólares el déficit primario en pesos y se combatió la inflación absorbiendo pesos con LEBAC, un programa destinado al fracaso ya que el Tesoro debía endeudarse en pesos y cancelar Letras Intransferibles al BCRA, para que este cancele con esos pesos las LEBAC.

Desde entonces se subestimó la falta de confianza en la moneda local respecto al dólar, se desaprovechó el blanqueo de capitales y se incrementaron las transferencias automáticas a las provincias sin negociar una contrapartida.

El gradualismo como mecanismo para corregir las distorsiones macro (déficit fiscal e inflación) fracasó desde el cambio de metas de inflación y el posterior tributo que gravaba la renta financiera. Se subestimaron los límites del endeudamiento comprometiendo la estabilidad del Banco Central, y el plazo en que los capitales financieros podían quedarse a financiar la inversión de capital que esperaba el Gobierno.

Las sucesivas impericias llevaron a negociar el primer acuerdo de US\$ 50 MM con el FMI para abastecer las necesidades en dólares. Entre enero y mayo el tipo de cambio nominal subió 32% (de \$19 a \$25), la tasa de interés del BCRA pasó de 28,75% a 42,5% y el riesgo país llegaba a 521 puntos. Las primeras proyecciones indicaban un crecimiento del PBI del 0%.

Al no ceder el Riesgo País como principal indicador observado por el Fondo, fue necesario un baño de realismo y reconocer el necesario ajuste para renegociar un nuevo acuerdo con el FMI. Se reimplantaron las retenciones, se pasó a las duras metas fiscales (anunciadas originalmente por Prat Gay en 2015), cambiando el programa monetario de metas a otro de agregados.



El nuevo acuerdo a medida del Fondo se concentra en el endurecimiento del programa, a cambio del adelantamiento de los desembolsos. El nuevo monto negociado pasó de los originales US\$ 50 MM a US\$ 57,1 MM.

Luego del primer desembolso de US\$ 15 MM, el Gobierno negoció un *Up-front* de otros US\$ 13,4 MM para 2018. Vale recordar que el acuerdo original planteaba un cronograma de desembolsos condicionales al cumplimiento de metas de US\$ 3 MM cada tres meses.

El acuerdo actual depende para la autorización de los desembolsos una nueva política cambiaria con reglas de intervención, endurecimiento de la política monetaria con cero emisión hasta junio 2019 y déficit primario cero en 2019. De esta forma el Gobierno actual recibirá durante el 2019 otros US\$ 22,8 MM para garantizar las necesidades en dólares hasta fines del próximo año. A diferencia del primer acuerdo dónde el próximo Presidente recibiría un Fondo precautorio de US\$ 18 MM entre 2020 y 2021, a raíz del nuevo cronograma recibirá tan sólo US\$ 5,9 MM.

Con el adelantamiento de desembolsos el Gobierno se garantiza completar el programa fiscal financiero de 2018 cubriendo las necesidades brutas de la caja en dólares, sobrante que podrá vender el Tesoro para



compensar el faltante de Caja en pesos correspondiente al déficit primario y a los vencimientos de capital e intereses.

Política Monetaria

La nueva política cambiaria, mal llamada por bandas, representa una zona de NO intervención (ZNI).

Definida entre un rango amplio de entre 34 y 44 pesos, con una prorrata mensual del 3% ajustable diariamente hasta fin de año. Para fines de diciembre de 2018 la ZNI quedará entre 37,15 y 48,1.

En el caso de que el tipo de cambio supere el techo de la zona de no intervención, el Banco Central podrá realizar ventas diarias de hasta US\$ 150 para contener el tipo de cambio. Mientras que en caso de que perfore el piso el BCRA podrá hacerse de divisas para robustecer las reservas internacionales.

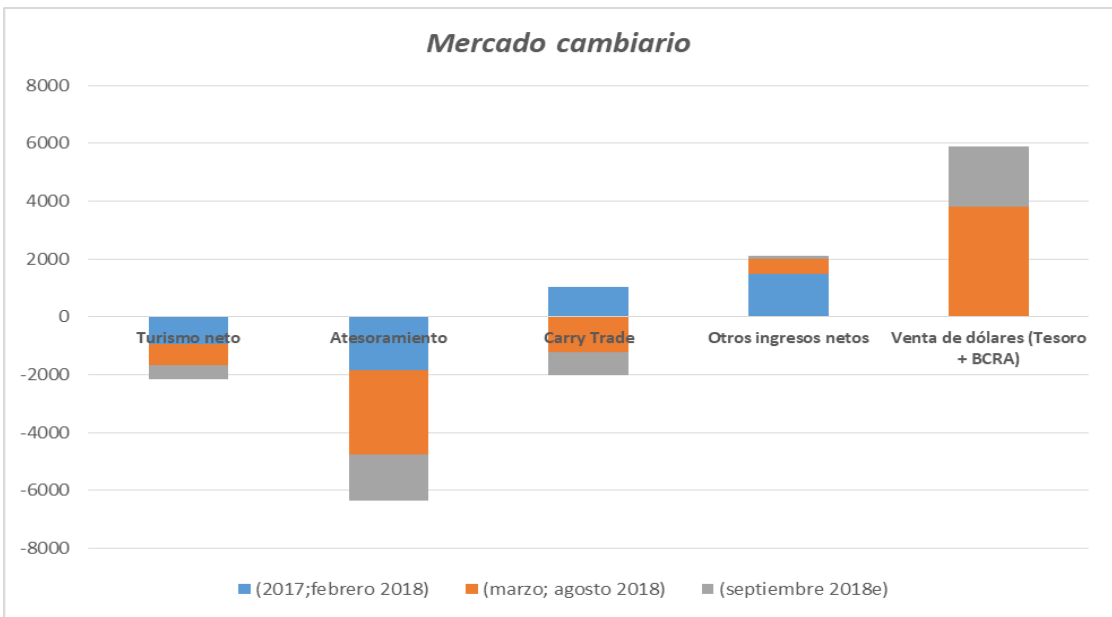
La duda surge respecto a si habrá alguna restricción para el Tesoro al momento de vender los dólares provenientes del FMI en el mercado cambiario con fines presupuestarios. Por lo que se observa en el programa financiero, se presume que con dichas divisas el Tesoro estaría en condiciones de cancelar los vencimientos de deuda local en pesos.

El mercado cambiario mostró una fuerte demanda de moneda extranjera durante el periodo comprendido entre marzo y agosto dónde se desató la crisis. En los 14 meses que precedieron la corrida, durante 2017 y el primer bimestre de 2018, se fugaron vía Turismo US\$ 931 M, mientras que por Atesoramiento otros US\$ 1.853, bajo la gestión de Federico Sturzenegger se compensó la demanda con "carry trade", préstamos financieros del exterior y de bancos locales, colocación de deuda de empresas y provincias, IED, ventas de entidades financieras, utilidades y dividendos e intereses y servicios netos.

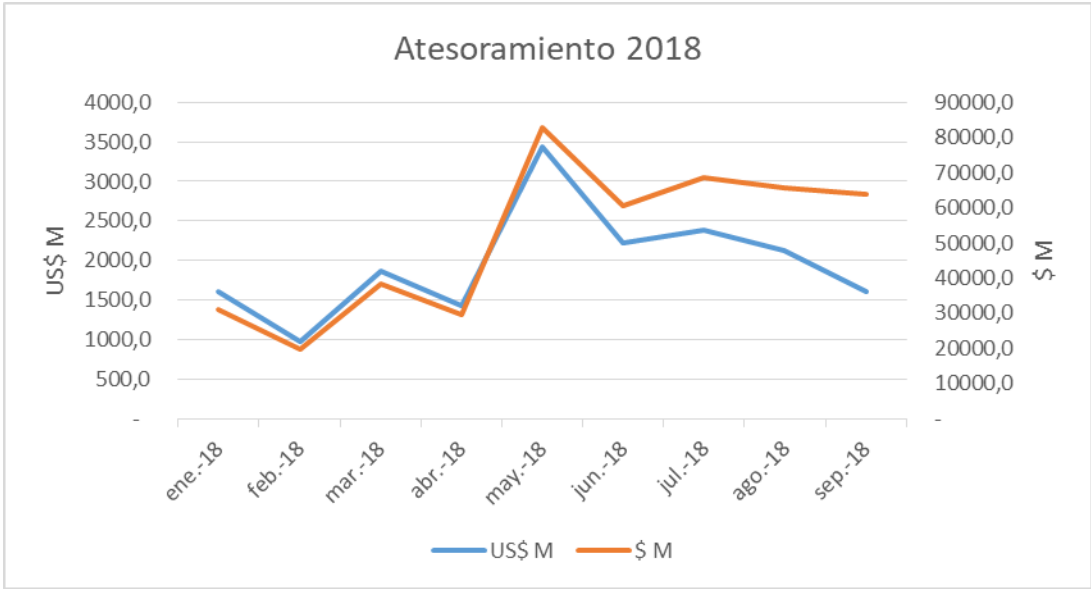


- CIME | Centro de Investigación y Medición Económica -

PANECO #128 | OCTUBRE 2018



Durante la crisis cambiaria, entre marzo y agosto de este año, los dólares por Turismo cambiaron la tendencia por la apreciación del TC (-21,26%), mientras que por la incertidumbre cambiaria se profundizó la *bimonetariedad* llevando al Atesoramiento minorista a incrementar notablemente la tenencia de moneda extranjera.



La nueva política monetaria establecida por el actual Presidente Guido Sandleris dependerá del nivel de la tasa de interés en pesos como clave para equilibrar el mercado cambiario. Desde el inicio de su gestión el BCRA vendió más de US\$ 2000 M entre \$38 y \$40. Será clave como responde la demanda de dólares al desarme de LEBAC de tenedores no bancarios, ya que no habrá más dólares del FMI para financiar el desarme.



Hacia 2019 según las proyecciones indican que se espera una muy buena cosecha (superávit comercial), el déficit neto por turismo tenderá a cero, y los dólares por atesoramiento minorista se estabilicen por debajo de los US\$ 2000 M, no tanto por la merma del deseo de atesorar, sino por un tipo de cambio más alto.

El gráfico es elocuente, en los primeros cinco meses del año la demanda de dólares por atesoramiento era equivalente al monto en pesos destinados para la compra. Luego del máximo de mayo, donde la demanda alcanzó los casi US\$ 3.500 M (\$ 82.972 M), la demanda de dólares se redujo un 38% en agosto, no obstante la demanda en pesos se estabilizó en un promedio de \$ 65.000 M. Esto indica que el minorista aún con el tipo de cambio “alto” sigue destinando un % de su ingreso a la compra para atesoramiento.

Desde mayo, más de un millón de personas compran en Argentina dólares para atesorar. El dato de julio 2018 indica que fueron 1.350.000 los minoristas (compras hasta US\$ 10.000) que se hicieron de divisas para atesorar, estos representan el 47% sobre el porcentaje de compras totales.

El tipo de cambio quedará determinado por el superávit comercial que aportará la cosecha, y las ventas del Tesoro como oferente de dólares del FMI para cancelar deuda local.

Tipo de cambio

Con la depreciación del tipo de cambio en el orden del 100%, a pesos de octubre se puede observar un valor competitivo para el campo, incluso si consideramos las nuevas retenciones (\$4) para el campo. Desde 2008, donde el tipo de cambio comienza su descenso hasta llegar en 2011 a valores similares a la crisis de 2001, tuvimos un dólar “muy bajo” respecto a nuestros socios comerciales, lo que fue compensado con precios internacionales récord y retenciones hasta 2013.

A partir de 2016 bajo la actual gestión, con un tipo de cambio muy bajo, sin retenciones (sólo a la soja) y con precios internacionales lejos de los máximos, la presión sobre el tipo de cambio real impactó sobre la economía productiva. Hoy, con un dólar en \$38 promedio, volvemos a niveles de competitividad cercanos a los de 2008, más favorable para los productores de maíz y soja; así como para la industria y las economías regionales respecto al dólar.



- CIME | Centro de Investigación y Medición Económica -

PANECO #128 | OCTUBRE 2018



Por pedido del FMI, la nueva política monetaria pasa de un esquema de metas de inflación a otro de agregados monetarios dónde la Base monetaria juega un rol fundamental. El Banco Central se comprometió a no incrementar la BM desde octubre de 2018 hasta junio 2019. Este crecimiento cero no es sinónimo de emisión cero, sino que en el caso de emitir debe esterilizar el 100%, se estima que la BM crecerá 1% mensual hasta fines del próximo año.

Los objetivos monetarios serán ejecutados mediante operaciones diarias de Letras de Liquidez con los bancos locales, dónde la tasa determinada por la oferta y la demanda de liquidez alcanzó el 74%. Hasta que la inflación no ceda el BCRA se comprometió a mantener la tasa mínima de LELIQ en 60%.

El desafío del sistema financiero debido a la dureza de la nueva política monetaria, será que la tasa determine el crecimiento de los agregados monetarios. Mientras los depósitos crecen a una tasa que está muy por debajo de la tasa de interés que reciben, para pagar los intereses los bancos deberían recurrir al rescate de los préstamos.

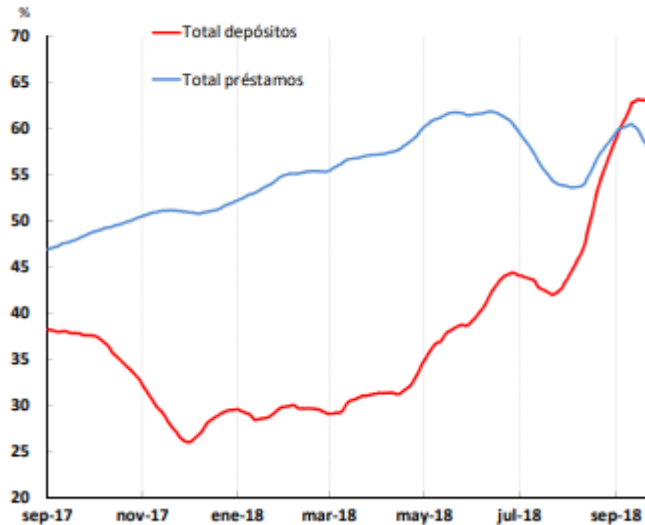
El crecimiento cero de la base monetaria como programa monetario cuenta con varias aristas para analizar. En principio implica que debido a la estacionalidad del circulante en poder del público por los aguinaldos de junio y diciembre, se flexibilizaría el programa pasando de un crecimiento nulo a uno del 8%, dónde la BM se expandirá 6,3% en diciembre de 2018, y otro 1,7% en junio 2019.

Por otra parte, la coyuntura dónde se impone esta nueva política parte de un circulante en poder del público muy bajo en relación al PIB. Con máximos en los últimos 15 años cercanos al 7%, luego de la monetización que se dio luego de la crisis de 2001, y con otro pico a principios de 2013 por los efectos del



cepo cambiario, el circulante no detuvo su caída. En la actualidad, tras la normalización cambiaria y a raíz del sostenido crecimiento de la inflación, estamos aproximadamente en un mínimo de 4,5% como porcentaje del PBI.

Total de Préstamos y Depósitos - Sector Privado
(pesos y moneda extranjera - var. i.a. Prom. 30 días)



El programa se para alcanzar su objetivo se concentra en reducir el circulante en poder del público e incrementar los encajes. La variación interanual del circulante al mes de agosto fue del 14% mientras que el dinero inmovilizado creció 94,6%. La dura política monetaria impuesta por la nueva gestión del BCRA golpeará directamente a los créditos disponibles para el sector privado. Las consecuencias para el capital de trabajo son inestimables.

LEBAC

La depreciación del Peso pegó directamente sobre los tenedores no bancarios de este instrumento. Entre abril y agosto, se licuaron pasivos por \$ 18.000 M, vía devaluación del 45% de la moneda, ya que en el mismo período la LEBAC acumuló una tasa de interés de sólo el 13%. La merma no se detuvo, y aquellos que perdieron pasaron a engrosar el promedio mensual por atesoramiento.

Los tenedores bancarios debieron integrar el incremento del incremento de 21 pp de los encajes que impuso el BCRA, por el equivalente a \$ 520.000 M, a través de BOTE en pesos del Tesoro, LELIQ y efectivo. Al no poder suscribir más LEBAC, los bancos pueden acceder a otros instrumentos como NOBAC a un año o LELIQ a 7 días.

Desde marzo a septiembre el stock de LEBAC cayó US\$ 53.000 M. Actualmente el remanente de este instrumento es de \$341.000 M, de los cuales el 88% está en manos de tenedores no bancarios.

Política Fiscal

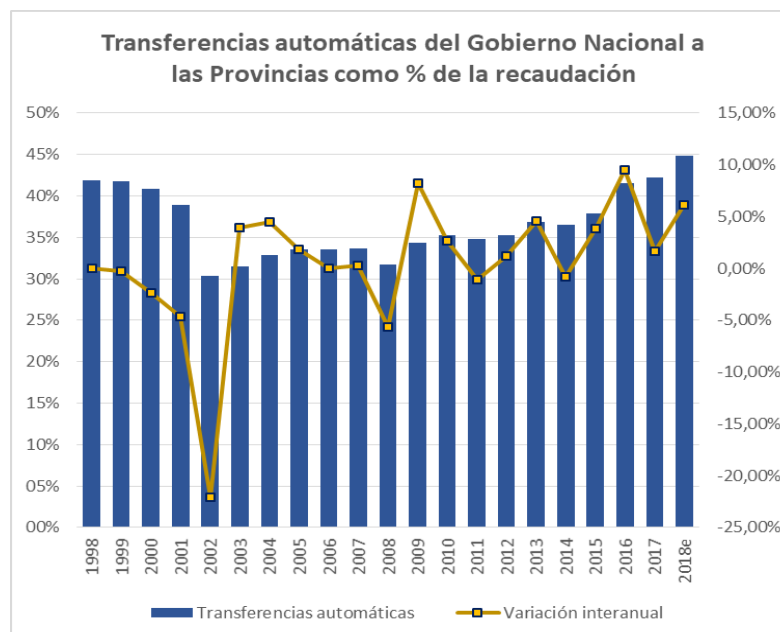
El retorno a las metas fiscales anunciadas por el entonces Ministro Prat Gay en diciembre de 2015, ya no representa un objetivo para el Gobierno para atraer inversiones, sino que está subyugado por nuevo cronograma de desembolsos del nuevo paquete de asistencia negociado con el FMI para compensar la falta de financiamiento.

Metas Fiscales

Déficit primario como % del PBI

	2018	2019	2020	2021
dic-15	1.8	0		
may-18	2.7	2.2	1.2	0
jun-18	2.7	1.3	0	
sep-18	2.6	0		

Las previsiones del Gobierno para lograr la ambiciosa meta de déficit cero en 2019, parten de un resultado fiscal de partida el -3,4%, ya que al déficit primario proyectado profundizado por el Pacto Fiscal (Fondo del Conurbano) (-0,2%), la Reforma Tributaria (ganancias + aportes) (-0,2%), el ajuste por fórmula de jubilaciones, pensiones contributivas y asignaciones familiares (-0,2%) y la devolución de los 3 puntos por año de coparticipación a las provincias (-0,2%), negociado por el Gobierno sin una contrapartida, aun cuando están en sus máximos como porcentaje de la recaudación desde 1999.



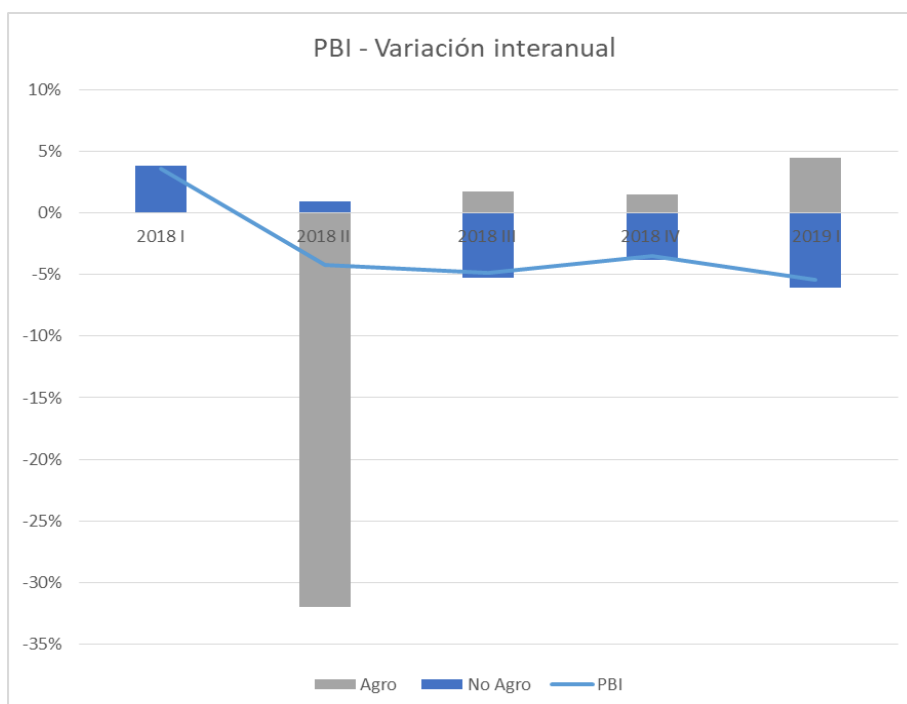
El Ministro Coordinador Dujovne espera aumentar la recaudación (1,7%), mediante las retenciones a la soja por la mejor cosecha (0,1%), con retenciones fijas en pesos (1,1%) y la reducción de reintegros a exportaciones (0,1%). El Gobierno espera encontrar el apoyo político para vender en el Mercado las acciones del Fondo de Garantía de Sustentabilidad para afrontar los pagos por la Reparación Histórica (0,4%).

Por otra parte se esperan menos transferencias a las Provincias (0,8%) por la eliminación del Fondo de la Soja, la reducción de las transferencias corrientes y el traspaso a las provincias de los subsidios al transporte y la tarifa social eléctrica, estas últimas sujetas a aprobación y cumplimiento.

La reducción de los subsidios a la energía, la drástica reducción de la obra pública y un menor gasto para la administración pública completarían el (0,9%) necesario para equilibrar el deficit primario.

Sector Externo

En 2018 Argentina Exporta US\$ 10.000 M menos que hace exactamente 10 años. En términos de PBI, la cuenta corriente arroja un saldo negativo del 4,8%. La pronunciada caída del PBI entre abril y junio fue explicada casi exclusivamente por el derrumbe de la cosecha. Los efectos de la sequía en el campo fueron lamentables, en el segundo trimestre el PBI agro cayó un 32% interanual. El clima adverso afectó severamente la producción de maíz y soja, cultivos que se cosechan en ese periodo, afectando negativamente el crecimiento en 1 punto del PBI.



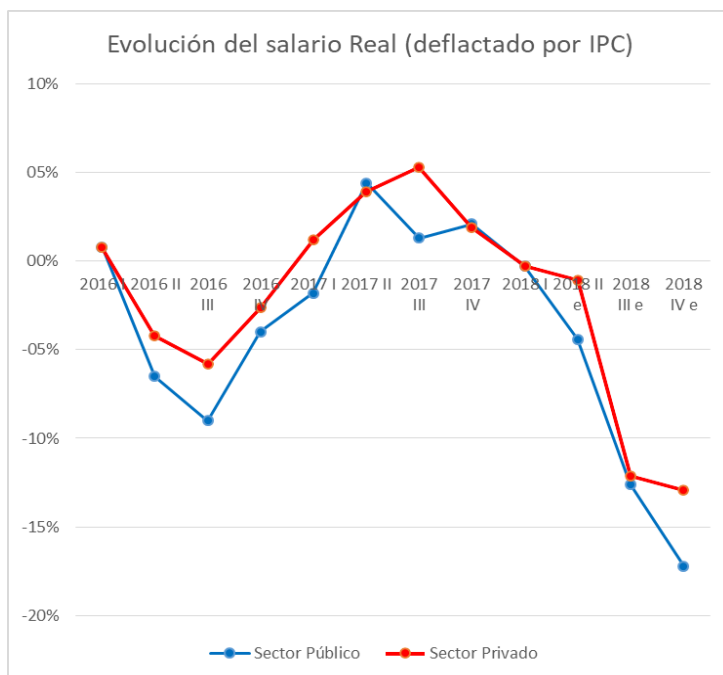


- CIME | Centro de Investigación y Medición Económica -

PANECO #128 | OCTUBRE 2018

Se observa una recesión clásica de 4 trimestres de caída motorizada por la pérdida del salario real, como por la caída del crédito. Con la inflación superando el 43% no hay paritaria que se ajuste, tanto en el sector público, como en el sector privado y mucho menos en el sector informal.

La expectativa para una reactivación está puesta en el Agro, no sólo porque las 25 toneladas que se perdieron por las inclemencias climáticas ponen en una situación estadísticamente favorable al sector externo, sino porque con la depreciación del tipo de cambio mejoran los términos de intercambio, y junto a un clima favorable generarían los Ingresos para lograr el equilibrio fiscal mediante los derechos de exportación con una recaudación adicional en 2019 de \$280.000 M.



LAS NUEVAS RETENCIONES A LA EXPORTACIÓN COMPRENDEN:

- \$ 4 POR DÓLAR PARA LAS EXPORTACIONES PRIMARIAS
- \$ 3 POR DÓLAR PARA EL RESTO DE LAS EXPORTACIONES
- REDUCCIÓN AL 18% EN LA ALÍCUOTA PARA POROTOS, HARINAS Y ACEITE DE SOJA

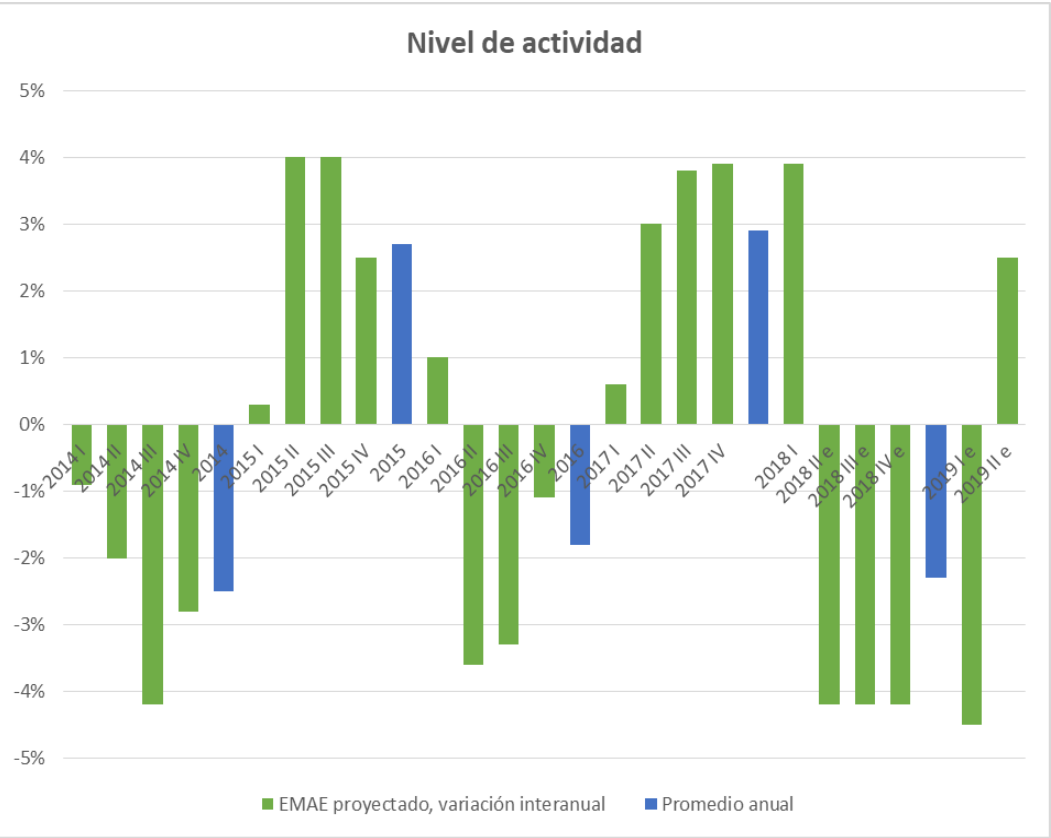


- CIME | Centro de Investigación y Medición Económica -

PANECO #128 | OCTUBRE 2018

En las últimas recuperaciones necesitaron una expansión monetaria y fiscal, donde el incremento del circulante en poder del público impactó en la reducción de la tasa de interés de referencia, con el nuevo acuerdo con el FMI, será difícil que la contracción monetaria baje la tasa como en las recesiones anteriores de los años impares.

En Argentina como los individuos funcionan con una lógica *bimonetaria*, la puja distributiva por sostener el poder adquisitivo obliga al ahorrista a pensar en moneda dura, potenciando la demanda privada de dólares. El atesoramiento estructural pone un techo bajo al nivel de actividad, y un piso muy bajo al tipo de cambio real. Si la tasa de referencia (corredor de pases) no impacta sobre la inflación, la recesión se profundizará tal como lo plantean los peores escenarios.





- CIME | Centro de Investigación y Medición Económica -

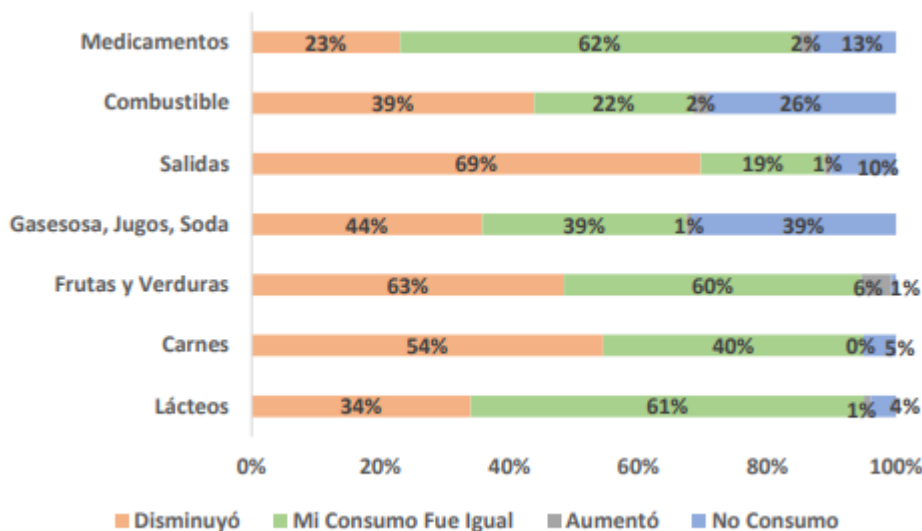
PANECO #128 | OCTUBRE 2018

CONSUMO

La inflación del 32.4% acumulada en los primeros 9 meses del año ha devenido una pérdida de al menos 10% en el poder adquisitivo, obteniendo así, importantes consecuencias en el consumo. Se ha observado que frente a esta situación tanto los consumidores como productores han utilizado distintas estrategias para acomodarse a la realidad económica.

Durante el mes de septiembre, el Centro de Economía Política Argentina (CEPA) realizó una encuesta sobre la evolución reciente del consumo en el Área Metropolitana (CABA y AMBA). Se preguntó si los hogares disminuyeron, sostuvieron o aumentaron el consumo de siete rubros: lácteos, carnes, frutas y verduras, gaseosas, jugos y sodas, recreación y esparcimiento, combustible y medicamentos.

Al verificar los resultados, observamos que el rubro que más ha disminuido su consumo ha sido "Salidas" (recreación) con un 69%, seguido por el consumo de frutas y verduras en el orden del 63%. El rubro menos afectado fue medicamentos, y sin embargo su reducción se ubica en el 23%.



Con la recesión se observa que el consumidor recorta gastos y posterga decisiones de compra. Entre estas podemos encontrar vacaciones, mejoras en la vivienda, o el cambio de vehículo/vivienda. Otras actividades abandonaron directamente su consumo, tales como, el apoyo escolar, las actividades extracurriculares o el gimnasio y el entretenimiento (como cine y teatro) y las comidas fuera de casa. En cambio los que aún resisten ante la disminución del consumo son el servicio de internet y cable, los medicamentos, la telefonía celular y retransmisión (Netflix).

Ante esta situación los hogares usan estrategias como cambiar el lugar de compra, de marca o buscar promociones para ahorrar. En esta estrategia de ahorro, las segundas marcas y las marcas propias encontraron espacio para crecer, tal es el caso de la cadena de supermercados DIA. Este año la marca crece



arriba del 40%. Son líderes en categorías como papel higiénico, hamburguesas, helados, arroz o aceites pero también en otras un poco más evolucionadas donde las marcas pesan más, como toallitas desmaquillantes, tinturas o snacks.

CONSTRUCCIÓN

Durante agosto de 2018, el índice del indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC)¹⁰ registró una suba de 0,1% respecto a igual mes del año anterior. El acumulado durante los ocho meses del 2018 presenta un aumento de 7,9% respecto a igual período del año 2017.

En cuanto a los datos del consumo aparente de los insumos para la construcción en agosto muestran, con relación a igual mes del año anterior, subas de 17,6% en mosaicos graníticos y calcáreos, 14,3% en hormigón elaborado, 13,7% en el resto de los insumos (incluye grifería, tubos de acero sin costura y vidrio para construcción) y 5,1% en yeso. Mientras tanto, se observan bajas de 31,0% en asfalto, 23,2% en artículos sanitarios de cerámica, 12,7% en pinturas para construcción, 9,7% en cales, 4,3% en hierro redondo y aceros para la construcción, 3,2% en pisos y revestimientos cerámicos, 1,6% en placas de yeso y 0,6% en cemento portland y ladrillos huecos.

Como complemento de los datos del ISAC, se publica información sobre los puestos de trabajo registrados en la actividad de la construcción en el sector privado. La información se refiere a puestos de trabajo sobre los que se efectúan aportes y contribuciones al sistema previsional. Este indicador en julio de 2018 no registró variación con relación al mes anterior. Por su parte, con respecto al mismo mes del año pasado, el dato de julio registró una suba de 2,5%. En el acumulado enero-julio de 2018, este indicador presentó un incremento de 6,3% con respecto al mismo período del año anterior.

Un aspecto central de esta suba está vinculado con la naturaleza del negocio, las obras se realizan en pesos, pero se comercializan en dólares. Con un mercado inmobiliario en el que cayó el número de las operaciones pero no los precios de venta en la misma proporción, se produjo una apreciable brecha entre el costo de construcción del metro cuadrado y el valor de venta en dólares.

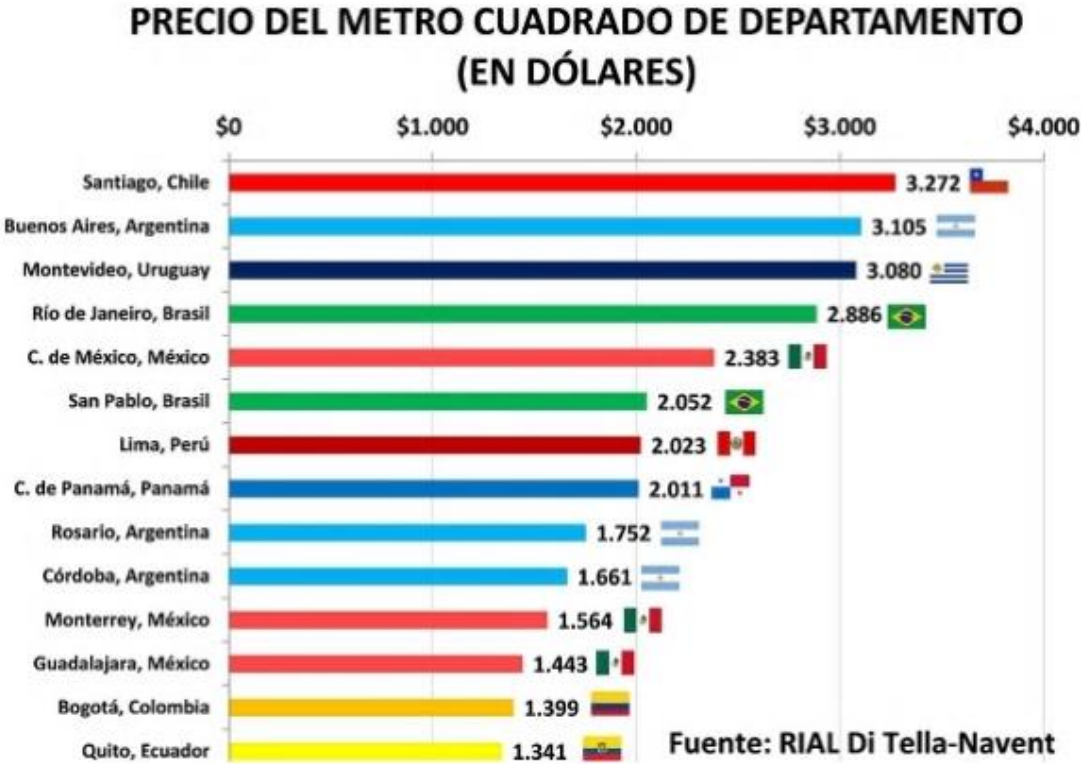
El costo de la construcción en la Ciudad tuvo en septiembre el aumento porcentual más alto desde que se cuentan con registros oficiales en el distrito, con un 10,5% mensual y un 46,4% interanual. Pero frente a un dólar que se encareció un 121% entre enero y septiembre –de \$18,92 a \$41,87-, el costo de la construcción medido en moneda norteamericana se redujo 35,3% en los primeros nueve meses de 2018.

¹⁰ El indicador muestra la evolución del sector tomando como referencia los consumos aparentes de insumos requeridos en la construcción. Para el cálculo del ISAC se consideran (en volumen físico) los insumos: asfalto, cales, cemento portland, grifería, hierro redondo y aceros para la construcción, hormigón elaborado, ladrillos huecos, mosaicos graníticos y calcáreos, pinturas para la construcción, pisos y revestimientos cerámicos, placas de yeso, sanitarios de cerámica, tubos de acero sin costura, vidrio plano para la construcción y yeso.



Desde el punto de vista de distintas constructoras indican que la devaluación impactó positivamente en el sector porque el valor del costo de construcción en dólares es muchísimo más accesible y, quienes tienen dólares, se animan a invertirlos en una propiedad. A su vez, los materiales no han aumentado al ritmo de la devaluación, así como la mano de obra tampoco ha aumentado en el porcentaje que se ha devaluado.

Un informe de la Universidad Di Tella, dirigido por el economista Juan José Cruces, detectó que con un valor promedio de USD 3.105 por metro cuadrado, las propiedades en la ciudad de Buenos Aires son las segundas más caras de la región, detrás de Santiago de Chile (USD 3.272), y por encima de Montevideo (USD 3.080) y Río de Janeiro (USD 2.886).



Por otra parte el 63,6% de las empresas que realizan obras privadas y el 77,8% de las que se dedica a la obra pública estimaron que el nivel de actividad caerá durante los próximos tres meses, según el relevamiento del INDEC, con lo que se podría decir que la construcción terminará con crecimiento nulo en 2018.



INDUSTRIA

La actividad de la industria manufacturera de agosto de 2018 presenta una baja de 5,6% respecto al mismo mes del año 2017. En el acumulado de los ocho meses de 2018 en su conjunto, el estimador mensual industrial (EMI)¹¹ muestra una disminución de 0,8% con respecto al mismo período del año anterior.

En cuanto a lo que esperan las firmas según la encuesta cualitativa industrial para el período septiembre-noviembre de 2018 respecto a igual trimestre de 2017, se puede observar que el 59,7% de las empresas anticipa una baja para dicho período, el 32,4% prevé un ritmo estable y solo el 7,9% espera un aumento.

En cuanto al comercio exterior, entre las firmas exportadoras, el 52,6% no anticipa cambios en sus exportaciones totales para el período mientras que el 31,1% espera una suba y el 16,3% vislumbra una disminución. Por su parte, el 47,3% de las firmas anticipa un ritmo estable en sus importaciones de insumos; 42,1% vislumbra una baja; 10,6% prevé un crecimiento.

Análisis sectorial

En la comparación de agosto de 2018, con respecto al mismo mes de 2017, se observan caídas en los rubros de la industria textil (-16,6%), los productos de caucho y plástico (-13,2%), la metalmecánica excluida la industria automotriz (-10,8%), el bloque de sustancias y productos químicos (-9,3%), la refinación del petróleo (-7,8%), la industria del tabaco (-6,9%), la edición e impresión (-5,9%), el bloque de papel y cartón (-2,8%), los productos minerales no metálicos (-1,1%) y la industria alimenticia (-1,0%).

Por otra parte, se registran subas en la industria automotriz (13,7%) y las industrias metálicas básicas (7,7%).

La **industria alimenticia** presenta, en agosto de 2018 y en el acumulado enero-agosto de 2018, disminuciones de 1,0% y 0,7%, respectivamente, en comparación con los mismos períodos del año anterior. La producción de carnes rojas registra aumentos del de 11,4% durante el mes de mientras que el consumo aparente de carne bovina registra, en agosto de 2018, una disminución de 2,7% con respecto a igual mes del año anterior. Por su parte la producción de carnes blancas registra, en agosto de 2018, una disminución de 0,3% respecto del mismo mes del año anterior y acumula, en los ocho meses del año 2018, una caída de 4,4% en comparación con igual período del año 2017, mientras que el consumo aparente presenta, en agosto de 2018 y en el acumulado enero-agosto del corriente año, disminuciones de 0,6% y de 4,1% .

La **industria textil** cae 16,6% en agosto de 2018 y 9,0% en el acumulado enero-agosto de 2018, respecto de los mismos períodos del año 2017. El bloque presenta un menor nivel de actividad como consecuencia, principalmente, de la disminución en el consumo interno. La caída en la demanda de productos terminados ha originado una menor cantidad de pedidos en los segmentos de hilados de algodón y de tejidos, que

¹¹ El Estimador Mensual Industrial (EMI) mide el desempeño del sector manufacturero sobre la base de información proporcionada por empresas líderes, cámaras empresarias y organismos públicos que informan sobre productos e insumos representativos (en base a unidades físicas de producción)



disminuyen 10,8% y 21,4%, respectivamente, en agosto del corriente año respecto del mismo mes del año pasado.

Las **industrias metálicas básicas** crecen 7,7% en agosto de 2018 y 14,6% en los ocho meses de 2018. Se destacan los aumentos en la producción de acero crudo (9,1%). En materia de laminación siderúrgica, la fabricación de productos no planos aumentó 16,5%, impulsada principalmente por las ventas al mercado externo. También se observa una mayor fabricación de productos siderúrgicos para la industria automotriz. En cuanto al sector de gas y petróleo, se registra un incremento en el nivel de pedidos de productos siderúrgicos destinados al mercado interno –vinculado a proyectos energéticos en Vaca Muerta–, y para exportaciones. Por otra parte, de acuerdo a la misma fuente, caen los pedidos por parte del sector fabricante de maquinarias e implementos agrícolas. La elaboración de aluminio primario crece 1,9%, en agosto de 2018, y 1,2% en los ocho meses del corriente año. La mayor producción de aluminio, en los ocho meses del corriente año, se relaciona con el crecimiento de la demanda externa de productos de aluminio destinados al sector automotriz y la actividad de la construcción.

La **industria automotriz** crece 13,7%, en agosto de 2018, y 14,3% en los ocho meses de 2018. Según datos difundidos por la Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFAs), la cantidad de unidades producidas del segmento de automóviles muestra subas de 11,6% en agosto de 2018 y 23,1% en los ocho meses de 2018. En cuanto a la fabricación de utilitarios, aumenta 6,9% en agosto de 2018 respecto al mismo mes del año anterior, mientras que, en los ocho meses del año, se mantiene en un nivel similar (-0,9%) al obtenido en igual período de 2017. En materia de exportaciones, según datos de ADEFAs, la cantidad de unidades de automóviles y utilitarios crece 59,6% en agosto de 2018, y 34,1%, en los ocho meses de 2018. Según la misma fuente, en el período enero-agosto del corriente año, el principal mercado externo es Brasil. Las ventas a concesionarios de automóviles y utilitarios nacionales, según datos de ADEFAs, registran caídas de 31,0% en agosto de 2018 y de 10,7% en los ocho meses del año, respecto a los mismos períodos de 2017.

La **industria metalmeccánica excluida la automotriz**, cae 10,8% en agosto y 2,4% en el acumulado enero-agosto de 2018. El bloque presenta una disminución en su nivel de actividad como consecuencia, principalmente, de una retracción en la demanda interna desde las actividades agrícolas, los sectores de consumo durable (en particular la línea blanca), y desde los rubros solicitantes de envases de metal. El sector de maquinaria agrícola ha continuado la retracción en la fabricación de tractores, cosechadoras, sembradoras e implementos agrícolas, producto de una menor demanda relacionada con la importante sequía que afectó al sector agrario. La desaceleración del consumo interno incide en el rubro de línea blanca, principalmente en la producción de los segmentos de lavarropas, heladeras y freezers, cocinas y termotanques. El bloque de envases metálicos presenta un menor nivel de actividad por la disminución, principalmente, de la demanda local de aerosoles. En tanto, en los segmentos de bebidas y conservas, hay un mayor dinamismo. Finalmente, se mantiene el comportamiento positivo en los segmentos relacionados con el sector energético, impulsado, principalmente, por un incremento en los pedidos desde el exterior



vinculados a equipos para el sector petrolero. Asimismo, creció la demanda interna desde las actividades metalúrgicas ligadas al desarrollo de proyectos eólicos y gasíferos para la zona de Vaca Muerta.