

ieNEWS 55

JUN 2018

La obra del pintor y escultor de Recife **Romero Britto** se coloca entre el graffiti, el arte pop y el cubismo. Desde Miami, trabajó con marcas como Coca-Cola, Absolut Vodka, Disney y Mattel.



INSTITUTO DE
ECONOMÍA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS / UNICEN

FCE UNICEN
ECONOMICAS

El Instituto de Economía es un centro de investigación dependiente de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires. Desde su creación en 2009, el Instituto ha estado ligado al desarrollo económico local, colaborando con los municipios de la zona y el sector privado.

DIRECTOR

SEBASTIÁN AUGUSTE

STAFF

SERGIO GUTIÉRREZ
DANIEL HOYOS MALDONADO
MARÍA DEL CARMEN ROMERO
SEBASTIÁN RAMÓN
SANDRO JOSÉ GUIDI
MARIO RAVIOLI
MARIO SEFFINO
VERÓNICA BAZTERRICA

COLABORADORES

LUIS ELISSONDO
FERNANDO ERRANDOSORO
SANTIAGO LINARES
OSCAR NIELSEN

BECARIO

LORENA LUQUEZ

SECRETARIA EJECUTIVA

PIERINA FRONTINI

Editorial

Estimados lectores.

Empezó el mundial en medio de una cruenta turbulencia cambiaria en Argentina que ha llevado el dólar a niveles cercanos a \$29.

Abordamos esta coyuntura con notas bastante fuertes, y es que a dos años y medio de gestión la corrida cambiaria es el reflejo de problemas de la micro irresueltos y encarados de forma incorrecta.

La nota de Sebastián Auguste lo expone claramente y en un párrafo de su comentario se resume el análisis: "Este gobierno fue como la selección frente a Islandia, le faltó creatividad y agresividad para ganar". Daniel Hoyos por su parte analiza el tema del acuerdo con el fondo y en la nota de Guillermina Simonetta volvemos a enfocarnos en las estadísticas locales y en las que complican a otro campeón de copas mundiales de fútbol: Italia. Respondemos también una consulta sobre los créditos UVA y les brindamos un resumen en cuadros y gráficos de variables económicas.

Esperando que la nota sea de utilidad les saludamos cordialmente



DR. SEBASTIAN AUGUSTE
Director Instituto de Economía

Las opiniones vertidas en esta publicación son de exclusiva responsabilidad de quienes la emiten y no representan necesariamente el pensamiento del Instituto de Economía, de la Facultad de Ciencias Económicas, la Universidad Nacional del Centro de la Provincia de Buenos Aires o sus autoridades. Los contenidos de esta publicación pueden ser reproducidos parcialmente siempre que el extracto vaya precedido por una referencia completa al Instituto de Economía, FCE, UNICEN, seguida de la fecha de publicación del documento. En nuestra Web: <http://www.econ.unicen.edu.ar/ie/> puede suscribirse a este Newsletter. Para consultas o comentarios, escribir a instituto_economia@econ.unicen.edu.ar.

Escriben en este número



Dr. Sebastián Auguste

Doctor en Economía por la Universidad de Michigan, Ann Arbor, EE.UU. y Licenciado en Economía de la Universidad de Buenos Aires.

Es Director del MBA de la Universidad Torcuato Di Tella y Director del Instituto de Economía en la UNICEN.



Lic. Guillermina Simonetta

Licenciada en Economía (UBA). Especialista en mercado de capitales (UBA-MERVAL-IAMC).

Es Asesora y analista de mercados. Investigadora Visitante del Instituto de Economía, UNICEN.



Dr. Daniel Hoyos

Doctor en Economía (ESEADE) y Magister en Economía de Gobierno (UDES).

Profesor Asociado del Departamento de Economía y Métodos Cuantitativos (UNICEN), Área de Especialización: Políticas Públicas.

Sumario

P4 - Como estamos de la Macro?

Por Sebastián Auguste

P7- Un universo de estadísticas

Por Guillermina Simonetta

P12- Y van 19...

Por Daniel Hoyos Maldonado

P16- Usted pregunta, IECON responde

P21- La coyuntura en gráficos

P24- Cuadro de variables financieras al cierre del mes.

Cómo estamos de la Macro?

Por Sebastián Auguste

Vivimos tiempos complicados y todo va muy rápido. Parece que desde el último Newsletter pasó mucho más de un mes. El FMI confirmó el crédito stand by, pero esto no frenó al dólar que el viernes perforó por un rato los 29 pesos por dólar. Sin el Central vendiendo Reservas el dólar no parece encontrar techo. La corrida se llevó puesto al presidente del Banco Central y a todo su equipo. También rodaron las cabezas de Aranguren y Cabrera, y se dio a entender que habrá más cambios. Se habla que Macri planea darle más poder aún al Ministro de Hacienda, Dujovne, volviendo sobre sus propios pasos y recreando el Ministerio de Economía que supimos tener. El propio Macri acaba de reconocer que habrá “menos gradualismo”.



<http://www.iprofesional.com/notas>

Traer a Caputo es una medida interesante, rara, jugada. Toto Caputo es un reconocido trader, que entiende a las mesas, pero no tiene experiencia en el Banco Central. Es cierto que Sturzenegger tampoco tenía experiencia, y tampoco entendía a las mesas de dinero, con un pasado académico más que de mercado, por lo que a mi parecer no entiendo porque sería peor el nuevo presidente. Caputo es una persona que juega en equipo, cercano al presidente, pragmático, conciliador, condiciones bien distintas a las que tiene el presidente saliente. Tal vez al no reconocerse un experto escuche más. El Central no sólo debe preocuparse por el dólar, sino también por la solvencia del sistema bancario, si miedo es que la excesiva preocupación por el dólar no descuide lo otro, como ya nos pasó en nuestra historia reciente. No se debe perder de vista que hasta ahora fue sólo una corrida frente al dólar, una corrida contra depósitos sería catastrófico. El Central debe trabajar para asegurar la solvencia de los bancos urgente.

Las dimisiones de ministros son claramente justificadas por el desempeño que estos han tenido, que ha sido pobre y desalentadora. Si bien no fueron los únicos, fueron los que por ahora pagaron los platos rotos. Creo correcto en tiempo de crisis contar con equipo chico, ágil, coordinado, que pueda actuar rápido.

Lo que viene no será bueno para nuestro bolsillo. La Argentina necesita una devaluación real para reducir el déficit comercial, porque no vamos a tener entrada de capitales que financie este déficit. El tipo de cambio de Argentina estaba apreciado antes que comience la corrida, es decir, no era un tipo de cambio que permitiera cerrar la cuenta externa (a ese tipo de cambio preferíamos irnos a Brasil en lugar de nuestra costa, e importábamos más de lo que exportábamos). Como tenemos elevada inflación y un elevado pass-through a precios (cuanto de la devaluación se va a precios), la Argentina requiere una devaluación mayor para ajustar el tipo de cambio real. Lamentablemente en nuestro país, y por la forma que se forman los precios, la única forma de lograr una devaluación real es sumándole a la misma recesión.

Déjenme explicarlo mejor. En el último año Brasil devaluó su moneda casi un 20% (el Real pasó de 3.13 por dólar a 3.73 el viernes pasado), y la inflación pasó de 3% anual en junio del año pasado a un 2.9% actual, es decir no aumentó nada. Por lo que no es cierto que las devaluaciones sean necesariamente inflacionarias, a menos que se haga pricing en dólares. Los brasileros ganan menos en dólares, pero sus salarios no perdieron tanto poder adquisitivo, que es lo importante, si se puede seguir comprando la misma comida, y no la misma cantidad de dólares.

En Chile y Uruguay también se ven fenómenos similares, devaluaciones que no son pasadas automáticamente a precios. En Chile en lo que va del año el peso chileno pasó de 600 a 633, y la inflación pasó de 2.3% anual en diciembre de 2017 a 2% en mayo. En la Argentina lograr que el tipo de cambio se devalúe sin que se genere un aumento de precios es imposible. Claramente la justificación basada en la integración internacional no es válida, Chile está mucho más integrado que la Argentina, y Brasil es muy parecido a nuestro país. Somos un país que, por nuestros pecados del pasado, desconfiamos de nuestra moneda y miramos al dólar, no sólo como reserva de valor (para ahorrar) sino también como unidad de medida (para fijar precios), algo que no pasa en nuestros vecinos. En nuestro país hasta un peluquero (el típico ejemplo de libro de texto en economía cuando se habla de un servicio no transable) mira el dólar para saber qué precio poner. Esto hace que nos sea muy difícil arreglar nuestros desequilibrios externos con devaluaciones reales del tipo de cambio no traumáticas, salvo que al mismo tiempo la actividad económica caiga mucho (es decir, haya trauma).

Brasil con devaluaciones reales mucho menores logra acomodar sus cuentas. Recordemos que el tipo de cambio real lo podemos ver como qué cosas puede comprar un dólar en nuestro país, si compra más se esta haciendo fuerte el dólar y débil nuestra moneda, es decir se está devaluando en términos reales. Por ejemplo, a mayo de 2018 el poder de compra de un dólar en Brasil había aumentado 16.5% en un año (es decir una depreciación real), y en el mismo período la Argentina había logrado un 18.2%, pero con una devaluación nominal del 41%! (contra un 19% de Brasil). El dólar pasó en la Argentina de 16 a 25 entre mayo de 2017 y 2018, y pudimos corregir el tipo de cambio real en algo similar a Brasil, donde el dólar pasó de 3.23 a 3.72. El déficit de cuenta corriente que Brasil tiene que corregir es apenas de 0.48% de su PIB, mientras que el de la Argentina es de 4.8% del PIB. Nuestra necesidad de devaluación real es más grande, porque venimos de un tipo de cambio real apreciado mayor.

Vamos al lado fiscal, la otra pata de nuestros déficit gemelos, y también muy importante para entender lo que viene. Si la devaluación no se pasa a precios, entonces la ecuación fiscal podría empeorar. Por un lado a la Argentina se le hace más caro importar energía, lo que encarece el precio de equilibrio de las tarifas. Si lo pasa a tarifas genera inflación, caso contrario genera déficit. También se le hace más difícil pagar la deuda en dólares. Por el lado de la recaudación, si no hay inflación no sube, sólo podría subir un poco por el lado de los tributos al comercio. En otras palabras, una devaluación real que no genera inflación no va a ayudar a reducir el déficit fiscal. Si nadie nos presta, no podemos financiar este déficit con deuda como se venía haciendo, y hacerlo con emisión monetaria en nuestro país nos lleva rápidamente a un espiral inflacionario y dolarizante. Ahora que ya no podemos financiarnos con deuda a una tasa razonable lo lógico es ajustar las cuentas, pero eso en nuestro país también es traumático. La inflación ayuda, si es que no se traslada a salarios, pero

esto es bajarnos el salario real a todos. Es la forma fácil e injusta de bajar el gasto público. La forma inteligente y justa hubiera sido hacer micromanagement para hacer el gasto más eficiente en los dos años que ya pasaron. Con un gasto público de 40 puntos del PIB nadie me convence que bajar un 10% hubiera sido tan difícil. Nos perdimos dos años, donde además bajar el gasto era expansivo, hoy es recesivo, porque te toca hacerlo en momento de vacas flacas.

En otras palabras, devaluaciones reales que no mueven precios no licúan el déficit fiscal. Brasil tuvo que reducir su déficit implementando medidas dolorosas, sin acudir a los artilugios de licuación de salarios reales vía fogonazos inflacionarios y devaluatorios. La Argentina tiene poco tiempo para hacer esto. Si no logra pasar tijera rápido y de forma inteligente a los excesos de gasto, se verá forzada a ajustar de la manera dolorosa e ineficiente, bajando salarios reales.

Quiero aclarar que tomo a Brasil como ejemplo no porque sea un buen ejemplo, o un país de buenas prácticas, sino todo lo contrario. Sería un gran error si desde estas líneas transmito la idea que las crisis como las nuestras se ajustan siempre con devaluación e inflación, porque creo todo lo contrario. EE.UU. tuvo una crisis en 2008 muy parecida a nuestro 2001 y salió sin confiscar a nadie ni generar un fogonazo devaluatorio, inflacionario y confiscatorio, sin bajar los salarios reales de la gente, y simplemente ordenando sus cuentas internas. Chile ha manejado muy bien su política macro para aún siendo una economía más pequeña y más afectada por los shocks externos, estos no se traduzcan en crisis económicas. Esto sería lo deseable para la Argentina, y es lo que me hubiera gustado de este gobierno, que hubiera sido más agresivo en sus primeros dos años para arreglar el desbarajuste y no haberse dormido en los cómodos laureles que el gradualismo transitorio nos supieron dar. Este gobierno fue como la selección frente a Islandia, le faltó creatividad y agresividad para ganar.

Con todo esto, quiero ir a la pregunta que todos me hacen, y supongo a usted le importa, ¿terminó la corrida del dólar? El mes pasado dije que a 25 el dólar estaba barato. Hoy digo que a 28 el dólar aún puede estar bajo respecto a lo que podemos llegar a necesitar para ajustar nuestros déficit gemelos. No porque la devaluación haya sido insuficiente, 28 es un buen número que hace a la Argentina barata hoy, sino porque los otros condimentos que hacen que la devaluación sirva para arreglar las cosas no están y dudo que estén en el corto plazo. Es decir, con buenas políticas y conteniendo a la inflación el dólar que hoy vemos alcanza y sobra, pero si esto no pasa necesitaremos más. Con el dólar a 28 y la inflación al 26% anual logramos este año la misma devaluación real que Brasil, pasando de 3.19 a 3.73 su dólar, pero con una inflación de 2.8% anual.

El problema sigue siendo el mismo, más que el tipo de cambio es la indomable inflación y lo que está detrás de ella. Parte de la mayor inflación Argentina es por las tarifas, existía mucha inflación retenida del pasado a través de tarifas congeladas que ahora se estaba corrigiendo (Brasil no tenía esto) y la segunda razón fue la monetización del déficit fiscal (el Central financiando al fisco), cosa que Brasil tampoco hizo. Cortar la primera es dejar de seguir aumentando tarifas, pero generará más déficit. Cortar el segundo requiere encontrar una fuente alternativa de financiamiento, o bien ajustar el déficit fiscal. Así estamos a junio de 2018. Si queremos bajar la probabilidad de crisis económica grave (más grave que esto) hay que encontrar ya la forma de ajustar las cuentas del fisco, y es lo que nos pide el Fondo para largar los desembolsos. El tema pasará por nuestra política interna, cómo se hace ese ajuste, que permite la política para evitar otra crisis más en nuestro haber.

Un universo de estadísticas

Por Guillermina Simonetta

¿Saben qué es la estadística?

**La que hace el recuento general
de los que nacen, van al hospital,
a la curia, a la cárcel o la fosa.**

**Pero para mí, la cosa más curiosa,
Es cuando hacen el promedio individual,
en lo que todo se reparte por igual,
aún de las cosas más curiosas
Resulta por ejemplo y sin engaño,
que según la estadística del año,
te toca un pollo y medio cada mes.
Y, aunque el pollo en tu mesa se halle ausente,
entras en la estadística igualmente,
porque hay alguno que se comió tres.**



TRILUSSA

CARLOS ALBERTO SALUSTRI (1871-1950)

Este poema tan antiguo que nos arranca una sonrisa con ese final tragicómico pone en claras palabras el efecto en el común de las personas. Para muchos, luce como algo intangible saber el PBI por habitante o el salario promedio, y se toman esas variables como comparativas de la situación personal. Así, para algunos, las estadísticas son datos o aproximaciones, que escuchan por televisión o radio o ven en imágenes o leen en alguna publicación, tales como: accidentes, cantidad de delitos o partidos de fútbol ganados, empatados o perdidos por un equipo; es decir información ilustrativa. Otros, usan los métodos y datos estadísticos para investigar y obtener conclusiones que les permitan optimizar, o al menos justificar, sus decisiones.

Se ha convenido en que la estadística es la ciencia que hace posible tomar decisiones cuando estamos en un esquema de incertidumbre. Y de eso los argentinos creemos que sabemos mucho o por lo menos podemos ser expositores en varias charlas...

En el antiguo Egipto, por el año 3050 A.C., los faraones registraron los datos de la población y riqueza del país siguiendo un sistema de tablillas de arcilla. Según el historiador griego Herodoto, para prepararse para la construcción de pirámides, Ramsés II realizó un censo de tierras; los objetivos de

los censos en esa época eran fundamentalmente conocer la mano de obra disponible para el trabajo y para la guerra. También se analizaron los movimientos de la población.

En China, hacia el año 2200 A.C. se llevaron a cabo varios censos, ordenados por el emperador Tao. En el mundo romano, Servio Tulio, en el año 355 A.C., instituyó la realización de censos en forma quinquenal con el objetivo fundamental de conocer la población con que contaba para cobrar impuestos y la disponibilidad de hombres aptos para la guerra existentes en aquel momento. Los funcionarios, cuya misión consistía en controlar el número de habitantes y su distribución por los distintos territorios, se denominaron censores y probablemente de allí surgió la actual denominación de censo.

Lamentablemente el nefasto periodo vivido en nuestro país entre 2006-2015 de manipulación de datos del INDEC llevó no sólo a la destrucción de series estadísticas sino a una pérdida de confianza de los números estimados, y aunque ello derivó en estimaciones privadas de datos, para parte de la población el efecto de haber sufrido el engaño en variables que son tan claras para el común de los consumidores, como la inflación que perciben día a día en sus bolsillos, fue un hecho de engaño más, que suma escepticismo en un país con un prontuario amplio al respecto.

En cualquier lugar del mundo existe cierto consenso de creer que la información disponible de fuentes oficiales es bastante cercana a la realidad, más allá del margen propio de error que tiene los cálculos por la propia definición de incertidumbre:

- Incertidumbre por la selección aleatoria de las unidades que pasan a integrar la muestra.
- Incertidumbre por las variables, ya que la mayoría son aleatorias y tienen una variabilidad imposible de controlar.
- Incertidumbre por las mediciones de las variables, es decir que frecuentemente se adiciona el error que producen los dispositivos que se utilizan y las personas que participan para obtener los datos incluyendo los de la carga de información en base de datos.
- Incertidumbre en los modelos que se elijan y del cumplimiento de las hipótesis de las cuales dependen.
- Incertidumbre en las estimaciones, como resultados dependientes de la muestra elegida y de los estimadores utilizados.
- Incertidumbre en la implementación de los diferentes diseños.

Una de las características de las estadísticas es su actualización en función de los datos disponibles y relevados. Y en este sentido, consideramos importante analizar el efecto local de los últimos acontecimientos financieros y en segunda instancia nos focalizaremos en el nuevo desafío frente a las estadísticas por parte de Italia para seguir formando parte de la Unión Europea, turbulencia que generó un nuevo foco de incertidumbre en el plano internacional, especialmente en lo relacionado con los movimientos del dólar frente a las principales divisas y de las tasas de interés.

Argentina: Recalculando las expectativas

Después de dos meses complicados para nuestro país, el relevamiento de expectativas del mercado (REM) de mayo representó una primera noción del rearmado de proyecciones. Teniendo en cuenta la coyuntura local, no nos sorprende encontrar cambios muy significativos en las proyecciones de las principales variables económicas.

Dada la naturaleza de la corrida cambiaria observada durante gran parte de abril y mayo, el primer elemento de análisis obligatorio fue el tipo de cambio.

Lógicamente, las expectativas se corrigieron al alza para todos los períodos relevados respecto de la encuesta previa. Para fines de 2018, los analistas proyectaban a fines de mayo que el tipo de cambio nominal alcanzaría los \$27,4 sin embargo, el Mercado de futuros hoy opera con valores entre \$33,5/34 lo cual implicará nuevos ajustes en las previsiones.

Desde el punto de vista de la **inflación**, el informe convalidó el quiebre de la tendencia de desinflación. En este sentido, la inflación esperada en el año (nivel general) subió a 27,1% interanual (+5,1 puntos porcentuales desde el último informe), al tiempo que la inflación núcleo esperada aumentó 5,3 puntos porcentuales hasta 25,1% interanual. Sin embargo, los analistas esperan que, tras un aumento transitorio en los próximos meses, la inflación mensual retome su sendero descendente para los últimos meses del año. Por el lado de las tasas, y en particular sobre la tasa de política monetaria, se estimó que no habrá cambios (desde el 40%) hasta julio, y desde allí habrá un adelante un sendero de reducción gradual hasta 30,0% a fines de 2018 (+550 puntos básicos en relación con el relevamiento previo).

Por último, el Producto Interno Bruto (PIB) estimado para 2018 cayó de 2.5% a 1.3%; en tanto, la expansión esperada para el año 2019 se redujo hasta 2,2% (-1,0 puntos porcentuales en relación con el REM anterior).

El acuerdo posterior con el Fondo Monetario internacional (FMI) plantea importante desafío para las estadísticas argentinas actuales: se estará esperando además del desembolso de dinero el Memorándum de Entendimiento del acuerdo, que se conocerá el 20 próximo. Allí se conocerán, más allá de los lineamientos generales, las **metas trimestrales de reducción del déficit comprometido y las metas de inflación anualizadas que tienen incorporadas dos bandas o desvíos**; también se apuntaría a un nivel de reservas netas “cuantitativas” exigentes. Un combo que también permitirá proyectar de forma más determinante el comportamiento del billete y las tasas para los próximos meses. Incluso acá se apunta ya que, a la primera revisión, luego de los USD 15000 millones que nos darían el 20/06 llegaría en septiembre.

Uno de los puntos centrales del acuerdo con el FMI es el desarme del stock de LEBACS y el cambio en el financiamiento al Tesoro que ello implica.

El problema con la deuda es que ésta corresponde al crecimiento prestado por el futuro; es decir, si tiene que ser pagada, va a reducir el crecimiento del futuro. Si la deuda total que existe (empresas, agregados y financiera) corresponde a pongamos en ejemplo, 3 veces el PIB y la tasa de interés está en el 2%, entonces necesitamos quitar un 6% al PIB para poder pagar las tasas. Si las tasas suben, el problema es de todos. En este punto no es menor el impacto a futuro que trae el incremento de la deuda, y aunque digamos que sería cambiar un tipo de deuda por otra, la conclusión es que necesitaremos en el futuro hacer frente a esta financiación y que los stocks de corto plazo de Lebac's se cubrirán seguramente con deuda de mayor plazo, donde la incertidumbre será mayor.

Los efectos del endeudamiento creciente los vemos también en otro punto del globo: No es de admirar, entonces, que la crisis política italiana haga hecho caer su bolsa un 5% días atrás y las tasas de interés de su deuda a cortísimo plazo hayan subido...

Italia cambios políticos y nuevas pujas con Alemania

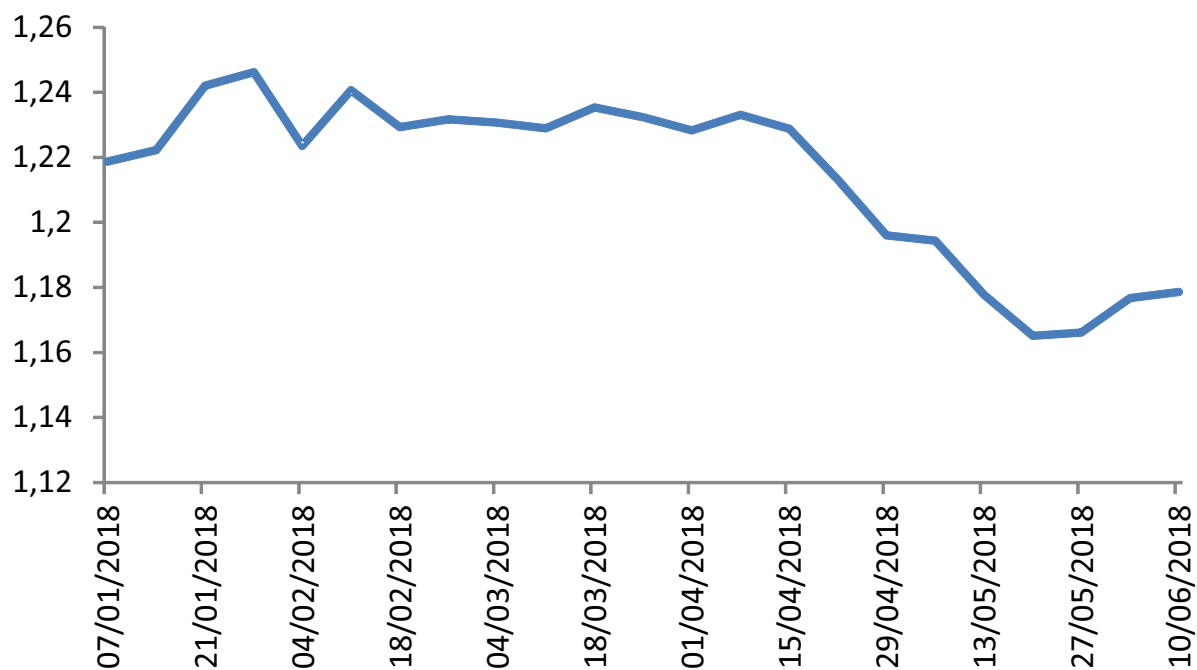
Pasando al continente europeo, el nuevo armado político en Italia generó otro epicentro de incertidumbre. Está claro que la relación con Europa tendrá nuevos episodios de turbulencia, en la medida en que la nueva administración rompa algunos puntos de acuerdo con el bloque regional. Giuseppe Conte y su nuevo gabinete populista anunciaron que llevarán a cabo una rebaja impositiva y un incremento en el gasto público, poniendo fin a la pauta de austeridad que imponen los reglamentos europeos. Esta situación podría ser preocupante dado que Italia mantiene el mayor nivel de deuda soberana en la región, representando un 132% de su PBI. En este sentido, Angela Merkel afirmó que la zona del euro no compartirá jamás las deudas entre los países, en una señal clara al nuevo gobierno italiano.

Dentro del armado del nuevo gobierno italiano, se alternan perfiles moderados y conciliatorios frente a otros más polémicos. Entre los más moderados se destaca a Enzo Moavero como ministro de relaciones exteriores. La selección de Moavero puede parecer extraña teniendo en cuenta que los dos partidos prometieron romper con la forma tradicional de tratar con la UE. No obstante, refleja un delicado equilibrio en la composición del nuevo gabinete. Además, la antigua cartera de Moavero como ministro de la UE la asumirá Paolo Savona, el economista euroescéptico de 81 años, que fue rechazado como ministro de Finanzas por el presidente Sergio Mattarella a consecuencia de sus críticas contra la moneda única y a sus demandas de un plan para salir del euro.

Los bancos centrales pueden crear deuda (crédito), pero no pueden crear contribuyentes solventes. En todos los países del mundo existen más personas con deudas y más deuda en general que gente con ahorros y ahorro en general, y si se pone en duda la capacidad de repago de un país en el futuro es claro que la consecuencia inmediata serán tasas de interés mayores.

En este contexto resulta clave que nuestro país logre mostrar una senda de reactivación económica y aplacar los niveles de inflación para no carcomer el tipo de cambio nominal más competitivo, ya que las presiones desde Estados Unidos y estos problemas latentes en países europeos en lo que respecta a niveles de deuda implicarán movernos en un escenario de mayores tasas de interés internacionales.

EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL EURO FRENTE AL DÓLAR. VALOR SEMANAL.



Y van 19...

Por Daniel Hoyos Maldonado

El reciente acuerdo celebrado entre el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Argentina es, probablemente, la noticia fiscal y financiera más relevante de los últimos tiempos. Tal operación involucra un préstamo stand-by por U\$S 50.000 millones.

Para dimensionar esta cifra debemos considerar que la deuda pública de nuestro país, a fines de 2017, ascendía a U\$S 320.935 millones. Esto es, el equivalente al 57.1 puntos porcentuales (pp.) del PIB argentino. En otras palabras, este nuevo préstamo representa el 8.9 pp. de esta última variable.



Notable, ¿no?

Desde la perspectiva del FMI, veremos que la transacción es, también, realmente importante. Los acuerdos stand-by fueron diseñados por el Fondo para atender financieramente a países socios que soporten crisis en sus balanzas de pagos. De hecho, la Argentina recurrió, entre 1958 y 2003, en 18 oportunidades a este tipo de apoyo crediticio antes de esta nueva solicitud.

Luego, la magnitud del financiamiento que podría recibir cada país estaría en proporción al aporte o cuota que éste realiza al organismo. Así, cada país podría acceder en el marco de un acuerdo stand-by, hasta un 435% de su cuota. En el caso de Argentina, la misma ronda los U\$S 4.621 millones, por lo que el apoyo financiero recibido excede con creces el límite mencionado (en torno al 1.080% de la cuota).

Doblemente notable, ¿no?

Ahora bien, ante tal panorama surgen varias interrogantes. Primero, ¿era necesario tal apoyo crediticio? Segundo, ¿por qué llegamos a este punto? Y, tercero, ¿qué perspectivas surgen a partir de este acuerdo?

La primera pregunta se relaciona con las condiciones iniciales y el margen de maniobra con que contaba el gobierno y el banco central ante el panorama económico financiero del último trimestre, donde se mezclaban aspectos coyunturales y estructurales.

A partir de 2016, la política monetaria de Argentina se sujetó al cumplimiento de determinadas metas de inflación. De esta manera, el BCRA se ha propuesto que los agentes económicos cuenten con cierto grado de previsibilidad, a corto y mediano plazo, sobre el desempeño de esta variable y, en tal sentido, ajusten sus expectativas.

Tal marco de política monetaria presenta una clara fortaleza: simpleza en términos de comunicación. Los agentes y el mismo BCRA pueden monitorear el grado de proximidad del logro de objetivos. Al mismo tiempo, la autoridad monetaria, prácticamente, solo cuenta con la tasa de interés como instrumento para alcanzar las metas anunciadas.

Consecuentemente, el éxito de esta estrategia reside en su credibilidad. Si los agentes económicos percibieran que la independencia de los decisores en materia monetaria se encontrara comprometida, la política pierde efectividad. Luego, el resultado probable sería que las expectativas diverjan respecto a las citadas metas y ajustar el comportamiento de las variables financieras resulte mucho más costoso.

Por esta razón, es que se levantaron críticas hacia funcionarios del equipo económico cuando, hacia fines del pasado año, se expresaron a favor de “flexibilizar” las metas de inflación, seguramente preocupados por el elevado nivel de las tasas de interés. Lógicamente, debemos considerar que esta situación sólo fue un disparador. En el fondo, existían razones o inconsistencias que contribuyen a explicar la volatilidad financiera de los últimos meses.

Y es aquí donde ingresan las cuestiones estructurales que, ahora, se volvieron a discutir a partir del acuerdo con el FMI. El corazón del debate trata sobre el déficit fiscal, su magnitud y la estrategia definida para su financiamiento.

Desde 2010, las cuentas del estado nacional han mostrado un rojo sistemático y creciente. El último año, a pesar del extraordinario nivel de la recaudación tributaria, el déficit fiscal rozó los 6 pp. del PIB (6.7pp. si se incorporan las provincias). Sin embargo, el aspecto más crítico reside en lo negativo del resultado primario¹ (-3.8 pp. o 4.2 pp. incluyendo provincias), que es un indicio de la insostenibilidad de la actual estructura del estado. El resultado primario sería el equivalente al balance operativo de una empresa. Si este último fuera muy negativo y continuado, salvo que medien aportes de capital, nos estaría anticipando la quiebra de la firma en un plazo no muy lejano.

Antes del acuerdo con el FMI, las proyecciones del gobierno indicaban que se pretendía reducir tal déficit en forma escalonada y muy suavemente. En otras palabras, la dinámica gradualista. Lo que implicaba que la deuda pública continuaría creciendo. En un contexto de incertidumbre cambiaría y con menores proyecciones de crecimiento económico, una estrategia de este tipo resultaba poco viable.

Es aquí donde introducimos el segundo interrogante: ¿por qué llegamos a este punto?

El actual gobierno, desde que asumió, decidió financiar el desequilibrio fiscal con deuda, principalmente, externa. De esta manera, cambió la estrategia seguida por su predecesor que utilizó al BCRA como fuente de financiación de tal déficit.

La contracara fue la acumulación de títulos denominados Letras Intransferibles del Tesoro que se acumularon en el activo del banco central, con pocas probabilidades de recupero. Y la consecuencia fue una cantidad creciente de medios de pago en circulación que impulsó el proceso inflacionario.

Al inicio de su gestión, el directorio del BCRA, presidido por Sturzenegger, decidió enfrentar las presiones inflacionarias absorbiendo pesos del mercado. Para ello utilizó, fuertemente, las conocidas LEBACs, que reconocen un interés a su tenedor. Al mismo tiempo, para ganar flexibilidad redujo su plazo. Como fruto de estas acciones, la inflación bajó respecto a años anteriores, pero se mantuvo en niveles elevados comprometiendo la estrategia. En consecuencia, el Banco Central tuvo que sostener altas tasas de interés que se vieron reflejadas en el rendimiento de las LEBACs, cuyo stock se vio incrementado hasta representar, aproximadamente, 10 pp. del PIB. Curiosamente, un nivel similar a las ya referidas Letras Intransferibles del Tesoro.

Esta importante magnitud de LEBACs es lo que alimenta el denominado “supermartes” de cada mes. En cada oportunidad, surge la incertidumbre respecto a si se renovará, o no, el stock de estos títulos. La no renovación implicaría un cambio de composición en la cartera de los inversores financieros, a partir de la modificación de sus expectativas. Muy probablemente, las LEBACs (un título en pesos) serían sustituidas por activos en dólares, lo que significaría, en el marco previo al acuerdo con el FMI, una caída de las reservas internacionales del BCRA y un ajuste del tipo de cambio nominal.

Al mismo tiempo, la alteración de la paridad cambiaria, también, repercute negativamente sobre las cuentas fiscales ya que impacta sobre la cuenta de intereses, incrementando el déficit público.

Como se puede ver, estos aspectos sientan las bases de un escenario de importante fragilidad financiera, lo cual explica la intervención del FMI y la magnitud de la misma.

En este contexto, nos concentramos en el tercer interrogante: ¿qué perspectivas se abren?

El acuerdo tiene una vigencia de tres años y prevé desembolsos sucesivos hasta un máximo de U\$S 50.000 millones. En paralelo, el gobierno debe impulsar tres tipos de iniciativas orientadas a fortalecer la independencia del BCRA y a mejorar la solvencia fiscal.

En primer término, debe promover una reforma de la Carta Orgánica del banco central destinada a reforzar su autonomía. La idea fundamental es restringir, en el futuro, el financiamiento del Tesoro a través de cualquier mecanismo que incluya al BCRA. También, el gobierno proyecta incluir cláusulas que garanticen la continuidad de las autoridades de la entidad más allá de los avatares políticos.

En segundo lugar, el banco central debe mejorar su posición patrimonial, reduciendo el peso que imponen las LEBACs. Para ello, el Tesoro debe rescatar las Letras Intransferibles y tales fondos deben aplicarse a la reducción del stock de las LEBACs. Los recursos provenientes del FMI serán utilizados, en buena medida, a tal fin.

Por último, y ya en el frente fiscal, el gobierno se propone reducir el gasto público en 4.1 pp. del PIB en forma acumulativa hasta 2020. A la par, planea incrementar ciertas partidas de gastos sociales por 0.4 pp. Ello se traduciría en una mejora del resultado financiero 3.7 pp. que se podría ver reforzado por un mejor desempeño de los ingresos fiscales.

El 65% de la contracción del gasto planeada se explica por la reducción de los subsidios a la energía y al transporte, y de la obra pública. Este programa fiscal supone que es factible alcanzar el equilibrio a nivel del resultado primario para el año 2020. Si se alcanzara tal meta sería un logro muy significativo, pues, el gobierno estimaba, antes del acuerdo con el FMI, un déficit del orden de 2.3 pp. del PIB para ese año.

En conclusión, el apoyo financiero que recibió el gobierno es sumamente significativo. Al mismo tiempo, se ha planteado objetivos ciertamente ambiciosos, si se los observa en términos históricos. Reducir el gasto público y renunciar al financiamiento del BCRA constituyen una verdadera innovación en la tradición fiscal argentina.

Ahora bien, tomando en cuenta que en el último trienio se acumuló un déficit en torno a los 15 pp. del PIB, la magnitud del ajuste del gasto público luce modesto y esto es sólo factible por el apoyo financiero del FMI.

La interrogante final es: este acuerdo, ¿garantiza la solvencia fiscal de Argentina a largo plazo? Y la respuesta no puede ser concluyente ni definitiva. En realidad, dependerá de si el estado argentino – más allá de la bandera política de cada gobierno – es capaz de sostener permanentemente un superávit fiscal primario y coordinar sus políticas, en forma coherente, a largo plazo.

¹*Sin computar los intereses de la deuda pública.*

Usted pregunta, IECON responde

Lo invitamos a enviarnos su consulta a instituto_economia@econ.unicen.edu.ar antes del 20 de cada mes para que nuestro equipo pueda darle una respuesta a sus consultas. Respetando su anonimato sólo se incluirá su nombre de pila.



Martín: *me gustaría puedan ofrecer un análisis comparativo entre las líneas de créditos hipotecarios del BNA, la tradicional con interés fijo por tres años y variable a partir del cuarto vs la basada en el nuevo sistema UVA. A pesar del que primero fue discontinuado luego de la corrida del dólar, entiendo podrían compararse las características de ambos a dicho momento. Me interesaría puedan "justificar" dicha medida y también mostrar algún "beneficio" o escenario donde sea útil en cierto modo tomar crédito UVA ya que ahora es la única opción posible ahora.*

Iecon: Hola Martín, el tema que nos proponés en tu consulta fue abordado en un balance del Centro de Economía Política Argentina (CEPA), en el cual analizan los créditos UVA a dos años de su lanzamiento.

Les dejamos el link: <http://centrocepa.com.ar/informes/28-creditos-uva-balance-a-dos-anos-de-su-lanzamiento>

Según el informe, desde su implementación en marzo de 2016, los préstamos UVA incrementaron su participación en el total de los financiamientos hipotecarios hasta representar, a diciembre de 2017, el 42% del stock de créditos totales. Entre marzo de 2016 y marzo de 2017 tuvieron un incremento de 142% y los prendarios de 62 por ciento.

En el informe consideran un ejemplo para mostrar los impactos desde la toma de un crédito de u\$s100.000 (a una TNA de 3,5%), entre abril 2016 y abril 2018 la exposición a la inflación evidencia los siguientes efectos:

- El monto inicial de cuota que ascendía a \$5.353 se transforma en una cuota de \$8.145, reflejando un aumento de casi 52 por ciento.
- La suma de pagos realizados asciende a \$162.289 (de los cuales \$56.878 corresponden a capital) y la deuda alcanza 1.811.127 pesos. En efecto, el stock de deuda es 52% más elevado que al inicio.

- El valor del incremento del UVA desde el momento en que se tomó el crédito fue de 58 por ciento.
- La tasa de variación del UVA, anualizada y acumulativa para el período, se ubica en torno al 25,61%, levemente superior a la mediana de la inflación histórica desde 1943 a la actualidad que se sitúa en 25% (23,79% si se exceptúan los años de la hiperinflación).
- En 2016, la cuota inicial de un crédito tradicional resultaba dos veces y media más alta que la del crédito UVA (2,64 veces la cuota del UVA), haciendo a este último más accesible y aparentemente más atractivo. Pero sólo entre 2016 y 2018 dicha diferencia se redujo a 73%.
- Con niveles de inflación similares a los del bienio abril 2016 - abril 2018, en los siguientes 30 meses las dos cuotas (crédito UVA y tradicional) llegarían a equipararse.
- Luego de ello, la cuota del crédito UVA continuaría creciendo en su valor, mientras que la del crédito tradicional se mantendría estable. Es decir, este último tipo de crédito resulta más oneroso en los primeros 4,5 años, pero más económico en los siguientes 25,5 años.
- En relación al saldo, en el ejemplo de un crédito de u\$s100.000, se observa una diferencia muy significativa al notar que en el sistema de crédito UVA, luego de abonar 24 cuotas, la deuda se incrementa en más \$620.000 (52%). Contrariamente, bajo el sistema de crédito tradicional, el monto adeudado disminuye en unos 5.200 pesos.

Desde abril de 2016, los créditos denominados en UVA han observado una significativa y sostenida expansión. Este desempeño está siendo principalmente impulsado por los créditos hipotecarios para adquirir viviendas familiares, que han alcanzado plazos contractuales cercanos a los 25 años, situación prácticamente inexistente a nivel local hasta fines de 2015.

Los préstamos UVA presentan un conjunto de características que responden al marco normativo del BCRA. Este tipo de líneas:

- Tiene un plazo mínimo de 1 año;
- Su tasa de interés es convenida libremente entre las partes;
- Sus cuotas de repago tienen frecuencia mensual, pudiéndose adoptar distintos tipos de amortización;
- **Tienen una cláusula que obliga a los bancos a dar a los clientes la opción de extender la cantidad de cuotas originalmente previstas.** La cláusula se gatilla si la cuota a pagar supera en 10% el valor de la cuota que resultaría de haber aplicado un ajuste de capital por el Coeficiente de Variación de Salarios ("CVS"), desde el desembolso del crédito UVA.

Este último requerimiento normativo prudencial busca mitigar los efectos de potenciales situaciones en las que la evolución de la inflación supere el desempeño de los ingresos de los deudores y genere tensiones sobre su capacidad de pago. La mencionada cláusula presente en los contratos UVA incluye las siguientes características:

Queda a elección del cliente —tomador del crédito— ejercerla o no; en caso de optar por ejercerla, el banco deberá extender en hasta 25% el plazo originalmente previsto para el préstamo.

Esta cláusula es un elemento distintivo frente a líneas tradicionales a tasa variable o fija en los primeros años y variable después, donde el tomador del crédito quedaba atado a la evolución de las tasas de interés sin tener un tope o una extensión de plazos que le atenuara el impacto de un mayor tipo de interés en el futuro.

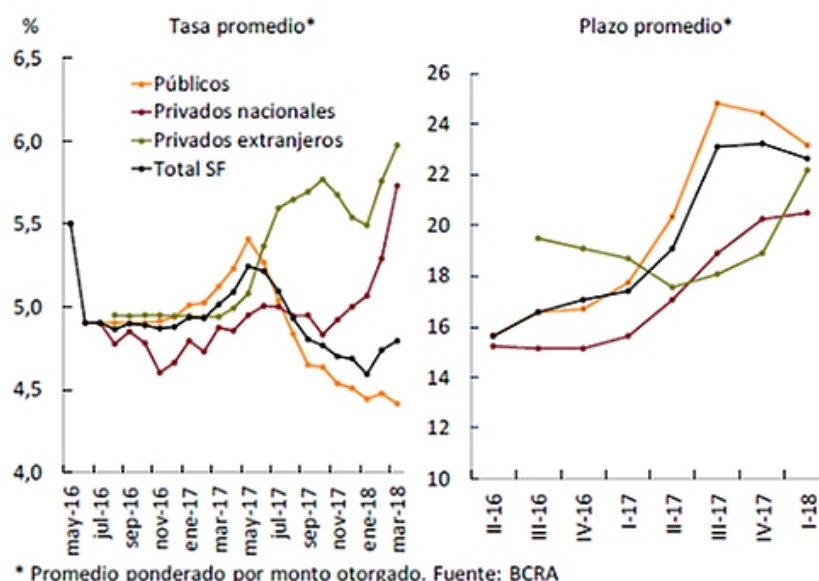
La normativa del BCRA establece además que en el momento del otorgamiento de financiaciones a las personas humanas los bancos deben tener especial atención a la relación cuota/ingreso, de manera que el deudor pueda afrontar posibles incrementos en el importe de las cuotas sin afectar su capacidad de pago. Esto es así ya que los ingresos del cliente pueden no seguir la evolución de la inflación de la economía, ni la del CVS, es decir, la variación salarial promedio.

Los créditos hipotecarios en UVA, con la capacidad de facilitar el acceso a la vivienda, permitieron la inclusión de casi 84.000 nuevos deudores desde principios de 2017.

Entre el 2017 y el 2018 se han registrado incrementos tanto de las tasas fijas que establecen los bancos para los créditos UVA como de las correspondientes a los créditos tradicionales. En el sistema UVA, en 2017 el Banco Nación fijaba una tasa mínima nominal anual (TNA) del 3,5%, para aquellos que cobraran haberes por la entidad, a marzo de 2018 ascendía al 6%.

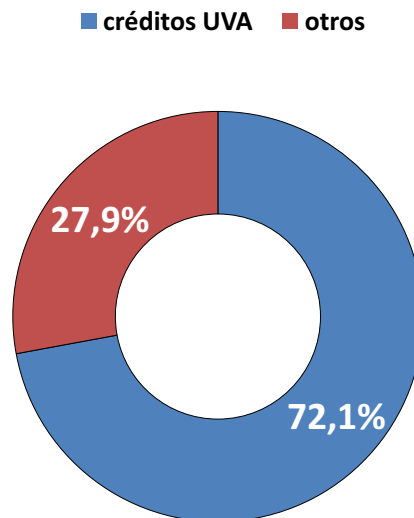
La inversión total es la suma del fee de ingreso más la inversión inicial, en pocas palabras es el conocimiento técnico y táctico más las herramientas y recursos que necesitas para operar.

FINANCIAMIENTO CON CRÉDITOS UVA POR TIPO DE BANCOS OTORGANTES



El saldo de las líneas hipotecarias a las familias casi se triplicó en términos reales en los últimos doce meses, correspondiendo 72,1% al segmento en UVA

CRÉDITOS HIPOTECARIOS – PARTICIPACIÓN PORCENTUAL POR LÍNEA CREDITICIA



En abril el sistema financiero otorgó casi \$15.800 millones de nuevos préstamos al sector privado en UVA, levemente por debajo del mes previo. En marzo el mes el saldo total de estos préstamos se ubicó por encima de \$137.000 millones (lo que representa 7,6% del saldo total de crédito al sector privado del sistema financiero), correspondiendo 73% a líneas hipotecarias, 21% personales, 5% en prendarios y 1% documentos. Entre abril y mayo se observó un retroceso de 18.5% en los créditos UVA otorgados debido al impacto de las turbulencias financieras y la presión sobre el dólar que encareció las viviendas, ya que el mercado inmobiliario se mueve en esa divisa. Los créditos IVA fueron de \$10500 millones contra los \$12823 millones de abril.

Hasta abril, quienes pudieron cerrar sus operaciones lo hicieron con mejores condiciones, ya que la tasa de interés de los UVA fue del 4%, mientras que en la actualidad es del 8% en el Banco Nación. En otras entidades financieras la tasa de interés varía. Por ejemplo, la del Santander es algo menor del 6,9%, mientras que la del Banco Hipotecario es más alta: 9,9%. En todos los casos, la relación cuota-ingreso es más o menos parecida.

Un punto a destacar es que después de las turbulencias de abril/mayo no mermó la cantidad de gente que consulta, pero al cambiar el valor de las propiedades, sumado a la suba de la tasa, se achica el margen para muchos de acceder a los UVA.

El Banco Nación a partir del aumento en el valor del dólar eliminó la línea de créditos en pesos a tasa fija del 18% y un plazo máximo de 30 años. El banco ofrecía estos préstamos para la compra de viviendas y autos. Los requisitos eran más exigentes que para los UVA, tanto en lo que respecta a

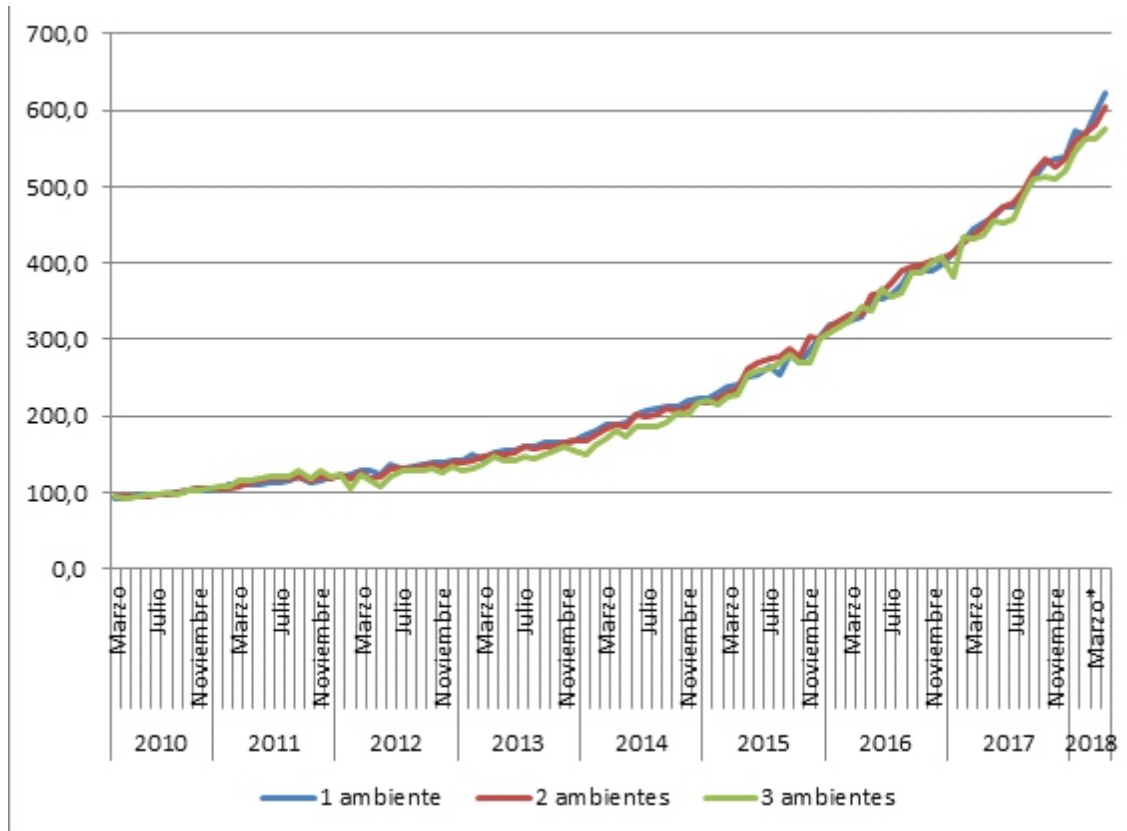
los ingresos (más altos) como a otros aspectos del otorgamiento, siempre en la búsqueda de asegurar el repago del préstamo.

La preocupación para quienes ya sacaron estos créditos es la depreciación de los salarios respecto de la cuota que deben afrontar.

En un contexto de inflación creciente y dólar presionado verticalmente al alza es claro que aquellas personas que quieran acceder a la vivienda propia evalúen esta alternativa que a la fecha es la única disponible ya que a pesar que en muchos casos los que buscan poder adquirir una vivienda tienen ajustes de salarios menores que la inflación o en el caso de cuentapropistas y pequeños comerciantes eso ni siquiera existe, no debemos olvidar que el incremento en alquileres ha sido incluso en promedio mayor que la inflación y eso implica un detrimento mayor.

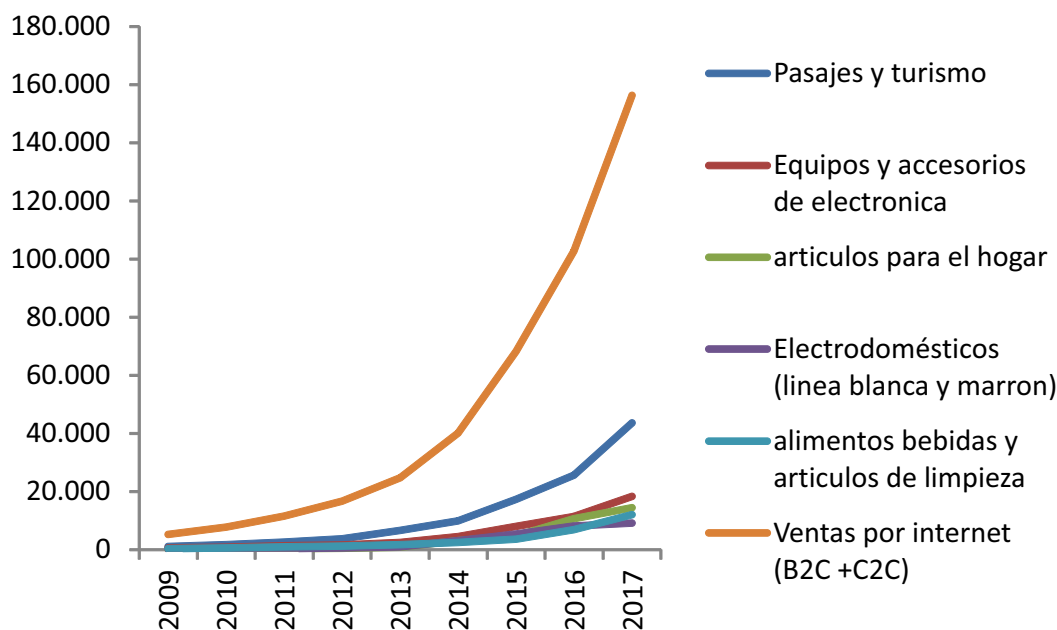
Gráfico. Evolución del Índice de precio promedio del m2 de departamentos en alquiler usados y a estrenar por cantidad de ambientes. Base marzo 2010/febrero 2011=100. Ciudad de Buenos Aires.

VARIACIÓN ACUMULADA PUNTA A PUNTA DE 577%, 545% Y 514% PARA 1, 2 Y 3 AMBIENTES RESPECTIVAMENTE.



La Coyuntura en gráficos

COMERCIO ELECTRÓNICO - CACE

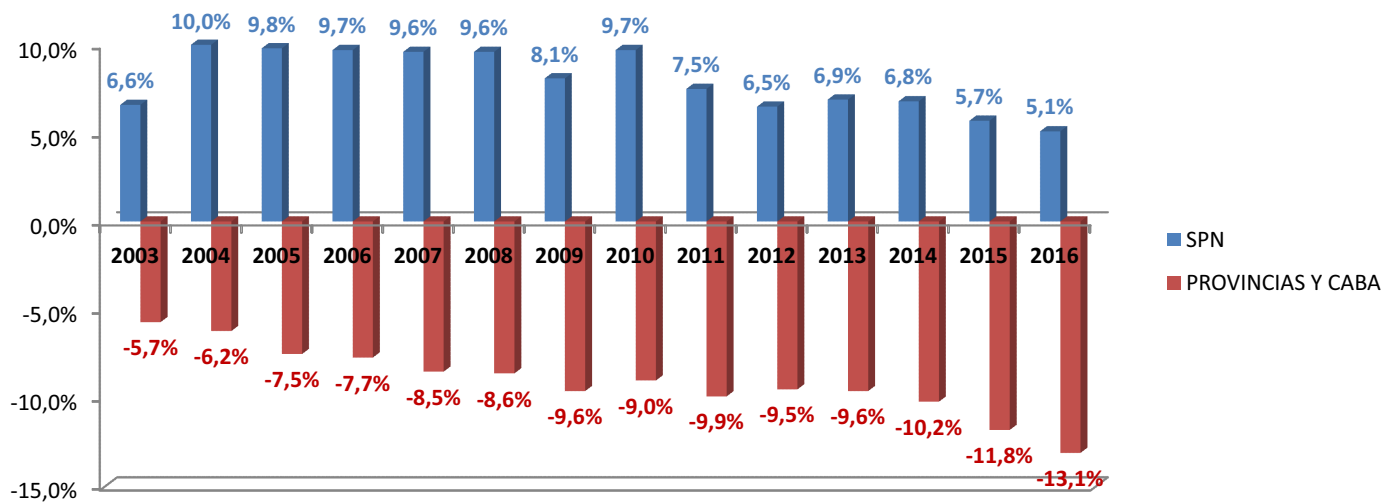


Periodo	Pasajes y turismo	Equipos y accesorios de electronica	articulos para el hogar	Electrodomésticos (linea blanca y marron)	alimentos bebidas y articulos de limpieza	Ventas por internet (B2C +C2C)
2009	1.100	600	150	200	400	5.240
2010	1.700	900	220	300	570	7.755
2011	2.630	1.330	330	420	940	11.593
2012	3.800	1.600	440	600	1.200	16.690
2013	6.600	2.500	840	1.000	1.800	24.800
2014	9.990	4.525	3.135	3.100	2.520	40.100
2015	17.310	8.012	4.775	5.453	3.591	68.239
2016	25.584	11.390	10.688	8.196	6.858	102.703
2017	43.638	18.361	14.432	9.115	12.088	156.300

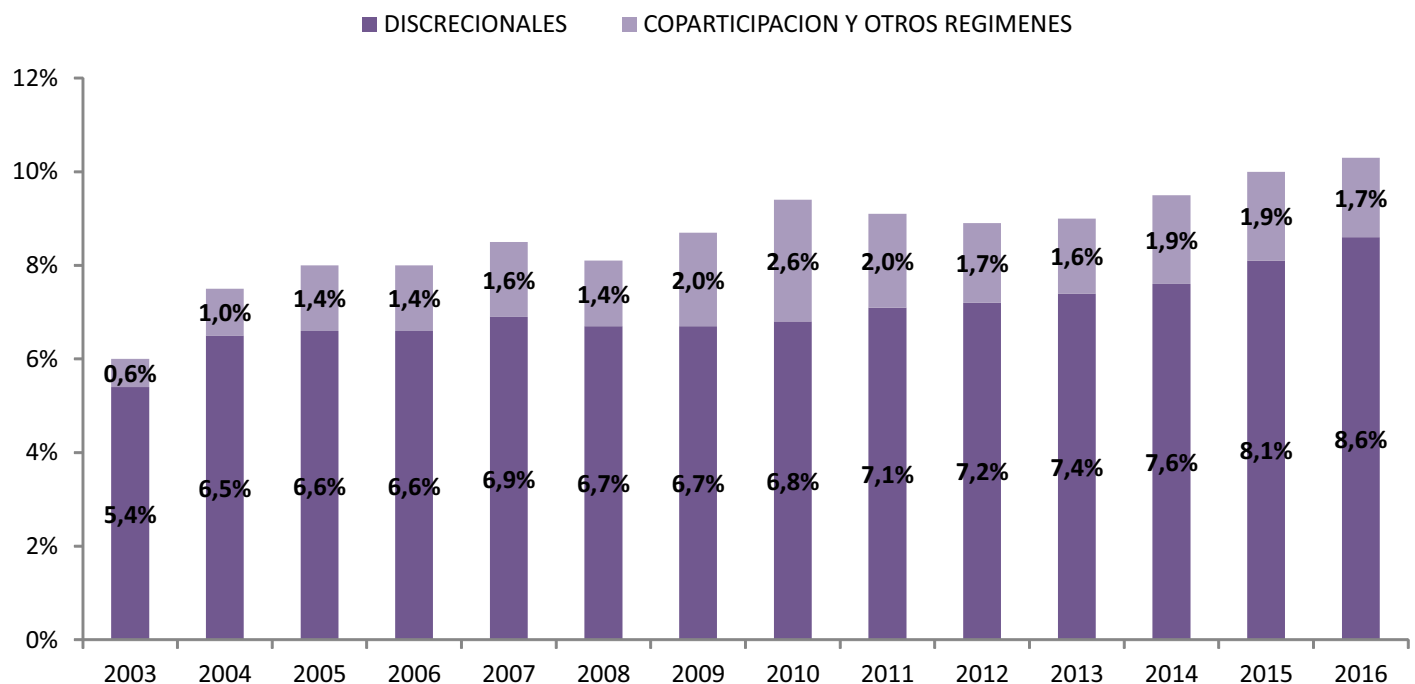
Fuente CACE <http://www.cace.org.ar/estadisticas/>



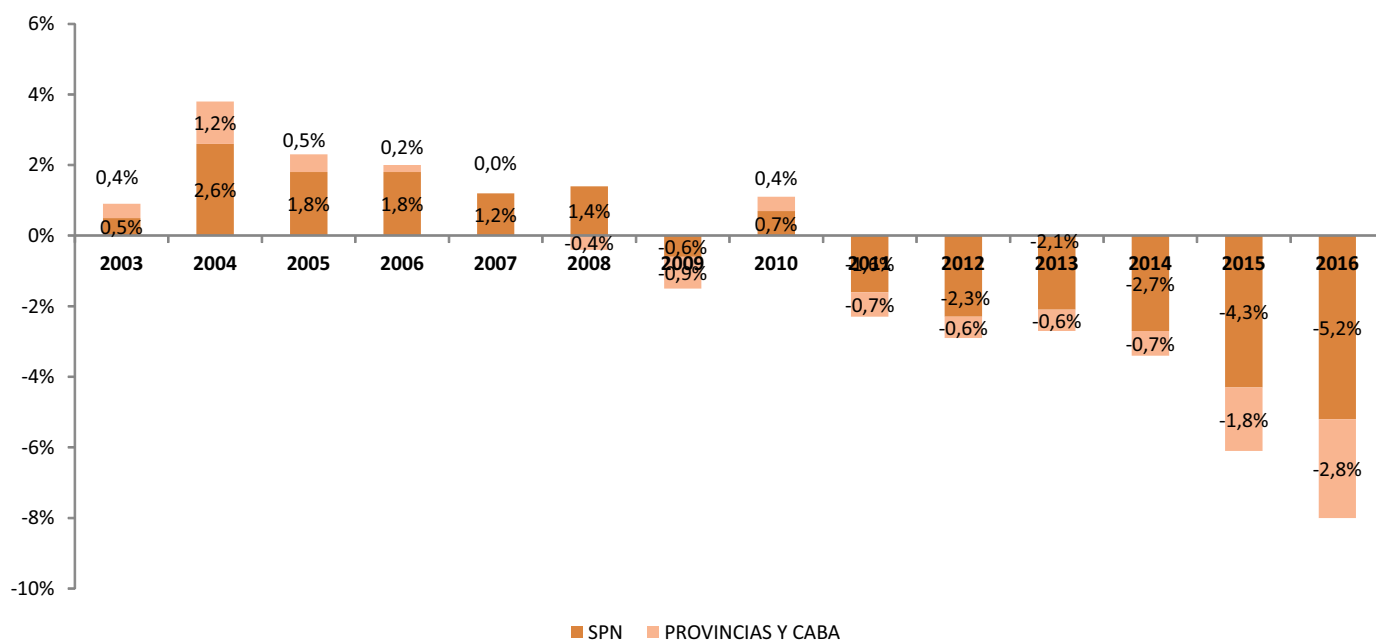
DESBALANCE FISCAL FEDERAL ENTRE NIVELES DE GOBIERNO



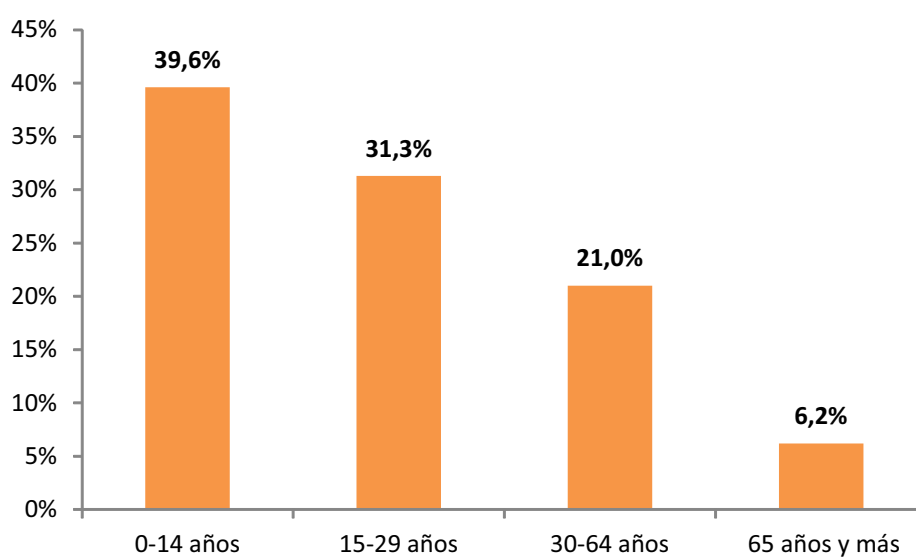
SISTEMA DE TRANSFERENCIAS PARA CUBRIR EL DESBALANCE VERTICAL SECTOR PÚBLICO NACIONAL Y PROVINCIAS. EN PORCENTAJE DEL PBI



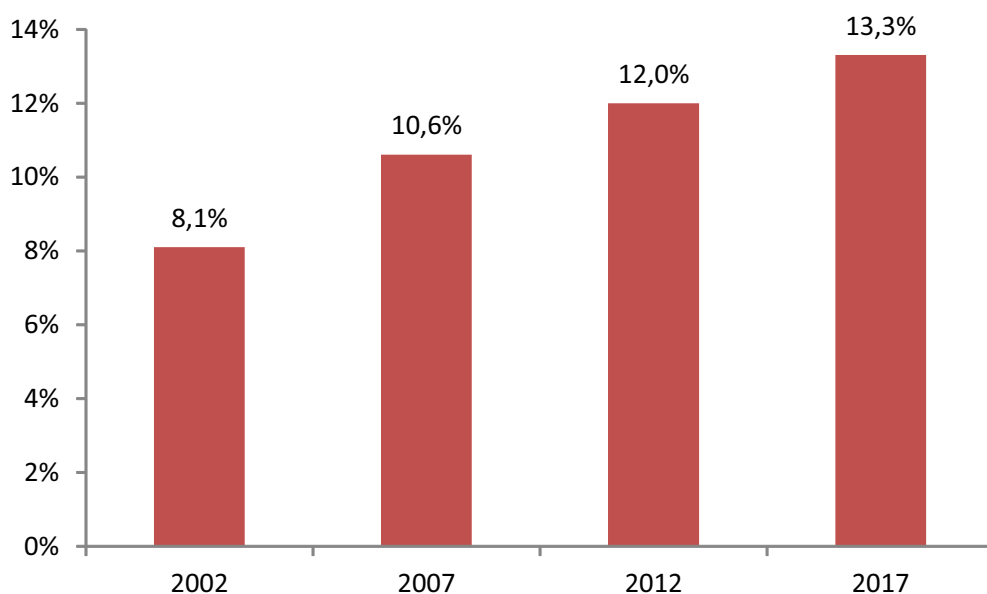
RESULTADO FINANCIERO POST-TRANSFERENCIAS. SECTOR PÚBLICO NACIONAL Y PROVINCIAS. EN PORCENTAJE DEL PBI



PORCENTAJE DE POBLACIÓN POBRE SEGÚN GRUPOS DE EDAD - II SEMESTRE 2017. INDEC



PORCENTAJE DE POBLACIÓN CON BENEFICIO PREVISIONAL - ANSES



CUADRO DE VARIABLES FINANCIERAS - VALORES AL 11 DE JUNIO DE 2018

VARIABLES FINANCIERAS	06/11/2018	VARIACION YTD - 2017
DÓLAR OFICIAL EN ARGENTINA - VENTA	26,45	40,99%
DÓLAR EN BRASIL (VS.REAL)	3,711	12,03%
RIESGO PAÍS -EMBI+ ARGENTINA JPMORGAN	487	38,75%
MERVAL (ARGENTINA)	31703	5,45%
DOW JONES (USA)	25322	2,44%
BOVESPA (BRASIL)	72307	-5,36%
SOJA . MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	356,15	1,84%
MAIZ. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	148,72	7,70%
TRIGO. MERCADO INTERNACIONAL USD POR TONELADA	189,05	20,49%
PETROLEO WTI -USD POR BARRIL	66,1	9,40%
ORO - USD POR ONZA	1303,2	-0,25%
TASA BADLAR ENTIDADES PRIVADAS EN \$	29,44%	26,62%
PLAZO FIJO 30 DÍAS EN \$	26,50%	26,25%