

Grupo de Trabajo sobre Políticas Financieras Monetarias y Fiscales. Segundo Informe de coyuntura- Diciembre de 2018

Integrantes:

- Alejandro Vanoli
- Cecilia Allami
- Carlos Martinez
- Alan Cibils
- Juan Fal
- Ricardo Aronskind
- Arnaldo Ludueña
- Daniela Triador
- Martin Mangas
- Alejandro Lopez Accotto
- Mariano Arana
- German Pinazo
- Ricardo Panaras
- Nicole Toftum
- Nicolas Kieper
- Cecilia Wilhelm
- Gustavo Curra
- Camila Covas
- Roberto Bufelli
- Lucas Ferreria
- Lucas Benitez
- Eugenio Heinze
- Nicolas Dinerstein

RESUMEN EJECUTIVO

Sector Financiero y cambiario

El nuevo régimen cambiario y monetario ha logrado morigerar las presiones sobre el tipo de cambio real y ha demostrado incipientes indicios de desinflación. Sin embargo, los costos de esta frágil tranquilidad implican una tasa de interés muy alta y una caída en el financiamiento al sector privado que contribuyen a explicar la recesión observada en los últimos dos trimestres.

Esta fragilidad ha quedado clara, por ejemplo, ante la eliminación del piso de 60% de la tasa de interés de referencia. Por otro lado, las Reservas Internacionales del BCRA continúan cayendo.

Economía Real

La actividad del sector industrial registró el nivel más bajo en septiembre de este año (11,5%) y es el nivel más bajo desde 2002. Este retroceso se ve reflejado en casi todos los sectores que componen a la industria.

Por otro lado, en septiembre la capacidad instalada se ubicó en el 61,1%. Este nivel significa una fuerte caída respecto al mismo mes del año 2017 que es del 11,5%.

En este marco de desplome industrial el índice de precios acumula para los 10 meses del 2018 un total de 45,9%.

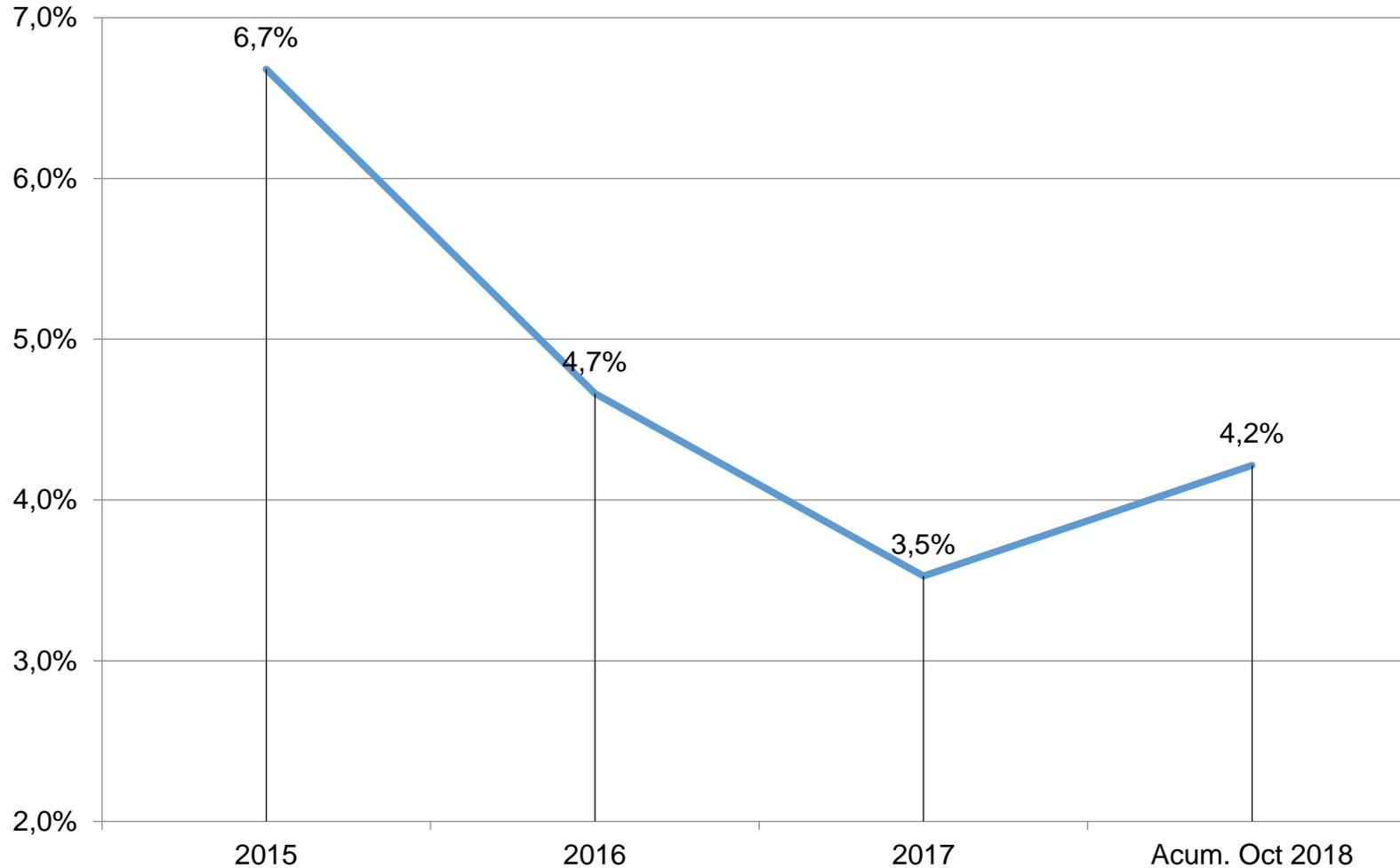
Sector público

El nivel de deuda contraído por el gobierno de Mauricio Macri se ha incrementado de manera exponencial desde el inicio de su gestión. En este eje se hará foco en la evolución de los niveles de endeudamiento, el pago de intereses, y su peso relativo

Sector Público

La deuda medida en términos de los ingresos genuinos y de otras transferencias del Estado

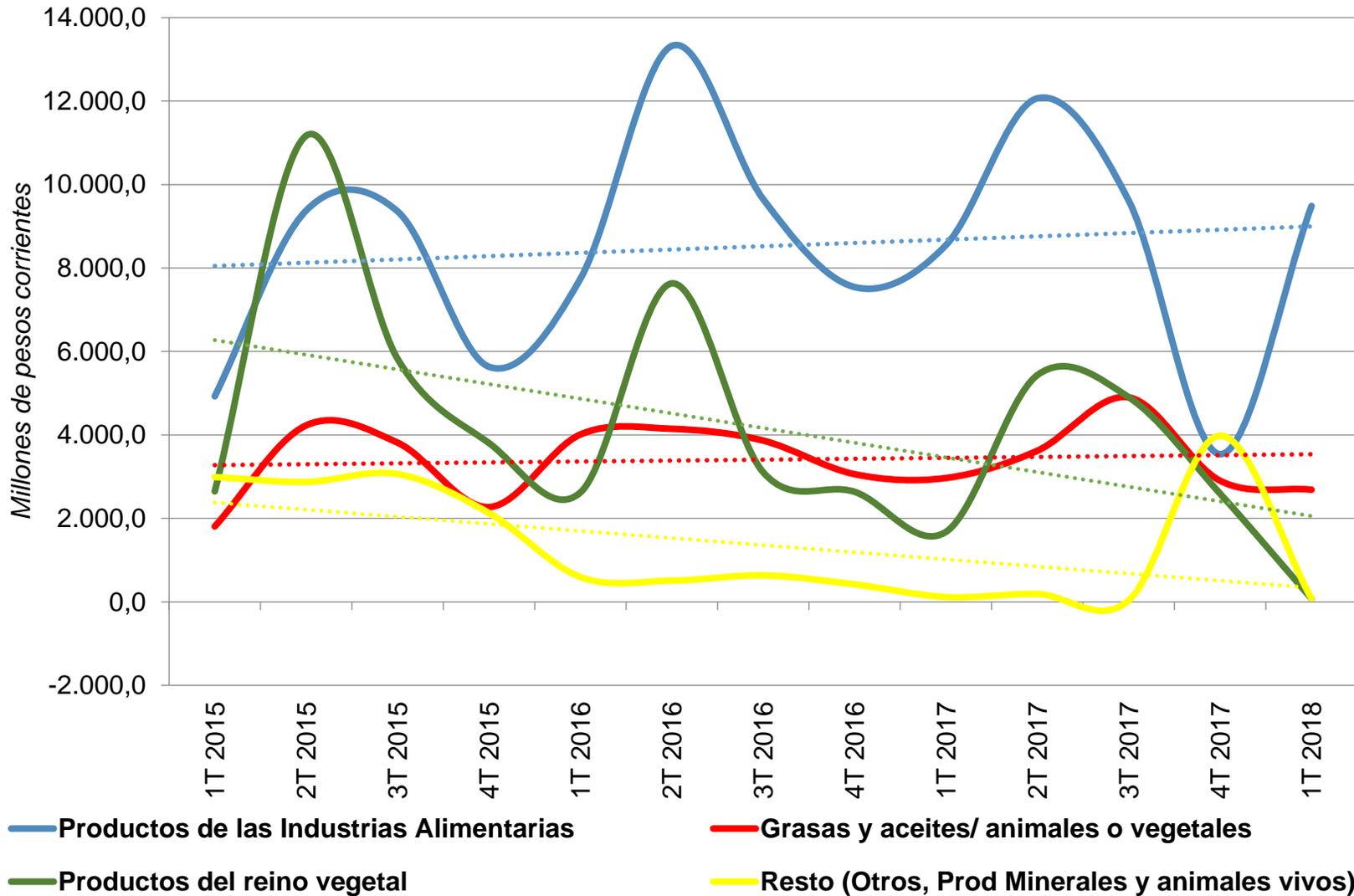
Derechos de Expo sobre Ingresos Tributarios



➤ La tendencia decreciente se explica, desde 2015 a 2017, por la decisión política del gobierno de eliminar la alícuota de los derechos de exportación (retenciones) a la mayoría de las producciones y reducir las de la soja.

➤ Todavía no se refleja una mejora importante en este rubro producto de las nuevas retenciones aplicadas por el gobierno ni el impacto pleno de la devaluación sobre el valor en pesos de dichas exportaciones. Comparando el resultado acumulado a octubre del 2018 con el acumulado a septiembre del mismo año, el ratio mejoró un 0,3%

Derechos de exportación



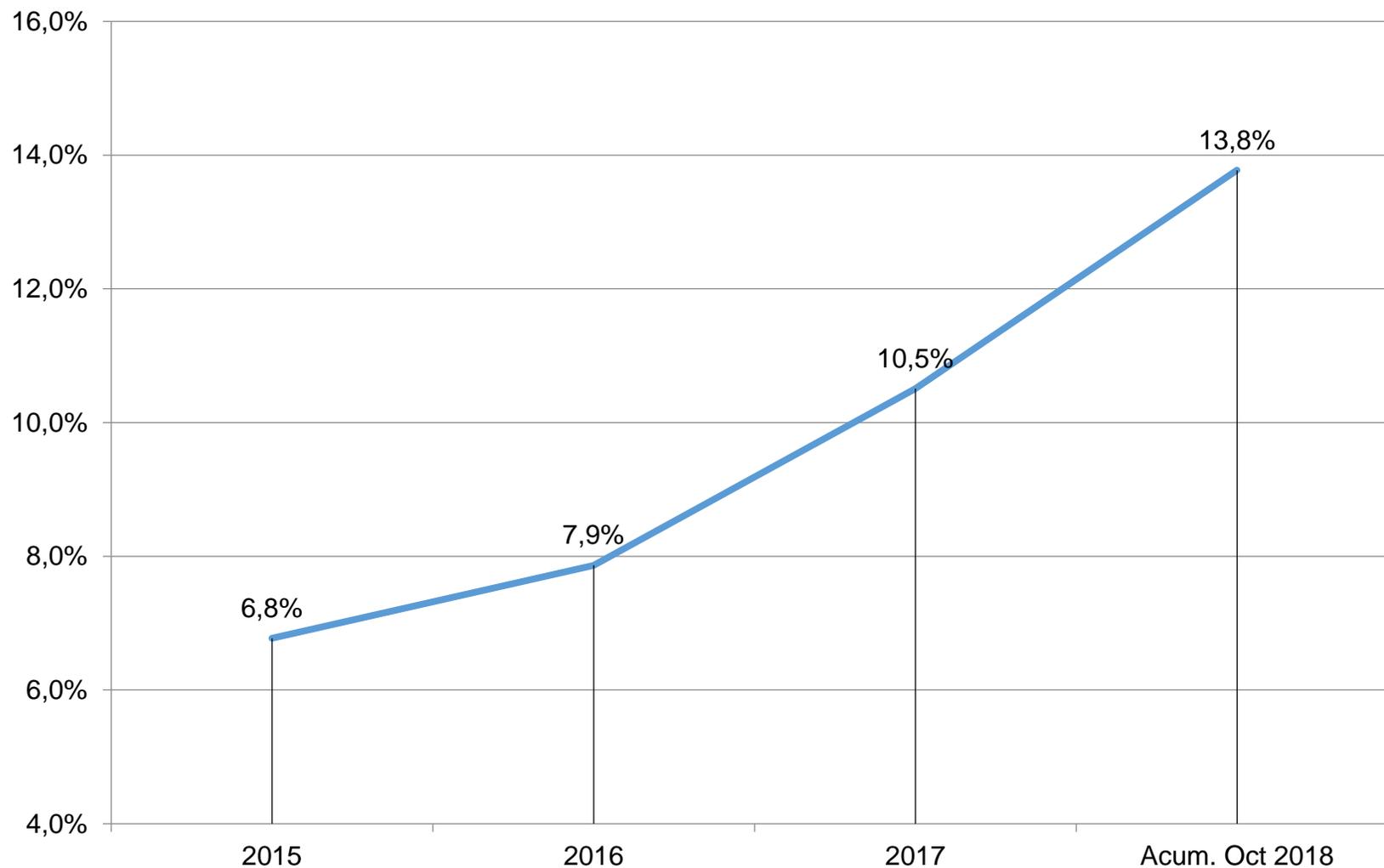
➤ La quita de las retenciones aplicada por el gobierno no reflejan aumentos significativos de los saldos exportables

➤ A partir de septiembre del año 2018 se impuso un nuevo régimen de derechos de exportación que rige para todos los productos primarios, incluyendo animales vivos y productos del reino vegetal

➤ La alícuota fija un tope de \$4 por cada dólar exportado. Esto hace disminuir el peso del gravamen ante eventuales devaluaciones.

Intereses de la deuda.

Intereses de la Deuda sobre Gasto Total



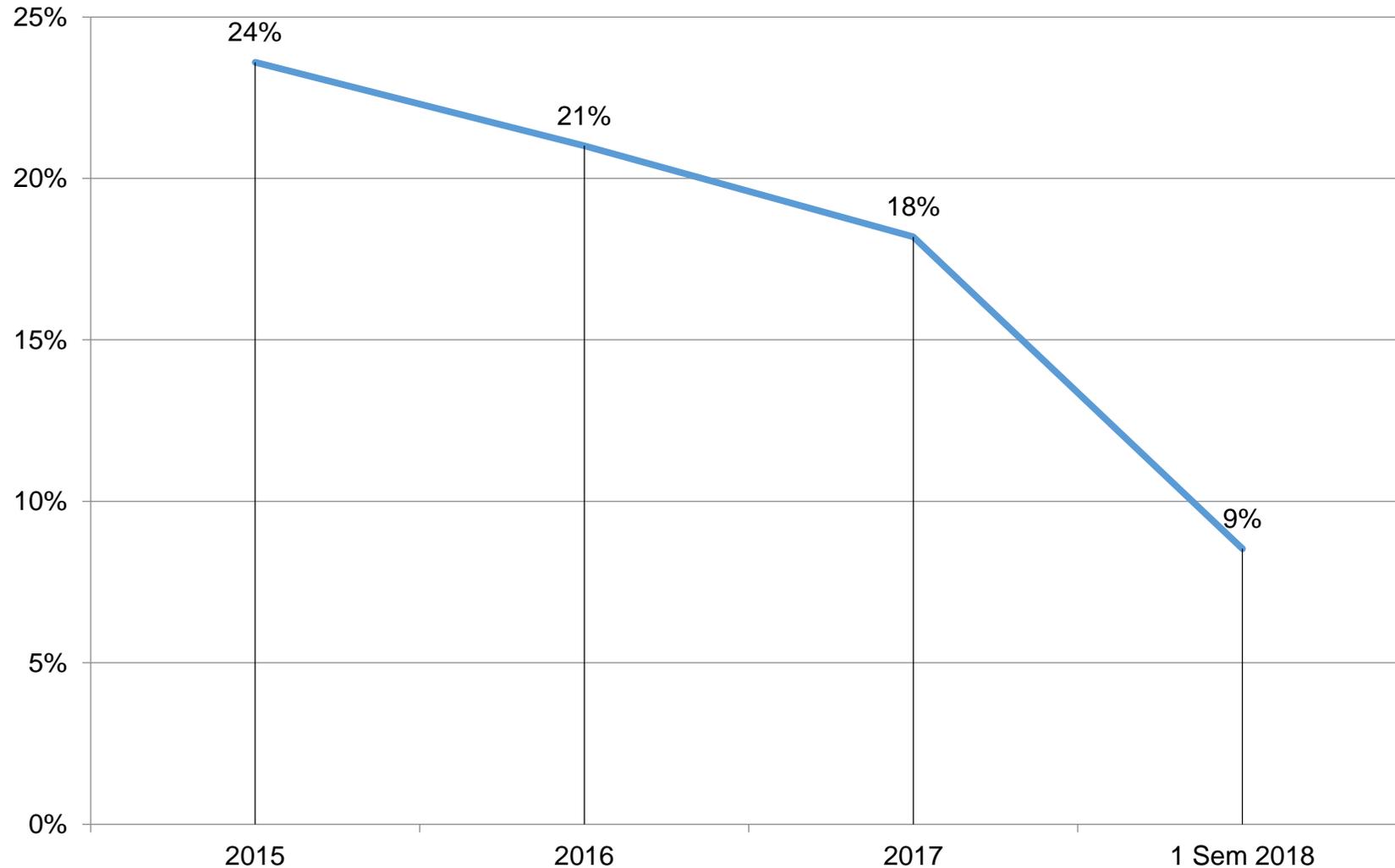
➤ Hay un peso creciente de los Intereses de la deuda en el gasto total.

➤ La suba se explica, en 2016 y 2017 por emisiones de deuda.

➤ Y en 2018 por la variación del Tipo de Cambio Nominal que, a la fecha, supera el 100%.

➤ El crecimiento previsto para estos intereses, en 2018-2019, se refleja en el hecho de que el presupuesto 2019 los posiciona como la segunda transferencia en importancia.

Exportaciones sobre Stock de Deuda



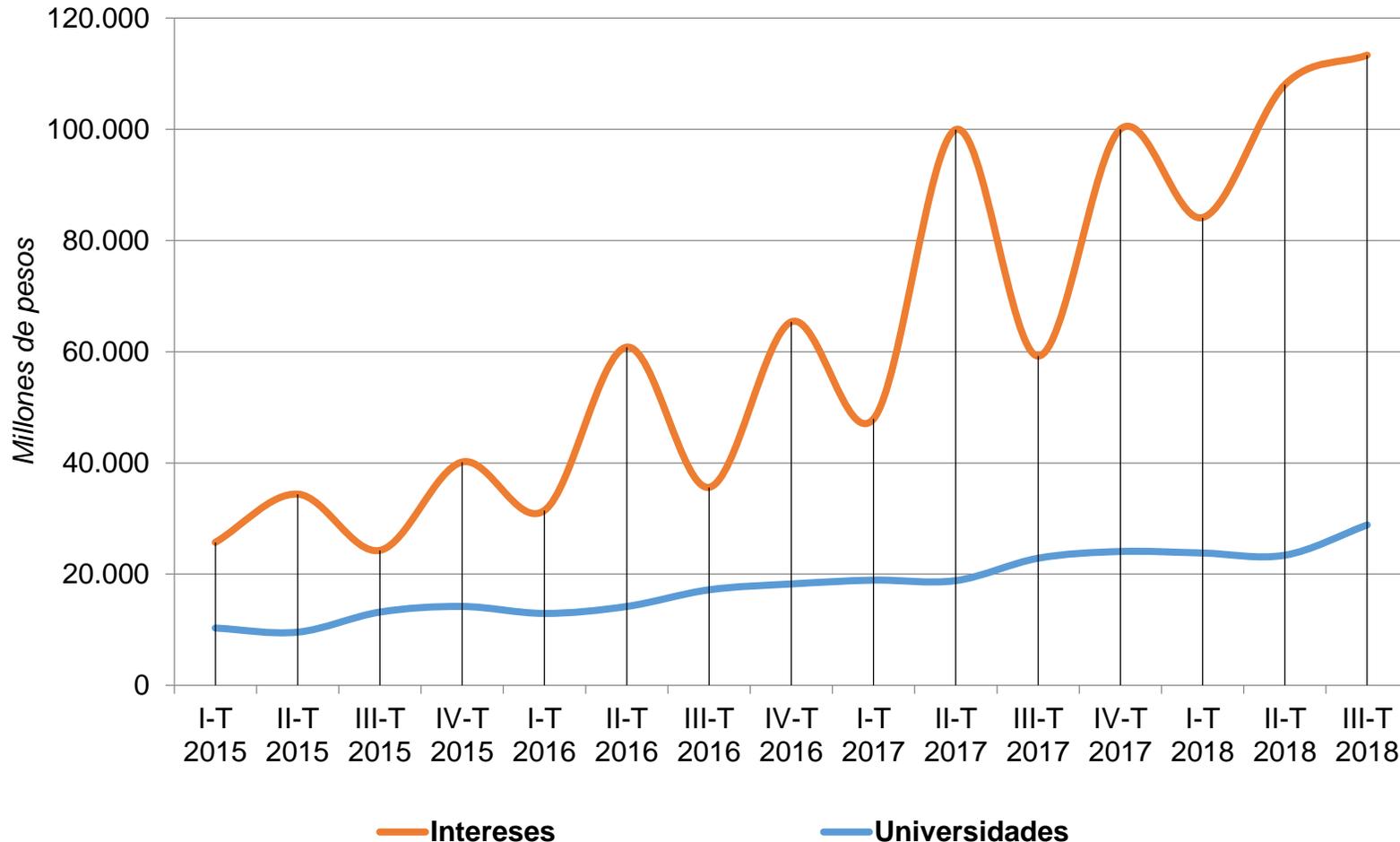
➤ Este indicador representa la capacidad de repago de la deuda de una economía.

➤ El aumento exorbitante en el año 2018 es producto de que la mayoría de la deuda esta en moneda extranjera, lo que la hace sensible a las variaciones en el tipo de cambio.

➤ A su vez, es importante hacer notar que cuando el tipo de cambio estuvo en niveles relativamente estables (desde la devaluación de diciembre de 2015 hasta fines de 2017) también podemos observar un deterioro en nuestra capacidad de repago, producto del proceso de acelerado endeudamiento.

Intereses de la deuda y transferencia a Universidades.

Transferencias a Universidades e Intereses de la Deuda



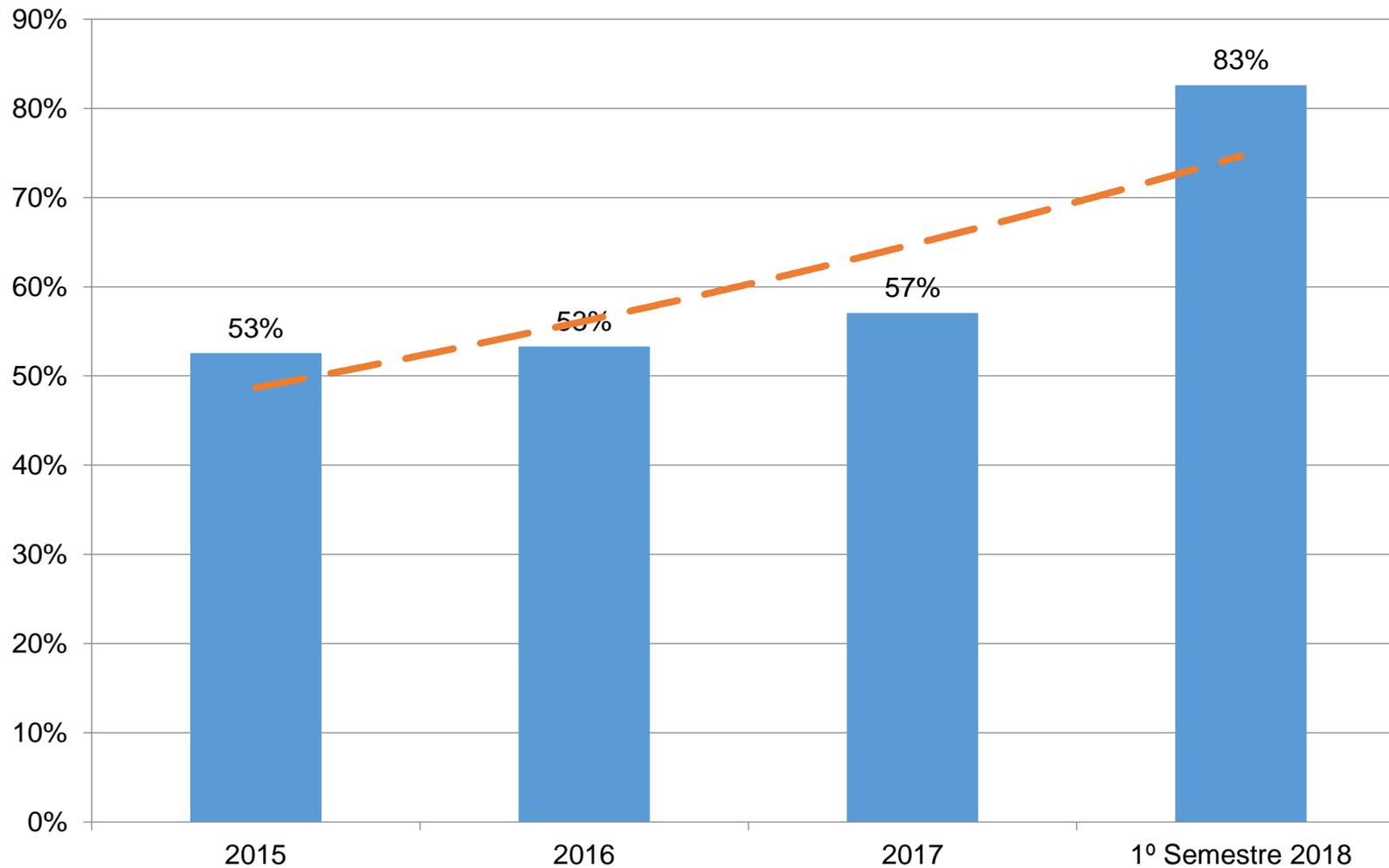
➤ Es notorio el cambio en las prioridades del Estado argentino a partir del cambio de gobierno de fines de 2015.

➤ Así, por cada peso que se destinaba a las Universidades Nacionales, en 2015, se asignaron 1,64 al pago de intereses de la deuda.

➤ Este valor fue de 2,09 en 2016, de 2,62 en 2017 y de 3,07 en la primer mitad de 2018.

➤ Es decir, que la importancia reconocida al pago de la deuda, respecto al financiamiento de la Universidad Pública es el doble desde el cambio de gobierno, y la devaluación ampliará esta grieta.

Stock de Deuda sobre PBI



➤ Entre la devaluación de fines de 2015 y el año 2017 el indicador no aumenta, porque el crecimiento de la deuda en dólares se invisibiliza por la apreciación real del peso (aumento del valor del dólar menor a la inflación).

➤ La devaluación de 2018 produce, entonces, un salto importante.

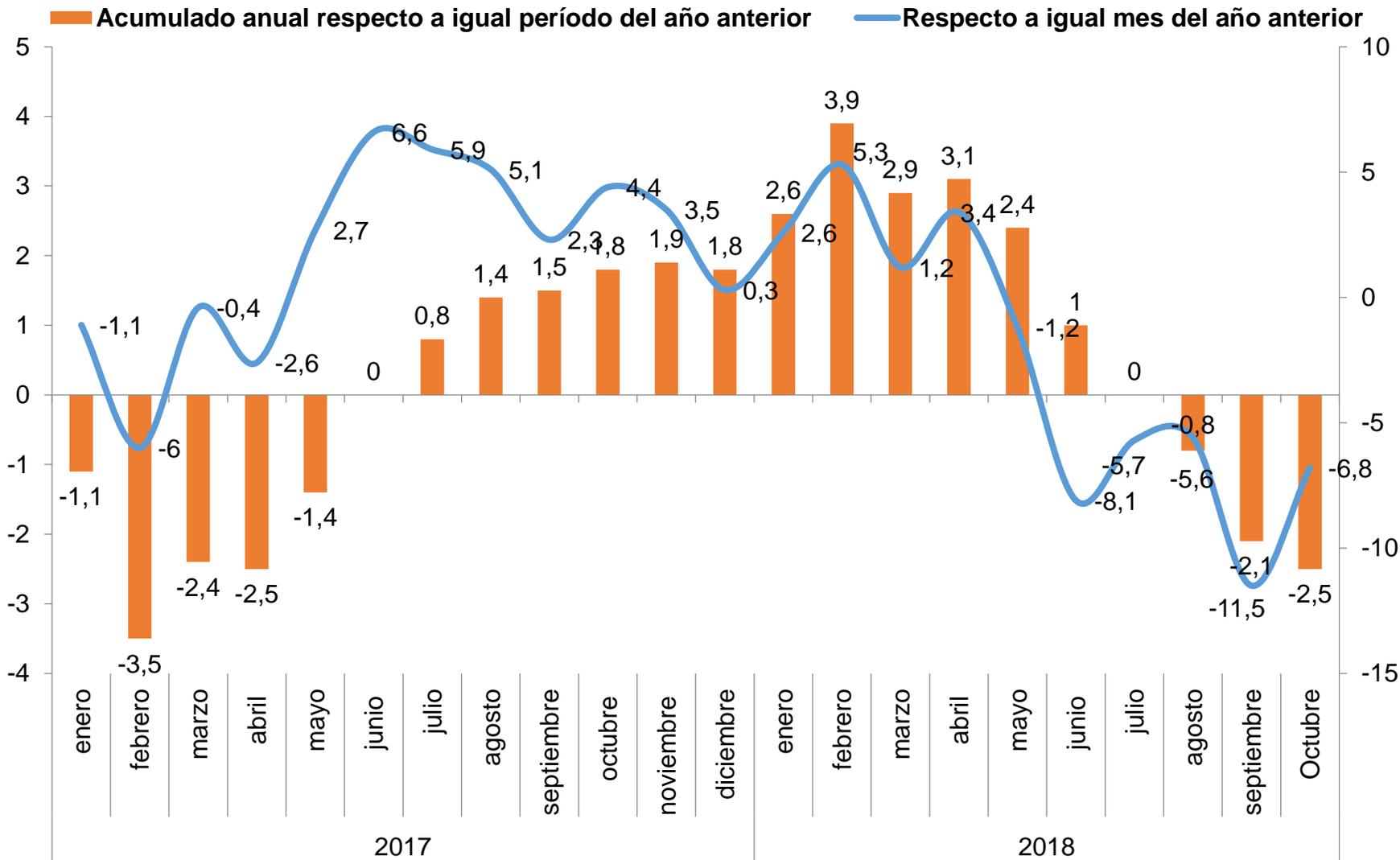
➤ El guarismo se ubica en el 83% tomando el último tipo de cambio del mes de Junio (28,86 peso por dólar).

➤ En cambio, si se considera un tipo de cambio de 40, la relación se ubica en torno al %115.

Economía Real

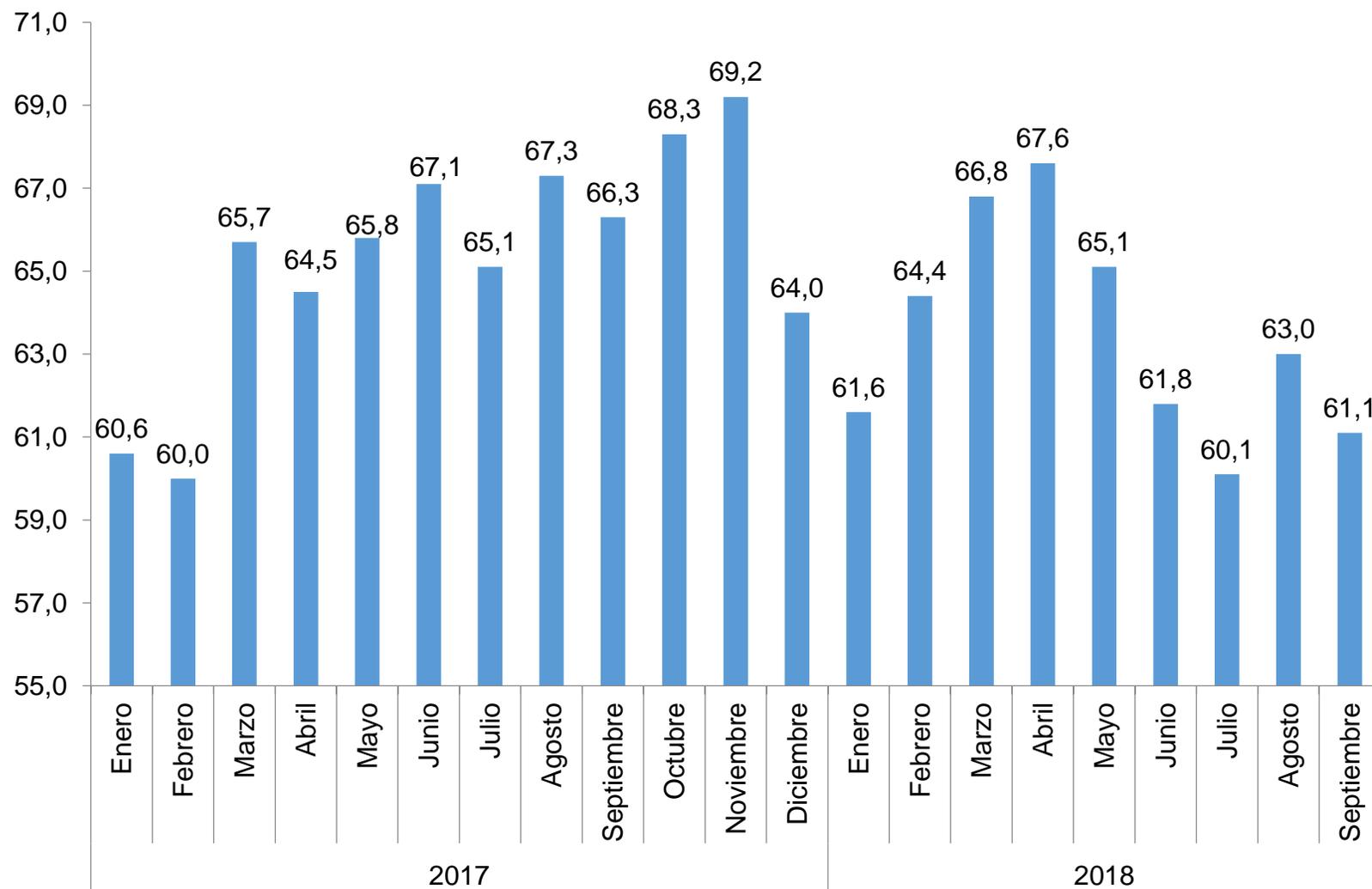
Actividad industrial e índice de Precios.

Estimador mensual industrial.



- La actividad de la industria manufacturera ha caído 11,5% en septiembre del 2018 respecto al mismo mes del 2017. Este fue el nivel más bajo durante el gobierno de Macri.
- La caída de la actividad manufacturera de octubre de 2018 respecto al mismo mes del 2017 fue de 6,8%.
- En el acumulado de los meses de 2018 en su conjunto, el estimador mensual industrial muestra una disminución de 2,5% con respecto al mismo período del año anterior.

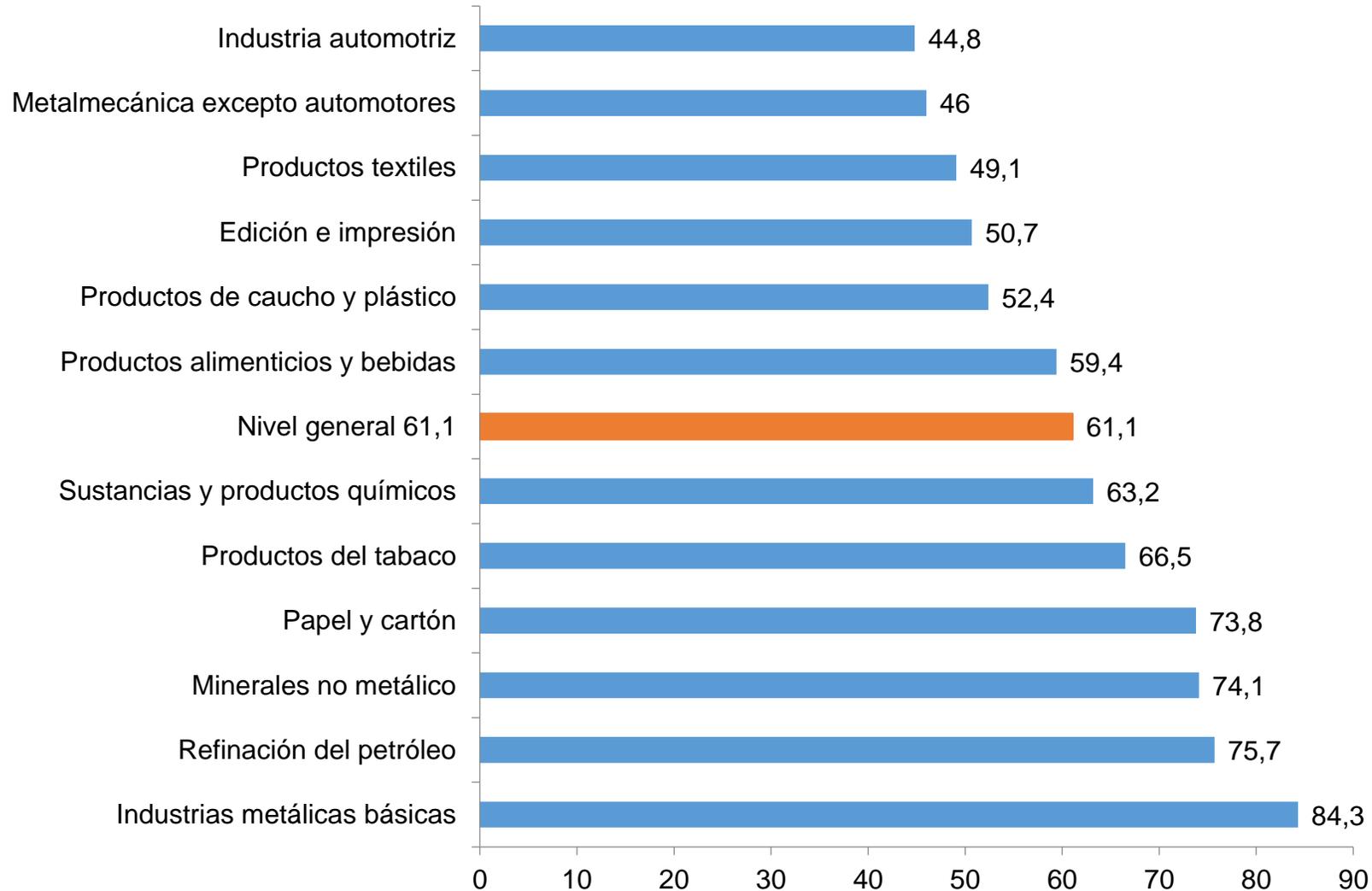
Capacidad Instalada



➤ En septiembre de este año, la utilización de la capacidad instalada en la industria se ubica en el 61,1%.

➤ Este significa una caída de más de 5 puntos porcentuales, al nivel registrado en el mismo mes del año anterior (66,3%).

Capacidad Instalada por sectores

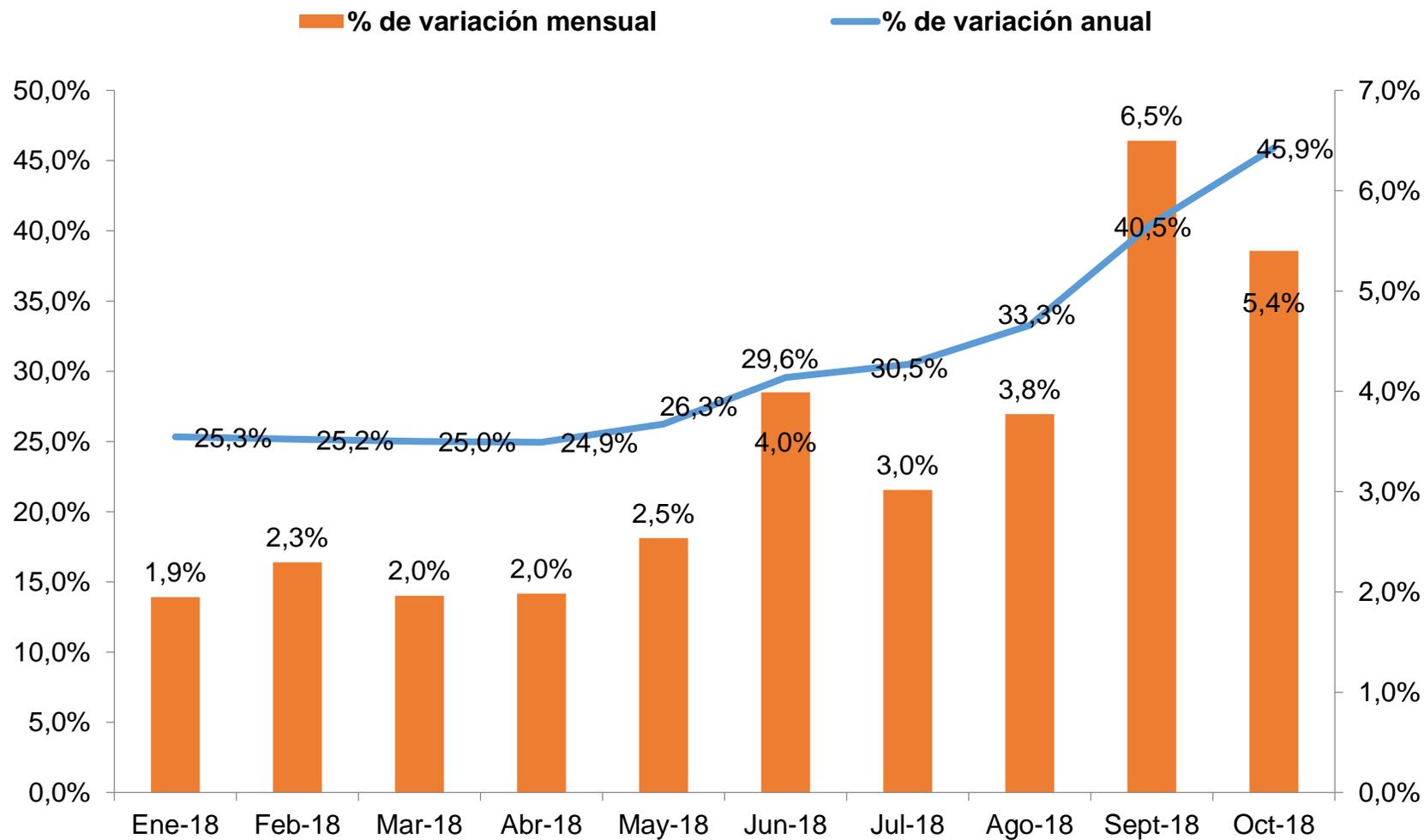


➤ Los sectores que presentan, en septiembre de 2018, niveles de utilización de la capacidad instalada superiores al nivel general son: industrias metálicas básicas (84,3%), refinación del petróleo (75,7%), productos minerales no metálicos (74,1%), papel y cartón (73,8%), productos del tabaco (66,5%) y sustancias y productos químicos (63,2%).

➤ Los sectores por debajo del nivel general de la industria son: productos alimenticios y bebidas (59,4%), productos de caucho y plástico (52,4%), edición e impresión (50,7%), productos textiles (49,1%), la industria metalmecánica excepto automotores (46,0%) y la industria automotriz (44,8%).

➤ Según datos de la Asociación de Concesionarios de Automotores (ACARA), en noviembre del 2018 la caída interanual del patentamiento de vehículos fue del 45,6% y es el sexto mes consecutivo de restricción.

Índice de precios al consumidor



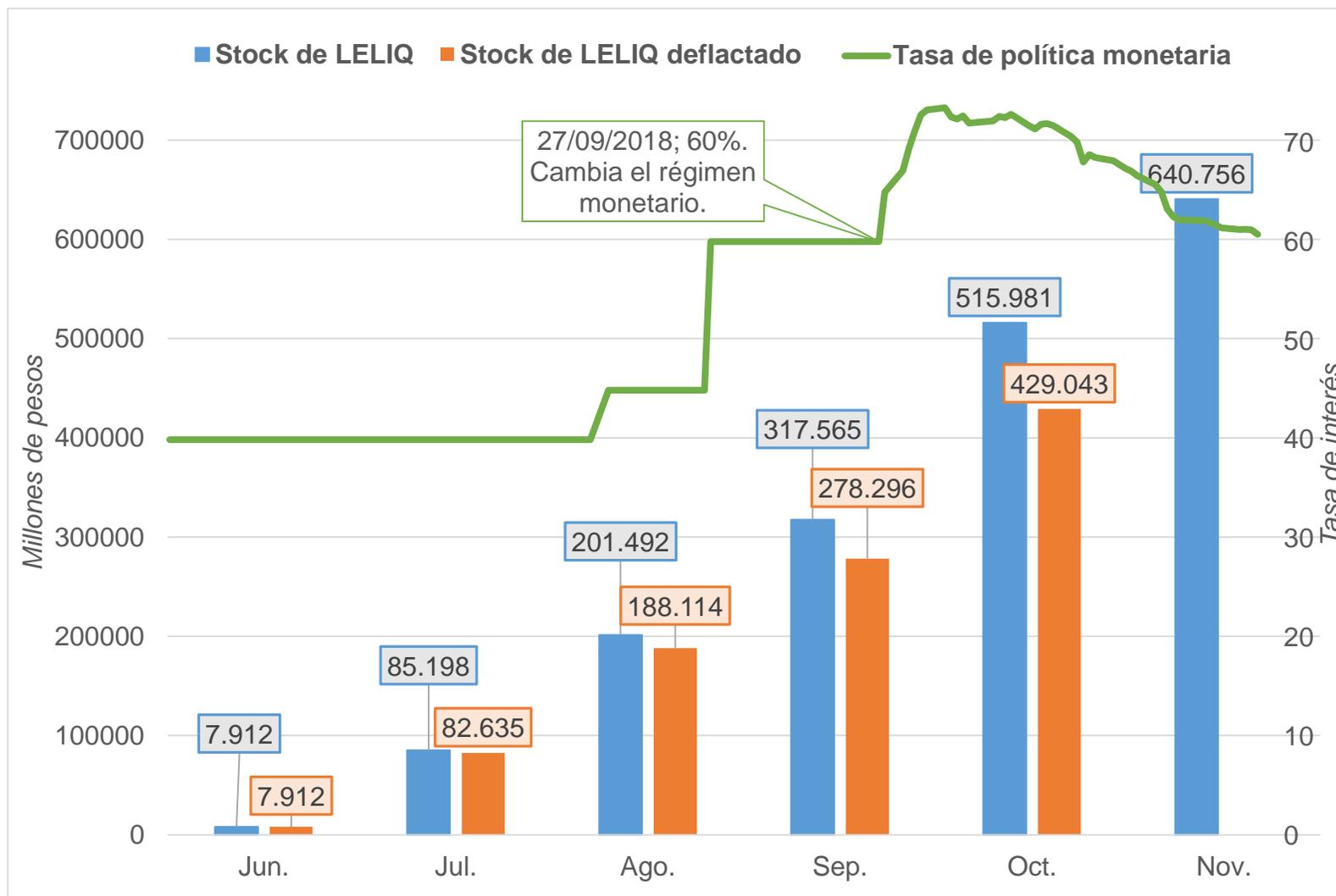
➤ El nivel general del Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró en el mes de octubre una variación de 5,4% con relación al mes anterior.

➤ En los primeros 9 meses del 2018, el IPC acumuló un total de 45,9%.

Sector Financiero y cambiario

Un nuevo presidente del Banco Central, un nuevo régimen monetario y un nuevo acuerdo con el FMI.

Burbuja de LELIQ



➤ A pesar de no contar con los datos del IPC para noviembre, la tendencia creciente en el stock de LELIQ no se explica únicamente por la fuerte inflación de los últimos meses, particularmente si se confirman las expectativas oficiales de desaceleración de la inflación.

➤ En coexistencia con la tasa de referencia en niveles muy altos, el endeudamiento del BCRA a través de este instrumento alcanza niveles preocupantes, a pesar de que sólo puede ser adquirido por bancos, lo que permite un mayor control por parte del BCRA.

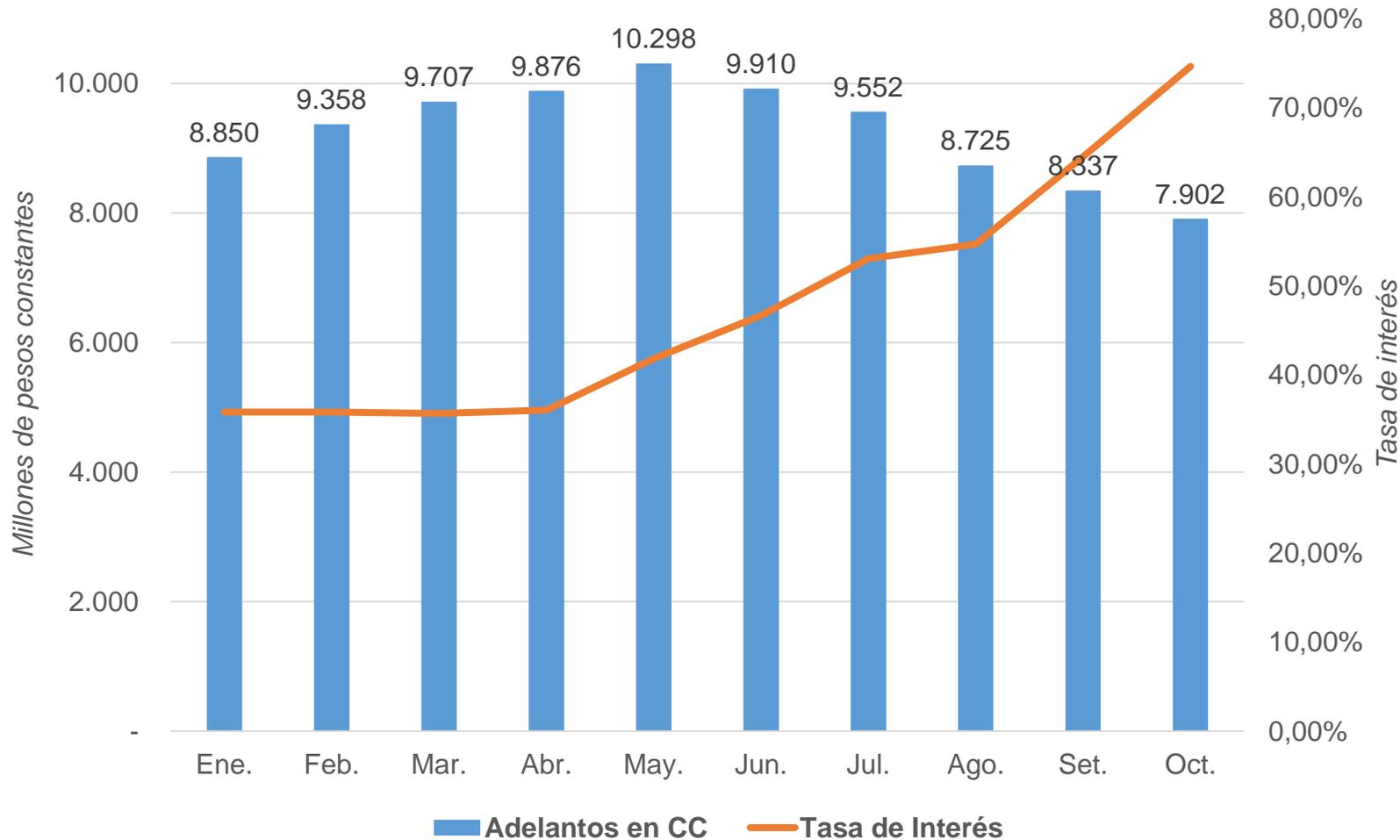
➤ El 8/10/2018 la tasa de política monetaria definida por las LELIQ alcanzaba un pico en 73,5%. A partir de esta fecha comienza una tendencia decreciente; sin embargo, el stock continuó aumentando en noviembre.

*El stock promedio de LELIQ de noviembre contempla hasta el 22/11/2018.

**Los valores fueron deflactados por el IPC INDEC 100=12/2016, con base en junio del 2018.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Adelantos en Cuenta Corriente



➤ Se preveía que el incremento de la tasa de interés tendría efectos negativos en la actividad económica. Sin embargo, otros factores, como la caída del salario real y del nivel de empleo, también explican la recesión de los últimos dos trimestres.

➤ Los adelantos en cuenta corriente de las PYMES suelen utilizarse para financiar sus gastos corrientes. Desde el pico en mayo del 2018, el stock promedio mensual mantiene una tendencia decreciente, a pesar de que la inflación en estos meses se haya acelerado. Esto se puede traducir en caídas en la actividad de las PYMES que coincidirían con la recesión mencionada y que, de acuerdo al memorándum al FMI del 17/10, se espera que continúe hasta el primer trimestre del 2019.

➤ La tasa graficada es la TNA promedio ponderada por monto y como tal puede ser poco representativa. Por esto cabe señalar que la TEA promedio alcanza 103,7%.**

*La serie de promedios mensuales fue deflactada por IPC base 100=Enero del 2015.

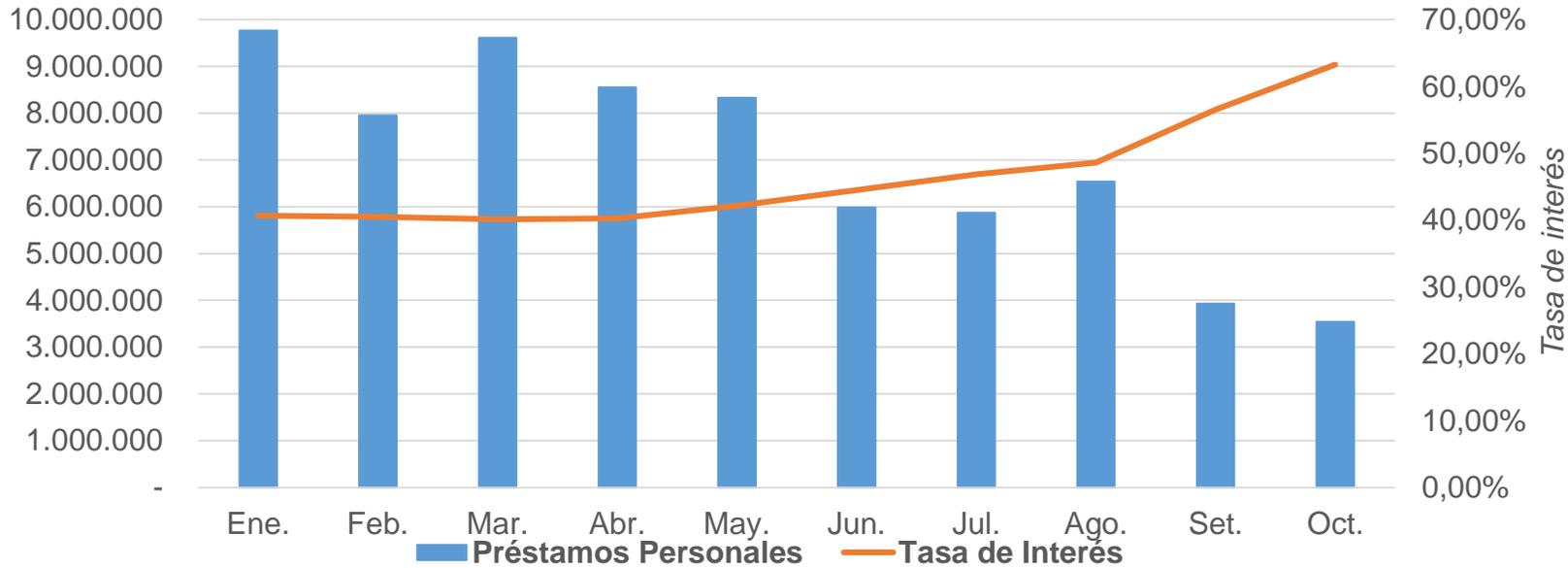
**La TEA promedio representa las tasas máximas declaradas mensualmente por todas las entidades bancarias al BCRA.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

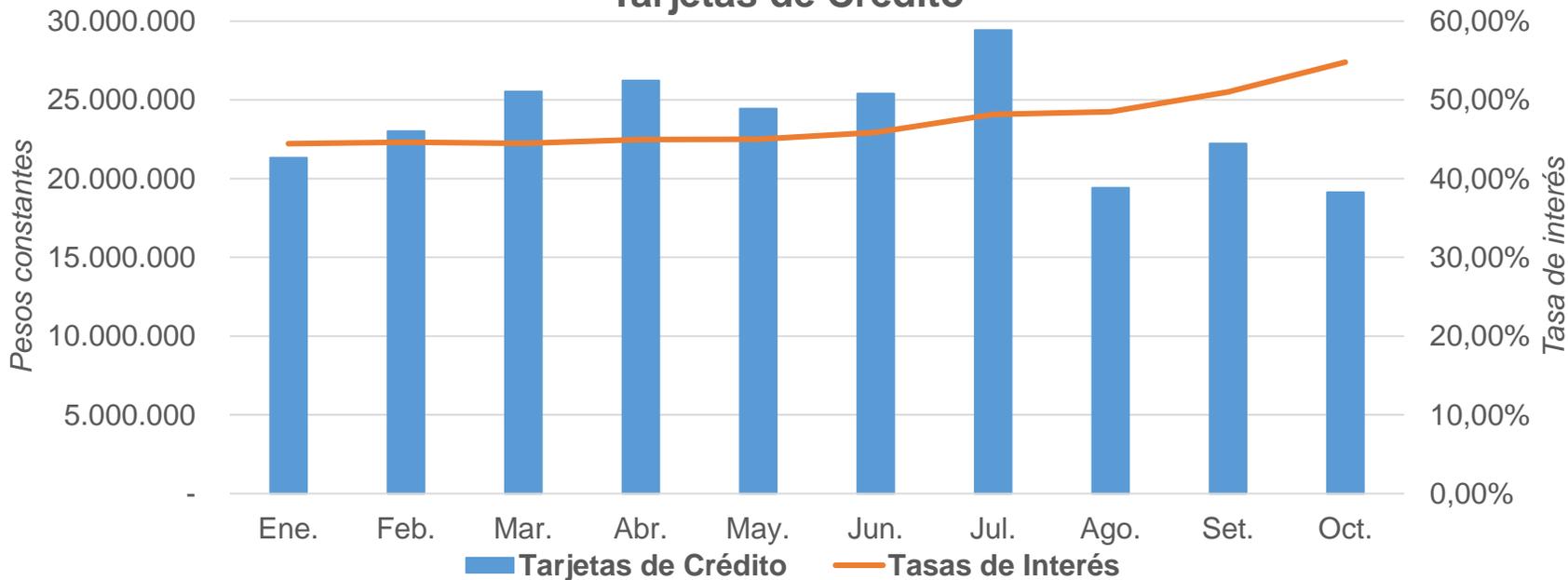
Financiamiento del consumo

- Se observa también una caída en los créditos asociados al consumo: préstamos personales y tarjetas de crédito.
- El endeudamiento con tarjetas de crédito muestra una tendencia creciente a lo largo del año, con el habitual pico en julio, atribuible al receso invernal. Como rebote de este pico se puede explicar un bajo nivel en agosto, pero la tendencia decreciente se mantiene, como contraparte de una TNA que llega a 54%. Esta tasa es un promedio ponderado por monto; la TEA promedio de tarjetas internacionales alcanzó en octubre un 95,49%.
- Por otro lado, los préstamos personales presentan una caída tendencial desde marzo del 2018, con una TNA creciente. Del mismo modo, cabe señalar que la TEA promedio de los préstamos personales (incluyendo los préstamos personales UVA cuya tasa es mucho menor), alcanzó, en octubre, un 122,12%.

Préstamos Personales



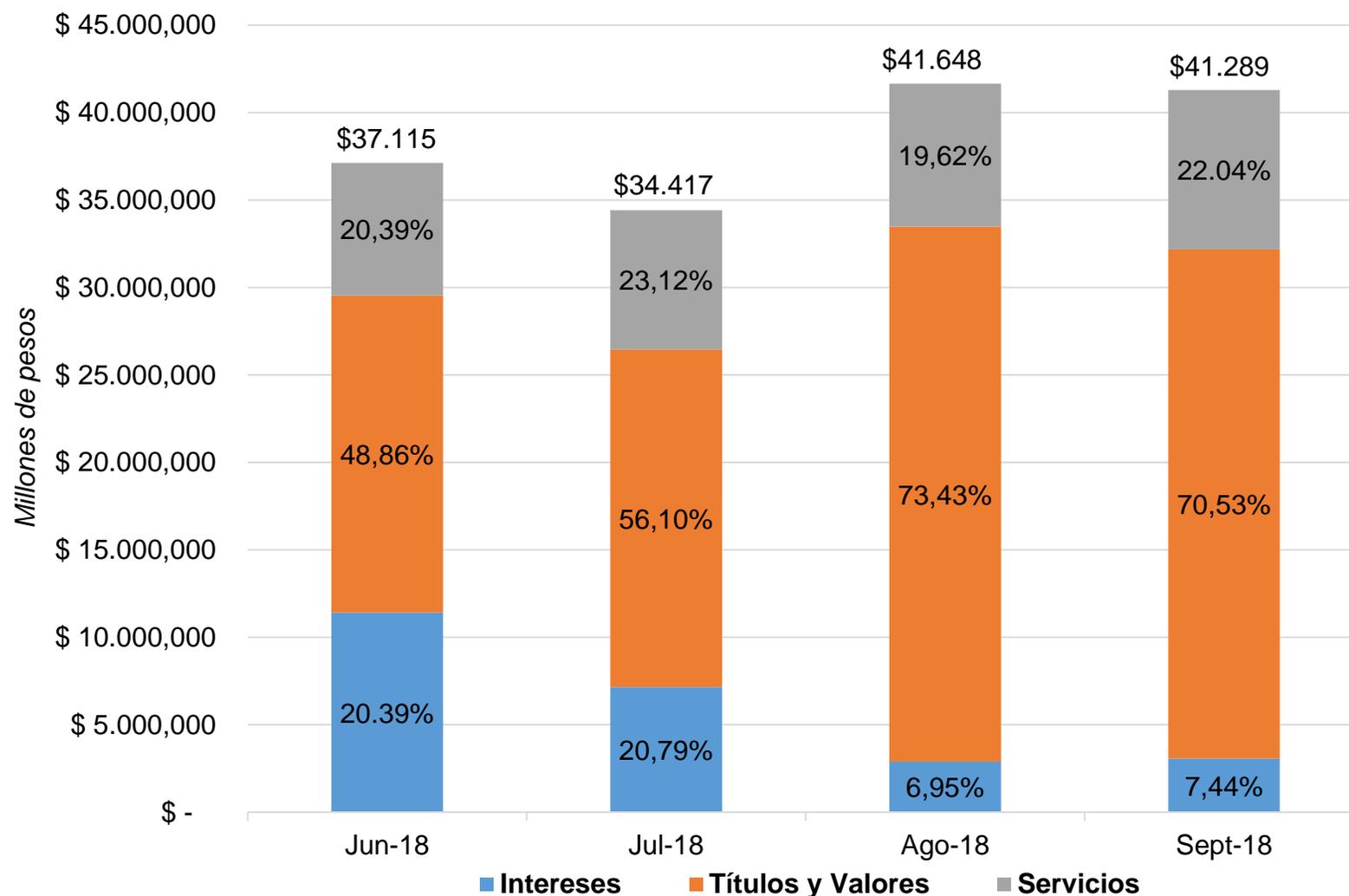
Tarjetas de Crédito



*La serie de promedios mensuales fue deflactada por IPC base 100=Enero del 2015.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

Rentabilidad de Bancos Privados



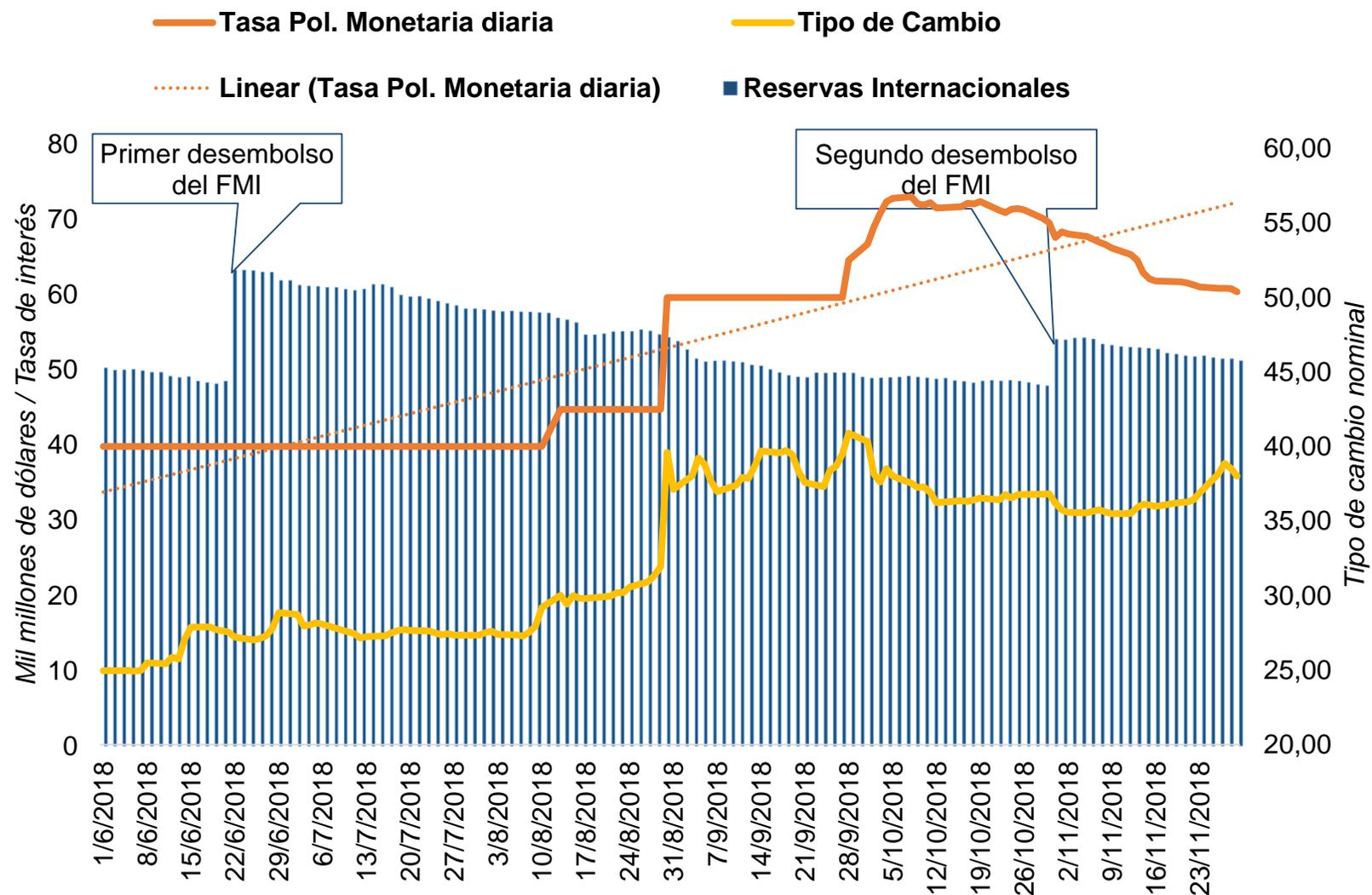
➤ Las LELIQ son letras que sólo pueden ser adquiridas por entidades bancarias. Como contrapartida del fuerte crecimiento en su stock y de la alta tasa a la que se ofrecen, la rentabilidad de los bancos privados por Títulos y Valores ha crecido considerablemente.

➤ Del mismo modo, dada la caída en el financiamiento al sector privado no financiero, como PYMES, otras empresas y personas físicas, el resultado por diferencial de intereses ha decrecido.

➤ Mientras que en enero del 2017 la proporción de la rentabilidad total de los bancos privados correspondía en un 39,83% al diferencial de intereses y en un 34,84% a Títulos y Valores, esta relación se ha revertido fuertemente en los últimos meses, representando el resultado por Títulos y Valores un 70,53% de la rentabilidad de los bancos privados en septiembre del 2018.

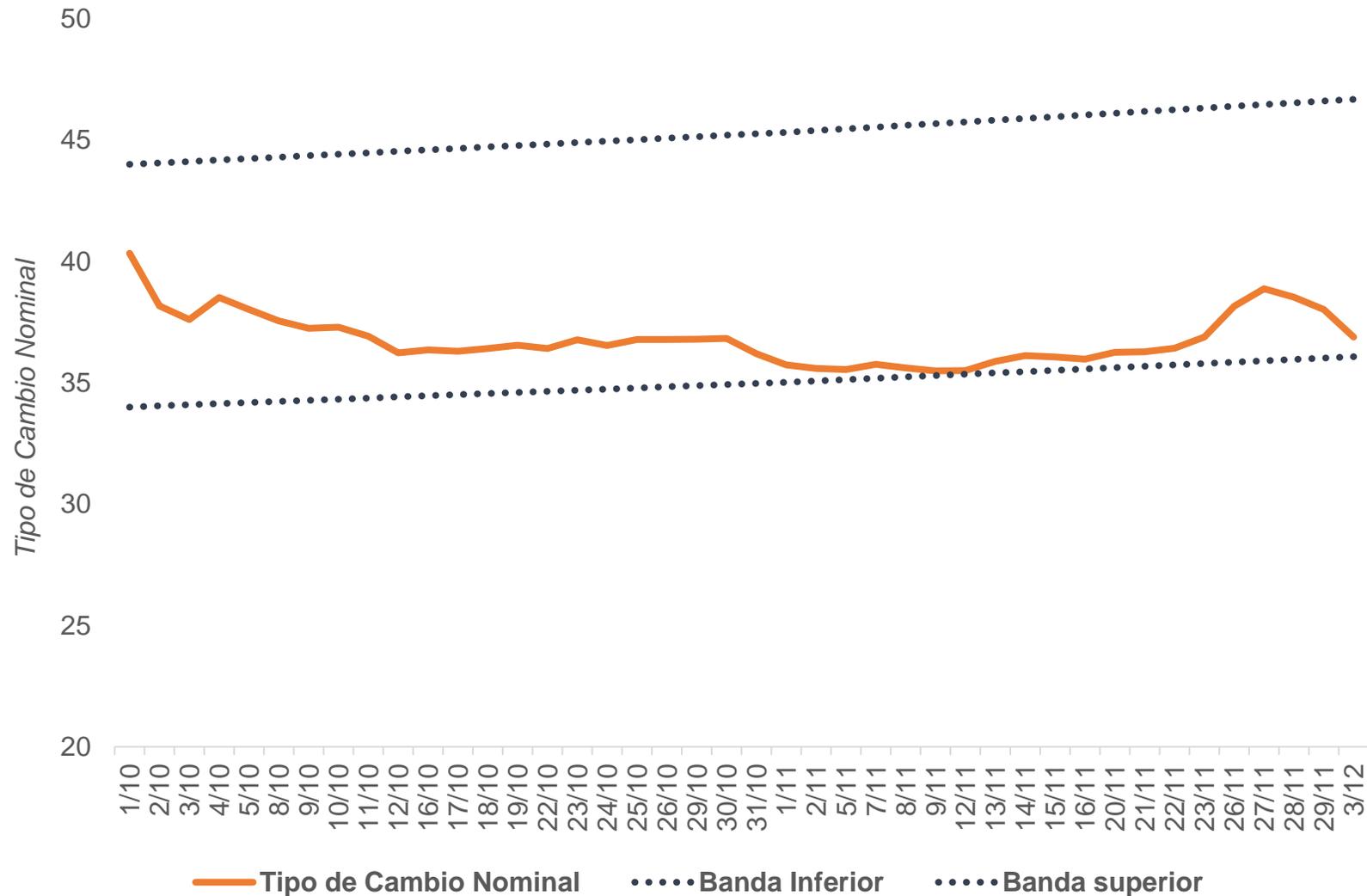
*Datos deflactados en base IPC INDEC 100=dic 2016 y 9 provincias.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.



- A partir de un nuevo régimen cambiario y monetario, Cambiemos mantuvo el tipo de cambio nominal estable, sin necesidad de intervenir en el mercado de divisas. Sin embargo, esta tranquilidad coincide con altas tasas de interés que buscan evitar las presiones contra el peso.
- A pesar de no haber intervenciones, las reservas internacionales continuaron cayendo. El primer desembolso del FMI fue casi completamente liquidado para octubre y del segundo se ha liquidado la mitad. Esto último se puede explicar mayormente por vencimiento de bonos y fuga de capitales. En ambos períodos aumentó el stock de depósitos en dólares y de activos en pesos (asociables al carry trade).
- En el comunicado del Comité de Política Monetaria del BCRA del 5/12 se eliminó el piso de 60% a la tasa de interés de referencia. Como respuesta inmediata, el tipo de cambio subió a \$39 y se disparó el mercado de dólar futuro.

Régimen cambiario

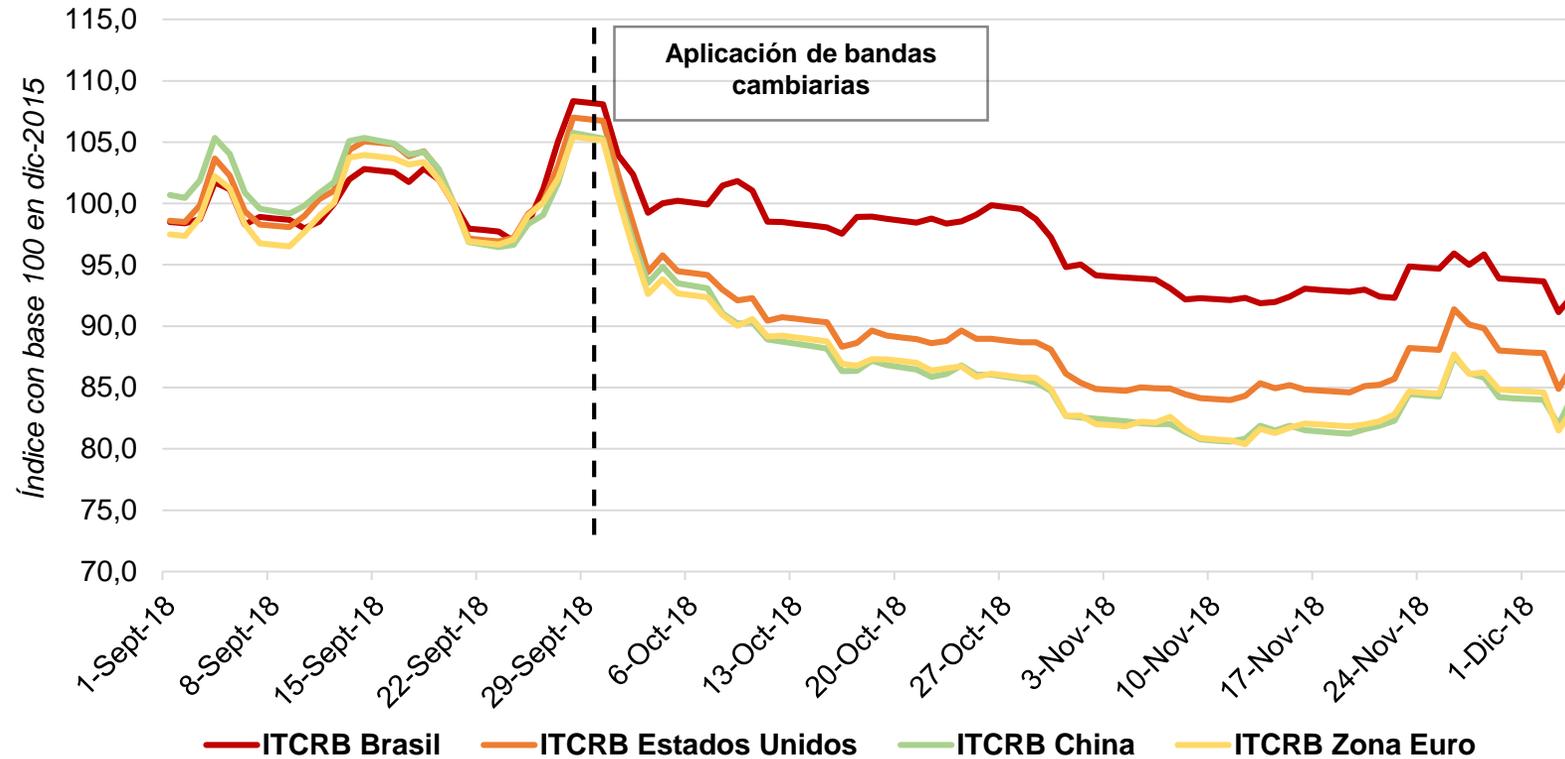


➤ El peculiar régimen cambiario adoptado desde que Guido Sandleris asumió como presidente del Banco Central, implica un esquema de flotación del tipo de cambio entre bandas que determinan un área de no intervención. Esto implica una diferencia con otros esquemas de flotación entre bandas, ya que las intervenciones no se sostendrán hasta que se retorne a los niveles establecidos como aceptables, sino que tendrán limitaciones cuantitativas.

➤ Es decir, en caso de pasar la banda superior se podrían vender sólo USD150 millones diarios. Si se pasa la banda inferior, de acuerdo al comunicado del 5/12 del Comité de Política Monetaria del BCRA, se podrán comprar hasta USD 50 millones diarios, que recompondrían las reservas internacionales.

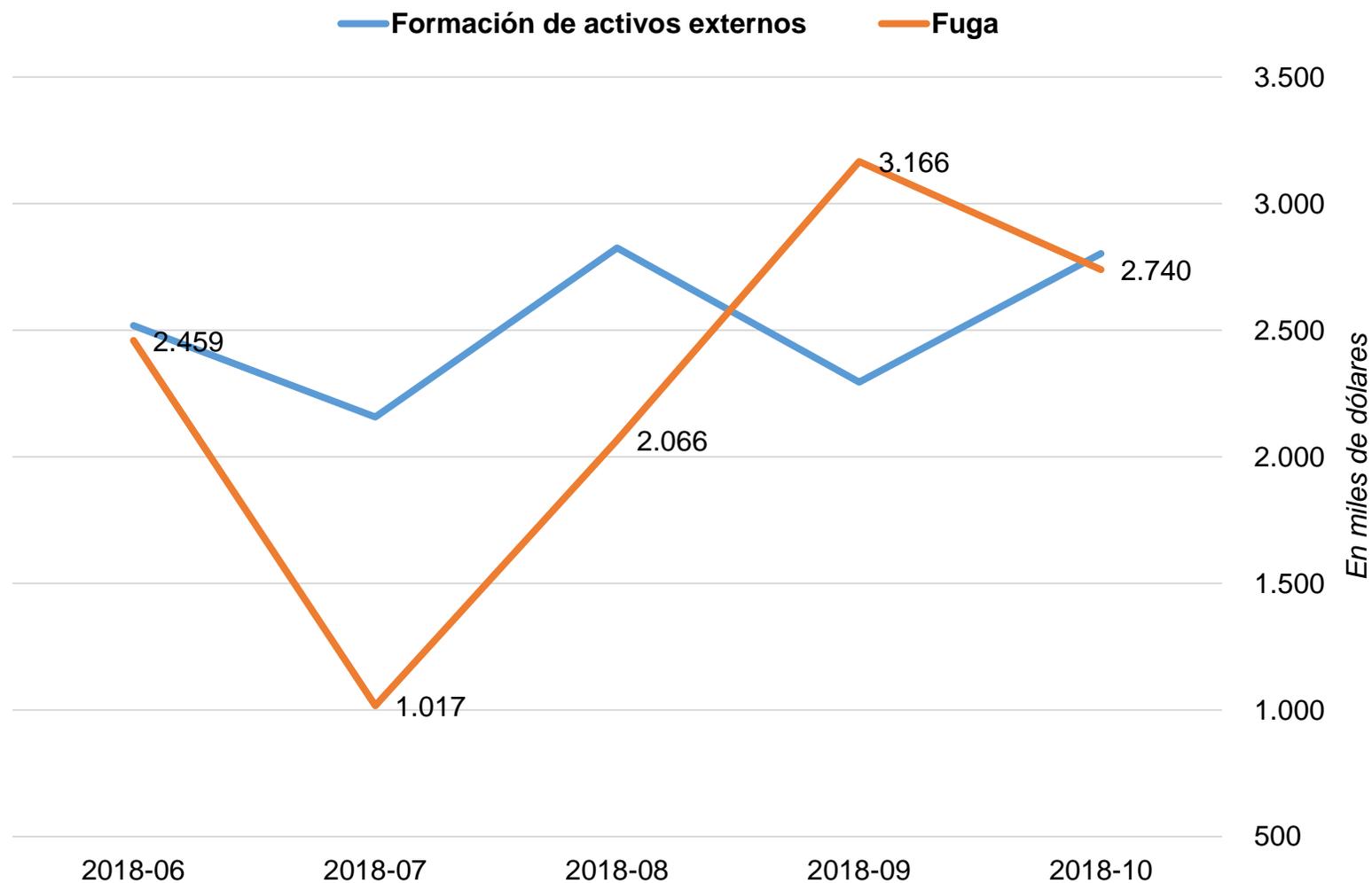
➤ En este comunicado, se informa que desde el 2019 cambiará el ajuste de las bandas por lo que a marzo de tal año la zona de no intervención estará entre \$39,39 y \$50,97.

Índice de Tipo de Cambio Real con Principales Socios Comerciales



- La dinámica del tipo de cambio en el último año refleja una disputa en los intereses de distintas facciones de la clase dominante argentina.
- Mientras que el sector primario exportador prefiere un tipo de cambio más depreciado para ser más competitivo en el mercado internacional, el sector financiero se ve favorecido por un tipo de cambio apreciado y estable que mejore las expectativas de rentabilidad de los activos en moneda nacional.
- En línea con esto, es interesante señalar que la estabilidad cambiaria a partir del recambio de autoridades en la presidencia del BCRA y del nuevo régimen cambiario, ha significado un empeoramiento en los términos reales de intercambio con los principales socios comerciales.

Fuga de Capitales



➤ En línea con lo mencionado previamente, se observa que se sostiene la tendencia creciente en la formación de activos externos desde junio del 2018, momento en el que ingresó el dinero correspondiente al primer acuerdo de Cambiemos con el FMI.

➤ La fuga de capitales, por otro lado, presenta una fuerte alza en los meses de agosto y septiembre. En el mes de octubre se registra a la baja respecto del pico de septiembre. Cabe señalar, de todos modos, que este nivel es muy alto considerando que octubre fue un mes de estabilidad cambiaria.