

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 178 Año 19 – 12 de noviembre de 2019

Escriben en este número: Adolfo Bosch, Leandro Marcarian, Héctor Rubini y Jorge Viñas

EL DATO DEL MES

Tipo de cambio. El 27 de octubre el BCRA dispuso para las personas físicas un tope máximo de compra de moneda extranjera de U\$S 200 por mes. Desde entonces el tipo de cambio mayorista se estabilizó en torno de \$60 y se ha frenado la pérdida de reservas internacionales del BCRA.

LO QUE HAY QUE SABER

Nuevo gobierno, nueva época. Alberto Fernández es el nuevo presidente electo. No se conoce la composición de su gabinete ni su equipo económico, pero se espera el retorno a buena parte de las políticas intervencionistas del período 2002-2015.

Estados Unidos, con buenas expectativas. Los avances hacia un acuerdo comercial parcial entre EE.UU. y China han atenuado los temores de una inminente recesión global, alentando una recuperación de los mercados financieros. En EE.UU., la Fed bajó la tasa de Fondos Federal 25 p.b. en la reunión del 30 de octubre, en línea con lo esperado, pero hacia adelante frenaría el proceso de baja de tasas iniciado en julio.

Chile, el estallido menos esperado: El pueblo chileno ha tomado las calles de forma violenta hace más de tres semanas. La situación obliga al sistema político y a la sociedad misma a considerar una reforma de la Constitución y de buena parte de las instituciones jurídicas y económicas vigentes desde el fin de la última dictadura militar. El riesgo de no hacerlo sería darle espacio al populismo o al retorno a un nuevo experimento autoritario.

Otro cisne negro: Bolivia: La Organización de los Estados Americanos (OEA) dictaminó que los comicios presidenciales del 20 de octubre deben anularse por deficiencias graves en el escrutinio. Los enfrentamientos entre partidarios del presidente Evo Morales y el opositor Carlos Mesa se agravaron en el último fin de semana, y ante la falta de apoyo de las FF.AA. Morales debió renunciar el domingo 10 de noviembre. Desde entonces han recrudecido los enfrentamientos armados y saqueos, y al cierre de este informe el país continuaba acéfalo, sin jefe de gobierno.

LO QUE VIENE

Asume el nuevo presidente. El próximo 10 de diciembre entra en funciones el presidente electo Alberto Fernández. Se espera el retorno a mayor intervencionismo del Estado en la economía y a una arquitectura política y jurídica en las antípodas de la gestión de Mauricio Macri.

Uruguay: ballottage en breve. En los comicios del 27 de octubre ningún candidato la victoria. El próximo 24 de noviembre se realizará el ballottage entre Daniel Martínez Villamil, del Frente Amplio (centro izquierda) y Luis Lacalle Pou, del Partido Nacional. Si bien este último fue segundo con el 29% de los votos, aparece como el potencial ganador en varias encuestas de opinión.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE SEPTIEMBRE DE 2019

2019

Julio Agosto Septiembre Octubre Tendencia hasta octubre

IPC



Var. % mensual

2,2%

4,0%

5,9%

s.d.



IPC



Var. % interanual

54,4%

54,5%

53,5%

s.d.

Estable

Industria



% uso capacidad instalada

58,7%

60,5%

s.d.

s.d.



2019

Julio Agosto Septiembre Octubre Tendencia hasta octubre

LELIQ



% nom. anual en \$ al último día del mes

60,4%

83,3%

78,4%

68,0%



EMBI Arg



Riesgo país en puntos básicos al último día del mes

781

2.532

2.143

2.278

Estable

Dólar



\$/U\$S prom. bancos al último día del mes

43,9

59,1

56,5

58,5

Estable

IVA DGI



Recaud. Mensual Var % interanual

52,0%

49,2%

35,2%

31,9%



Depósitos



en pesos Sector privado Var % saldos promedios mensuales

2,9%

1,0%

0,7%

0,0%

Estable

Depósitos



en dólares Sector privado Var % saldos promedios mensuales

3,1%

-3,2%

-26,1%

-8,9%



INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

| VARIABLE | | FUENTE | Periodo | Unidad | Valor | Periodo anterior | |
|----------|--------------|--|-----------------|------------------|-------|------------------|--|
| PRECIOS | IPC C.A.B.A | Direccion General de Estadística y Censos. | Septiembre 2019 | Var. % mensual | 5,0% | 3,4% | |
| | | | | Var.% interanual | 50,8% | 52,2% | |
| | IPC G.B.A | INDEC | Septiembre 2019 | Var. % mensual | 5,8% | 3,9% | |
| | | | | Var.% interanual | 52,4% | 53,6% | |
| | IPC NACIONAL | INDEC | Septiembre 2019 | Var. % mensual | 5,9% | 4,0% | |
| | | | | Var.% interanual | 53,5% | 54,5% | |

II. ACTIVIDAD

| VARIABLE | | FUENTE | Periodo | Unidad | Valor | Periodo anterior | |
|--|--|--------|-------------------|--------------------------------------|--------|------------------|--|
| Demanda interna | Ventas en Shoppings | INDEC | Agosto 2019 | Var. % interanual a p.corrientes | 45,9% | 35,8% | |
| | Ventas en Supermercados | | Agosto 2019 | Var. % interanual a p.corrientes | 51,2% | 40,2% | |
| | Patentamiento autos 0 Km | ACARA | Octubre 2019 | Var.%interanual | -33,2% | -32,1% | |
| Actividad | Estimador Mensual de Actividad Economica | INDEC | Agosto 2019 | Var.% mensual (sin estacionalidad) | -1,0% | 1,3% | |
| | | | | Var.% interanual | -3,8% | 0,5% | |
| | | | | Var. % ene- ago '19 vs ene- agos '18 | -2,3% | -2,1% | |
| | PBI | | 2° Trimestre 2019 | Var. % ene-jun '19 vs ene-jun '18 | -2,5% | -5,8% | |
| Actividad Industrial | Índice de Producción Industrial Manufacturero | INDEC | Septiembre 2019 | Var.% interanual | -5,1% | -6,4% | |
| | | | | Var. % ene-sept '19 vs ene-sept '18 | -7,8% | -8,1% | |
| | Uso capacidad instalada | | Agosto 2019 | % uso capacidad instalada | 60,5% | 58,7% | |
| Construcción | Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción | INDEC | Septiembre 2019 | Var.% interanual | -8,5% | -5,9% | |
| | | | | Var. % ene-sept '19 vs ene-sept '18 | -8,0% | -8,0% | |
| Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna | IVA DGI (Bruto) | AFIP | Octubre 2019 | Var % mensual | 7,5% | -3,8% | |
| | | | | Var. interanual | 31,9% | 40,2% | |
| | Var % mensual | | | 7,7% | -9,6% | | |
| | Var. interanual | | | 27,3% | 29,2% | | |
| | Var % mensual | | | 7,7% | -1,1% | | |
| | Var. interanual | | | 58,0% | 41,7% | | |

III. COMERCIO EXTERIOR

| VARIABLE | | FUENTE | Periodo | Unidad | Valor | Periodo anterior | |
|-------------------|-------------------------|--------|-----------------------|-------------------|--------|------------------|--|
| Comercio Exterior | Exportaciones | INDEC | Septiembre 2019 | Nivel (U\$S M) | 5.746 | 5.568 | |
| | | | Enero-Septiembre 2019 | Nivel (U\$S M) | 47.959 | 42.176 | |
| | | | | Var. % interanual | 4,9% | 3,8% | |
| | Importaciones | | Septiembre 2019 | Nivel (U\$S M) | 4.002 | 4.400 | |
| | | | Enero-Septiembre 2019 | Nivel (U\$S M) | 38.462 | 34.468 | |
| | | | | Var. % interanual | -26,2% | -27,3% | |
| | Saldo balanza comercial | | Septiembre 2019 | Nivel (U\$S M) | 1.744 | 1.168 | |
| | | | Enero-Septiembre 2019 | Nivel (U\$S M) | 9.497 | 7.708 | |

PANORAMA DE ARGENTINA

CAMBIO DE GOBIERNO, CAMBIO DE ÉPOCA

Héctor Rubini

En las elecciones del pasado 27 de octubre se impuso la fórmula Alberto Fernández-Cristina Fernández de Kirchner. Es una incógnita el rumbo inicial de la economía argentina a partir del próximo mes, pero se espera el retorno a buena parte de las políticas intervencionistas del período 2002-2015.

La elección presidencial confirmó el resultado de las primarias de agosto: la victoria correspondió al llamado “Frente de Todos” de Alberto Fernández y la ex presidente Cristina Fernández de Kirchner, quienes asumirán como Presidente y Vicepresidente de la Nación el próximo 10 de diciembre.

El resultado mostró una recuperación inesperada para todas las encuestas de opinión que volvieron a fallar. Para las primarias de agosto esperaban una paridad entre Macri y Fernández, pero este último se impuso por 17,5 puntos porcentuales. Para las elecciones de octubre pronosticaban en general una diferencia no muy diferente a la de agosto, pero Fernández superó por sólo 8 puntos a Macri. La fórmula ganadora obtuvo el 48,24% de los votos y Macri el 40,26%. Una sorpresiva remontada no prevista por prácticamente ninguna encuestadora, y que además deja al nuevo oficialismo sin control propio en el Congreso de la Nación. El kirchnerismo tendrá mayoría propia en el Senado, pero no en la Cámara de Diputados, de modo que la aprobación de leyes exigirá negociaciones y una mejor convivencia con el macrismo.

Al día siguiente de las elecciones se iniciaron los contactos entre la administración saliente y el presidente electo, pero los mismos se mantienen de manera discreta y limitadas a lo mínimo indispensable. De acuerdo a lo que se conoce a través de la prensa, se espera la revisión y eventual remoción de los nombramientos en planta permanente de las últimas semanas.

En materia estrictamente política se observa la asignación de cargos a la agrupación “La Cámpora” en la provincia de Buenos Aires, donde el ex ministro de Economía Axel Kicillof se impuso holgadamente sobre la actual gobernadora María Eugenia Vidal. En el gabinete nacional y se espera inicialmente mayor diálogo y peso específico en el Poder Ejecutivo y en la conducción de los bloques legislativos de los dirigentes del peronismo tradicional, de los ex funcionarios de la “transversalidad” de Néstor Kirchner (2002-05) y del Frente Renovador. Todos con excelente diálogo con gobernadores provinciales, dirigentes sindicales de extracción peronista y no pocos empresarios e intendentes municipales.

El frente “Juntos por el Cambio” seguirá respondiendo a Mauricio Macri, aunque se prevé cierto corrimiento del núcleo del poder interno del PRO desde el eje Marcos Peña-Jaime Durán Barba hacia el reelecto Jefe de Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, Horacio Rodríguez Larreta, la ministra de Seguridad saliente Patricia Bullrich y la gobernadora saliente de la provincia de Buenos Aires, María Eugenia Vidal.

La Diputada Elisa Carrió anunció un aparente retiro de la política a partir de marzo próximo, de modo que es una incógnita a partir de entonces la solidez de la cohesión de su agrupación ARI con el PRO. En cuanto a la Unión Cívica Radical, el liderazgo de ese partido pareciera continuar en manos del cordobés Mario Negri, pero enfrenta ahora el crecimiento del gobernador mendocino Alfredo Cornejo. Este acertó en desdoblarse las elecciones provinciales en Mendoza y en apartar al presidente Macri de la campaña de su candidato, asegurando así el triunfo del hoy intendente de la ciudad de Mendoza, Rodolfo Suárez. Por otro lado, no son pocas las versiones sobre la formación ya casi consumada de un grupo de legisladores que formarían un interbloque y responderían a Emilio Monzó, cuyo mandato vence el 10 de diciembre.

En cuanto a las definiciones políticas lo único que se observa en el presidente electo es una suerte de giro hacia la línea discursiva e ideológica de la transversalidad de la presidencia de Néstor Kirchner (2002-05). Su pertenencia al llamado Grupo de Puebla de dirigentes progresistas fogueados en el Foro de Porto Alegre y el Foro de San Pablo es más que explícita. Ciertamente se abandonará el alineamiento con Guaidó en el conflicto con Venezuela, pero no está claro si el nuevo gobierno abandonará o no el llamado Grupo de Lima. **Lo que emerge en el corto plazo como un potencial problema es el explícito desprecio del presidente de Brasil, Jair Bolsonaro, hacia Alberto Fernández.** Ni él ni su vicepresidente asistirán a la ceremonia de asunción del mando del presidente electo, y para evitar encontrarse con Fernández, adelantó para el 5 de diciembre la última cumbre del MERCOSUR. Un innecesaria sobreactuación, pero que

utiliza como excusa **las visitas de Fernández al ex presidente Lula da Silva a la cárcel, y la visible afinidad de Fernández con Lula y la ex presidente Dilma Rousseff.**

El futuro del Mercosur y del intercambio comercial entre Argentina y Brasil dependen ahora de lo que decida Bolsonaro. El alineamiento de Fernández con Lula, recientemente liberado, ha sido tomado como una suerte de grave ofensa, así que bien podría Brasil seguir una política comercial propia, abandonando los compromisos del Mercosur, o hacer efectiva el inicio de la disolución del bloque. Una suerte de Brexit brasileño, que provocaría no poco daño a la industria automotriz y autopartista argentina.

El gobierno de Brasil igual ya “mostró los dientes”: abrió un cupo de importación con arancel cero de 750.000 ton anuales de trigo (6% del consumo total de Brasil en 2018). La medida entraría en vigencia el año próximo y ya se habría decidido **que beneficie a exportadores de Estados Unidos, Canadá y Rusia. Una provocación que muestra la decisión de Brasilia de terminar con el MERCOSUR, o casi.**

De todas formas, la incertidumbre sobre el futuro se mantiene sin cambios. Los nombres de los nuevos funcionarios se conocerían pocos días antes del 10 de diciembre, y **no habría anuncios formales previo a la asunción del nuevo presidente.** Si bien se espera un giro hacia políticas activas intervencionistas, **la lectura de los primeros pasos de la nueva gestión estará marcada básicamente por: a) el nuevo giro de la política exterior, b) la relación entre el Poder Ejecutivo y la Corte Suprema y los jueces federales, c) los acuerdos entre el Ejecutivo, los legisladores y los gobernadores de provincia, d) el tipo y grado de participación en el nuevo gobierno de dirigentes sindicales y empresariales, e) la relación entre el nuevo gobierno y los medios de comunicación.**

En materia económica no ha habido definiciones, pero es claro que los economistas que asesoran a Fernández se caracterizan por un enfoque que prioriza la intervención del Estado para promover la industrialización y por esta vía la recuperación del empleo y de la demanda agregada. Para las primeras semanas de gestión se esperan algunos cambios en línea con estos puntos clave, según se desprende de las manifestaciones del entorno del presidente electo:

1. Creación de un Consejo Económico y Social para acordar políticas productivas y redistributivas.
2. Inicio de negociaciones con acreedores privados y con el FMI para reestructurar/reprogramar los vencimientos de toda la deuda externa.
3. Aprobación de una Ley de Presupuesto 2020 diferente al proyecto enviado por gobierno saliente en septiembre pasado, **que priorice la reasignación de partidas a programas para combatir el hambre y la extrema pobreza.**
4. Una probable **reforma tributaria**, y eventual nuevo pacto fiscal con los gobiernos provinciales.
5. Retorno de mecanismos de **control de precios, del comercio interior y exterior.**
6. Mantenimiento y **eventual acentuamiento** de los controles de cambios y de capitales.

Compatibilizar una agenda “progresista” para responder a las múltiples demandas insatisfechas no va a ser fácil, tanto por los conflictos de objetivos entre actores sociales como por la restricción presupuestaria. Como observamos el mes pasado, la nueva administración recibirá al Banco Central de la República Argentina escaso de dólares, un ministerio de Hacienda escaso de pesos y de financiamiento para afrontar gastos corrientes y vencimientos de deuda de corto plazo.

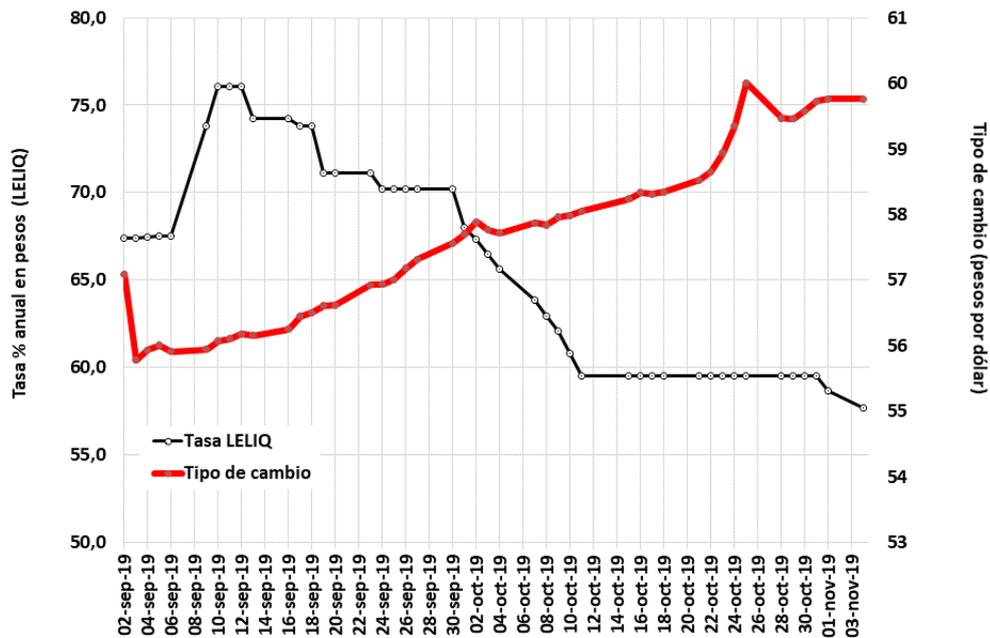
La “pata fiscal” luce complicada. En el corto plazo no hay financiamiento fácil ni barato para revertir la estanflación en curso, con su dinámica de quiebras y destrucción de puestos de trabajo. En el largo plazo sólo podrán pagarse los vencimientos de la deuda interna y externa si se reprograman a plazos más largo, y si se recupera competitividad para generar exportaciones netas que permitan pagar los vencimientos reprogramados.

En el corto plazo, la actual administración se ha limitado a mantener el statu quo preservando las reservas internacionales de una manera algo extraña: aumentando la extensión del control de cambios iniciado en septiembre, y tratando de reducir la expansión esperada de dinero vía absorción de LELIQ. Sin embargo se incurrió en una inusitada emisión monetaria que sólo alimentó la huida al dólar y las presiones inflacionarias.

Luego de estabilizarse la tasa de las LELIQ, se mantuvo esta estrategia incluso en los días previos a las elecciones. Resultado: en sólo 10 días hábiles, entre el 10 de octubre y el 25 de ese mes (último día antes de las elecciones), el stock de LELIQ cayó 31,6%, de \$ 1,13 Bn a \$778.978 M, la base monetaria aumentó 11,7%, de \$ 1,33 Bn a \$ 1, 487 Bn, pero las reservas internacionales acumularon una caída de 9% U\$S 4.304 M.

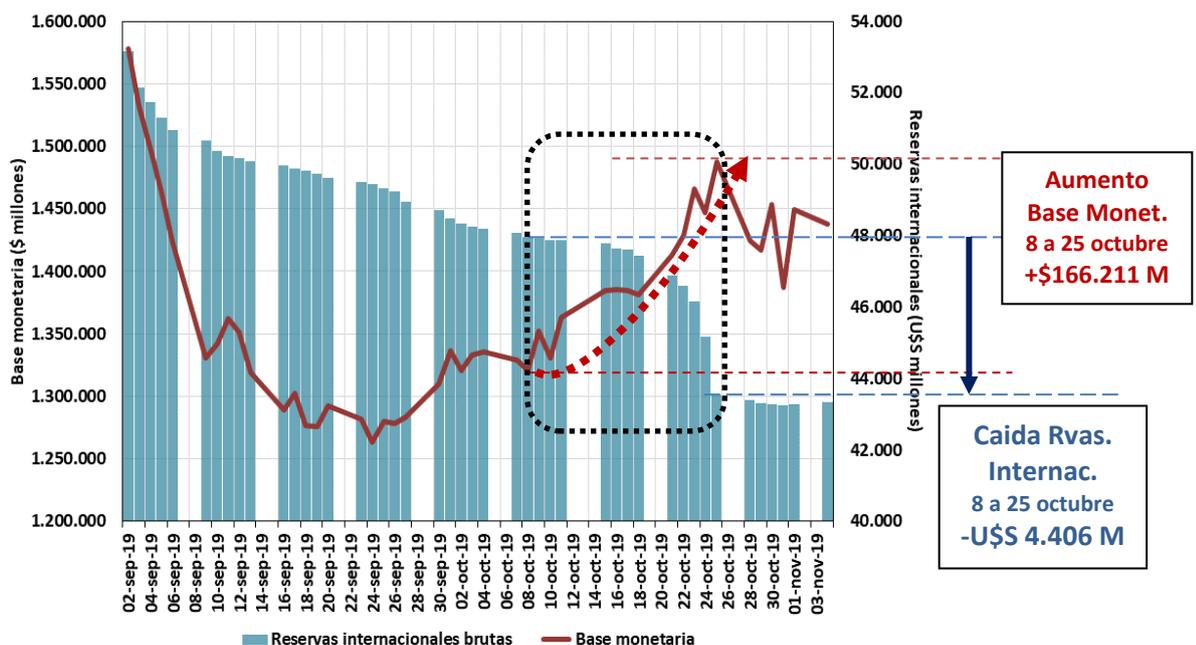
El tipo de cambio se mantuvo relativamente estable, pero se ensanchó la diferencia entre los diversos tipos de cambio alternativos y el mayorista del sistema bancario hasta las elecciones. La estrategia del BCRA de sumar a las ventas directas de dólares el retorno a subastas diarias reavivó la percepción de que la autoridad monetaria estaba perdiendo el control de las reservas y de las expectativas. La demanda minorista tanto de inversores individuales como de “coleros” de casas de cambio y “cuevas” informales alentó una fiebre compradora que era lo que la autoridad monetaria quería evitar. **Resultado: el 60,2% la pérdida de reservas entre el 10 y el 25 de octubre se registró entre el miércoles 23 y el viernes 25.** Una nueva corrida cambiaria con un tipo de cambio oficial “pisado” por controles de cambio, infuieron suficientes para detener la salida vía “contado con liquidación” y la fuerte demanda minorista.

GRÁFICO 1. TIPO DE CAMBIO MAYORISTA (PROMEDIO) Y TASA DE LELIQ



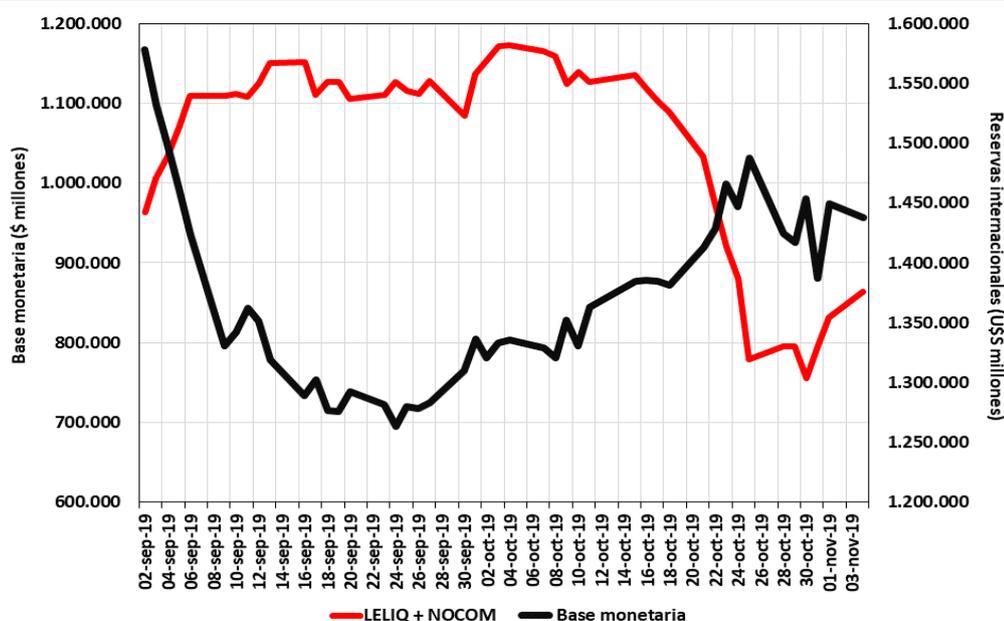
Fuente: BCRA

GRÁFICO 2. RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS Y BASE MONETARIA



Fuente: BCRA

GRÁFICO 3. BASE MONETARIA Y LETRAS DEL BCRA (LELIQ + NOCOM)



Fuente: BCRA

Ante el triunfo opositor en las elecciones presidenciales, en la medianoche del domingo 27 de octubre el BCRA anunció una restricción a la compra de dólares de personas físicas a sólo U\$S 200 por mes, vía transferencias bancarias y U\$S 100 en caso de hacerlo por efectivo. Un control de cambios más prohibitivo que el observado en los años del kirchnerismo pero que ha detenido la fiebre compradora de la última semana de octubre y reducido la brecha entre los dólar “Bolsa” o “MEP”, “Contado con Liquidación” e informal o “Blue” respecto del tipo de cambio mayorista.

CUADRO 1. TIPO DE CAMBIO. DÓLAR MAYORISTA, MEP, CONTADO CON LIQUIDACIÓN Y BLUE.

| Fecha | T. de. C. Mayorista Bancos ("oficial") | Tipo de cambio vendedor | | | Brecha respecto del "oficial" | | |
|-----------|--|-------------------------|-------------|-------------|-------------------------------|--------------|--------------|
| | | MEP | CCL | Blue | MEP | CCL | Blue |
| 30-sep-19 | 57,6 | 61,4 | 63,3 | 61,3 | 6,6% | 9,9% | 6,3% |
| 15-oct-19 | 58,2 | 66,6 | 68,7 | 63,5 | 14,3% | 17,9% | 9,0% |
| 16-oct-19 | 58,3 | 67,4 | 69,3 | 64,5 | 15,6% | 18,8% | 10,6% |
| 17-oct-19 | 58,3 | 70,3 | 76,1 | 67,5 | 20,5% | 30,5% | 15,8% |
| 18-oct-19 | 58,3 | 71,0 | 74,8 | 65,3 | 21,8% | 28,3% | 11,8% |
| 21-oct-19 | 58,5 | 72,2 | 75,2 | 66,3 | 23,3% | 28,4% | 13,2% |
| 22-oct-19 | 58,7 | 75,4 | 78,8 | 67,3 | 28,6% | 34,3% | 14,7% |
| 23-oct-19 | 58,9 | 76,6 | 81,0 | 69,8 | 30,0% | 37,4% | 18,3% |
| 24-oct-19 | 59,3 | 75,1 | 79,6 | 69,8 | 26,6% | 34,2% | 17,5% |
| 25-oct-19 | 60,0 | 76,4 | 81,3 | 71,8 | 27,3% | 35,5% | 19,6% |
| 28-oct-19 | 59,5 | 77,3 | 82,1 | 77,0 | 29,9% | 38,0% | 29,5% |
| 29-oct-19 | 59,5 | 73,0 | 80,0 | 69,0 | 22,8% | 34,6% | 16,1% |
| 30-oct-19 | 59,6 | 76,3 | 80,0 | 67,5 | 28,0% | 34,3% | 13,3% |
| 31-oct-19 | 59,7 | 76,3 | 80,1 | 69,0 | 27,7% | 34,1% | 15,5% |
| 01-nov-19 | 59,8 | 76,3 | 80,0 | 67,6 | 27,6% | 33,9% | 13,1% |
| 04-nov-19 | 59,8 | 74,5 | 78,8 | 65,5 | 24,6% | 31,8% | 9,6% |
| 05-nov-19 | 59,7 | 73,7 | 78,4 | 64,5 | 23,6% | 31,5% | 8,1% |
| 06-nov-19 | 59,7 | 73,9 | 78,5 | 65,0 | 23,8% | 31,6% | 9,0% |
| 07-nov-19 | 59,6 | 72,9 | 78,1 | 64,0 | 22,3% | 31,1% | 7,4% |
| 08-nov-19 | 59,5 | 73,6 | 78,2 | 65,4 | 23,7% | 31,4% | 9,8% |
| 11-nov-19 | 59,8 | 72,2 | 76,7 | 64,5 | 20,6% | 28,1% | 7,8% |
| 12-nov-19 | 59,7 | 71,0 | 76,3 | 64,3 | 18,9% | 27,8% | 7,6% |

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y de bancos y casas de cambio.

Cómo seguirá esto después del 10 de diciembre, es difícil predecir. Sin embargo, la caída de las reservas netas líquidas (en torno de los U\$S 9.000 M), y la falta de liquidez del sector público, tornan inevitable la continuidad de estos controles al menos hasta el tercer trimestre del año próximo.

En definitiva, la situación se mantiene sin cambios y probablemente así persista en los días que restan hasta el inicio de la nueva gestión. Los mercados se mantienen expectantes con no pocas preguntas respecto del nuevo rumbo que tomará la Argentina a partir de diciembre.

Mientras no se anuncien los ministros del Gabinete ni sus programas de gobierno, no será nada fácil prever el rumbo que seguirá la economía argentina a partir del próximo año. Máxime si se tiene en cuenta el rápido desarrollo de estallidos sociales en la región que ya han conducido a la caída, de facto, del programa del FMI con Ecuador y a la renuncia del presidente de Bolivia. Y también la divergencia de opiniones entre Alberto Fernández y el presidente de los EE.UU., Donald Trump. Una divergencia que en caso de no cerrarse puede complicar no sólo el puente de diálogo iniciado entre ambos, sino las negociaciones sobre la deuda con el FMI y los bonistas externos.

Por lo pronto, al cierre de este informe el riesgo país (EMBI de JP Morgan) cerraba a 2.508 puntos, 95 puntos más alto que el del cierre de ayer. Pero es, además el nivel más alto desde fin de agosto. Señal clara de que en Wall Street se teme que, en caso de una posición intransigente de ambos mandatarios, el final de la historia sea un default “no amigable”, **junto a un drástico deterioro en las relaciones entre el futuro gobierno, los bonistas, el FMI y Washington.**

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: PENDIENTES DEL ACUERDO

Jorge Viñas

Los avances hacia un acuerdo comercial parcial entre EE.UU. y China han atenuado los temores de una inminente recesión global, alentando una recuperación de los mercados financieros. En EE.UU., la Fed bajó la tasa de Fondos Federal 25 p.b. en la reunión del 30 de octubre, en línea con lo esperado, pero hacia adelante frenaría el proceso de baja de tasas iniciado en julio.

1. *Avance de negociaciones entre China y EE.UU. entusiasmo a los mercados financieros*

Los desarrollos recientes en las negociaciones comerciales entre China y EE.UU. han generado optimismo respecto a la posibilidad de alcanzar un acuerdo parcial en el corto plazo. Las declaraciones de miembros relevantes de ambas partes negociadoras mostraron señales de acercamiento, y se empezó a gestar para antes de fin de año la celebración de una cumbre entre Trump y Xi en la que se firmaría el acuerdo. Incluso, desde el Ministerio de Comercio de China afirmaron que ambos países se habían comprometido, en caso de alcanzar un acuerdo, a dejar sin efecto gradualmente las subas de aranceles que se aplicaron mutuamente desde que se desató el conflicto en abril de 2018, aunque luego dicha posibilidad fue en cierto modo diluida por las declaraciones de Trump.

Más allá de los gestos y señales, hubo algunos compromisos más concretos: el Consejo de Estado de China anunció la eliminación de restricciones para la operatoria de bancos y administradoras de fondos de inversión extranjeros. También China introducirá mejoras en las políticas de inversión extranjera y de propiedad intelectual, y les brindará a las automotrices extranjeras acceso al mercado local de autos ecológicos en condiciones de igualdad con las terminales locales.

De esta forma, se han fortalecido las expectativas de que la concreción de un acuerdo parcial (“Fase 1” según Trump), lo que llevará seguramente a que no concrete la suba de aranceles prevista para diciembre, y quizás también a una reducción parcial de los aranceles vigentes.

Aquí la prioridad sería inicialmente dejar sin efecto la última ronda de suba de aranceles del 15% implementada en septiembre. Esto se tradujo en una reacción muy positiva de los mercados financieros a nivel global, que venían castigados por la percepción de un creciente riesgo de recesión, cuya causa principal era el impacto negativo sobre el comercio internacional y sobre los beneficios y la inversión de las industrias de bienes transables, provocado por la intensificación de la guerra comercial.

En efecto, las perspectivas de acuerdo comercial se conjugaron con otros factores, como el estímulo de una nueva baja de tasas por parte de la Fed (que se detallará más adelante) y las ganancias del tercer trimestre de las grandes empresas estadounidenses que vinieron mejor a lo esperado, para impulsar a los principales índices accionarios de EE.UU. a un

nuevo máximo histórico. Por ejemplo, el índice S&P500 superó el 28 de octubre el nivel máximo anterior de 3027 puntos que había marcado el 26 julio de 2019.

Al cierre del 8 de noviembre se ubica en 3093 puntos, acumulando una suba del 7% desde principios de octubre, y del 23% en lo que va de 2019 (véase el gráfico 4). La mayoría de los mercados accionarios del mundo, tanto desarrollados como emergentes, acompañaron la performance positiva del S&P500, aunque todavía no han retornado a sus máximos, debido a que antes habían sufrido un castigo mayor.

La contrapartida de la recuperación de las acciones ha sido una retracción de los activos considerados como refugio por los inversores globales, como los bonos del Tesoro de EE.UU. y de Alemania o el oro. La tasa de retorno del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años subió algo más de 40 p.b. en el último mes, de 1,53% al 8 de octubre, a 1,94% al cierre del 8 de noviembre. En el caso del bono alemán a 10 años, en el mismo lapso la tasa de retorno, si bien se mantiene en terreno negativo, subió de -0,59% a -0,26%. A su vez, la cotización del oro ha caído casi un 5% desde su máximo reciente en septiembre de 2019.

GRÁFICO 4. EE.UU. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE S&P500 EN EL ÚLTIMO AÑO



Fuente: Bloomberg

También vale la pena resaltar la reacción de la moneda china (CNY), que se apreció por debajo de 7 yuanes por dólar por primera vez desde principios de agosto, llegando a un máximo de 7,18 a principios de septiembre (véase el gráfico 5) a posteriori de las expectativas, luego frustradas, de un rápido acuerdo luego de la reunión del G20 en Japón.

GRÁFICO 5. CHINA: EVOLUCIÓN DEL CNY FRENTE AL USD EN EL ÚLTIMO AÑO

Yuanes por Dólar



Fuente: Bloomberg

La apreciación reciente admite dos razones: Por un lado, las renovadas expectativas de un acuerdo, aunque sea parcial, mejora las perspectivas económicas de China, lo que resta incentivos a la salida de capitales, uno de los factores que ha presionado hacia la depreciación del CNY. Por otro lado, el acuerdo parcial a que estaría cercano a cerrarse incluye un capítulo cambiario, que involucra el compromiso del gobierno chino de no debilitar el CNY por motivos de competitividad.

Por el momento, el gobierno de China mantiene sus planes de estímulo fiscal y monetario para sostener el crecimiento del PIB en torno al 6% anual. Para 2020 se proyecta un aumento del déficit fiscal global de 0,5% del PIB, mientras que en el frente monetario sigue el relajamiento gradual, con una baja de 5 p.b. en la tasa de préstamo de mediano plazo del Banco Popular de China (de 3,25% a 3,20%), y se espera una nueva baja de exigencias de encaje para principios de 2020. En caso de que la concreción del acuerdo con EE.UU. mejore las perspectivas de crecimiento de la economía china, es probable que las políticas expansivas se atenúen en su intensidad.

De todas formas, no debe olvidarse que todavía todo está en el terreno de las expectativas y de las especulaciones. Teniendo en cuenta el historial de idas y vueltas en las negociaciones, y especialmente las reacciones imprevisibles de Trump, no deben descartarse nuevos contratiempos que sigan postergando un acuerdo, lo que rápidamente revertiría todo el optimismo de las últimas semanas. Pero aun en el caso de que finalmente se concrete el acuerdo parcial, el mismo tendrá un alcance limitado y dejará sin resolver varios de las cuestiones de fondo que han provocado la disrupción en las relaciones comerciales y económicas entre las dos principales economías del mundo. La falta de resolución de estas cuestiones de fondo limitará los efectos positivos del acuerdo sobre la economía global y muchos de los daños ya causados no se revertirán.

2. EE.UU.: La Fed baja la tasa por tercera vez y entra en pausa

En la reunión del 30 de octubre, la Fed determinó una baja de 25 p.b. en la tasa de Fondos Federales, al nuevo rango de 1,50% - 1,75%. Se trata de la tercera baja de tasas desde que la Fed comenzara en julio a revertir el ciclo alcista del período diciembre 2015-diciembre 2018, habiendo acumulado 75 p.b. de reducción. La decisión no sorprendió, estaba ampliamente anticipada por agentes económicos y mercados financieros. Sin embargo, las expectativas estaban centradas en la señalización que iba a exhibir la Fed en relación con la trayectoria de las tasas de interés hacia adelante. Al respecto, tanto el comunicado publicado tras la reunión como las declaraciones de su presidente Jerome Powell en la conferencia de prensa, apuntaron a preparar el camino para que la Fed se tome una pausa en los próximos meses.

En el comunicado, se retiró el compromiso incluido en los comunicados anteriores de que la Fed “actuará en forma apropiada para sostener la expansión”, reemplazándolo por “evaluará el sendero apropiado”. Mientras que J. Powell afirmó que, tras la última baja de tasas, “la política monetaria se encuentra en un buen lugar” y “es probable que se mantenga apropiada” y que la Fed requeriría de una “reevaluación material” de las perspectivas económicas para revisar su postura actual. Se trata de señales claras de que la Fed cambió el sesgo hacia el relajamiento de la política monetaria que tenía hasta esta reunión por un sesgo neutral hacia adelante.

En los días posteriores, varios sucesos tendieron a fortalecer la percepción de que la Fed ha concluido el ajuste bajista en las tasas de interés. En especial, los datos de empleo del mes de octubre, que resultaron bastante mejores que lo esperado, mostrando que el mercado laboral se mantiene sólido y no sufre el “contagio” de la baja de actividad del sector industrial y de la caída en la inversión de las empresas.

Justamente, la Fed había hecho hincapié en que uno de los factores clave en el que se focalizará para determinar si hay un cambio material en el escenario económico que amerite una reevaluación de la política monetaria es el desempeño del mercado laboral y su repercusión en los ingresos y el consumo. Para octubre se esperaba que el freno de la actividad industrial, exacerbado por una huelga en el sector automotriz, habría debilitado la creación mensual de empleo a sólo 85.000. Sin embargo, se crearon 128.000 empleos, a lo que debe sumarse una revisión positiva de los datos de los dos meses previos que agregaron 95.000 empleos adicionales a las estadísticas.

Las encuestas nacionales de actividad económica de octubre también apuntan a que la disociación entre la debilidad industrial y la relativa fortaleza de los servicios se sostiene. Por un lado, el ISM Manufacturing sigue mostrando la contracción de los sectores industriales, ubicándose en 48,3, por debajo del nivel crítico de 50 por tercer mes consecutivo.

Por otro lado, el ISM Non Manufacturing, que agrupa a los sectores de servicios, si bien se mantenía por encima de 50, en los últimos meses había despertado preocupación porque mostraba una merma significativa. Pero en octubre

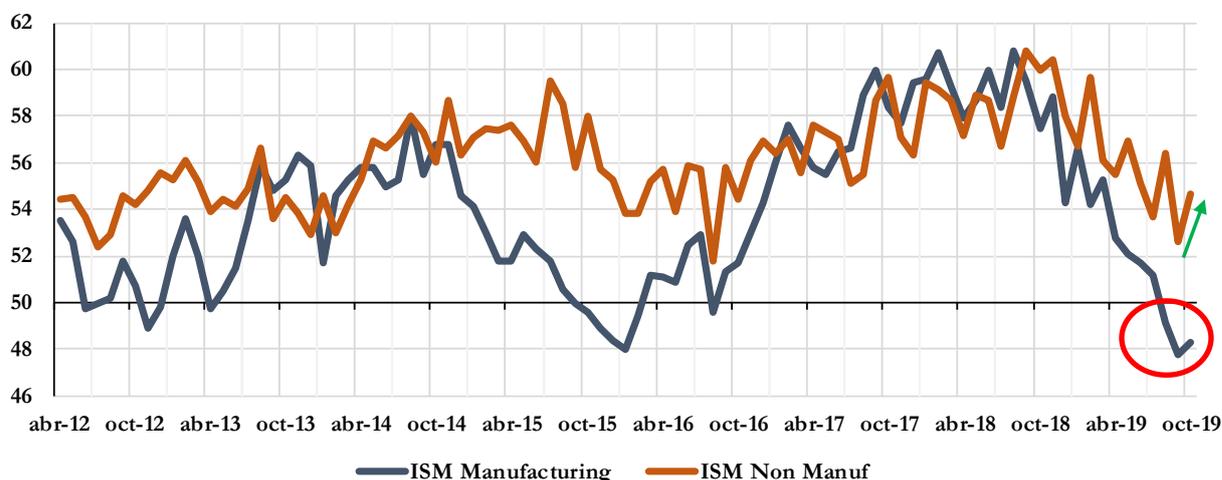
volvió a repuntar, ubicándose en 54,7 respecto a 52,6 en septiembre (véase el gráfico XX). De esta forma, las alarmas de que los servicios y el consumo estaban sumándose a la debilidad de la industria y la inversión empresarial, aumentando el riesgo de recesión en EE.UU., por el momento se han desactivado.

Adicionalmente, las mejores perspectivas de acuerdo comercial entre China y EE.UU., analizadas en el punto anterior, es otro factor que contribuye a fortalecer la percepción de que la Fed ya no deberá recurrir a bajas de tasas adicionales para apuntalar la economía.

Por un lado, si el acuerdo contribuye a restablecer la confianza del sector empresario, la inversión, que por el momento no da señales de repunte, debería empezar a reaccionar el año próximo. Por otro lado, la mejora de los mercados financieros globales reduce el riesgo de inestabilidad financiera y mejora las perspectivas de crecimiento en el resto del mundo, lo que repercute favorablemente en la economía de EE.UU.

Esto se vio reflejado en las expectativas respecto a la trayectoria futura de las tasas de interés. La probabilidad de baja de tasas implícita en la valuación de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales se redujo significativamente. Para la próxima reunión de diciembre, la probabilidad de baja de 25 p.b. en la tasa, que llegó a un máximo de 60% a principios de octubre, se redujo al 5,8% al viernes 8 de noviembre.

GRÁFICO 6. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LAS ENCUESTAS NACIONALES DE ACTIVIDAD ISM



Fuente: Bloomberg

Para todo el primer semestre de 2019, la probabilidad de baja de tasas se ubica por debajo del 40%. Sin embargo, los inversores siguen inclinados a que eventualmente la Fed deberá retomar el sendero de baja de tasas: para fines de 2020, la probabilidad de baja de tasas supera el 50% (56,6% para diciembre de 2020).

3. Eurozona: Los desafíos de Lagarde.

El lunes 28 de octubre, Christine Lagarde asumió la Presidencia del Banco Central Europeo (BCE) en reemplazo de Mario Draghi, convirtiéndose en la primera mujer en liderar el BCE. Hasta el momento, la nueva presidenta no ha hecho en sus declaraciones ninguna referencia respecto a los lineamientos que adoptará la política monetaria bajo su mandato.

Si bien su nombramiento fue considerado como una señal de continuidad respecto a las políticas impulsadas por su predecesor, los conflictos internos planteados en los últimos meses de la gestión de Draghi, junto con el desempeño decepcionante que evidencia la economía de la Eurozona, implican que pronto Lagarde deberá empezar a poner su propia impronta en un contexto desafiante.

Las nuevas proyecciones económicas de la Comisión Europea (CE) para la Eurozona para el período 2019-2021, expuestas en el Cuadro 2, grafican la magnitud del desafío. A diferencia de sus estimaciones anteriores, **la CE ya no proyecta un rebote significativo en el crecimiento del PIB, que se mantendría levemente por encima del 1% anual hasta 2021.**

Hasta hace poco, tendía a prevalecer la idea de que los shocks externos e internos que habían impactado negativamente en el crecimiento económico de la región en 2018 y principios de 2019 eran de carácter transitorio, por lo que una vez que se agotara su efecto la economía de la Eurozona retomarí­a el sendero de crecimiento vigoroso que experimentó hasta 2017.

CUADRO 2. EUROZONA: PROYECCIONES ECONÓMICAS DE LA COMISIÓN EUROPEA – OTOÑO 2019

| | Crecimiento del PIB (%) | | | Inflación (%) | | | Tasa de Desempleo (%) | | | Resultado Fiscal (% del PIB) | | |
|-----------------|-------------------------|------------|------------|---------------|------------|------------|-----------------------|------------|------------|------------------------------|-------------|-------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Alemania | 0,4 | 1,0 | 1,0 | 1,3 | 1,2 | 1,4 | 3,2 | 3,4 | 3,5 | 1,2 | 0,6 | 0,2 |
| Francia | 1,3 | 1,3 | 1,2 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 8,5 | 8,2 | 8,0 | -3,1 | -2,2 | -2,2 |
| Italia | 0,1 | 0,4 | 0,7 | 0,6 | 0,8 | 1,1 | 10,0 | 10,0 | 10,0 | -2,2 | -2,3 | -2,7 |
| España | 1,9 | 1,5 | 1,4 | 0,9 | 1,1 | 1,4 | 13,9 | 13,3 | 12,8 | -2,3 | -2,2 | -2,1 |
| Países Bajos | 1,7 | 1,3 | 1,3 | 2,6 | 1,4 | 1,5 | 3,5 | 3,7 | 4,1 | 1,5 | 0,5 | 0,4 |
| Finlandia | 1,4 | 1,1 | 1,0 | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 6,7 | 6,5 | 6,4 | -1,1 | -1,4 | -1,6 |
| Irlanda | 5,6 | 3,5 | 3,2 | 0,8 | 1,1 | 1,4 | 5,2 | 5,0 | 5,0 | 0,2 | 0,3 | 0,6 |
| Portugal | 2,0 | 1,7 | 1,7 | 0,3 | 1,1 | 1,4 | 6,3 | 5,9 | 5,6 | -0,1 | 0,0 | 0,6 |
| Grecia | 1,8 | 2,3 | 2,0 | 0,5 | 0,6 | 0,9 | 17,3 | 15,4 | 14,0 | 1,3 | 1,0 | 1,1 |
| Eurozona | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 7,6 | 7,4 | 7,3 | -0,8 | -0,9 | -1,0 |

Fuente: Comisión Europea

El reconocimiento de que el crecimiento del PIB se mantendrá débil tiene implicancias negativas para la trayectoria de la inflación, que ya no se aproximará a la meta del 2% como se proyectaba anteriormente, sino que no superará el 1,3% anual hasta 2021, aun teniendo en consideración las últimas medidas de estímulo monetario que adoptó el BCE en septiembre. En la revisión hacia debajo de sus proyecciones de inflación la CE destaca las señales de que **los salarios han dejado de crecer, lo que se traduce en una inflación subyacente que persistirá en niveles extremadamente bajos.**

Las proyecciones tampoco son optimistas respecto al auxilio que se puede esperar de la política fiscal, ya que prevén una reducción moderada del superávit primario estructural (ajustado por la situación cíclica de la economía) de la Eurozona de 0,3 puntos porcentuales (p.p.) del PIB en 2019 y 2020, y de 0,2 p.p. en 2021. Teniendo en cuenta que el impacto sobre el crecimiento del PIB tiende a ser menor a 1, el efecto de la política fiscal sobre el crecimiento del PIB sería marginal hasta 2021. Las proyecciones del resultado fiscal global para la región muestran un leve deterioro del déficit fiscal de -0,8% del PIB en 2019 a 1,0% del PIB en 2020.

Frente a este panorama de bajo crecimiento económico, inflación persistentemente inferior a la meta del 2%, y sin un auxilio apropiado de la política fiscal, el BCE cuenta con un margen de acción limitado. Con las tasas de interés en terreno negativo cuestionadas por sus efectos colaterales adversos sobre el sistema financiero, y con resistencia interna de varios países miembro de retomar agresivamente la senda de la expansión cuantitativa (QE) más allá de las medidas adoptadas, en septiembre, no se advierte un camino claro para la nueva conducción de Lagarde.

4. *Brexit sin definición, pero con menor riesgo de ruptura.*

En el terreno geopolítico, la tensión en torno al Brexit disminuyó en intensidad a pesar de que el acuerdo alcanzado entre el primer ministro británico Boris Johnson y la UE fue rechazado en el Parlamento Británico. Esto se debe a que, si bien todavía no hay ninguna certeza ni claridad respecto a la forma final que adoptará y los tiempos que demandará un acuerdo aceptable para todas las partes, por el momento la probabilidad de un Brexit “duro” (sin acuerdo), que pocas semanas atrás parecía la salida más probable, se ha reducido significativamente. En especial, luego de que la UE aceptó postergar nuevamente la fecha final para alcanzar el acuerdo definitivo del 31 de octubre de 2019 al 31 de enero de 2020, pese a la llamativa oposición de Francia.

El rechazo parlamentario al acuerdo con la UE logrado por Boris Johnson, forzó a éste a llamar a elecciones generales anticipadas para el 12 de diciembre. Su resultado será crucial para el destino del Brexit. Si el Partido Conservador de Boris Johnson consigue imponer una mayoría propia en el Parlamento, habrá una posibilidad concreta de aprobar un acuerdo que mantenga los lineamientos del que firmó el Primer Ministro con la UE el mes pasado. Si los conservadores requieren de alianzas para formar gobierno, aumentan las chances de que las negociaciones se extiendan y sean una nueva fuente de incertidumbre. Por el momento, las encuestas apuntan a que el Partido Conservador alcanzaría mayoría propia,

pero la mala performance reciente de las encuestas (en el Reino Unido y en el resto del mundo), y el potencial para que haya cambios de opinión en la campaña, no permite descartar otros resultados.

CHILE ¿ SE DERRUMBA?

Leandro Marcarian

El pueblo chileno ha tomado las calles de forma violenta hace más de tres semanas. La situación obliga al sistema político y a la sociedad misma a considerar una reforma de la Constitución y de buena parte de las instituciones jurídicas y económicas vigentes desde el fin de la última dictadura militar. El riesgo de no hacerlo sería darle espacio al populismo o al retorno a un nuevo experimento autoritario.

1. *Las protestas*

Hace más de tres semanas que Chile vive en un estado de protesta, violencia y desobediencia civil que no se vivía desde la época de la dictadura de Pinochet. La gota que rebalsó el vaso fue el intento del presidente Piñera de actualizar el precio del boleto del Metro en 30 pesos chilenos (aproximadamente 4 centavos de dólar), llevándolo a un precio aproximado de 1,17 dólares. Este hecho desencadenó una serie de protestas que fueron evolucionando y ganando apoyo popular hasta convertirse en una rebelión de las masas, una versión chilena del “que se vayan todos” que se vivió en Argentina durante la crisis de 2001/2002.

Los primeros en protestar fueron los estudiantes, invocando a la desobediencia civil y promoviendo el no pago del boleto. Sin embargo, la situación se fue poniendo más violenta, con saqueos, quema de vehículos, cajeros automáticos y hasta un edificio. A medida que las protestas ganaban en violencia, también aumentó la represión. Durante el pico del conflicto, el presidente Piñera incluso declaró el estado de emergencia (similar al estado de sitio en Argentina). Para sorpresa del gobierno, el aumento de la represión solo logró que las protestas ganaran apoyo popular, pasando de ser una revuelta de estudiantes a prácticamente una revolución abierta en contra del sistema político y económico chileno que ya reclama por la renuncia del presidente Piñera.

La situación parece estar lejos de encontrar una solución. La represión y los saqueos han costado un total de 23 muertos por el momento. El presidente le ha pedido la renuncia a 8 ministros, ha cancelado el aumento del boleto y otros aumentos como el de la electricidad, ha revocado ser sede de dos conferencias internacionales y ha propuesto aumentos en el salario mínimo y las pensiones, como un acto de buena fe, con la intención de calmar los ánimos de la población y descomprimir la situación. Sin embargo, las marchas siguen ganando en convocatoria, se replican en todo el país.

La población ahora también reclama por el aumento en el costo de vida, bajos salarios y pensiones, el costo de la educación y un sistema de salud público que resulta insatisfactorio a los ojos de la población. En general, el reclamo se radicalizó (por los métodos, no por la racionalidad del reclamo en sí) hacia un mejor uso de los recursos públicos, una reasignación de esos recursos en favor de las clases más bajas y por una distribución más equitativa de los ingresos. Algunos reclaman una nueva constitución, ya que la actual data de la época de la dictadura.

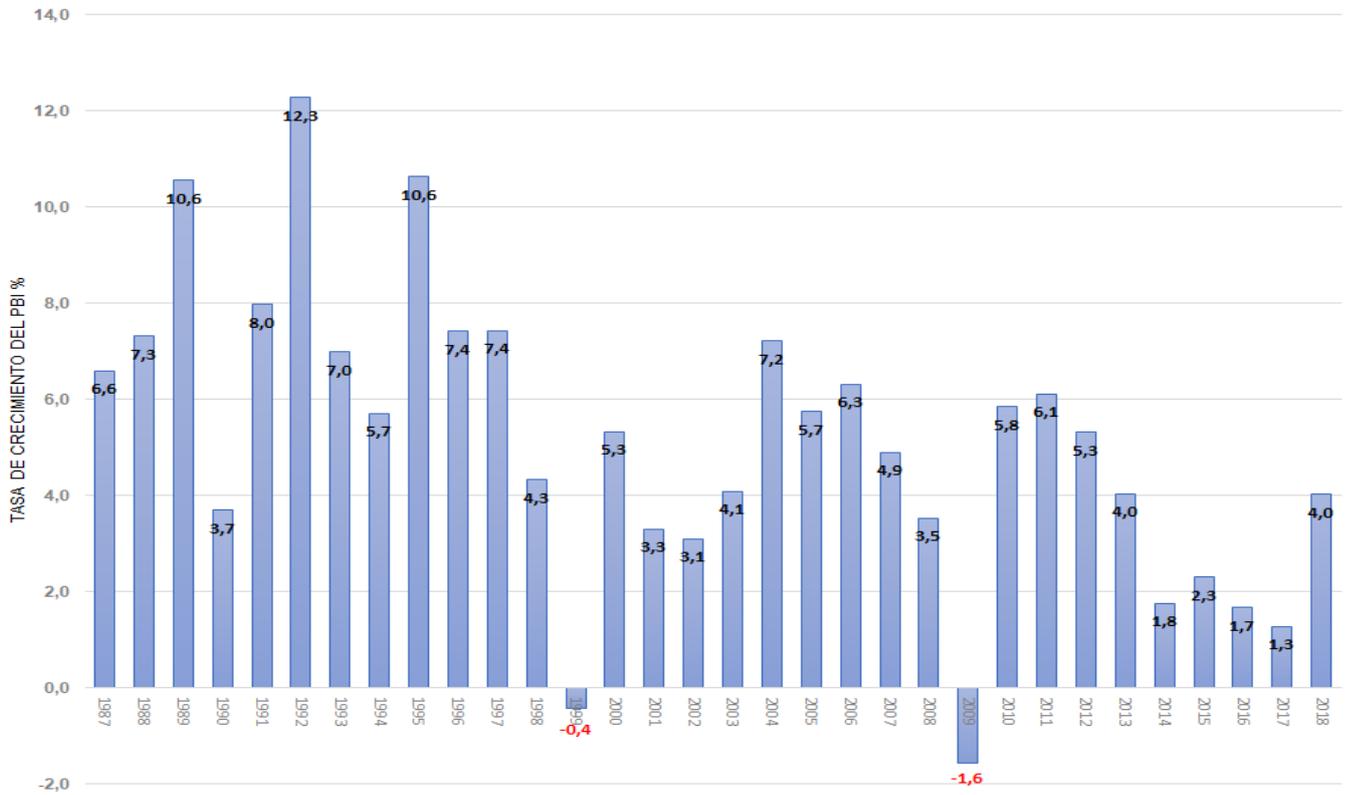
2. *El contexto macroeconómico*

Estas protestas llegan como una sorpresa para la comunidad internacional, que ve a Chile como un ejemplo a seguir para el resto de los países de la región. Chile inició un proceso de reformas pro mercado durante el gobierno de Pinochet que durante los años 90 le permitieron al país alcanzar una estabilidad nunca antes vista en su historia y un crecimiento económico sorprendente. Los números de la macroeconomía chilena son la envidia de la región.

Desde 1987 solo entró en recesión en dos años, en 1999 y 2009, ambos coincidentes con crisis internacionales, no por cuestiones locales. En el mismo periodo Argentina cerró el año con crecimiento negativo en diez años; once si se contabiliza el 2019 que ya se sabe que cerrará en rojo. No solo eso, el PBI per cápita ha crecido un 212% desde 1996, pasando de apenas USD 7.750 a superar los USD 24.000. Estos resultados no son solo el resultado del comercio sino también de una buena administración del estado. Esta buena administración se evidencia en que, según datos de la OCDE - organización a la cual Chile logró acceso y Argentina aún no - **Chile mantuvo resultados fiscales positivos superiores al 1% del PBI desde 2003 (Argentina tuvo que recurrir al préstamo más grande en la historia del FMI para financiar su rojo fiscal).**

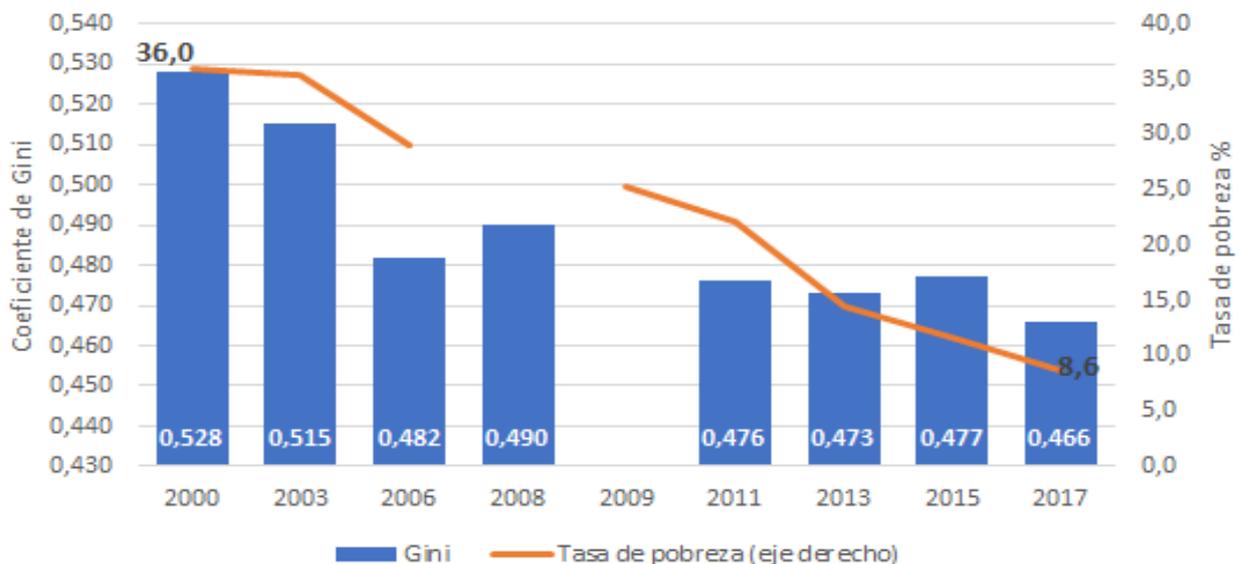
Todo esto condujo a una dramática reducción de la tasa de pobreza. En el año 2003, la tasa de pobreza en Chile era del 35,4% de la población, virtualmente igual a la última medición del INDEC para Argentina. Para 2017 Chile había logrado reducir su tasa de pobreza a apenas el 8,7% de la población. Este país también logró una mejora en la distribución del ingreso, medida a través del coeficiente de Gini, el cual cayó de 0,562 en 1987 a 0,466 en 2017. **Este valor del Gini es menor aún que el de Estados Unidos (0,485 en 2018 según el Census Bureau).**

GRÁFICO 7. TASA DE CRECIMIENTO DEL PBI DE CHILE (1987-2018)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de OCDE

GRÁFICO 7. COEFICIENTE DE GINI Y TASA DE POBREZA. CHILE 2000-2017



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Mundial

3. *Conciliando los resultados macro con las protestas*

Los datos macro no parecen mostrar una justificación a las protestas en el país aparentemente más próspero de la región. Pero, al estudiar la distribución del ingreso de forma más detallada, se ve que, si bien ha habido progresos muy importantes en Chile, una porción muy grande de la población aún vive en situación de riesgo. Según el INE, el Instituto Nacional de Estadísticas de Chile, el ingreso mediano de los ocupados a nivel nacional en 2018 fue de aproximadamente \$400.000 (USD 535). Es decir, la mitad de los trabajadores cobran ese valor o menos. Por otro lado, el ingreso promedio fue de \$574.000 (USD 768), una diferencia del 37%.

A esto se le podría sumar el hecho de que la línea de pobreza para una familia tipo de 4 miembros fue de \$430.000 (USD 575). Asumiendo que las familias más pobres son también más numerosas, al menos la mitad de las familias necesitaron de dos ingresos para no ser pobres en 2018. A su vez, el salario mínimo en Chile es de \$301.000 mensuales (USD 403). Dado que el 50% de los ocupados cobran el ingreso mediano de \$400.000 o menos, y que solo el 17,4% se encuentra en el intervalo que va entre 300.000 y 400.000, eso permite deducir que una porción de al menos el 32% de los ocupados reciben ingresos menores al mínimo mensual. La informalidad es otro factor que podría ayudar a explicar las protestas. El 66% de los trabajadores cuentapropistas se desempeñan de manera informal.

Un último dato a destacar es el endeudamiento de las familias. Chile posee uno de los mercados de capitales más desarrollados de la región. El tamaño del mercado de capitales privados es superior al 100% de su PBI (en Argentina es del 18%, y en Brasil 46%). No solo eso, el índice de desarrollo financiero del FMI coloca a Chile en un valor de 0.47 (sobre un máximo de 1), mientras que para el promedio de Latinoamérica es apenas de 0.29. Y si bien ello puede ser la causa de su desarrollo, también tiene una contrapartida riesgosa, como es el endeudamiento de los quintiles más pobres. Sin crédito, no hay endeudamiento ni tampoco crecimiento. Ahora, con un mercado de capitales muy desarrollados, se abre la posibilidad de que las familias se endeuden en demasía y entren en situaciones de morosidad peligrosas.

Según la encuesta de ingresos familiares del INE, para junio de 2018, los primeros cuatro quintiles de la distribución del ingreso vivían con ingresos netos per cápita negativos. Es decir, su gasto promedio per cápita fue mayor a su ingreso, lo que implica que, en promedio, el 80% más pobre de la sociedad vive endeudado con el 20% más rico.

4. *¿La brisa bolivariana se asoma...?*

El malestar popular y la crudeza de algunos de los números antes expuestos muestran que el proceso que ha llevado a Chile a pasar de ser un país de ingresos bajo a medio-alto parece estar agotándose. La sociedad y la política chilena deben darse una discusión a fondo sobre cómo reformar el sistema para proteger los logros alcanzados y el sistema que los generó, para entrar en una nueva fase de expansión con mayor legitimidad social.

Las protestas en Chile se dan en medio de un contexto regional que muestran un retorno de la izquierda y de líderes populistas. Por lo que el riesgo para Chile de no dar la discusión expuesta en el párrafo anterior sería abrirle las puertas a un nuevo liderazgo que se haga eco del reclamo y de marcha atrás al proceso virtuoso que se comenzó hace casi 30 años.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

| 2019 noviembre | | | | | | |
|--|---|---|--|---|--------|---------|
| LUNES | MARTES | MIÉRCOLES | JUEVES | VIERNES | SÁBADO | DOMINGO |
| 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 |
| | | <u>INDEC</u> : Uso de la capacidad instalada industria. Septiembre 2019. <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : | <u>INDEC</u> : IPC Octubre de 2019. <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : Índice de Precios al Productor. Octubre | <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : Índice de Precios de Importaciones y Exportaciones. Octubre 2019. | | |
| 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 |
| <u>Banco Central de Brasil</u> . Informe semanal Focus. Previsiones de mercado para la economía brasileña. | <u>BCRA</u> : Informe de Seguimiento de la Meta de Base Monetaria <u>INDEC</u> : Índice de Costo de la Construcción Octubre 2019. Índices de Precios Mayoristas Octubre 2019. <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : Empleo y Desempleo por estado. Octubre 2019. | | <u>INDEC</u> : Intercambio Comercial Argentino (ICA) Octubre de 2019. | | | |
| 25 | 26 | 27 | 28 | 29 | 30 | 01 |
| <u>Banco Central de Brasil</u> . Informe semanal Focus. Previsiones de mercado para la economía brasileña. | <u>INDEC</u> : Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) Septiembre de 2019. | <u>INDEC</u> : Encuesta Nacional de Centros de Compras Septiembre de 2019. Encuesta Nacional de Supermercados y Autoservicios Mayoristas. Septiembre de 2019. | | | | |
| 2019 diciembre | | | | | | |
| LUNES | MARTES | MIÉRCOLES | JUEVES | VIERNES | SÁBADO | DOMINGO |
| 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 | 08 |
| <u>BCRA</u> : Informe de Seguimiento de la Meta de Base Monetaria. <u>INDEC</u> : Índice de Salarios Septiembre de 2019. | | | <u>INDEC</u> : Índice de Producción Industrial Manufact. Octubre de 2019. Indicadores actividad de la construcción. Octubre de 2019. | <u>BCRA</u> : Informe Monetario Mensual <u>IBGE</u> (Brasil): IPCA de Noviembre de 2019. <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : Situación del Empleo. Noviembre | | |

INDICADORES

| Indicador | Oct-18 | Nov-18 | Dic-18 | Ene-19 | Feb-19 | Mar-19 | Abr-19 | May-19 | Jun-19 | Jul-19 | Ago-19 | Sep-19 | Oct-19 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Precios | | | | | | | | | | | | | |
| IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m | 5,4% | 3,2% | 2,6% | 2,9% | 3,8% | 4,7% | 3,4% | 3,1% | 2,7% | 2,2% | 4,0% | 5,9% | s/d |
| IPC Nac. Núcleo Var. % m/m | 4,5% | 3,3% | 2,7% | 3,0% | 3,9% | 4,6% | 3,8% | 3,2% | 2,7% | 2,2% | 4,6% | 6,4% | s/d |
| IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m | 5,9% | 3,4% | 1,7% | 3,4% | 5,7% | 6,0% | 2,5% | 2,4% | 2,6% | 2,5% | 4,5% | 5,7% | s/d |
| IPC GBA (INDEC) Var. % m/m | 5,1% | 2,9% | 2,8% | 2,8% | 3,8% | 4,8% | 3,2% | 3,0% | 2,6% | 2,1% | 3,9% | 5,8% | s/d |
| IPC GBA Núcleo Var. % m/m | 4,3% | 3,2% | 2,9% | 2,9% | 3,7% | 4,3% | 3,7% | 3,3% | 2,6% | 2,1% | 4,7% | 6,3% | s/d |
| IPCBA (CABA) Var. % m/m | 5,3% | 2,8% | 2,4% | 3,8% | 3,4% | 4,0% | 3,7% | 3,1% | 2,8% | 2,2% | 3,4% | 5,0% | s/d |
| IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a | 45,9% | 48,5% | 47,6% | 49,3% | 51,3% | 54,7% | 55,8% | 57,3% | 55,8% | 54,4% | 54,5% | 53,5% | s/d |
| IPC Nac. Núcleo Var. % a/a | 43,3% | 46,2% | 47,7% | 49,9% | 52,5% | 55,5% | 58,0% | 58,8% | 56,7% | 54,4% | 57,1% | 55,3% | s/d |
| IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a | 46,4% | 49,6% | 51,2% | 53,0% | 58,3% | 64,0% | 66,2% | 64,9% | 60,8% | 58,1% | 58,8% | 56,9% | s/d |
| IPC GBA (INDEC) Var. % a/a | 45,5% | 48,0% | 47,1% | 48,9% | 50,7% | 54,1% | 55,1% | 56,8% | 54,8% | 53,9% | 53,6% | 52,4% | s/d |
| IPC GBA Núcleo Var. % a/a | 42,9% | 45,6% | 46,9% | 49,0% | 51,3% | 53,9% | 56,4% | 57,4% | 55,0% | 53,9% | 56,1% | 53,9% | s/d |
| IPCBA (CABA) Var. % a/a | 44,6% | 46,8% | 45,5% | 48,6% | 49,7% | 52,5% | 53,4% | 54,7% | 53,3% | 52,6% | 52,2% | 50,8% | s/d |
| Expectativas de Inflación (UTDT) | | | | | | | | | | | | | |
| Mediana | 40,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 40,0 | 40,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 | 30,0 |
| Media | 39,9 | 38,3 | 35,7 | 39,2 | 36,9 | 40,8 | 40,6 | 36,6 | 34,5 | 31,9 | 34,7 | 33,1 | 31,2 |
| Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | |
| Ingresos Totales | 45,6% | 35,4% | 27,4% | 38,7% | 48,3% | 33,3% | 43,8% | 53,0% | 69,4% | 61,6% | 55,4% | 50,4% | s/d |
| Gastos Totales | 40,5% | 40,2% | 27,9% | 49,2% | 51,2% | 33,1% | 45,3% | 51,6% | 42,6% | 53,8% | 52,1% | 45,0% | s/d |
| Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.) | 39,8% | 30,9% | 27,7% | 36,9% | 42,5% | 38,7% | 46,3% | 53,8% | 72,7% | 59,9% | 62,0% | 51,9% | s/d |
| Gastos Primarios | 30,4% | 32,2% | 21,9% | 33,0% | 29,3% | 30,2% | 36,2% | 35,5% | 37,1% | 50,5% | 42,6% | 37,9% | s/d |
| Recursos tributarios (Var. % a/a) | | | | | | | | | | | | | |
| Recaudación total | 42,2% | 33,7% | 36,0% | 38,9% | 40,4% | 37,3% | 51,2% | 47,8% | 52,1% | 53,4% | 56,3% | 42,5% | 42,8% |
| Dirección General Impositiva | 56,3% | 41,2% | 49,4% | 49,4% | 43,2% | 42,2% | 55,0% | 49,0% | 43,4% | 52,0% | 49,2% | 40,2% | 39,9% |
| Dirección General de Aduanas | 63,4% | 6,4% | 9,5% | 2,5% | 8,9% | 9,9% | 16,5% | 46,9% | 31,1% | 28,1% | 40,9% | 100,5% | 65,2% |
| Sistema de Seguridad Social | 25,0% | 23,1% | 23,7% | 28,5% | 30,4% | 27,3% | 33,7% | 32,2% | 32,0% | 39,9% | 39,5% | 29,2% | 27,3% |

| Indicador | Oct-18 | Nov-18 | Dic-18 | Ene-19 | Feb-19 | Mar-19 | Abr-19 | May-19 | Jun-19 | Jul-19 | Ago-19 | Sep-19 | Oct-19 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Confianza del Consumidor (UTDT) | | | | | | | | | | | | | |
| Indice | 32,6 | 32,1 | 36,0 | 33,1 | 36,0 | 34,8 | 34,4 | 36,5 | 40,6 | 44,2 | 41,9 | 42,1 | 43,8 |
| Var. % m/m | -3,1% | -1,7% | 12,1% | -8,0% | 8,9% | -3,5% | -1,1% | 6,0% | 11,2% | 8,9% | -5,2% | 0,6% | 4,0% |
| Var. % a/a | -36,1% | -37,2% | -16,7% | -26,7% | -17,8% | -20,6% | -14,2% | 1,1% | 12,8% | 21,9% | 15,5% | 24,9% | 34,1% |
| Indicadores de Actividad | | | | | | | | | | | | | |
| EMAE (INDEC) Var. % a/a | -4,6% | -7,4% | -6,6% | -5,7% | -4,7% | -7,0% | -1,2% | 2,7% | 0,3% | 0,5% | -3,8% | s/d | s/d |
| Var m/m, sin estacionalidad | 1,2% | -2,0% | 0,3% | 0,6% | 0,2% | -1,1% | 0,5% | 0,0% | -0,5% | 1,3% | -1,0% | s/d | s/d |
| Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a | -50,0% | -57,9% | -46,4% | -53,4% | -58,8% | -57,6% | -60,9% | -63,1% | -34,1% | -15,8% | -27,2% | -37,0% | -26,9% |
| Var m/m, con estacionalidad | -12,7% | -11,1% | 46,3% | -38,0% | 1,2% | 10,9% | -15,5% | -1,8% | 30,6% | 7,5% | -3,1% | -10,2% | 1,2% |
| Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a | -3,0% | -8,0% | -10,7% | -10,3% | -6,3% | -12,2% | -8,6% | -5,3% | -6,0% | -1,9% | -1,0% | -0,4% | s/d |
| Var m/m, desest. | 0,4% | -1,7% | -1,6% | 0,3% | 0,0% | -0,1% | 0,3% | 1,9% | -1,8% | 1,2% | 1,2% | -1,9% | s/d |
| Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a | -8,4% | -13,8% | -14,9% | -11,1% | -8,4% | -14,1% | -8,9% | -6,9% | -7,2% | -1,9% | -6,4% | -5,1% | s/d |
| ISAC (INDEC) Var. % a/a | -6,4% | -15,9% | -20,6% | -15,7% | -5,3% | -12,3% | -7,5% | -3,5% | -11,8% | -1,7% | -5,9% | -8,5% | s/d |
| Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a | -17,3% | -30,4% | -31,8% | -20,1% | -13,2% | -16,3% | -17,1% | -12,1% | -13,9% | -7,5% | -7,5% | -6,7% | 8,8% |
| Var. % m/m, desest. | -9,9% | -7,3% | -6,6% | 3,3% | 5,3% | 9,7% | 3,7% | -1,4% | -0,5% | 2,8% | -4,0% | -1,5% | 5,1% |
| Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a | -8,9% | -17,9% | -17,9% | -14,2% | 1,5% | -12,0% | -5,1% | 4,7% | -11,3% | 5,4% | -5,9% | -6,7% | -8,5% |
| Indicadores del Sector Externo | | | | | | | | | | | | | |
| Exportaciones en USD | 5.355 | 5.349 | 5.282 | 4.586 | 4.464 | 5.136 | 5.305 | 6.017 | 5.235 | 5.856 | 5.568 | 5.746 | s/d |
| Var. % a/a | 1,4% | 14,6% | 15,4% | -4,7% | 3,7% | -5,0% | 1,9% | 16,5% | 1,9% | 8,3% | 7,5% | 14,1% | s/d |
| Importaciones en USD | 5.077 | 4.365 | 3.913 | 4.214 | 4.004 | 3.953 | 4.174 | 4.644 | 4.174 | 4.905 | 4.400 | 4.002 | s/d |
| Var. % a/a | -18,2% | -29,2% | -27,1% | -26,5% | -22,9% | -33,7% | -31,6% | -28,0% | -23,5% | -20,6% | -30,3% | -14,9% | s/d |
| Saldo Comercial en USD | 278 | 984 | 1.369 | 372 | 460 | 1.183 | 1.131 | 1.373 | 1.061 | 951 | 1.168 | 1.744 | s/d |
| Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100) | 203,8 | 200,6 | 202,3 | 204,6 | 204,6 | 203,0 | 202,5 | 199,9 | 213,3 | 203,1 | 199,7 | 204,2 | s/d |
| Var. % a/a | 2,6% | -0,2% | 0,8% | 0,7% | -3,9% | -6,5% | -9,4% | -12,2% | -1,1% | -2,0% | -3,7% | 2,0% | s/d |

| Indicador | Oct-18 | Nov-18 | Dic-18 | Ene-19 | Feb-19 | Mar-19 | Abr-19 | May-19 | Jun-19 | Jul-19 | Ago-19 | Sep-19 | Oct-19 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Indicadores Monetarios | | | | | | | | | | | | | |
| Saldos promedio mensuales | | | | | | | | | | | | | |
| Base Monetaria (\$ M.M.) | 1.252,1 | 1.256,3 | 1.336,8 | 1.345,6 | 1.343,2 | 1.314,4 | 1.324,8 | 1.342,6 | 1.341,9 | 1.382,2 | 1.323,9 | 1.349,0 | 1.385,5 |
| Circulante | 748,1 | 737,0 | 794,3 | 835,8 | 805,7 | 807,1 | 816,9 | 823,5 | 850,4 | 904,3 | 907,3 | 920,0 | 933,83 |
| Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c) | 1.052,4 | 1.224,0 | 1.159,4 | 1.296,8 | 1.356,4 | 1.449,8 | 1.672,0 | 1.528,1 | 1.540,1 | 1.700,8 | 1.793,0 | 1.723,7 | 1.714,7 |
| (a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM) | 751,1 | 769,2 | 737,8 | 806,2 | 884,8 | 951,9 | 992,9 | 1.020,6 | 1.101,3 | 1.207,3 | 1.246,1 | 1.099,2 | 1.023,8 |
| (b) Pasivos netos por pases | 7,9 | 6,2 | 9,3 | 13,2 | 3,2 | 3,4 | 1,2 | 5,2 | 4,4 | 3,3 | 43,5 | 124,2 | 190,0 |
| (c) Depósitos del Gobierno | 293,4 | 448,6 | 412,3 | 477,4 | 468,4 | 494,5 | 677,9 | 502,3 | 434,4 | 490,2 | 503,5 | 500,3 | 500,9 |
| Reservas intern. brutas (U\$S M.M.) | 49,0 | 52,6 | 57,0 | 66,2 | 67,0 | 68,0 | 72,7 | 67,7 | 64,2 | 66,4 | 62,2 | 50,2 | 46,6 |
| Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.) | 13,6 | 12,4 | 14,0 | 14,8 | 14,3 | 14,6 | 15,5 | 16,9 | 16,4 | 14,7 | 15,8 | 13,2 | 13,1 |
| (Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA) | 65,3 | 61,7 | 58,1 | 51,5 | 51,2 | 51,8 | 52,4 | 56,5 | 60,3 | 59,6 | 67,2 | 83,0 | 92,6 |
| Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S) | 37,1 | 36,5 | 37,9 | 37,4 | 38,4 | 41,4 | 43,2 | 44,9 | 43,7 | 42,5 | 52,7 | 56,5 | 58,5 |
| Depósitos bancarios | | | | | | | | | | | | | |
| Saldos promedio mensuales | | | | | | | | | | | | | |
| Total depósitos (\$ M.M.) | 3.607,8 | 3.734,1 | 3.916,2 | 3.970,1 | 4.022,6 | 4.154,1 | 4.228,4 | 4.390,0 | 4.398,2 | 4.400,6 | 4.761,7 | 4.427,2 | 4.352,9 |
| Sector privado | 2.720,7 | 2.805,9 | 3.031,1 | 3.105,3 | 3.211,4 | 3.353,6 | 3.444,5 | 3.573,6 | 3.630,8 | 3.697,3 | 3.976,9 | 3.675,5 | 3.601,1 |
| Sector público | 887,1 | 928,2 | 885,0 | 864,8 | 811,2 | 800,5 | 783,9 | 816,4 | 767,4 | 703,3 | 784,8 | 751,7 | 751,8 |
| En moneda local (\$ M.M.) | 2.470,9 | 2.610,3 | 2.677,1 | 2.742,4 | 2.755,5 | 2.747,0 | 2.730,8 | 2.820,3 | 2.878,6 | 2.940,9 | 3.020,8 | 3.001,8 | 3.005,6 |
| Sector privado | 1.715,5 | 1.805,2 | 1.950,9 | 2.003,2 | 2.074,1 | 2.124,0 | 2.153,6 | 2.203,0 | 2.286,6 | 2.353,9 | 2.377,0 | 2.394,9 | 2.395,2 |
| Sector público | 755,4 | 805,1 | 726,1 | 739,2 | 681,4 | 623,0 | 577,3 | 617,3 | 592,0 | 587,0 | 643,8 | 606,9 | 610,4 |
| En moneda extranjera (\$ M.M.) | 1.136,9 | 1.123,8 | 1.240,1 | 1.246,0 | 1.267,1 | 1.407,1 | 1.497,6 | 1.569,6 | 1.519,6 | 1.459,7 | 1.740,8 | 1.425,3 | 1.347,3 |
| Sector privado | 1.005,2 | 1.000,6 | 1.080,2 | 1.102,0 | 1.137,3 | 1.229,2 | 1.291,0 | 1.369,8 | 1.344,2 | 1.343,5 | 1.599,3 | 1.280,5 | 1.205,9 |
| Sector público | 131,7 | 123,2 | 159,9 | 143,9 | 129,8 | 178,0 | 206,7 | 199,8 | 175,4 | 116,2 | 141,5 | 144,8 | 141,4 |
| En moneda extranjera (U\$S M.M.) | 30,7 | 30,9 | 32,7 | 33,3 | 33,0 | 34,2 | 34,7 | 35,0 | 34,7 | 34,4 | 33,4 | 25,1 | 23,0 |
| Sector privado | 27,4 | 27,5 | 28,5 | 29,5 | 29,7 | 29,9 | 29,9 | 30,5 | 30,7 | 31,6 | 30,6 | 22,6 | 20,6 |
| Sector público | 3,3 | 3,4 | 4,2 | 3,8 | 3,4 | 4,3 | 4,8 | 4,5 | 4,0 | 2,7 | 2,7 | 2,5 | 2,4 |
| Tasas de interés | | | | | | | | | | | | | |
| Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual | 71,8 | 64,1 | 59,4 | 57,4 | 47,6 | 61,2 | 68,5 | 71,8 | 66,8 | 59,6 | 71,3 | 83,5 | 70,1 |
| Tasas activas (% anual) | | | | | | | | | | | | | |
| Call en pesos entre bancos privados | 69,3 | 58,5 | 55,3 | 54,1 | 43,7 | 51,9 | 64,5 | 68,0 | 70,3 | 58,2 | 65,7 | 69,9 | 58,8 |
| Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días | 78,2 | 73,0 | 65,0 | 61,1 | 52,0 | 60,6 | 68,9 | 73,3 | 66,9 | 62,6 | 77,2 | 85,5 | 70,9 |
| Préstamos personales | 63,4 | 64,5 | 63,9 | 64,1 | 62,1 | 60,6 | 63,4 | 67,0 | 53,0 | 65,7 | 69,4 | 76,3 | 75,5 |
| Tasas pasivas (% anual) | | | | | | | | | | | | | |
| BADLAR | 48,0 | 50,3 | 48,7 | 45,7 | 38,0 | 40,4 | 48,5 | 52,5 | 51,7 | 49,0 | 54,9 | 59,1 | 54,8 |
| Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000 | 42,3 | 43,0 | 42,3 | 41,0 | 35,3 | 36,3 | 42,4 | 48,6 | 46,8 | 45,0 | 50,2 | 55,0 | 52,4 |
| Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000 | 48,9 | 50,8 | 48,4 | 45,3 | 38,0 | 40,5 | 48,2 | 52,1 | 51,1 | 48,4 | 54,7 | 59,3 | 55,0 |