

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 175 Año 19 – 16 de agosto de 2019

Escriben en este número: Leandro Marcarian, Juan Massot, Jorge Riaboi y Héctor Rubini

EL DATO DEL MES

Tipo de cambio. El dólar saltó este lunes de \$47 a \$62. Al cierre de este informe el dólar oscilaba en torno de \$59.

LO QUE HAY QUE SABER

Elecciones primarias y crisis cambiaria. La derrota del gobierno en las PASO del último domingo fue de una magnitud inesperada. Esto provocó una corrida cambiaria con una suba del tipo de cambio de 33% y masivas ventas de deuda argentina, haciendo saltar el riesgo país a casi 1.900 p.b. Frente al inevitable impacto en los precios y el ingreso disponible el gobierno anunció compensaciones para los asalariados, pero no ha logrado eliminar revertir la incertidumbre de familias, empresas e inversores locales y del exterior.

Riesgos visibles. Al cierre de este informe, se observaba una alta incertidumbre sobre los futuros escenarios adversos probables bajo esta severa crisis económica: a) renovación de las ventas de bonos argentinos en Nueva York, y nuevos niveles récord de la prima de riesgo país, b) fuertes subas de precios y desabastecimiento de productos con huida de pesos a dólares, lo que aceleraría la inflación a niveles incontrolables, c) fuertes temores sobre la capacidad de pago de empresas e individuos, lo que podría conducir a un peligroso escenario antes de las elecciones presidenciales del próximo 27 de octubre.

Hacia una recesión global. La tregua comercial entre EE.UU. y China se ha roto y es inevitable una guerra de depreciaciones de monedas. Los bancos centrales de cada vez más países están bajando sus tasas de interés para tratar de evitar una gran recesión mundial.

Brexit en octubre: Con el nuevo Primer Ministro Boris Johnson, el Reino Unido se acerca peligrosamente a un Brexit sin acuerdo con la Unión Europea. Los inversores británicos se anticipan apostando en contra de la libra frente al riesgo de una recesión y de un resurgimiento de iniciativas independentistas en Escocia.

LO QUE VIENE

Probables cambios en el Gabinete. Desde ayer hay fuertes rumores de eventuales cambios en el Gabinete de ministros, con énfasis de los medios de prensa en la probable remoción del ministro de Hacienda.

Devaluación, precios y actividad. El fuerte aumento del tipo de cambio en esta semana conduce a una inexorable aceleración de la inflación para lo que resta del año y a una revisión hacia la baja a las proyecciones de crecimiento del PBI de Argentina.

Trump vs. China. Ante la depreciación del yuan, se aguardan nuevas restricciones comerciales de EE.UU. si bien el presidente Trump postergaría para diciembre la suba de aranceles prevista para el próximo 1º de septiembre.

Decano Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales: Héctor Dama
Director Instituto de Investigación: Juan Massot - Editor del IEM: Héctor Rubini

Viamonte 1816 - C1056ABB - CABA - Argentina - (+54-11) 3754-7900
fceye.usal.edu.ar - @usal.fceye

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE JULIO DE 2019

		2019				
		Abril	Mayo	Junio	Julio	Tendencia hasta julio
IPC Var. % mensual		3,4%	3,1%	2,7%	2,2%	
IPC Var. % interanual		55,8%	57,3%	55,8%	54,4%	
Industria % uso capacidad instalada		61,6%	62,0%	59,1%	s.d.	
		2019				
		Abril	Mayo	Junio	Julio	Tendencia hasta julio
LELIQ % nom. anual en \$ al último día del mes		73,9%	70,7%	62,7%	60,4%	
EMBI Arg Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		950	985	835	781	Estable
Dólar \$/U\$S prom. bancos al último día del mes		44,0	44,9	42,5	43,9	Estable
IVA DGI Recaud. Mensual Var % interanual		55,0%	49,0%	43,4%	52,0%	
Depósitos en pesos Sector privado Var % saldos promedios mensuales		1,4%	2,3%	3,8%	2,9%	
Depósitos en dólares Sector privado Var % saldos promedios mensuales		2,7%	1,9%	0,6%	3,1%	

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC C.A.B.A	Direccion General de Estadística y Censos.	Junio 2019	Var. % mensual	2,8%	3,1%	
				Var.% interanual	53,3%	54,7%	
	IPC G.B.A	INDEC	Julio 2019	Var. % mensual	2,6%	2,6%	
				Var.% interanual	54,8%	54,8%	
	IPC NACIONAL	INDEC	Julio 2019	Var. % mensual	2,2%	2,7%	
				Var.% interanual	53,9%	55,8%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Mayo 2019	Var. % interanual a p.corrientes	28,4%	21,2%	
	Ventas en Supermercados		Mayo 2019	Var. % interanual a p.corrientes	44,7%	45,6%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Julio 2019	Var.%interanual	-26,4%	-44,3%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Mayo 2019	Var.% mensual (sin estacionalidad)	0,2%	0,8%	
				Var.% interanual (sin estacionalidad)	2,6%	-1,3%	
				Var. % may '19 vs may ' 18	-3,1%	-4,6%	
	PBI		1 er Trimestre 2019	Var. % ene-mar '19 vs ene-mar ' 18	-5,8%	-6,1%	
Actividad Industrial	Índice de Producción Industrial Manufacturero	INDEC	Junio 2019	Var.% interanual	-6,9%	-7,0%	
				Var. % ene-jun '19 vs ene-jun' 18	-9,4%	-9,9%	
				Uso capacidad instalada	Mayo 2019	% uso capacidad instalada	62,0%
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Mayo 2019	Var.% interanual	-11,8%	-3,5%	
				Var. % ene-jun '19 vs ene-jun' 18	-9,4%	-8,9%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Julio 2019	Var % mensual	0,4%	5,7%	
				Var. interanual	52,0%	43,4%	
	Sistema Seguridad Social			Var % mensual	35,2%	1,6%	
	Var. interanual			39,2%	32,0%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte			Var % mensual	7,0%	-4,8%	
				Var. interanual	56,0%	35,5%	

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Junio 2019	Nivel (US\$ M)	5.235	6.017	
			Enero-junio 2019	Nivel (US\$ M)	30.752	30.035	
				Var. % interanual	2,4%	2,5%	
	Importaciones		Junio 2019	Nivel (US\$ M)	4.174	4.644	
			Enero-junio 2019	Nivel (US\$ M)	25.163	34.899	
				Var. % interanual	-27,9%	-28,7%	
	Saldo balanza comercial		Junio 2019	Nivel (US\$ M)	1.061	1.373	
			Enero-Junio 2019	Nivel (US\$ M)	5.589	-4.864	

PANORAMA DE ARGENTINA

ELECCIONES Y CRISIS FINANCIERA: HACIA OTRO COSTOSO FIN DE CICLO.

Héctor Rubini

La derrota del gobierno en las PASO del último domingo fue de una magnitud inesperada. Esto provocó una corrida cambiaria con suba del tipo de cambio de 33%, y una huida de deuda argentina que hizo saltar el riesgo país a casi 1.900 p.b. Frente al inevitable impacto en los precios y el ingreso disponible el gobierno anunció compensaciones para los asalariados, pero aún no logra revertir la incertidumbre de familias, empresas e inversores locales y del exterior.

Como observamos en el IEM del mes anterior, la gradual baja de la inflación y los iniciales síntomas de mejora de indicadores de consumo y actividad daban margen para esperar un buen desempeño del Gobierno en las elecciones Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) del último domingo. Su derrota no estaba en los pronósticos prácticamente de nadie. La magnitud de esta, mucho menos. Según el escrutinio provisorio a nivel nacional el frente de oficialista perdió por 13 puntos porcentuales frente al kirchnerismo.

Lo más conmocionante para el Gobierno fue la catastrófica derrota en la provincia de Buenos Aires, en principio por 17 puntos porcentuales, aunque al cierre de este informe no se desmintieron rumores de que en el escrutinio definitivo probablemente la diferencia final resultaría ser bastante mayor. ¿Hubiera sido distinto si se hubiera celebrado la elección en la Provincia de Buenos Aires uno o dos meses atrás? Tal vez sí, tal vez no. Ahora, es prácticamente imposible imaginar siquiera una reversión en poco más de 60 días de estas cifras. Además, en la provincia de Buenos Aires, no hay ballottage.

Como se observa en la página anterior, ya en junio-julio se percibía cierta recuperación del consumo y de la actividad, con una incipiente desaceleración de la inflación. Sin embargo, el último informe del Observatorio de la Deuda Social de la Universidad Católica Argentina sobre una población urbana de 40,5 millones de personas, **en el primer trimestre de este año 14,2 millones ya estaban en condiciones de pobreza, y en ese conjunto, casi 3 millones en la indigencia.**

La difusión de sondeos durante el viernes pasado que daban ganador a Macri en las PASO impulsó un fuertes compras y subas en los precios de las acciones. La catastrófica caída de esta semana destruyó no menos de la mitad del valor de no pocas acciones, **significando pérdidas ruinosas para quienes creyeron en esos sondeos y el viernes compraron esos activos en base a proyecciones luego frustradas.**

Al cierre de este reporte parecían haberse calmado las aguas, pero el escenario turbulento de esta semana no tiene final claramente definido. Con la difusión de los primeros números del escrutinio varios bancos locales comenzaron a aumentar la cotización del dólar en sus sitios web. Antes del mediodía de este lunes el precio del dólar superaba los \$60 en varias entidades, mientras **las ADRs de empresas argentinas caían hasta 59% en Nueva York.** Una vez más, el BCRA reaccionó tardíamente saliendo al mercado con una venta mínima de dólares después del mediodía. La credibilidad ya estaba perdida: la huida de dólares no era sólo de pequeños ahorristas, e inversores locales y del exterior comenzaron a vender deuda argentina y a optar por otros activos.

El riesgo país (EMBI Argentina) que el viernes 9 de agosto había cerrado a 860 p.b. saltó a 1460 p.b. y el índice de acciones Merval cayó 37,9%, la segunda peor caída en la historia de dicho índice. El BCRA licitó LELIQA una tasa promedio de 74,8% anual, pero sólo logró renovar el 40% del total mientras que **en el mercado bursátil las tasas para cauciones volaron hasta niveles entre 300% y 500% anual.**

El escenario lo resumió de una manera impecable el ex presidente del BCRA, Luis Caputo en una conferencia esta semana: “El mercado está priceando una victoria de Alberto, pero también que ya defaultó, y viene una reestructuración hostil. Los mercados sobrereaccionaron”.

En la tarde del lunes el presidente Macri telefoneó a algunos candidatos y dio una conferencia de prensa en la que asignó la responsabilidad del “overshooting” cambiario y la huida contra activos en pesos al frente que lo derrotó en las elecciones del día anterior. El martes el dólar cotizaba cómodamente arriba de \$60 en los bancos privados y la cotización del Banco Nación se acercaba a ese valor. El miércoles por la mañana el presidente pidió disculpas en un mensaje al país

en el que además anunció algunas medidas de mejoras de suma fija para los asalariados, perceptores de ayuda social (“planes” y becas), cierto alivio tributario para PyMes y trabajadores, y **congelamiento del precio de combustibles y petróleo crudo por 90 días**. Esta última medida entrará en vigencia en el día de hoy, y generará inevitables conflictos con las empresas del sector. Al no haberse llegado a ningún acuerdo con las empresas del sector, **el gobierno aplicará esta medida utilizando la Ley de Abastecimiento. Riesgo inevitable: potencial escasez de combustibles en las próximas semanas**. Al cierre de este informe trascendió que se eximirá de IVA a ciertos alimentos de la canasta básica y el ajuste por UVA hasta diciembre para los créditos indexados. **Lo llamativo: ninguna medida adicional de real alivio para los jubilados y pensionados**.

El mercado accionario se estabilizó entre martes y miércoles. El riesgo país cerró el martes a 1.771 p.b. y ayer miércoles a \$1.946 p.b. Al cierre de este informe comenzaba a descender hacia 1.752 p.b. y el dólar oscilaba en torno de \$59.

Al cierre de este informe **el BCRA emitió la Com. “A” 6754 que la posición de las entidades financieras en moneda extranjera (de contado y a término en derivados de todo tipo) no podrá superar el 5% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) del mes anterior**. La nueva norma ahora impide netear posiciones de contado con posiciones a término de signo opuesto, pero también puede incrementar la volatilidad del mercado de futuros. **En caso de transmitirse al mercado spot, la tranquilidad transitoria de la cotización del dólar puede desaparecer en pocos días. Su efectividad y eficiencia es, ex ante, un interrogante sin respuesta precisa**.

La estabilidad del tipo de cambio debe preservarse ahora, ya que este cimbronazo ha provocado aumentos de precios que tornan inviable la vigencia de ofertas de grandes cadenas bajo programas oficiales de descuento como Ahora 12 u otros análogos. De hecho, esos acuerdos entre el gobierno y las cadenas de comercialización locales deben renegociarse el próximo 7 de septiembre.

En caso de observarse nuevos saltos del tipo de cambio, aumentará la incertidumbre y el comportamiento de los empresarios para preservar su capital de trabajo no va a ser otro que el de aumentar más los valores en sus listas de precios y retrasar los envíos a sus clientes. **Resultado inevitable en ese caso: desabastecimiento y aceleración aún mayor de la inflación a pocas semanas/días de las elecciones presidenciales del 27 de octubre**.

Como lo remarcará ayer Miguel Angel Broda en un reportaje radial, **la política en curso bajo el programa del FMI presenta varios puntos débiles para su sustentabilidad y credibilidad: baja demanda de pesos y altas tasas de interés, renovación de deuda del Tesoro de corto plazo, y exceso de demanda de dólares. A esto tendríamos que agregar, obviamente, el stock de LELIQs del BCRA, un pasivo cuasifiscal a menos de 7 días promedio de plazo, que deberá ser eliminado, más temprano que tarde**.

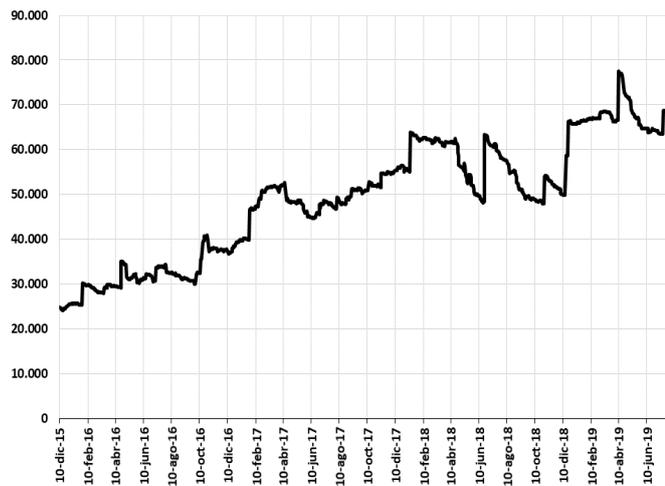
En definitiva, lo único que le resta a la administración actual es mostrar en lo que resta de mandato una eficiencia en la gestión y una apertura al diálogo con la oposición **para evitar una crisis múltiple (cambiaría, hiperinflacionaria, bancaria y fiscal)**. Y también cierta definición respecto del futuro del equipo de gobierno al menos hasta el próximo 10 de diciembre. Sobre el cierre de este informe arreciaban los rumores sobre la remoción de ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne.

Igualmente, el sendero hasta el 10 de diciembre no está libre de riesgos. Por lo pronto el costo fiscal del paquete de medidas de alivio a los trabajadores es, de mínima algo superior a los \$ 50.000 millones. Emerge ahora un nuevo interrogante: si a esto se suma el asociado al impacto negativo en el mercado interno del “overshooting” cambiario de esta semana, ¿corren riesgo o no los futuros desembolsos del FMI para lo que resta del año? El peor escenario posible sería el no desembolso del tramo para este trimestre, lo cual colocaría al gobierno en una situación extremadamente difícil a pocos días de las elecciones presidenciales.

Los gráficos de las siguientes páginas resumen en buena medida la evolución de varias variables clave desde diciembre de 2015 para dimensionar la relevancia de la crisis de estos días.

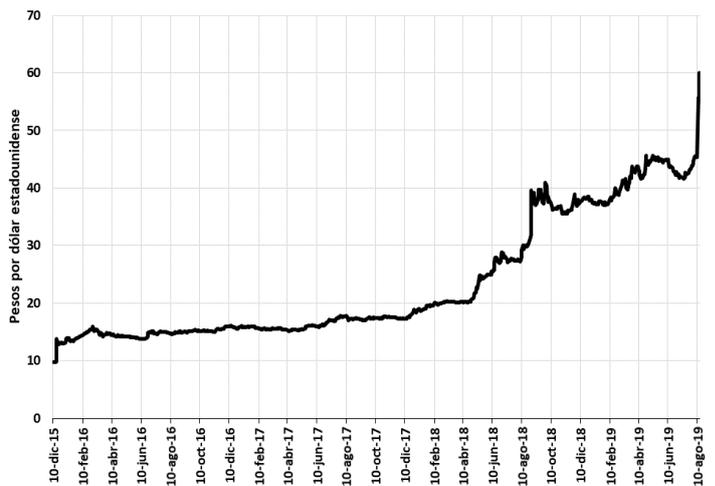
GRÁFICO 1. INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS DE LA ERA MACRI

Reservas Internacionales del BCRA (U\$S Millones)



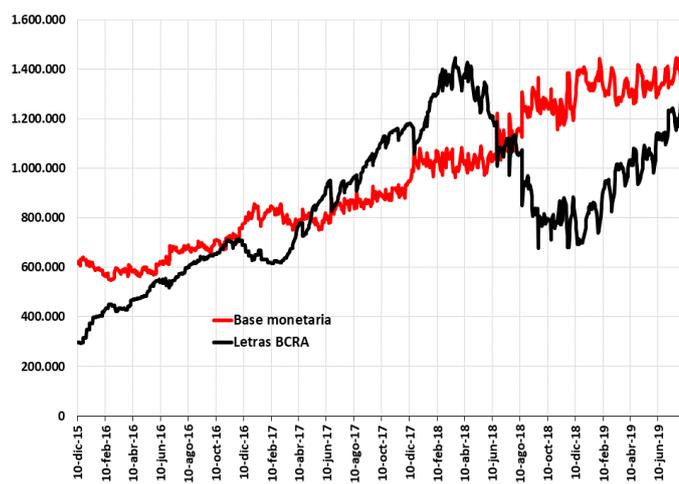
Fuente: BCRA

Tipo de cambio (prom. entid. bancarias)



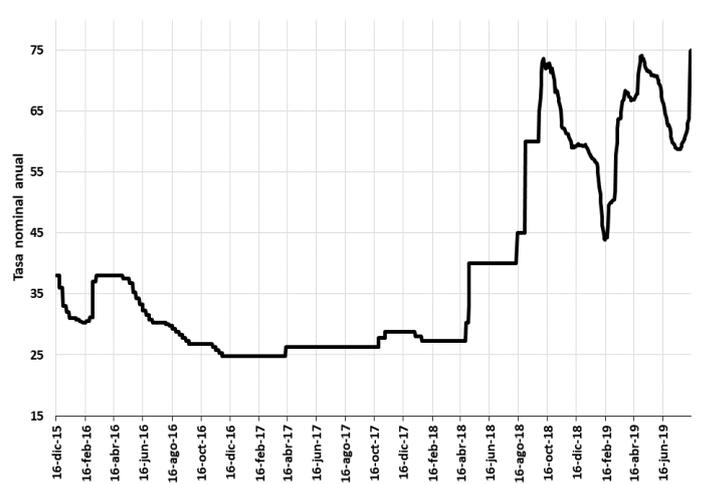
Fuente: BCRA

Base monetaria y Letras del BCRA (\$ Millones)

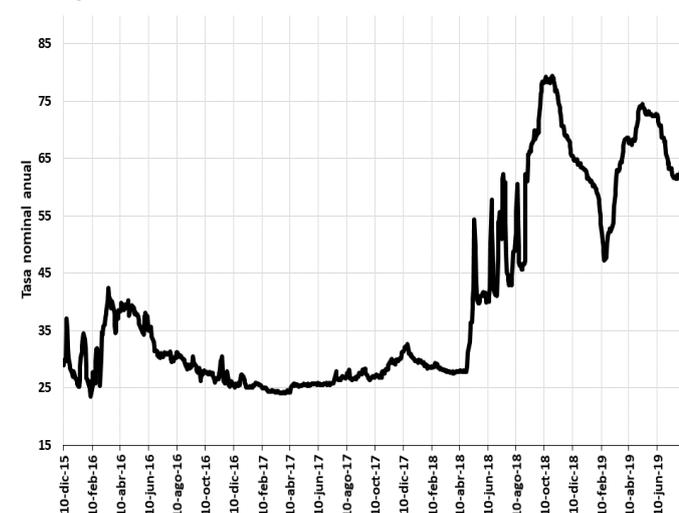


Fuente: BCRA

Tasa de control monetario

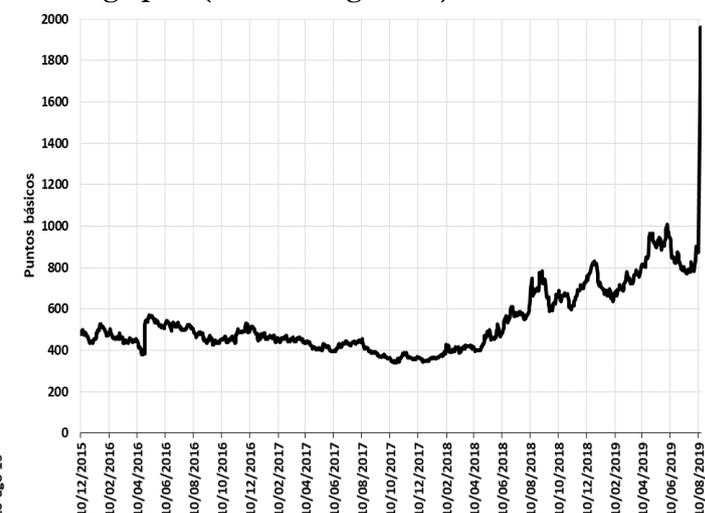


Tasa prom. adel. en cta.cte. en \$ con acuerdo 1-7 días¹



Fuente: BCRA

Riesgo país (EMBI+ Argentina)



Fuente: JPMorgan-Chase

¹ Adelantos de \$10 millones o más para empresas del sector privado no financiero.

DEBATES Y EMBATES SOBRE EL ATRASO CAMBIARIO

Juan Miguel Massot

Los indicadores sugieren que el tipo de cambio previo al lunes pasado no estaba atrasado. Su reciente salto está asociado a un cambio en las expectativas por el resultado de las PASO, la dolarización preventiva de carteras, y a la tibia y dubitativa intervención del BCRA. Sus efectos negativos sobre la economía real y la situación social son ya inevitables.

1. De embates y debates políticos

Las escaladas del dólar en este último año y medio, y sus efectos sobre la inflación, las tasas de interés y el ánimo de la población alertaron a los políticos sobre su rol en el actual escenario económico y electoral. Esto implicó una catarata de declaraciones, artículos e intervenciones mediáticas de todo tipo y tenor. Su motivo no ha sido otro que **el uso del supuesto atraso cambiario como herramienta del discurso electoral**.

Esta situación requiere al menos dos niveles de análisis. Por una parte, el de economía política; por otra, el eminentemente técnico en cuanto a la estimación del supuesto atraso cambiario.

En un plano conceptual sobre el primer tipo de análisis, el enfoque de los “ciclos políticos de las devaluaciones” sugiere que, en caso de tipos de cambio desalineados, los gobiernos suelen postergar los ajustes del tipo de cambio hasta pasadas las elecciones. Se toma esta decisión debido a los **efectos negativos que a corto plazo tiene la depreciación de la moneda nacional**. Éstos pueden resumirse en la pérdida de poder adquisitivo de los sectores medios y bajos de la pirámide social debido al traslado del aumento del dólar a los precios y no a los ingresos, y en el empeoramiento de las expectativas económicas no sólo de esos sectores, sino también de los ahorristas y empresarios.

En consecuencia, dado que los candidatos buscan maximizar la cantidad de votos², **tratan de postergar las devaluaciones todo lo que sea posible**. Lógicamente, **la oposición busca lo contrario, anticiparla**. Esto es por al menos dos razones: a) para que, en el caso de ganar, no sea su gobierno el que enfrente los costos sociales a corto plazo de la devaluación, sino que ese “trabajo sucio” sea realizado por el gobierno saliente; b) generar incertidumbre y cierta inestabilidad económica a corto plazo con el fin de perjudicar al oficialismo.

De esta manera, en escenarios económicos de cierta complejidad y, sobre todo, en economías como la Argentina en que el dólar no sólo cumple con la función de ser reserva de valor, sino que es un termómetro del clima económico en general, **tanto oficialismo como oposición tratan de afectar su tendencia y fluctuaciones para su propio beneficio**.

Consecuentemente, los debates y embates sobre el tipo de cambio que todos estamos observando **obedece a la lógica de la economía política de las elecciones**.³

Ahora bien, una vez concluido el evento electoral, el gobierno en funciones debe actuar pragmática y racionalmente para enfrentar cualquier movimiento que afecte negativamente el bienestar. Lamentablemente, no fue el caso de esta semana. **El gobierno falló en la gestión de la política cambiaria y sus efectos son muy negativos, incluso, para la propia estrategia electoral en vista a octubre**.

2. El debate técnico

El debate técnico pasa, según se observa en los medios de comunicación, por si **hay o no atraso cambiario**. Brevemente **existe atraso cambiario cuando el precio del dólar está por debajo del tipo de cambio correspondiente a uno real de equilibrio**. Este último, es aquel que permite un saldo de cuenta corriente sostenible en el tiempo, para cierto nivel de tasa de crecimiento económico y condiciones internacionales (términos de intercambio, flujos de capitales,

² La función de utilidad a maximizar no necesariamente es la cantidad absoluta de votos, sino que suele incorporar diferencias con otros candidatos, la regionalización y sectorialización del voto, la obtención de escaños en las legislaturas, mínimos relevantes para potenciales negociaciones, entre otras variables relevantes.

³ Esto no es así en todos los países, sino en aquellos en que la macroeconomía es menos resiliente a los shocks exógenos y más propensa a cambios de rumbo económico. En Suecia, por ejemplo, es irrelevante.

etc.).⁴ Esto último, más algunas consideraciones técnicas sobre los modelos para su determinación, introducen bastante “ruido” en los análisis⁵. **No es simple obtener un tipo de cambio real de equilibrio** y, que, además, haya cierto consenso sobre el dato estimado. Por lo tanto, el debate sobre el adelanto y atraso cambiario suele ser, en la práctica y en países como el nuestro, interminable.

Aun así, tal dato económico es absolutamente central, ya que un dólar “barato” tiende a generar déficits de balance comercial, también en la cuenta turismo, lo cual requiere ser financiado, ya sea con ingreso de capitales o, en caso de tipo de cambio fijo o flexible pero administrado, con las reservas del banco central.

Asimismo, si bien un dólar atrasado ayuda a bajar la tasa de inflación, y hasta generar cierto “veranito” en el consumo, lo cierto es que afecta negativamente la producción de la industria, el sector agropecuario y ciertos servicios (como el turismo). Este efecto negativo termina en algún momento afectando a la población y al consumo: menos producción, implica menos ventas, menos empleo, y, finalmente, menos consumo.

Como si fuera poco, en el caso de apertura financiera, esta situación obliga a mantener una tasa de interés atractiva para que ingresen capitales de corto plazo para financiar el déficit de las cuentas reales del balance de pagos sin perder, o minimizar, las pérdidas de reservas internacionales. Todo lo previo genera **un círculo vicioso** que, más tarde o temprano, culmina en una crisis cambiaria o de balance de pagos.⁶

Lo dicho en estos párrafos resulta muy conocido. El “**deme dos**”, o “**un café me salió más caro en Buenos Aires que en París**”, son frases que populares entre los argentinos, así como también los **reclamos de los industriales, los productores de vino o frutas, o los del sector turismo**. Entonces, la pregunta relevante es si, en esta Argentina “en modo” electoral, el dólar está barato o no.

3. *Una estimación del tipo de cambio real*

El ejercicio que aquí se plantea **utiliza el precio del dólar de determinados momentos de las últimas décadas y se lo compara con el actual**, para ver si se puede afirmar o no si hay un atraso. Para ello inicialmente se tomó la cotización del dólar de ciertas fechas relevantes en la historia reciente, se la actualiza por los precios al consumidor de la Argentina, y deflacta por los precios al consumidor de los Estados Unidos.

El dólar de \$1,40 usado para esta estimación de paridad de poder adquisitivo se basa en la estimación del Dr. Adolfo Buscaglia para un proyecto de investigación sobre el tema en la Universidad de Buenos Aires. El dato estimado por Buscaglia fue de \$ 1,53 para el promedio del año 2000, que llevado a diciembre de 2001 sería de aproximadamente \$1,46. Lo que surge de ese trabajo es que **el dólar de \$1 de fin de la convertibilidad (diciembre 2001) sería equivalente a un dólar a \$33**, un 24% menos que la cotización de la primera semana de agosto (\$46). Ahora bien, **el dólar de \$1,40 con que se aplicó para la pesificación al momento de abandonar ese régimen sería de \$46**, esto es, similar al precio de una semana atrás. Asimismo, **el “super dólar” de diciembre de 2005 sería de \$63**.⁷

En ese marco, **el dólar de \$45-48** previo a las elecciones PASO se correspondería con el dólar de \$1,40 de salida de la convertibilidad, y al dólar de paridad de poder adquisitivo estimado por Buscaglia para ese momento. Ahora bien, hay **otros aspectos para tener en cuenta además de los precios**. Puede observarse que, aún con esta cotización y una economía en recesión, **las cuentas reales del balance de pagos** (exportación e importación de mercancías y servicios

⁴ No es lo mismo un tipo de cambio real de equilibrio de corto plazo, en el que las variables financieras y los precios internacionales spot ingresen en la estimación, que uno a largo plazo, en el que ingresen en la estimación las mismas variables, pero en su estimación de largo plazo. Puede observarse entonces que, para un analista que hace foco en el crecimiento a largo plazo, el tipo de cambio real de equilibrio podría diferir sustantivamente de otro que hace foco en el equilibrio de corto plazo.

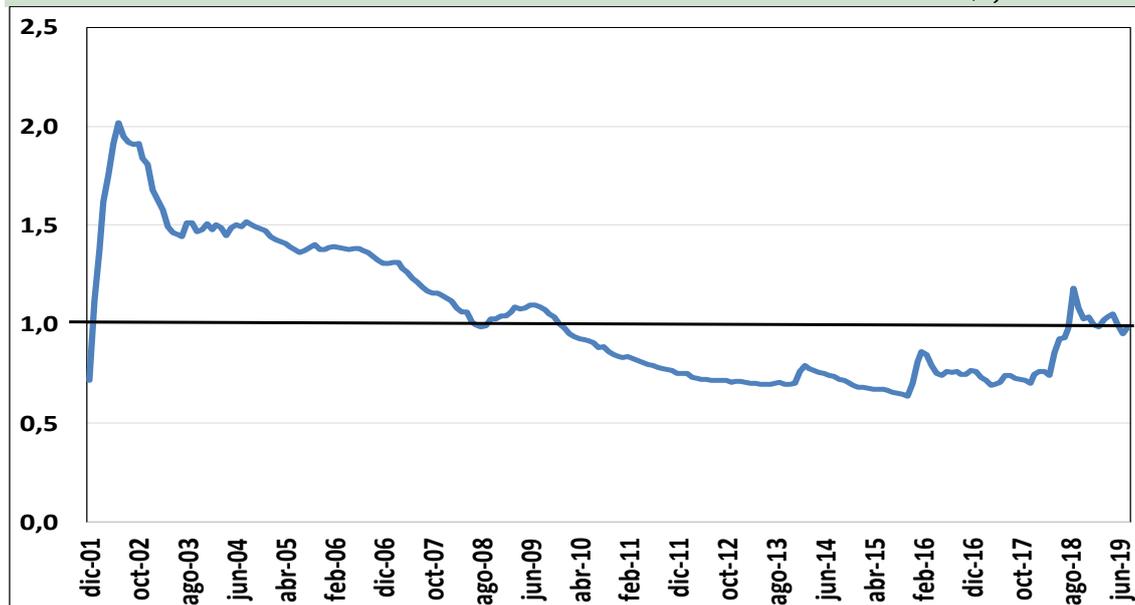
⁵ Para una revisión del caso argentino, véase Gadea, N. (2014) “Tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo en Argentina. Modelos de estimación, patrones de desalineamiento y análisis de riesgo”, Tesis de Maestría, FCE, UBA). Para una discusión más amplia, véase Hinkle, L. E., & Montiel, P. J. (1999) *Exchange rate misalignment: Concept and measurement for developing countries*, World Bank Publications; y Driver, R., & Westaway, P. (2004) “Concepts of equilibrium exchange rates”, Bank of England.

⁶ La diferencia estaría en que la primera se concreta en una disparada del tipo de cambio en el marco de un tipo de cambio flexible, mientras la segunda se corresponde a los regímenes de tipo de cambio fijo en el que el banco central debe flotar o devaluar debido a que no puede sostener la paridad con sus reservas.

⁷ Ver Buscaglia, A. (2001) “La economía argentina a fines del siglo XX”, en *Lascano M. (comp.) La Economía Argentina Hoy*, Editorial El Ateneo.

reales) este año darían ligeramente positivas⁸. Esto implica que, **si la economía creciese un 4%, por ejemplo, el déficit externo sería considerable, e inabarcable en las actuales circunstancias del país.**

GRÁFICO 2: TIPO DE CAMBIO REAL. DICIEMBRE 2001 -AGOSTO 2019. BASE 1 = \$1,40 DICIEMBRE 2001



Fuente: Instituto de Investigación FCEyE USAL

La fuga de capitales (básicamente, **dolarización de carteras de residentes**) requiere que las exportaciones netas de mercancías y servicios reales financien dicha salida, o bien, que el país se endeude o el banco central pierda reservas para financiarlas. Como las primeras no son suficientes, solo queda **aumentar el endeudamiento o perder reservas**. Por esta razón no es trivial si los residentes dolarizan o no sus carteras, y, por lo tanto, el grado de confianza que los agentes tengan en la economía del país.

En ese sentido, **el salto del tipo de cambio de esta semana** refleja exactamente una **dolarización preventiva de carteras ante los resultados de las PASO**, producto del clima que se generó a partir del domingo pasado a la noche y errores en los escenarios delineados por los inversores al calor de encuestas que resultaron erradas. Dado que el dólar no estaba atrasado, su reciente salto y potencial crecimiento, **generará una aceleración de la inflación y mayor incertidumbre futura** que, según sean las medidas del gobierno y cómo las reciban los agentes, podría provocar una espiral dólar-precios de consecuencias muy negativas.

Adicionalmente, deben tenerse en cuenta **los vencimientos de capital e intereses de deuda pública y privada**, los cuales requerirían un tipo de cambio real más elevado en caso de que no se puedan renovar o reperfilar.

Por ese motivo es que, para poder estabilizar el tipo de cambio en un nivel que no sea excesivo con respecto al equilibrio, **se requiere inexorablemente la reversión de las expectativas y de la confianza de los agentes**. En otros términos, **si los residentes siguen dolarizando carteras**, las exportaciones crecen al ritmo de los últimos 10 años, no se revierte la confianza de los mercados de capitales en el país, y se desea crecer al menos 3%, **el tipo de cambio real deberá ser bastante superior al actual**.

Otras consideraciones corresponden realizar para concluir el análisis. Primero, estimaciones preliminares indicarían que la diferencia entre **la productividad horaria laboral del sector industrial** argentino y el norteamericano sería de -

⁸ Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA del mes de julio pasado, la mediana del crecimiento del PIB para este año es de -1,9%. Según el INDEC, el saldo de la balanza comercial del I trimestre se revirtió (pasó de US\$ -2.373 millones en 2018 a US\$ 2.016 millones en 2019). La balanza de servicios tuvo un saldo negativo de US\$ 1.706 millones, 50% menor al de igual período del año pasado efecto, fundamentalmente, de la caída del déficit de la cuenta viajes y, en menor medida, del saldo en transporte.

0,3% anual⁹. Si bien no aparenta ser un valor excesivo, cuando se la acumula entre diciembre 2001 y agosto 2019 da un total de 6%. Agregado al dato de \$49, por ejemplo, lleva el dólar a unos \$52.

Finalmente, están **los términos de intercambio**. Un aumento de los precios de las exportaciones sobre el de las importaciones aumenta el poder de compra de los envíos argentinos. Entre diciembre de 2001 y segundo trimestre del corriente año, los términos de intercambio del país **crecieron 53%**. De esto puede inferirse que, si se toman en cuenta esa variación de precios y la pérdida de productividad, el tipo de cambio de equilibrio del sector mercancías -excluyendo el efecto negativo de las retenciones- podría ser de \$33.

4. Conclusiones

El tipo de cambio de \$46-\$48 de la primera semana de agosto no estaba lejos del tipo de cambio de equilibrio, si se toman en cuenta los factores de corto y largo plazo que lo presionan al alza (la dolarización y la salida de capitales, la menor productividad relativa del sector industrial), y lo deprimen (mayores términos de intercambio).

Con ese nivel de tipo de cambio **se podía crecer a una tasa del 3%-5% sin enfrentar una crisis de balance de pagos si se lograba restablecer la confianza de los agentes**, y se orientaban los incentivos económicos para favorecer la inversión privada y las exportaciones. Lamentablemente, **diversos factores no despejaron el horizonte de los agentes**, y, por lo tanto, no se produjo ni una reversión de los flujos financieros ni una mayor confianza en el peso.

Es más, **los resultados de las PASO impulsaron una disparada del dólar** que, como **el gobierno no acertó en su estrategia inmediata para controlarla**, tendrá un impacto muy negativo en la inflación, la actividad económica y las expectativas de todos los agentes, reduciendo la probabilidad de un escenario de cierta estabilidad económica para los próximos meses y, por ende, de la posibilidad de reelección del Presidente.

PANORAMA INTERNACIONAL

RIESGO DE RECESIÓN GLOBAL

Héctor Rubini

La tregua comercial entre EE.UU. y China se ha roto y es inevitable una guerra de depreciaciones de monedas. Los bancos centrales de cada vez más países están bajando sus tasas de interés para tratar de evitar una gran recesión mundial.

El presidente Trump sigue tratando de fortalecer su liderazgo interno de manera algo sobreactuada, pero sin desviarse de su objetivo de lograr la reelección en los comicios de noviembre del año pasado.

Luego de arremeter con nuevos aranceles contra importaciones provenientes de la India, inició una doble “cruzada” contra la República Popular China y la Reserva Federal, con resultado variado.

En el caso de la autoridad monetaria, se trata de la primera baja de la Fed Funds Rate en los últimos 11 años para señalar una baja gradual de tasas que apunta a frenar el flujo de capitales a los EE.UU. y las presiones hacia una persistente apreciación del dólar. Pero para Trump la tasa de control monetario debió haber sido objeto de un mayor recorte que la baja del rango entre 2,25% y 2,50% a uno entre 2% y 2,25%. Tanto el titular de la Fed, Jerome Powell, como el resto de los miembros del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal saben que Trump se va a poner más insoportable a medida que se acerca inexorablemente noviembre de 2020, mes en el que intentará ser reelecto.

El presidente tiene como idea central la de mostrar que sus políticas permitirán alcanzar y sostener en el tiempo un crecimiento del PIB superior al 3% anual y por varios trimestres. Algo que no pudo lograr con la reciente rebaja de impuestos. A su entender, la culpa es de la Reserva Federal que al no forzar una mayor baja de las tasas de interés, está desincentivando la inversión y el consumo, pero con sus twitts está erosionando fuertemente la independencia de la Reserva

⁹ Estimaciones realizadas a partir de la productividad física horaria del trabajador del sector manufacturero del *Bureau of Labor Statistics* y del INDEC. Debido a las diversas metodologías de cálculo y las pocas observaciones con que se contó (años 2002-2010), el dato expuesto debe ser tomado con suma precaución.

Federal. Una mala noticia para la economía global: si Trump decide entrar en una guerra de monedas necesitará manipular a la autoridad monetaria, pero perdería la credibilidad que ha consolidado en las últimas cinco décadas. Por si quedaban dudas de que la independencia de la Reserva Federal está agonizando, Donald Trump twitteó que la Reserva Federal “debe aplicar mayores y más rápidas bajas de tasas, y detener ahora su ridículo ajuste monetario”, y calificó a su conducción como incompetente. **El Tesoro, a su vez, emitió un comunicado calificando al gobierno chino de “manipulador cambiario”.**

Ahora bien, al día siguiente de la baja de tasas, el presidente Trump anunció un arancel de 10% sobre importaciones de origen chino por U\$S 300.000 millones, aparte de otras por U\$S 250.000 millones que pagan un arancel de 25%. También anunció que la tasa del nuevo arancel a ser aplicado desde el 1° de septiembre será incrementado poco después al 25%.

La República Popular China, en respuesta anticipó la suspensión de compra de bienes agropecuarios de origen estadounidense y dejó de intervenir en los centros *offshore* donde opera con sus reservas internacionales dejando que el dólar suba desde el inicio de las operaciones de 6,89 yuanes a 7,03 yuanes, aunque luego fluctuó entre 7,06 y 7,14. Una medida que **ha tenido más impacto que las ventas de bonos del Tesoro de EE.UU. de bancos del gobierno chino y sus uevas compras de oro.**

Según Hu Xijin, editor jefe del diario taiwanés Chinese Times, esto indica un giro drástico de la política exterior china: ya no se focalizará más en controlar la escalada de la guerra comercial con EE.UU., sino en una estrategia de seguridad nacional para una guerra comercial muy prolongada. El gobierno chino descuenta que Trump será reelecto, pero también que no podrá profundizar su agresividad comercial sin provocar daños en la economía estadounidense.

Para su reelección Trump se ha propuesto hacer crecer la economía a más del 3% anual vía la expansión del crédito y bajar tasas de interés como a los niveles de la Unión Europea, y en línea con las decisiones recientes de otros bancos centrales como los de Nueva Zelanda a 1%, Tailandia a 1,5% y la India de 5,75% a 5,4%. Algo que en los últimos días ha sido imitado por varios otros bancos centrales del resto del mundo.

Cuáles son los bancos centrales que mueven tasas de interés

Entre mayo y agosto la mayoría de los bancos centrales del mundo ha reducido sus tasas de interés anuales de control monetario. Sólo la han aumentado los bancos centrales de Argentina (a 75%), República Checa (a 1,75%), Gran Bretaña (a 0,75%), Noruega (a 1,25%), Pakistán (a 13,25%) Rumania (a 2,50%), (Trinidad y Tobago a 5%) y Zambia (a 10,25%).

Los bancos centrales que la han mantenido constante en los últimos tres meses han sido los de Albania, Canadá, República Popular China, Colombia, Dinamarca, Egipto, la Unión Europea, Hungría, Israel, Japón, Polonia, Suiza. Entre los que han bajado las tasas en estos tres meses se encuentran la mayoría de los bancos centrales del mundo.

Además de la Reserva Federal estadounidense, lo han hecho las autoridades monetarias de Arabia Saudita, Australia, Azerbaiyán, Bahrein, Bielorrusia, Brasil, Chile, Corea del Sur, Hong Kong, India, Islandia, Jamaica, Jordania, Malasia, Nueva Zelanda, Paraguay, República Dominicana, Ruanda, Rusia, Serbia, Sri Lanka, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Tayikistán, Turquía y Ucrania.

Nadie discute la supremacía estadounidense en materia tecnológica y militar, pero da la impresión de que la administración Trump está asumiendo riesgos que pueden escapar a su control y sin consecuencias positivas a la vista. Algo que en parte empezó a entender el equipo de Trump, aunque eso no es garantía de nada.

En esta semana el presidente de los EE.UU. sugirió que postergaría para diciembre o después la suba de aranceles prevista para septiembre, **pero ha lanzado otra amenaza: la intención de retirar de los EE.UU. de la Organización Mundial del Comercio (OMC).** Sería un duro golpe para lo que queda en pie de la globalización iniciada a fines de los años '80, y el prolegómeno del retorno al bilateralismo comercial del período de entreguerras a una gran recesión mundial. Algunas señales de los mercados financieros ya lo están descontando:

- a) Se mantiene la posición “invertida” de la curva de rendimientos de bonos del Tesoro de los EE.UU. (tasas de corto plazo con nuevas bajas de las tasas largas: este miércoles la Tasa Intena de Retorno de los bonos a 30 años cayó a su récord histórico de 2,015%, y
- b) Los mercados bursátiles, en general no muestran reversion de la tendencia descendente insinuada en los últimos dos meses. El índice MSCI Global se encuentra en baja en todo lo que va de agosto.
- c) Las mencionadas bajas de tasas de interés de la mayoría de los bancos centrales del mundo no han revertido esta tendencia a la desaceleración y eventual recesión mundial. Todo indicaría que aun con tasas de interés negativas y más negativas, poco sería el aporte de los bancos centrales para revertir este escenario.
- d) Gran Bretaña se encamina a un Brexit sin acuerdo con la Unión Europea.
- e) En Alemania las exportaciones están en baja, y el PBI de ese país registró en el segundo trimestre una contracción de 0,1%.
- f) China ya ha descontado una desaceleración del crecimiento de su PBI a 5% el año próximo. Ya en julio la producción de la industria manufacturera registró en ese país una caída interanual de 4,8%, la mayor de los últimos 17 años.

En breve: el escenario internacional sigue enrarecido y poco favorable para la expansión del comercio y de las exportaciones de los países emergentes. Algo que, en principio, se descuenta que va a prevalecer al menos hasta el segundo semestre del año próximo.

EL REINO UNIDO MÁS CERCA DE UN BREXIT SIN ACUERDO

Leandro Marcarian

Con Boris Johnson como Primer Ministro, el Reino Unido se acerca peligrosamente al peor de los resultados, un Brexit sin acuerdo. Los mercados se anticipan apostando en contra de la libra. La posibilidad de entrar en recesión asoma. La unidad del Reino también podría estar en riesgo.

1. Introducción

El pasado 23 de julio Boris Johnson ganó la elección del partido conservador y fue proclamado Primer Ministro de Gran Bretaña. Johnson llega al 10 Downing St tras el fracaso de su predecesora, Theresa May, quien, tras tres votaciones en el Parlamento, no pudo ratificar un acuerdo de divorcio con la Unión Europea (UE). El fracaso parlamentario dejó herido de muerte al gobierno de May y precipitó la llegada al poder de uno de sus ex asesores y principales promotores del Brexit.

Johnson es, como mínimo, un personaje controversial de la política británica. Durante los últimos años, fue acusado de misógino, xenófobo y siempre mantuvo una posición muy dura con respecto al divorcio con la UE. El hecho de que se haya convertido en Primer Ministro, por ende, hace que sea cada vez más probable que el resultado final sea un hard Brexit. Esto significa, una salida desordenada y sin acuerdo, dejando al comercio exterior entre las partes, regulado solamente por las normas de la OMC. La última extensión para cerrar un acuerdo de divorcio que había conseguido May tiene fecha límite este 31 de octubre. Para Johnson, se está haciendo tarde demasiado temprano.

2. Un poco de contexto; el acuerdo de divorcio que no pudo aprobar May

El acuerdo negociado por May tenía dos partes. Una era el acuerdo vinculante de retirada. La otra, un conjunto de principios no vinculantes para guiar futuras negociaciones. Según el plan, el Reino Unido debía permanecer dentro de una unión aduanera con la UE durante un período no especificado. Esto habría mantenido el comercio entre ambas partes prácticamente inalterado, al menos en términos de trámites, tarifas y trabas burocráticas. Las dos partes no habrían tenido que imponer aranceles a las importaciones del otro, aunque si eran libres de gravar las importaciones de otros países. Sumado a esto, el Reino Unido habría retenido el acceso completo al mercado de capitales europeo. Es decir, hubiera podido seguir brindando los servicios financieros en los cuales se especializa, sin ninguna alteración ni imposición de aranceles.

Con respecto a los residentes no nacionales en ambas partes, los 3 millones de ciudadanos europeos que viven en el Reino Unido podrían seguir viviendo y trabajando en el país sin visas de trabajo, al igual que los 1.3 millones de ciudadanos del Reino Unido que viven y trabajan en los otros países de la UE. Se deberían seguir cumpliendo con todas las normas ambientales, sociales y aduaneras de la UE, pero se evitaría la frontera entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda.

Sin embargo, el plan de May no permitía al Reino Unido prohibir la libre circulación de personas desde la UE. Esa fue una de las razones principales por la que se votó por el Brexit. Dado que el plan de May no devolvía al Reino Unido total control sobre sus fronteras, sumado al hecho de que hubiera presión para que el acuerdo permitiera al gobierno negociar acuerdos comerciales de manera independiente, por fuera el UE, con terceros países, hicieron que el plan de May fracasara en el parlamento.

Johnson está jugando un juego complejo y riesgoso, algunos hasta dirían que está jugando con fuego. El Primer Ministro se ha pronunciado varias veces a favor de un hard Brexit sin acuerdo, minimizando las consecuencias para la economía británica, con la esperanza que los negociadores europeos sean los primeros en ceder. Sin embargo, los desafíos que este tipo de resultado supondrán para el gobierno de Johnson serán inmensos. A continuación de destallan los más sobresalientes.

3. *La frontera entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda, la posición de Escocia y la unidad del Reino*

Un hard Brexit significaría que las Irlandas se encuentren en distintos regímenes regulatorios y aduaneros. Esto significaría que los productos deberían ser controlados en la frontera, lo que a su vez significaría la necesidad de imponer controles duros en los pasos fronterizos entre ambas Irlandas. Existe también una cuestión operativa. Al día de hoy existen más de 300 pasos fronterizos oficiales entre las Irlandas. Según el jefe de la policía de Irlanda del Norte, el hard Brexit supondría necesariamente una escasez de recursos humanos para contróloslos, al tener que imponer controles duros, que hoy no existen y, por lo tanto, no demandan personal. Vale recordar que lo no existencia de éstos fue una de las condiciones que se impusieron para terminar con el conflicto armado entre las Irlandas. O sea, Brexit puede hacer resurgir viejos resentimientos nacionalistas entre los distintos integrantes del Reino Unido, con la posibilidad de una ruptura política.

Un detalle no menor es el resultado del referéndum de 2016. Mientras que Inglaterra y Gales votaron a favor del Brexit, Escocia e Irlanda del Norte votaron en contra. La posición escocesa queda más que clara ante las declaraciones de la Premier escocesa Nicola Sturgeon, previa a su primera reunión con Johnson.

Según ella *"El pueblo de Escocia no votó por este gobierno conservador, no votaron por este nuevo primer ministro, no votaron por el Brexit y ciertamente no votaron por un Brexit catastrófico sin acuerdo, para el cual Boris Johnson está planeando"*. La posibilidad de que tanto Escocia¹⁰ como Irlanda del Norte presionen más fuerte por su independencia es ahora más alta que nunca.

Johnson insiste en que el tema de la frontera de Irlanda puede ser discutido tras el divorcio de Europa. La Unión, por su parte, no aceptará avanzar con el divorcio hasta no tener una definición sobre este tema. En resumen, sigue sin haber un avance sustancial en relación a lo que dejó May.

4. *El costo del divorcio estimado en 39 billones de libras*

Uno de los legados de May fue el cálculo del costo del divorcio entre la UE y el Reino Unido. Este monto surge de los compromisos previamente adoptados por el Reino Unido, a través de presupuestos plurianuales, con la UE. En particular para obras de infraestructura y el fondo de pensión de los funcionarios de la UE. Johnson ha declarado que los *"39 billones deben ser mantenidos en un estado de ambigüedad creativa"*. La intención del Premier británico es retener ese dinero y usarlo como mecanismo de negociación. Obviamente la UE respondió fuertemente a esto, aclarando que no iniciará ningún tipo de negociación comercial hasta que tanto se solucione este tema, como el de la libre movilidad de personas y el de la frontera irlandesa. A su vez, el no pago abre la puerta a represalias legales por parte de la Unión.

¹⁰ Escocia celebró un referéndum para decidir sobre su independencia del Reino Unido en 2014. El voto independentista perdió por 44.7% a 55.3%. El principal argumento en contra de la independencia era que implicaba dejar la UE.

Mientras que Johnson acepta que un hard Brexit sería una “disrupción” para la economía británica, también afirma que no sería costoso si se llega bien preparado. Esto choca con prácticamente todos los pronósticos existentes, tanto privados como del mismo sector público.

La propia Oficina de Responsabilidad Presupuestaria del gobierno británico estimó que un Brexit sin acuerdo empujaría a la economía a una recesión. Sin embargo, Johnson se mantiene optimista. Apuesta a poder mantener las relaciones comerciales inalteradas con Europa gracias a un artículo del derecho comercial, llamado artículo 24, que, según él, permitiría mantener el estado de tarifas cero, mientras se negocia un acuerdo comercial. Sin embargo, el argumento falla por tres razones. Primero, no es automático. La UE debería aceptar que se invoque dicho artículo. Segundo, que solo regula sobre bienes, no sobre servicios. Y tercero, que la UE ya se proclamó en contra del mismo, en caso de que haya un Brexit sin acuerdo. Por ende, la probabilidad de mantener las tarifas en cero tras un Brexit sin acuerdo, también parecen ser cero.

5. Reacciones y pronósticos

Las declaraciones hechas por el flamante Primer Ministro, apenas asumió, sumadas a las inconsistencias en sus argumentos antes descriptas tuvieron la reacción esperada de parte del mercado. En su primera semana en gobierno, la libra se desplomó frente al dólar y al euro.

Tras meses de relativa calma cambiaria, la libra se depreció aproximadamente un 3% frente al dólar. Nuevamente Johnson incorpora la información a su propia manera, declarando que esto es una buena noticia para los exportadores del Reino. Lo que omitió de decir es que Gran Bretaña es un importador neto con respecto a Europa, y algunas de sus principales importaciones son alimentos y medicamentos. Por ende, esta devaluación, de ser transferida a precios empeoraría el poder adquisitivo del asalariado británico.

GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DÓLAR AMERICANO/LIBRA ESTERLINA



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Por su parte, RAND Corporation, un Think Tank de políticas públicas con base en California desarrolló estimaciones sobre posibles escenarios para las economías británicas y de Europa. Los escenarios planteados son un *hard* Brexit¹¹, el cual parece asomarse con mayor probabilidad, y un tratado de libre comercio entre las partes. Los principales resultados¹² se pueden ver en las siguientes tablas.

¹¹ En este escenario, el país se vería obligado a renegociar más de 750 acuerdos comerciales. Peor aún, la inmediatez con la que se tendrían que imponer barreras aduaneras impondrá un costo de gestión imposible de manejar. De darse un *hard brexit* se espera que los retrasos en la aduana generen desabastecimiento de productos básicos como remedios y alimentos. (IEM Abril 2019)

¹² Los resultados reflejan el cambio acumulado en relación al estatus quo actual, es decir, la diferencia acumulada entre el escenario propuesto y la actual tendencia de la economía británica y europea, a 10 años de comenzado el Brexit.

	Comercio según reglas de la OMC		UK-UE Tratado de Libre Comercio	
	UK	UE27	UK	UE27
Variación en Comercio	\$ -107B	\$ -109B	Variación en Comercio	\$ -26B
Variación en IED	\$ -15B	\$ -8B	Variación en IED	\$ -10B
Variación en PBI per cápita	-\$3362	-\$395	Variación en PBI per cápita	-\$1399
% variación en PBI explicado por comercio	-4,0%	-0,7%	% variación en PBI explicado por comercio	-1,0%
% variación en tasa de crecimiento del PBI	-44,7%	-7,3%	% variación en tasa de crecimiento del PBI	-18,6%
% total de variación en PBI	-6,7%	-1,0%	% total de variación en PBI	-2,8%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de RAND

El escenario sin acuerdo, dejando al comercio regulado simplemente por las reglas de la OMC, es el más dañino, tanto para la economía británica como para la europea. El hard Brexit que tanto promociona Johnson dejaría al PBI británico casi un 7% por debajo de la tendencia actual, en los próximos 10 años. El efecto se reduce a menos de un 3% menor, de conseguir un tratado de libre comercio. Los efectos en el comercio entre las partes serían hasta un 75% menores de poder negociar un tratado de este tipo. A Johnson le quedan menos de tres meses para negociar el divorcio con la UE. El mismo ha aceptado que el Brexit tendrá efectos nocivos de corto plazo. La pregunta es qué tan profundos y duraderos serán.

NOTA ESPECIAL

EL BORRADOR DE ACUERDO QUE NEGOCIARON LA UE Y EL MERCOSUR

Jorge Riaboi

Saber cuál es el progreso alcanzado el último 29 de junio con la adopción del texto que servirá para ensamblar el Acuerdo birregional de Libre Comercio (ACL) entre la Unión Europea (UE) y el MERCOSUR, no es una tarea simple, al alcance de todos. Es como leer la receta del médico sin ser farmacéutico y presumir que uno conoce las propiedades del remedio y el alcance de la terapia. Por eso llamó la atención que hubiese tantos heroicos opinantes dispuestos a hablar en favor y en contra del proyecto, suponiendo que estaba en juego la gran batalla entre el cierre y la apertura económica, sin haber leído los borradores, ni tener la menor experiencia profesional para juzgar sus disposiciones de contar con tal documentación. Ante semejante cuadro, no resulta mala idea conseguir los textos disponibles y mirar lo que hay adentro. La Ley de Murphy es más precisa: “cuando haya agotado todas las demás alternativas, despliegue el prospecto y lea las instrucciones”.

Hasta ahora, salvo un par de aportes, nadie escarbó con objetividad en el análisis de las reglas ni en el valor real de las concesiones específicas que se definieron en Bruselas. Quizás por ello sería importante indagar sobre los compromisos efectivamente adoptados; evaluar la importancia y bondad objetiva de los insumos que se proyecta introducir en el ACL y ponderar la viabilidad de todo el ejercicio. En algunos casos resulta evidente la tendencia a esconder la manipulación proteccionista como desarrollo sostenible, la lucha contra el cambio climático o la protección ambiental y laboral. Por la longitud del texto analizado, se optó por práctico ilustrar lo dicho con ejemplos ilustrativos, como el verdadero alcance de la tan mentada cuota de carne.

El lenguaje de los resultados parece un buen atajo para entrar en materia. La Comisionada de Comercio de la UE, Cecilia Malmström, lo resolvió con admirable sencillez el 29/7/2019 en el diario Clarín de Buenos Aires: “...Y en agricultura lo que cedemos es bastante modesto..”. Más que modesto es casi nada y las concesiones pueden quedar neutralizadas por la parafernalia de disposiciones limitativas que hay en el proyecto de reglas. Los insumos del proteccionismo regulatorio de tanto arraigo en la cultura europea que se incorporaron al texto en debate, pueden suponer

más un retroceso que una ventana de oportunidades para el intercambio birregional. Y salvo que se opte por considerar al ACL como el pago necesario de ser parte del mundo, lo que sería la más ingenua de las torpezas, la calificación objetiva de este proyecto dista de ser alta.

Como es habitual, los precedentes comentarios apuntan a diferenciar las restricciones no arancelarias de las medidas lógicas y legales dirigidas a preservar y hacer uso sostenible de la diversidad biológica, la mitigación del cambio climático, el respeto a las reglas laborales de la OIT y abrazar, con una visión creadora de comercio, el genuino desarrollo sostenible. En otras palabras, se trata de no mezclar objetivos prioritarios, deseables y legítimos, con acciones de rampante proteccionismo europeo o latinoamericano. Los borradores adoptados no cambian un ápice el contexto histórico de la política comercial.

Por el tenor de las declaraciones emitidas, es obvio que la casi totalidad de sus autores están desconectados de la política comercial en su planos agrícola, los obstáculos técnicos al comercio, el comercio de servicios, las exigencias del complejo debate sanitario y fitosanitario, las negociaciones globales sobre compras del sector público, la aplicación de las normas sobre defensa de la competencia o el minucioso y complejo debate sobre derechos de propiedad intelectual. Parecen creer que con recibir los primeros sacramentos sobre globalización e integración regional, y el manejo operativo de bases estadísticas primarias, están listos para saltar al ruedo. Para ellos vale un “perdónalos Señor, no entienden lo que dicen o están dispuestos a firmar”.

Repasemos los hechos. Es visible que los textos adoptados sólo cumplen la función de ser insumos o términos de referencia del consenso que permitirá elaborar el futuro proyecto de ACL de manera que, como dicen las respectivas aclaraciones y deslinde de responsabilidades oficiales (“disclaimers” en inglés), el contenido puede variar cuando se ensamble la futura versión del Acuerdo; se pongan por escrito las concesiones específicas de acceso a los mercados por partidas arancelarias y el nivel detallado de cobertura de acceso al mercado más las reglas ad hoc aplicable a cada producto (algo de esto se ve, pero no la totalidad del cuadro); y, en particular, cuando se termine el barrido legal de práctica (al que conviene mirar con lupa). Únicamente entonces habrá papeles oficiales que acordar, firmar y ratificar legislativamente según los ritos y exigencias de cada una de las partes. Esa es la tarea pendiente para tener Acuerdo vigente. Y eso va a tomar algún tiempo (Malmström habla de un año y medio en el caso de la UE, pero a ella le quedan pocas semanas de gestión en su puesto actual, por lo que no estará en funciones al ponerse en marcha la maquinaria interna de la UE).

Mientras tanto habrá que ver como siguen las cosas una vez producido el cambio de autoridades en la UE y en al menos dos de los cuatro socios el MERCOSUR.(Uruguay y Argentina). También será necesario observar qué hará el Presidente Jair Bolsonaro con su promesa de no innovar en lo que respecta a la membrecía de Brasil en el Acuerdo de París sobre Cambio Climático, ya que sin cumplir ese requisito Bruselas tiene la excusa perfecta para decirle “chau al Acuerdo birregional”, y cuánto acepta del paquete en juego. Las recientes noticias sobre el reciclaje de la región amazónica no ayudan mucho a esta causa (la deforestación y otras tareas similares en beneficio de la explotación comercial de la tierra en Brasil, aumentó a un ritmo del 38 % en los últimos meses). A ello se agrega las advertencias del Presidente Donald Trump y del Secretario de Comercio de Estados Unidos, que el 30/7/2019 le dijeron a los gobernantes de Planalto “ojo con lo que firman”, porque si es incompatible con nuestros puntos de vista agrícolas o sobre indicaciones geográficas por ejemplo, no nos va a interesar un ACL con ustedes.

Hablar de la “economía social de mercado” de la UE (como lo hizo en un prolijo folleto de presentación la recientemente designada Presidente de la Comisión, quien asumirá sus funciones el próximo 1/11/2019), no agrega mucho. El proteccionismo regulatorio europeo, cuyas normas el MERCOSUR se propone aceptar, es lo que llevó a suspender en la época de Barack Obama (segunda mitad de 2016) las negociaciones del mega-Acuerdo de Asociación Transatlántica con Estados Unidos. Es también lo que encalló, tácticamente, el avance real del Acuerdo al que llegaron los Presidentes de Estados Unidos y de la Comisión de la UE, Donald Trump y Jean-Claude Juncker, definido el 25 de julio de 2018 en la Casa Blanca. Al redactarse esta columna, la brillante y nueva Directora General de Comercio de la UE, doctora Sabine Weyand, estaba haciendo malabares en Washington para explicar por qué la región que representa no puede negociar agricultura con ese país (fue el 22/7/2019 en el Centro de Estudios Internacionales y Estratégicos, cuya sigla inglesa es CSIS). Por otra parte, en una de mis columnas en El Economista anticipé ciertas ideas de la reemplazante del actual Presidente de la Comisión de la UE, la doctora Úrsula von der Leyen (edición del 23/7/2019), un personaje que todavía no parece conocer a fondo lo que se cocina en el Euro-Parlamento acerca de política comercial.

Un poco de historia. Quienes inauguramos el proceso de negociación del ACL con la Unión Europea (UE) en la primera mitad del año 2000 (en mi caso como portavoz accidental del MERCOSUR), no nos propusimos cambiar la cultura

del Viejo Continente. Tampoco nos movió el interés de aceptar e incorporar los ritos proteccionistas de nuestros socios potenciales a la ya maltrecha y desactualizada política comercial de la región. La idea era hacer un buen trato y neutralizar los obstáculos que impedían e impiden lograr condiciones competitivas de acceso a ese mercado, sin evangelizar ni ser evangelizados.

La idea era establecer un gran patio de negocios e inversiones, así como de cooperación tecnológica, e incorporar todo lo bueno que podíamos y podemos aprender de nuestros potenciales socios europeos sin acoplarnos a sus nocivas prácticas comerciales. Casi dos décadas después, el arsenal proteccionista de Bruselas se multiplicó hasta lo indecible, realidad que exige desarrollar un complejo y detallado conocimiento de lo que, me permito suponer, la mayoría de los actuales opinantes no suele presumir. En ese momento se concibió un enfoque MERCOSUR destinado a ampliar las exportaciones de bienes y servicios de origen regional al Viejo Continente y presentar adecuada reciprocidad a la UE. Ello implicaba bajar a cero o a niveles comercialmente viables todos o la mayor parte de los aranceles de importación vigentes para los productos de nuestro interés comercial (no un festival de cuotas tarifarias engañosas y de humillante volumen), una tarea que sería estéril sin neutralizar, desde el inicio, las creativas y complejas facetas de proteccionismo que se esconde en las reglas y compromisos no arancelarios.

Entonces se entendía que apuntar más abajo era generar un frívolo espejismo. Que hubiera sido engañarnos y engañar a nuestras sociedades. Ese ejercicio no podía quedar parado en un acuerdo donde ambas partes se comprometieran a bajar aranceles, si una de ellas se quedaba con la posibilidad de subsidiar directa o indirectamente la producción y las exportaciones (práctica inaceptable cuando se discute un Acuerdo de Integración Regional, por cuanto al final del camino el comercio exterior se convierte en comercio interno). El tema subsidio a las exportaciones está sólo parcialmente bajo control, después de la Decisión adoptada en la Conferencia Ministerial de la OMC realizada en Nairobi.

En mi caso, esos enfoques no están sólo inspirados en ejercicios de simulación académica. Tuve el privilegio de suscribir la parte de Cuota Hilton (11.000 toneladas) que la Argentina obtuvo en la Ronda Uruguay en virtud de las gestiones que hizo mi ejemplar colega Néstor Stancanelli, un proceso en el que mi tarea fue cerrar y firmar. También me correspondió negociar y suscribir el paquete de Ronda Uruguay acordado con los Estados Unidos que incluyó las cuotas de carne (20.000 toneladas), tabaco (11.000 toneladas, originada en un panel que un grupo de países le ganamos a Washington), quesos, maní, pasta y manteca de maní y otras concesiones (incluido en ello el complejo debate sobre la renta de la cuota). Ninguno de nosotros supuso que tales volúmenes de exportación de carne harían saltar la térmica del mercado sectorial estadounidense. Lo único que pensábamos entonces es que las 20.000 tns de cuota estadounidense obtenidas en la Ronda Uruguay representaban un negocio interesante y una carta de presentación global para nuestra producción exportable en ese y otros importantes mercados mundiales, ya que era indispensable el masivo reconocimiento de nuestro status sanitario y de calidad. Era un ciclo en el que se negociaba fuerte y había delivery.

Ese MERCOSUR tenía claro un par de cosas. La primera, que los compromisos de un ACL deberían ser OMC plus y por lo tanto superar los activos que las partes ya tenían en la OMC, porque se entendía que era tonto negociar los derechos y obligaciones que ya eran exigibles en un foro de entidad muy superior al de un ACL (el texto de los actuales borradores habla mucho y casi todo el tiempo de aplicar bien lo que ya tenemos, idea que no es criticable, pero que se puede y debe llevar a cabo seriamente en Ginebra, sin invertir veinte años en negociar pavadas). Los trabajos de seguimiento y aplicación se deben y pueden hacer en una OMC sólida, razón por la que si no se agrega un serio paquete de liberalización, no se requiere crear una gendarmería paralela como la que ahora están discutiendo China y los Estados Unidos (en esto Washington se equivoca en el nivel de ambición, no el diagnóstico).

Y, en segundo lugar, fuimos conscientes de que la apertura de mercados atrae inversiones como resultado de muchas cosas, pero no por los motivos que acaban de enumerar algunas voces oficiales (en un reciente número del Informe Económico Mensual de la Universidad del Salvador me referí a los puntos de vista europeos sobre estos temas).

No suena lógico suponer, como hemos escuchado y visto en las últimas semanas, que la captación de inversiones de México sea atribuible sólo a su integración global, la que es importante pero no define el curso sustantivo de su intercambio, el que entre 2013 y 2017 creció a una tasa anualizada del 2 por ciento (algo que está muy lejos de ser una tasa china o asiática). El comercio de ese país depende vitalmente de las dos economías restantes del actual y futuro NAFTA (el USMCA o T-MEC), en tanto absorben el 78, 2 por ciento de sus exportaciones totales (Estados Unidos 73% y Canadá 5,2%, en cifras del 2017), y de las facilidades de obtención de energía y mano de obra competitiva que tiene el país (que cuando empieza el futuro NAFTA dejará de serlo) y a la posibilidad de desplazar su comercio por vía terrestre (y marítima) a esas dos plazas económicas. Así consiguió montar, por ejemplo, la cuarta industria automotriz del planeta. La inserción

global es una condición necesaria, pero sin duda insuficiente para entrar con facilidad a nuevos mercados. Además, México consiguió esa evolución en el marco de un proceso de reforma persistente y racional a lo largo de los últimos 35 años, con sujeción a numerosos ajustes y a la incorporación selectiva, muy selectiva, de las buenas prácticas internacionales. Alemania es uno de los principales destinos mexicanos de exportación y sólo absorbe el 2 por ciento de sus ventas totales. Como expliqué en mis escritos, la integración de Europa tanto con Chile como México, no son motivo de reacciones populares adversas en el escenario político y parroquial de ese continente; el MERCOSUR sí lo es para quienes emitieron opinión en el Euro-Parlamento.

En mis artículos periodísticos señalé que la cuota de carnes negociada por el MERCOSUR con la UE no vale 99.000 tns como dice la versión oficial sino, a lo sumo, entre 70 y 72.000 tns. Ello sucede porque el tonelaje se calculó como peso en carcasa. Además, el MERCOSUR debería resolver ciertos temas. Primero, cuánto le toca a cada Miembro y, segundo, el verdadero contenido de la cuota, ya que sólo algo más de la mitad de ese acceso es aplicable a los cortes especiales (tipo Hilton). Y, tercero, cómo administrar las exportaciones para que la renta de la cuota, o sea el precio real de exportación, no se lo lleven los importadores. Mejor no comparar este resultado con lo que obtuvieron y pueden obtener otras naciones exportadoras de materias primas y manufacturas alimenticias.

La historia de esta cuota es sugestiva. Al empezar los preparativos para la congelada Ronda Doha, se dijo que la oferta global de carnes de la UE, lo que se llama su bolsillo único (single pocket) para esa segunda ronda, sería de 350.000 tns, cifras que muchos tomaron en serio (algún trascendido y un paper académico llegó a mencionar 480.000 tns). Todos los países que tarifaron (convirtieron en aranceles) sus restricciones no arancelarias en la Ronda Uruguay, debían crear una cuota tarifaria de acceso al mercado, con arancel 0 ó comercialmente viable, del 5 por ciento de su consumo doméstico (esto se llama acceso mínimo y era una obligación legal). En una nueva ronda era lógico que la UE propusiera algo similar a la anterior y corrija lo que no hizo bien en la Ronda Uruguay. Aún se discute si el volumen bruto de oferta regional es de 7 u 8 millones de tns anuales (5 por ciento de 7 millones de tns. da 350.000 tns), lo que sólo es una referencia. En otras palabras, que el MERCOSUR haya conseguido 99.000 tns. que en esencia valen 70 a 72.000 tns. es mejor que cero oportunidad, pero una limosna en términos de una negociación seria (reitero que esto lo acaba de decir Cecilia Malmström que representa a la UE, así que sería lógico esperar un mutis por el foro para quienes reparten otras tonterías sobre la ganancia de acceso al mercado).

¿Cómo es posible que la existencia de una cuota tarifaria adicional de carnes que equivale al 1 por ciento aproximado de la oferta anual de carnes de la UE, pueda provocar situaciones dramáticas para los gobiernos y los lobbies agrícolas de esa región? ¿Es este el resultado de una negociación seria? Cuando uno no sabe, pregunta.

Sin embargo, el problema central es el “inofensivo” capítulo titulado Emergency Measures (Medidas de Emergencia) que figura en los borradores adoptados el 29/6/2019, donde se habla de acelerar los procedimientos para adoptar tales medidas (estamos hablando de restricción o prohibición de importaciones a rajatabla). Al respecto, algunas observaciones: I.- seguramente los negociadores notaron y entienden el vínculo establecido entre el Acuerdo sobre Agricultura de la OMC y el Acuerdo sobre Medidas Sanitarias y Fitosanitarias (SPS). Se trata del Artículo 14 del primero de esos Acuerdos. ¿Ninguno se preguntó porque existe ese explícito vínculo?

La respuesta es natural. Las concesiones y las cuotas de acceso al mercado no tienen valor alguno si están sometidas a inmanejables problemas regulatorios. La experiencia de las cuotas de carne con Estados Unidos y la propia UE son bastante educativas al respecto, ya que tras conseguir la aprobación de tales cuotas, en algunos casos estuvimos penando por un cuarto de siglo para generar auténtico comercio (en otros, habilitar un establecimiento para exportar resultó una gestión titánica). II.- En ningún lugar los borradores dicen cómo y cuándo cesan los estados de emergencia, algo que constituye un enorme paso atrás respecto del enfoque o principio precautorio (que de por sí es una restricción altamente manipulable por la autoridad política), muy bien estructurado en el párrafo 5:7 (y en cierto modo el 5:6) del Acuerdo SPS. Ahí se habla de restricciones provisorias, dando a entender que la falta de conocimiento (principios y evidencias científicas, no las creencias en la religión verde del Viejo Continente) acerca de un determinado riesgo, permite adoptar medidas de emergencia o preventivas hasta que dicho riesgo pueda ser superado por nuevos conocimientos, lo que sucede todos los días en el mundo científico. Es un enfoque dinámico, no una canonjía a perpetuidad como ser escribano con registro en la CABA. Los borradores del Acuerdo birregional en danza no son claros al respecto y llama la atención que los negociadores del MERCOSUR dejen pasar semejante cosa.

En igual dirección van los comentarios sobre bienestar animal. Desde fines del siglo pasado la UE desplegó la teoría de que los ganados y aves de corral que alimentan al hombre son seres vivos y sufrientes, por lo que corresponde

evitarles el “stress” pre sacrificio. Por ejemplo, utilizando los métodos de sacrificio menos cruentos y las formas de transporte más compatibles con la bondad de trato. Algunos leemos esta doctrina como una forma de abultar los costos de procesamiento de la competencia importada, ya que en países de dilatada geografía, la generalización de esos métodos puede incidir en el encarecimiento de los costos y precios de exportación.

La hipocresía de ese enfoque no tiene límites racionales. Tanto es así que, con más de 24 millones de personas desocupadas en la post-crisis financiera y multisectorial de 2008/09, los mandos del Viejo Continente exhibieron mayor interés en ocuparse del bienestar animal que en darle protección social a los individuos de esa región. Sólo faltaría que a alguien se le ocurra proponer un consultorio de psicoanálisis y sacerdotes en los trenes y camiones, para que éstos puedan contener a los cerdos destinados a convertirse en jamón, bondiola y matambrito, a fin de que éstos lleguen con equilibrio emocional a sus ejecuciones utilitarias. No discuto la necesidad de tratar bien a los animales, sólo me preocupa tratar un poco mejor a la gente y a respetar la inteligencia de los seres humanos, inclusive de los negociadores en proceso de aprendizaje.

Alguien debería preguntar cuánto valen las concesiones de las 335 indicaciones geográficas y de origen adoptadas por los representantes de la UE y el MERCOSUR que benefician a los primeros (lo que significa darles un monopolio de hecho). También la cuota transitoria de 50.000 automóviles anuales concedidos al Viejo Continente durante el período de transición. O el valor previsto para las compras del Sector Público abiertas en esta negociación. Iguales dudas merecen las cláusulas de salvaguardia, en favor de la UE incluidas en los borradores y ciertos elementos de las reglas de origen.

Al hacer un repaso de este menú, sería deseable que los gobiernos se pregunten si la relación costo-beneficio de este paquete tiene algún parecido con lo que las partes andaban buscando. Si hallan que sí, sería maravilloso que no guarden los fundamentos de esta ecuación sólo para los iniciados y aquellos vinculados a los círculos concéntricos del poder. No hay economía capitalista sin transparencia. No hay democracia si los resultados de este enfoque son ajenos a la lucidez colectiva. Seguramente estas y otras verdades saldrán a flote en otros ejercicios de evaluación y reflexión práctica. Sería racional y prudente no escatimar tales esfuerzos.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2019		agosto				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
19	20	21	22	23	24	25
		<p>INDEC: Índice de Costo de la Construcción. Julio de 2019. Índice de Precios Mayoristas. Julio de 2019. Intercambio Comercial Argentino. Julio de 2019.</p>	<p>INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Junio de 2019. Canasta Básica Alimentaria y Canasta Básica Total. Julio de 2019.</p>			
26	27	28	29	30	31	01
			<p>INDEC: Índice de salarios. Junio de 2019. Ingreso nacional y ahorro nacional Año 2018.</p>			
2019		septiembre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
02	03	04	05	06	07	08
<p>BCRA: Informe de Seguimiento de la Meta de Base Monetaria Ministerio de Hacienda: Recaudación tributaria. Agosto de 2019.</p>	<p>BCRA: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)</p>		<p>INDEC: Índice de Producción Industrial Manufact. Julio de 2019. Indicadores actividad de la construcción. Junio de 2019.</p>	<p>BCRA: Informe Monetario Mensual. Bureau of Labor Statistics: Situación del empleo en EE.UU.</p>		
09	10	11	12	13	14	15
		<p>INDEC: Uso de la capacidad instalada industria. Julio 2019 Bureau of Labor Statistics: Precios mayoristas EE.UU. Agosto 2019</p>	<p>INDEC: Índice de Precios al Consumidor. Julio 2019 Banco Central Europeo (BCE): Reunión de Política Monetaria del Consejo de Gobierno del BCE Bureau of Labor Statistics: Índice de Precios al Consumidor EE.UU. Agosto de 2019</p>	<p>Bureau of Labor Statistics: Índice de Importación y Exportación EE.UU. Agosto de 2019</p>		

INDICADORES

Indicador	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19
Precios														
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	3,7%	3,1%	3,9%	6,5%	5,4%	3,2%	2,6%	2,9%	3,8%	4,7%	3,4%	3,1%	2,7%	2,2%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	4,1%	3,2%	3,4%	7,6%	4,5%	3,3%	2,7%	3,0%	3,9%	4,6%	3,8%	3,2%	2,7%	2,2%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	5,2%	4,0%	4,0%	7,0%	5,9%	3,4%	1,7%	3,4%	5,7%	6,0%	2,5%	2,4%	2,6%	2,5%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	3,9%	2,8%	4,1%	6,6%	5,1%	2,9%	2,8%	2,8%	3,8%	4,8%	3,2%	3,0%	2,6%	2,1%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	4,2%	2,9%	3,2%	7,8%	4,3%	3,2%	2,9%	2,9%	3,7%	4,3%	3,7%	3,3%	2,6%	2,1%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	3,7%	2,7%	3,7%	6,0%	5,3%	2,8%	2,4%	3,8%	3,4%	4,0%	3,7%	3,1%	2,8%	s/d
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	29,5%	31,2%	34,4%	40,5%	45,9%	48,5%	47,6%	49,3%	51,3%	54,7%	55,8%	57,3%	55,8%	54,4%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	26,9%	28,7%	31,2%	38,9%	43,3%	46,2%	47,7%	49,9%	52,5%	55,5%	58,0%	58,8%	56,7%	54,4%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	27,5%	31,0%	33,5%	40,4%	46,4%	49,6%	51,2%	53,0%	58,3%	64,0%	66,2%	64,9%	60,8%	58,1%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	29,5%	30,9%	34,2%	40,3%	45,5%	48,0%	47,1%	48,9%	50,7%	54,1%	55,1%	56,8%	54,8%	53,9%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	27,3%	28,7%	30,9%	38,6%	42,9%	45,6%	46,9%	49,0%	51,3%	53,9%	56,4%	57,4%	55,0%	53,9%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	29,8%	31,0%	33,6%	39,5%	44,6%	46,8%	45,5%	48,6%	49,7%	52,5%	53,4%	54,7%	53,3%	s/d
Expectativas de Inflación (UTDT)														
Mediana	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0	40,0	30,0	30,0	30,0
Media	35,8	32,2	35,3	40,4	39,9	38,3	35,7	39,2	36,9	40,8	40,6	36,6	34,5	31,9
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)														
Ingresos Totales	36,5%	25,6%	32,3%	36,6%	45,6%	35,4%	27,4%	38,7%	48,3%	33,3%	43,8%	53,0%	69,4%	s/d
Gastos Totales	22,1%	35,4%	18,7%	30,1%	40,5%	40,2%	27,9%	49,2%	51,2%	33,1%	45,3%	51,6%	42,6%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	33,9%	21,1%	26,4%	30,8%	39,8%	30,9%	27,7%	36,9%	42,5%	38,7%	46,3%	53,8%	72,7%	s/d
Gastos Primarios	26,8%	19,1%	20,8%	26,5%	30,4%	32,2%	21,9%	33,0%	29,3%	30,2%	36,2%	35,5%	37,1%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)														
Recaudación total	31,6%	23,7%	32,6%	32,0%	42,2%	33,7%	36,0%	38,9%	40,4%	37,3%	51,2%	47,8%	52,1%	53,4%
Dirección General Impositiva	46,9%	32,0%	45,3%	37,5%	56,3%	41,2%	49,4%	49,4%	43,2%	42,2%	55,0%	49,0%	43,4%	52,0%
Dirección General de Aduanas	48,3%	68,2%	40,6%	74,0%	63,4%	6,4%	9,5%	2,5%	8,9%	9,9%	16,5%	46,9%	31,1%	28,1%
Sistema de Seguridad Social	28,2%	20,9%	22,7%	22,4%	25,0%	23,1%	23,7%	28,5%	30,4%	27,3%	33,7%	32,2%	32,0%	39,9%

Indicador	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19
Confianza del Consumidor (UTDT)														
Indice	36,0	36,3	36,2	33,7	32,6	32,1	36,0	33,1	36,0	34,8	34,4	36,5	40,6	44,2
Var. % m/m	-0,3%	0,8%	0,0%	-7,0%	-3,1%	-1,7%	12,1%	-8,0%	8,9%	-3,5%	-1,1%	6,0%	11,2%	8,9%
Var. % a/a	-14,4%	-14,6%	-23,9%	-34,0%	-36,1%	-37,2%	-16,7%	-26,7%	-17,8%	-20,6%	-14,2%	1,1%	12,8%	21,9%
Indicadores de Actividad														
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-6,5%	-2,9%	-1,9%	-6,2%	-4,6%	-7,4%	-6,6%	-5,7%	-4,7%	-6,8%	-1,3%	2,6%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-1,6%	1,3%	1,3%	-2,0%	0,9%	-1,9%	0,4%	0,5%	0,1%	-1,3%	0,8%	0,2%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-4,7%	-31,0%	-35,8%	-44,1%	-50,0%	-57,9%	-46,4%	-53,4%	-58,8%	-57,6%	-60,9%	-63,1%	-34,1%	-15,8%
Var m/m, con estacionalidad	-17,2%	3,2%	-2,3%	-19,0%	-12,7%	-11,1%	46,3%	-38,0%	1,2%	10,9%	-15,5%	-1,8%	30,6%	7,5%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-6,7%	-4,3%	-7,3%	-9,3%	-3,0%	-8,0%	-10,7%	-10,3%	-6,4%	-12,1%	-9,1%	-5,7%	-5,6%	s/d
Var m/m, desest.	-2,6%	0,0%	-2,3%	-0,2%	0,3%	-1,7%	-1,6%	0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	1,9%	-1,3%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-8,1%	-6,4%	-6,1%	-12,6%	-8,4%	-13,8%	-14,8%	-10,9%	-8,5%	-13,4%	-8,8%	-7,0%	-6,9%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-0,1%	0,7%	0,0%	-3,8%	-6,4%	-15,9%	-20,6%	-15,7%	-5,3%	-12,3%	-7,5%	-3,5%	-11,8%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-5,4%	-7,5%	-12,0%	-14,4%	-17,3%	-30,4%	-31,8%	-20,1%	-13,2%	-16,3%	-17,1%	-12,1%	-13,9%	s/d
Var. % m/m, desest.	-9,1%	7,7%	-6,7%	-1,1%	-9,9%	-7,3%	-6,6%	3,3%	5,3%	9,7%	3,7%	-1,4%	-0,5%	s/d
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-3,0%	-5,8%	0,0%	-9,9%	-8,9%	-17,9%	-17,9%	-14,2%	1,5%	-12,0%	-5,1%	4,7%	-11,3%	5,4%
Indicadores del Sector Externo														
Exportaciones en USD	5.136	5.407	5.179	5.013	5.355	5.349	5.282	4.586	4.464	5.136	5.305	6.017	5.235	s/d
Var. % a/a	-0,3%	2,2%	-1,6%	-4,8%	1,4%	14,6%	15,4%	-4,7%	3,7%	-5,0%	1,9%	16,5%	1,9%	s/d
Importaciones en USD	5.458	6.179	6.310	4.699	5.077	4.365	3.913	4.214	4.004	3.953	4.174	4.644	4.174	s/d
Var. % a/a	-7,5%	2,3%	-0,1%	-21,2%	-18,2%	-29,2%	-27,1%	-26,5%	-22,9%	-33,7%	-31,6%	-28,0%	-23,5%	s/d
Saldo Comercial en USD	-322	-772	-1.131	314	278	984	1.369	372	460	1.183	1.131	1.373	1.061	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	215,7	207,3	207,4	200,2	203,8	200,6	202,3	204,6	204,6	203,0	202,5	199,9	213,3	s/d
Var. % a/a	10,5%	0,9%	5,6%	1,1%	2,6%	-0,2%	0,8%	0,7%	-3,9%	-6,5%	-9,4%	-12,2%	-1,1%	s/d

Indicador	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19
Indicadores Monetarios														
Base Monetaria (\$ M.M.)	1.065,5	1.110,7	1.197,1	1.270,8	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
Circulante	744,5	772,4	764,1	758,4	748,1	737,0	794,3	835,8	805,7	807,1	816,9	823,5	850,4	904,3
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	1.202,0	1.338,3	1.182,0	1.077,5	1.052,4	1.224,0	1.159,4	1.296,8	1.356,4	1.449,8	1.672,0	1.528,1	1540,1	1.700,8
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.049,8	1.001,9	920,3	766,6	751,1	769,2	737,8	806,2	884,8	951,9	992,9	1.020,6	1101,3	1.207,3
(b) Pasivos netos por pases	24,5	16,0	6,6	10,4	7,9	6,2	9,3	13,2	3,2	3,4	1,2	5,2	4,4	3,3
(c) Depósitos del Gobierno	127,8	320,4	255,1	300,6	293,4	448,6	412,3	477,4	468,4	494,5	677,9	502,3	434,4	490,2
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	53,3	60,1	55,9	50,3	49,0	52,6	57,0	66,2	67,0	68,0	72,7	67,7	64,2	66,4
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	11,4	14,0	11,5	12,3	13,6	12,4	14,0	14,8	14,3	14,6	15,5	16,9	16,4	14,7
(Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA)	54,1	53,1	53,5	61,7	65,3	61,7	58,1	51,5	51,2	51,8	52,4	56,5	60,3	59,6
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	26,5	27,6	30,1	38,6	37,1	36,5	37,9	37,4	38,4	41,4	43,2	44,9	43,7	42,5
Depósitos bancarios														
Saldos promedio mensuales														
Total depósitos (\$ M.M.)	2.940,2	3.095,8	3.307,5	3.600,4	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
Sector privado	2.212,3	2.323,1	2.448,7	2.696,5	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
Sector público	727,8	772,7	858,7	903,9	887,1	928,2	885,0	864,8	811,2	800,5	783,9	816,4	767,4	703,3
En moneda local (\$ M.M.)	2.140,2	2.237,2	2.357,6	2.416,5	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
Sector privado	1.514,8	1.566,4	1.608,1	1.649,8	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
Sector público	625,4	670,8	749,5	766,7	755,4	805,1	726,1	739,2	681,4	623,0	577,3	617,3	592,0	587,0
En moneda extranjera (\$ M.M.)	800,0	858,6	949,9	1.183,9	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
Sector privado	697,6	756,7	840,6	1.046,7	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
Sector público	102,4	101,9	109,3	137,2	131,7	123,2	159,9	143,9	129,8	178,0	206,7	199,8	175,4	116,2
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	30,1	31,0	31,8	30,7	30,7	30,9	32,7	33,3	33,0	34,2	34,7	35,0	34,7	34,4
Sector privado	26,2	27,4	28,1	27,2	27,4	27,5	28,5	29,5	29,7	29,9	29,9	30,5	30,7	31,6
Sector público	3,9	3,7	3,7	3,6	3,3	3,4	4,2	3,8	3,4	4,3	4,8	4,5	4,0	2,7
Tasas de interés														
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	40,0	40,0	43,6	60,2	71,8	64,1	59,4	57,4	47,6	61,2	68,5	71,8	66,8	59,6
Tasas activas (% anual)														
Call en pesos entre bancos privados	28,6	46,1	42,8	60,2	69,3	58,5	55,3	54,1	43,7	51,9	64,5	68,0	70,3	58,2
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	43,2	50,9	49,2	67,4	78,2	73,0	65,0	61,1	52,0	60,6	68,9	73,3	66,9	62,6
Préstamos personales	44,4	46,9	48,5	56,5	63,4	64,5	63,9	64,1	62,1	60,6	63,4	67,0	53,0	65,7
Tasas pasivas (% anual)														
BADLAR	28,6	32,4	32,7	38,5	48,0	50,3	48,7	45,7	38,0	40,4	48,5	52,5	51,7	49,0
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	26,2	29,9	30,7	36,3	42,3	43,0	42,3	41,0	35,3	36,3	42,4	48,6	46,8	45,0
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	28,5	32,9	33,3	39,00	48,9	50,8	48,4	45,3	38,00	40,5	48,2	52,1	51,1	48,4

