

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 171- Año 19 – 16 de abril de 2019

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

EL DATO DEL MES

Inflación. El INDEC informó que el IPC aumentó 4,7% en marzo pasado. En términos interanuales registró un incremento de 54,7%, el mayor desde enero de 1992.

LO QUE HAY QUE SABER

Escenario político. El deterioro de la situación económica ya pone en riesgo la potencial reelección del presidente Macri. El Gobierno espera una pronta reversión de la caída de la actividad económica, pero crecen las dudas sobre la sostenibilidad del programa macroeconómico supervisado por el FMI.

Dólar vs tasas de interés. El BCRA está sosteniendo altas tasas de interés para desalentar la demanda de dólares. Sin embargo, la aceleración de la inflación y las recurrentes subas de la prima de riesgo país han quitado efectividad a las subas de las tasas de interés estabilizar el tipo de cambio.

Actividad económica. La economía real sigue en descenso. Los indicadores básicos de la economía real muestran persistentes caídas en la producción, ventas y empleo, especialmente en la industria manufacturera. Todavía no se observan signos de una inequívoca reversión de la recesión en curso.

La economía mundial. En su actualización de abril, el FMI redujo su estimación de crecimiento de la economía mundial de 3,5% a 3,3%. Aun así, se observan algunos signos de recuperación, especialmente en China y en EE.UU.

Brexit: El Reino Unido volvió a fracasar en su intento de acordar un plan para salir de la Unión Europea, pero logró acordar una nueva extensión de la fecha de salida al próximo el 31 de octubre. El proceso continúa en plena incertidumbre. La única certeza hoy es que el Brexit tendrá consecuencias negativas para la economía británica.

LO QUE VIENE

Control de precios. Se espera que el Gobierno argentino anuncie medidas acordadas con empresas para controlar las subas de precios de unos 50-60 productos por un semestre, dada la aceleración de la inflación en el presente año.

Tipo de cambio. El BCRA anunció el congelamiento de la zona de no intervención entre \$ 39,75 y \$ 51,45 hasta fin de año, pero hasta fin de junio el BCRA no comprará divisas si la cotización del dólar perfora el límite inferior de la banda cambiaria.

Comicios provinciales. Primarias Abiertas Simultáneas y Obligatorias (PASO) en la provincia de Santa Fe el 28 de abril, y elecciones municipales y para gobernador de la provincia de Córdoba el próximo 12 de mayo.

EE.UU. vs China. Se espera el anuncio de un principio de acuerdo comercial para los próximos días, pero limitado a sólo algunos de los productos afectados por barreras comerciales de ambas partes.

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) 4811-5327 / 6052 / 7441
fceye.usal.edu.ar - @usal.fceye

PRINCIPALES INDICADORES

		2018	2019			
		Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Tendencia
IPC Var. % mensual		2,57%	2,91%	3,77%	4,68%	
IPC Var. % interanual		47,7%	49,3%	51,3%	54,7%	
Industria % uso capacidad instalada		56,6%	56,2%	58,5%	s.d.	Estable
		2018	2019			
		Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Tendencia
LELIQ % nom. anual en \$ al último día del mes		59,3%	53,7%	50,1%	68,2%	Estable
EMBI Arg Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		817	676	697	774	
Dólar \$/U\$S prom. bancos al último día del mes		38,8	38,3	40,1	44,4	
IVA DGI Recaud. Mensual Var % interanual		49,4%	49,4%	43,2%	42,2%	Estable
Depósitos en pesos Sector privado Var % saldos promedios mensuales		3,2%	-1,9%	-1,7%	2,4%	Estable
Depósitos en dólares Sector privado Var % saldos promedios mensuales		3,6%	0,3%	0,3%	0,7%	Estable

PANORAMA DE ARGENTINA

INCERTIDUMBRE EN AUMENTO

Héctor Rubini

El deterioro de la situación económica ya pone en riesgo la potencial reelección del presidente Macri. El Gobierno espera una pronta reversión de la caída de la actividad económica, pero crecen las dudas sobre la sostenibilidad del programa macroeconómico supervisado por el FMI.

*“Lo que más pone en riesgo el resultado de una elección es la falta de credibilidad”,
Jaime Durán Barba y Santiago Nieto¹*

1. Inflación y elecciones presidenciales

El escenario político se empezó a complicar. La atención pública no está focalizada en las causas judiciales que involucran a funcionarios del gobierno anterior, ni en las recientes denuncias sobre una aparente red de espionaje interior. **El eje de las noticias y preocupaciones a todo nivel es el empeoramiento de la situación económica.**

Las declaraciones y discursos de varios funcionarios respecto de que el rumbo actual es el “correcto” y que “no hay otro camino”, han generado no poca polémica. **Y esto se ha reflejado en varias encuestas de opinión que no descartan la hipótesis de una derrota del oficialismo en los próximos comicios.**

A su vez, la aprobación del FMI de las metas económicas del primer trimestre y el desembolso de U\$S 10.818 M en la semana pasada no alteraron el malhumor general por la inflación, el estancamiento de la actividad y la destrucción de empleos.

Ante este clima, reflejado en el retroceso del oficialismo en las encuestas de opinión, **el Gobierno anunciará este miércoles una suerte de acuerdo con empresarios para no aumentar los precios de 60 productos, junto a líneas de créditos subsidiados. Medida de éxito incierto: si no se detienen las persistentes subas de tipo de cambio, tarifas públicas y demás precios regulados, es casi inevitable el desabastecimiento de algunos (al menos) de los productos con precios a ser congelados.** El objetivo es el de lograr cierta “tregua de precios” hasta fin de octubre próximo. Una opción que se vio precedida por la aparición de proyectos de ley para regular a la ubicación de productos en góndolas de supermercados y noticias de un congelamiento de precios. Todo lo cual conspira contra el éxito de la medida: **al ser tan anunciada, incentiva remarkamientos preventivos de precios.**

Con relación a la campaña electoral, las noticias para el oficialismo no son auspiciosas. En la provincia de Córdoba la coalición Cambiemos se fracturó y la Unión Cívica Radical, se presentará a las elecciones del 12 de mayo con listas separadas. Otros distritos han celebrado Primarias Abiertas Simultáneas Obligatorias (PASO) y elecciones municipales y de gobernador. Si bien el kirchnerismo no logra ser primera fuerza, el desempeño de los candidatos de Cambiemos es más que decepcionante:

- a) En la provincia de San Juan el actual gobernador Sergio Uñac se impuso en las PASO del 31 de marzo, sobre el “Frente por Vos” (la expresión provincial de Cambiemos), por más de **20 puntos de diferencia.**
- b) En la provincia de Río Negro, en las elecciones para gobernador del 7 de abril se impuso la actual ministra de Turismo y Cultura con más del 52% de los votos, con 17 puntos de ventaja sobre el candidato kirchnerista Martín Soría, mientras la candidata de Cambiemos apenas superó el **5% de los votos.**
- c) En la provincia de Chubut el 7 de abril se celebraron las PASO provinciales en las que triunfó el actual gobernador Mariano Arcioni, alineado con el IPeronismo Federal (no kirchnerista), relegó en la interna justicialista al candidato kirchnerista al segundo puesto por una diferencia de casi 15 puntos porcentuales. Mientras Arcioni obtuvo el 31,8% de los votos totales, el segundo fue el precandidato kirchnerista Carlos Linares. El candidato de Cambiemos, Gustavo Menna, quedó **tercero con sólo el 14% de los votos.**
- d) Sobre el cierre de este reporte, en las elecciones municipales de 127 municipios de la provincia de Córdoba, en la mayoría se imponían candidatos del **Pro y de la Unión Cívica Radical**, pero en las PASO de la provincia de Entre Ríos, sobre el 96,9% de votos escrutados, el actual gobernador (del Partido Justicialista) obtuvo el **58,3% de los votos, mientras que el candidato de Cambiemos logró sólo el 33,7%.**

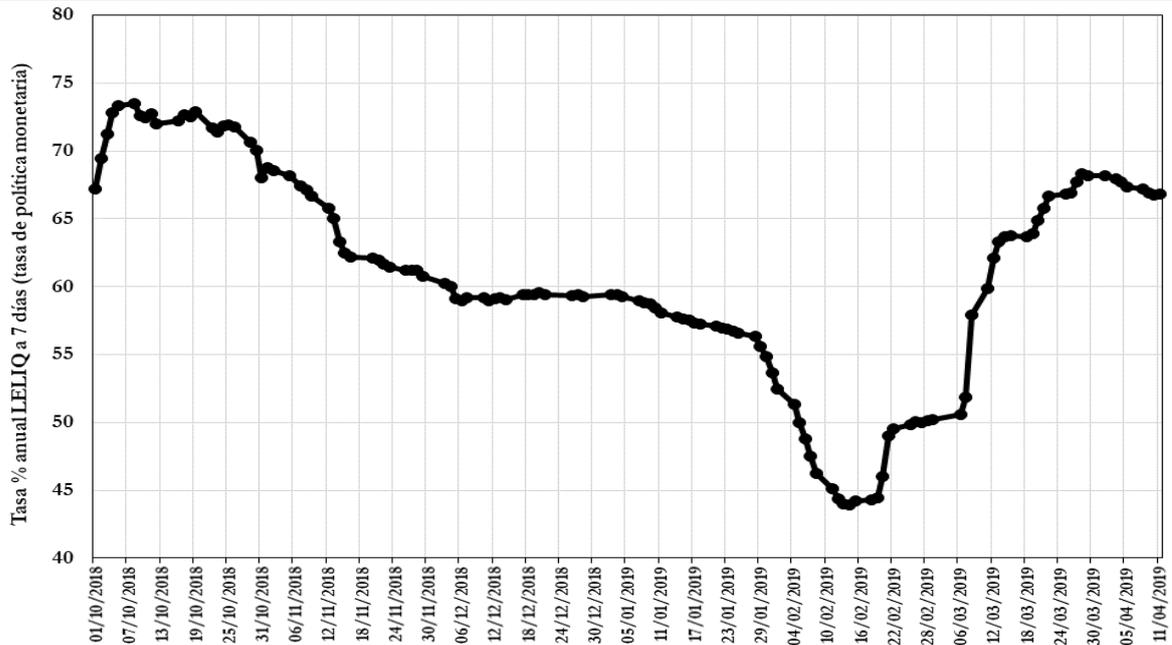
¹ *El Arte de Ganar. Cómo Usar el Ataque en Campañas Electorales Exitosas.* Ed. Sudamericana, Buenos Aires, pág. 202.

A su vez, en los mercados financieros todavía hay dudas sobre la capacidad y voluntad de pago del futuro Gobierno a partir de diciembre de este año. Algo que empezará a aclararse cuando la ex presidente Cristina Fernández de Kirchner confirme si se presenta o no para competir en las próximas elecciones. Mientras tanto, el escenario recesivo y el deterioro del poder adquisitivo ante las subas de precios han llevado a los sindicatos de camioneros, mecánicos y a los dos Centrales de Trabajadores Argentinos (CTA) a convocar a un paro nacional para el 30 de abril.

2. Cambio en la política monetaria y cambiaria desde abril

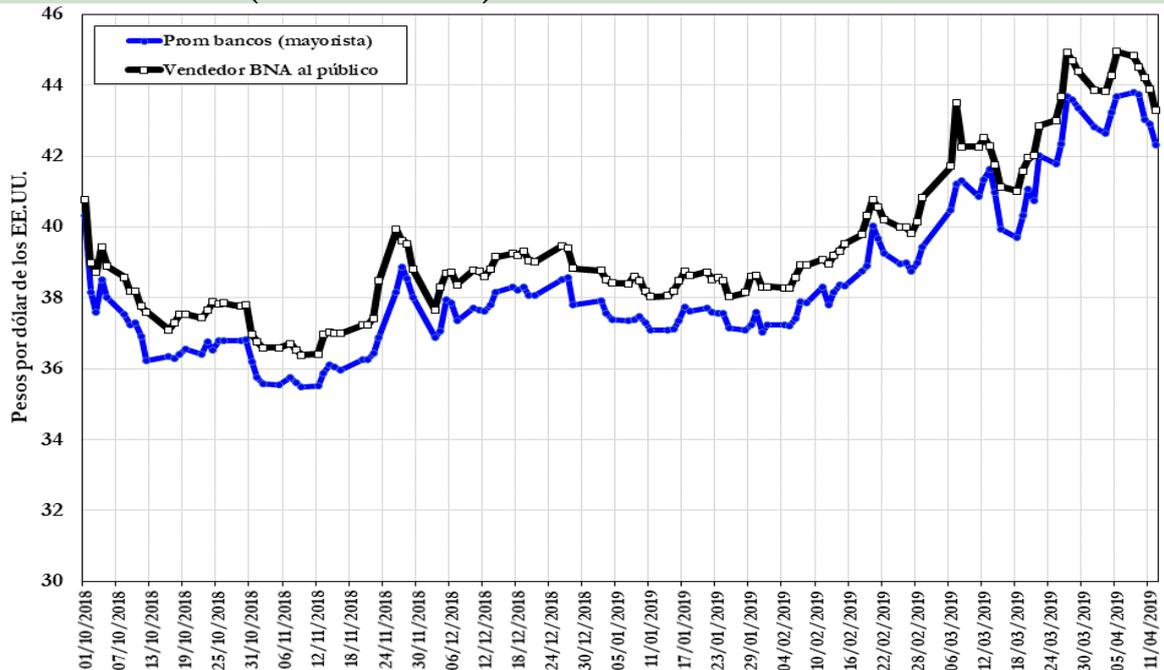
La política de altas tasas de interés se mantiene como principal instrumento de política macro, pero más allá de buenas intenciones, no ha contribuido a reducir la inflación, y su influencia sobre el tipo de cambio ha sido mínima:

GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA (LELIQ A 7 DÍAS).



Fuente: BCRA

GRÁFICO 2. TIPO DE CAMBIO (PESOS POR DÓLAR).



Fuente: BCRA

El pasado 28 de marzo el BCRA emitió la **Com. “A” 6661** que derogó los topes a las inversiones en LELIQ de las entidades financieras, y autorizó compras de esos títulos hasta no superar **el mayor** de los siguientes límites:

- a) el 100% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (el patrimonio neto líquido) del mes anterior, o
- b) el 100% del promedio mensual de saldos diarios del total de depósitos en pesos (excluyendo los de entidades financieras) durante el mes en curso, y del valor residual de sus obligaciones negociables en pesos emitidas hasta el 8 de febrero de 2019.

El objetivo del BCRA el de alentar la suba de tasas de los depósitos a plazo fijo en pesos para detener la dolarización de carteras de pequeños ahorristas. La entidad se reunió con representantes de bancos privadas para inducirlos a subir las tasas pasivas, con resultados por ahora modestos: las subas promedio en las tasas anuales no han superado los 3-4 puntos porcentuales. Ante la limitada respuesta inicial, el BCRA emitió la **Com “A” 6667** que permite realizar depósitos a plazo fijo por canales digitales, aun cuando el titular no sea cliente de la entidad. **Esta medida entrará en vigencia operativa a partir de mayo, y las entidades tienen plazo hasta el 30 de abril para adecuar sus sistemas.**

Mientras tanto, la evolución de los depósitos reanudó la baja, brevemente interrumpida del mes pasado. Entre fin de marzo y el 10 de abril los depósitos en pesos mostraron una caída de \$86.525 M, mientras los depósitos en dólares registraron una caída de U\$S 41 M. Los depósitos del sector privado cayeron por \$58.136 M, pero las colocaciones en dólares aumentaron en U\$S 90 M.

El dólar, a su vez, siguió a la suba, hasta que la semana pasada la mayor oferta gracias a la liquidación de divisas de la cosecha gruesa empezó a revertir el impulso alcista iniciado en febrero. **No es de descartar que el tipo de cambio se estabilice e incluso descienda a partir de esta semana.** Es el trimestre en que aumenta la oferta de divisas por las exportaciones de granos gruesos y se suma a ello el impacto de la autorización para subastar U\$S 9600 M no gastados del año pasado, a razón de U\$S 60 M desde esta semana. **Tampoco es improbable que el tipo de cambio vuelva a cotizar por debajo del límite inferior de la “banda” de flotación,** reavivando quejas por cierto “atraso” del tipo de cambio real.

Si el tipo de cambio baja y perfora el piso de la banda, la emisión de LELIQ para absorber base monetaria forzaría a una baja de la tasa de dichos títulos, tornando inviable la suba de tasas de depósitos requerida para evitar posteriores cambios de cartera y compras de dólares. Una dinámica de vaivenes que termina conduciendo tarde o temprano a subas del tipo de cambio esperado, del stock de LELIQ y de las tasas de interés. Bajo ese contexto, cualquier rumor o noticia adversa sobre el programa macroeconómico en curso, o las elecciones presidenciales puede alentar la venta de bonos en el exterior (haciendo subir el riesgo país) o el retiro de depósitos para comprar divisas (conduciendo a subas del tipo de cambio y de las tasas de interés)

Lo que sí queda claro, a partir de la última evaluación del FMI y de lo anunciado al día de hoy por el titular del BCRA, que el esquema básico hasta fin de año es el siguiente:

- a) Compromiso de **crecimiento cero de los promedios mensuales (sin estacionalidad) de la base monetaria extendido hasta noviembre de 2019.**
- b) Flexibilidad para eventuales nueva subas de tarifas públicas y de las tasas de interés.
- c) Congelamiento de la banda cambiaria entre \$39,75 y \$51,45 hasta fin de año. Si el tipo de cambio supera el techo de la banda cambiaria **el BCRA vendería hasta U\$S 150 M diarios, aparte de los U\$S 60 M que subastará diariamente el Tesoro.** Si perfora el piso, al menos hasta fin de junio el BCRA no intervendrá comprando dólares.
- d) El impacto monetario de las operaciones del BCRA fuera de la banda cambiaria y de las ventas diarias de dólares del Tesoro **no serán esterilizadas por el Banco Central.**
- e) **Se mantendrían sin cambios las nuevas regulaciones para atraer depósitos a plazo fijo,** de modo que con las expectativas inflacionarias (hacia una inflación en torno de 40% para este año) es poco factible una baja significativa de las tasas de interés al menos hasta el próximo año.

Las metas de déficit primario cero, y crecimiento cero (sin estacionalidad) de la base monetaria se va a mantener sin cambios. En principio no habría “tarifazos” en el segundo semestre, pero la suba de los combustibles y la volatilidad cambiaria seguirán incidiendo en una dinámica inflacionaria que se pretende controlar con la tasa que pagan las LELIQ. **Un pasivo remunerado del BCRA a 7 días que ya supera \$ 1 billón y equivale al 80% de la base monetaria.**

Los resultados, luego del fin de la crisis a fin de septiembre, han empezado a decepcionar. La inflación no se desacelera y **el apoyo financiero del FMI no evitó la suba del riesgo país, ya superior a los 800 puntos básicos, ni la persistencia de muy altas tasas de interés que tornan inviable la actividad económica de miles de pequeñas y medianas empresas.** La pregunta es si será política y socialmente sostenible un programa que está dejando hasta ahora, un escenario altamente desalentador, con inflación, caída de la actividad y del empleo, y empobrecimiento de la población.

Los datos del INDEC al cierre del 2º semestre de 2018 muestran que el 32% de la población de los 31 mayores aglomerados urbanos era pobre. Con más precisión: **sobre 27,9 M de personas radicadas en dichos centros urbanos, 8,9 M eran pobres, y sobre este subtotal, 1,9 M eran indigentes.**

Esto significa que la crisis de balanza de pagos y la aplicación del programa de ajuste del FMI condujeron, sólo en el segundo semestre del año pasado, **a un incremento de la cantidad de pobres en esos centros urbanos en 1,4 M de personas, que incluye un aumento del número de indigentes en 500.000 personas.** Una realidad que ahora el Gobierno tratará de controlar tratando de estabilizar la cotización del dólar, pero **si no revierte rápidamente la aceleración de la inflación de estos meses, las expectativas de nuevas subas del tipo de cambio van a reaparecer, debilitando la credibilidad en el esquema monetario-cambiario para los próximos meses.**

ECONOMIA REAL

Adolfo Bosch

La caída de la demanda interna y la fuerte suba de los costos financieros sigue teniendo impacto negativo en la economía real. Los principales indicadores de producción y ventas sugieren que todavía no se habría revertido la recesión iniciada en 2018.

1. Contexto

Las altas tasas, la volatilidad cambiaria y la incertidumbre electoral continúan afectando el nivel de actividad. El PBI de 2018 cerró una caída de 2,5 % y para 2019 se espera una contracción de 1,3%, según Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA de marzo. La inflación medida por el IPC, registró un aumento de 3,8% en febrero y el marzo se espera que haya cerrado con una inflación que la mayoría de las consultoras ubican entre 4% y 4,5%. El siguiente cuadro resume los principales indicadores de la economía real:

CUADRO 1: PRECIOS Y ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC C.A.B.A	Direccion General de Estadística y Censos.	Febrero 2019	Var. % mensual	3,4%	3,8%	●
				Var. % interanual	49,7%	48,6%	●
	IPC G.B.A	INDEC	Febrero 2019	Var. % mensual	3,8%	2,8%	●
				Var. % interanual	50,7%	48,9%	●
				Var. % mensual	3,8%	2,9%	●
IPC NACIONAL			Var. % interanual	51,3%	49,3%	●	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Ene 2019	Var. % interanual a p.corrientes	25,0%	25,7%	●
	Ventas en Supermercados		Ene 2019	Var. % interanual a p.corrientes	40,0%	28,5%	●
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Febrero 2019	Var. % interanual	42,9%	-50,3%	●
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Enero 2019	Var. % mensual (sin estacionalidad)	0,6%	1,0%	●
				Var. % interanual (sin estacionalidad)	-5,7%	-6,6%	●
				Var. % ene '19 vs ene '18	-5,7%	-2,5%	●
	PBI		4 to Trimestre	Var. % oct-dic '18 vs oct-dic '17	-6,2%	-3,7%	●
Actividad Industrial	Índice de Producción Industrial Manufacturero	INDEC	Enero 2019	Var. % interanual	-10,8%	-14,8%	●
				Var. % ene '19 vs ene '18	-10,8%	-5,0%	●
	Uso capacidad instalada		Enero 2019	% uso capacidad instalada	56,2%	56,6%	●
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Enero 2019	Var. % interanual	-15,7%	-20,6%	●
				Var. % ene '19 vs ene '18	-15,7%	0,8%	●
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Febrero 2019	Var. % mensual	-9,7%	16,4%	●
				Var. interanual	43,2%	49,4%	●
	Var. % mensual			-21,4%	45,0%	●	
	Var. interanual			31,0%	28,5%	●	
	Créditos y Débitos en Cta.Cte			Var. % mensual	2,0%	4,1%	●
				Var. interanual	47,3%	50,7%	●

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, ACARA, GCBA y AFIP

2. *Demanda interna*

En materia de patentamientos de autos, la Asociación de Concesionarios de Automotores de la República Argentina (Acara) informó que el número de vehículos patentados durante marzo de 2019 descendió a 38.864 unidades. Esta cifra significó una retracción de 3,1% respecto del nivel de febrero 2019, reflejando una caída interanual del 54,5%.

3. *Actividad económica*

El estimador mensual de la actividad económica en enero de 2019 cayó 5,7% respecto al mismo mes del año 2018. El indicador desestacionalizado subió 0,6% frente a diciembre 2018. Las ramas de actividad con mayor caída interanual en enero de 2019 fueron: comercio mayorista, minorista y reparaciones (-12,3% i.a), industria manufacturera (-10,1% i.a), construcción (-7,8% i.a), transporte y comunicaciones (-5,2% i.a). En contraposición, las subas se observaron, por un lado en pesca (+10,2% i.a) y, por otro lado en agricultura, ganadería, caza y silvicultura (+8,9% i.a).

4. *Actividad industrial*

La Producción Industrial para el mes de febrero 2019 registró una caída interanual de 8,5%, completando el décimo mes de descenso consecutivo. De esta manera el primer bimestre del año presenta una disminución de 9,7% respecto a igual periodo del año 2018. El único sector con crecimiento positivo fue productos de tabaco (+9,5% i.a), mientras que los peores registros correspondieron a otro equipo de transporte (-41,8% i.a), industrias metálicas básicas (-34,0% i.a), maquinaria y equipo (-31,6% i.a) y otros equipos, aparatos e instrumentos (-27,0% i.a). A su vez, vehículos automotores, carrocerías y remolques cayó 11,3%. **El mayor impacto se observó en la fabricación de vehículos automotores que cae 13,3% en febrero de 2019 y 21,9% en el primer bimestre del corriente año, respecto de los mismos periodos del año anterior.**

En cuanto a las expectativas para el período marzo a mayo de 2019 respecto al mismo periodo del año anterior, sólo el 7,5% de las empresas manufactureras espera una mejora en la demanda interna. El 56% opina que la demanda disminuirá y el 36,5% confía en que no variará. En lo que respecta a la evolución de la dotación de personal, el 65,3% argumenta que no variará, el 30,3% teme que disminuirá y únicamente el 4,4% prevé un aumento.

En el ínterin, **se siguen sumando empresas que se cierran (Metalpar, Interpack 1), empresas que solicitan procedimiento preventivo de crisis (Lácteos Verónica, Laboratorios Elea, Fate y Femsa) y otras con intenciones de dejar el país (Hitachi, Wrangler y Lee).**

5. *Construcción*

El indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) de febrero 2019 registró una baja de 5,3% i.a, dicha disminución alimenta seis meses consecutivos de persistente caída. Sin embargo, tal como ocurre en la actividad industrial, **la serie desestacionalizada arrojó una variación positiva de 8,3% respecto al mes anterior y la serie tendencia-ciclo registró una suba mensual de 0,2%.** En cuanto a los puestos de trabajo registrados en la construcción del sector privado, en enero de 2019 crecieron 2,2% con relación al mes anterior, pero **con respecto al mismo mes del año pasado, cayeron un 1,7%.**

6. *Capacidad instalada de la industria*

La utilización de la capacidad instalada en la industria para el mes febrero de 2019 se ubicó en el 58,5%, nivel inferior al de igual mes de 2018 (64,4%).

Los sectores con utilización de la capacidad instalada superiores al promedio general, fueron: productos del tabaco (72,9%), refinación del petróleo (71,7%), papel y cartón (71,7%), sustancias y productos químicos (69,4%), industrias metálicas básicas (68,7%) y productos minerales no metálicos (67,5%).

Por el contrario, los sectores con menor utilización de la capacidad instalada que el nivel general de la industria son: productos alimenticios y bebidas (57,6%), edición e impresión (52,1%), productos de caucho y plástico (50,8%), productos textiles (43,2%), la industria automotriz (42,1%) y la industria metalmeccánica, excepto automotores (42,0%).

7. Comercio exterior

En febrero de 2019 las exportaciones y las importaciones alcanzaron USD 4.464 y 4.004 M, respectivamente. El intercambio comercial (exportaciones más importaciones) disminuyó 10,9% y alcanzó un valor de USD 8.468 M. El saldo de la balanza comercial registró un superávit comercial de USD 460 M.

Las exportaciones en febrero aumentaron 3,7% (USD 160 M) respecto a febrero de 2018, debido principalmente al aumento de las cantidades de 6,7%, y a que los precios bajaron 2,9%.

Las importaciones en febrero disminuyeron 22,9% respecto a igual mes del año anterior (- USD 1.192 M). Los precios bajaron 1,3% y las cantidades se contrajeron 21,9%.

CUADRO 2: INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR.

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior			
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Febrero 2019	Nivel (U\$S M)	4.464	4.586	●		
				Var. % interanual	3,7%	-4,7%	●		
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	4.004	4.214	●		
				Var. % interanual	-24,80%	-26,50%	●		
	Saldo balanza comercial				Enero 2019 (U\$S M)	460	372	●	

Fuente elaboración propia en base a datos de INDEC.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: PRONÓSTICO INESTABLE

Jorge Viñas

En su actualización de abril, el FMI redujo su estimación de crecimiento de la economía mundial de 3,5% a 3,3% Aun así, se observan algunos signos de recuperación, especialmente en China y en EE.UU., junto con varios factores potencialmente desestabilizadores

"Hace seis meses, señalé que se avecinaban tormentas. Hoy el tiempo está cada vez más inestable."
 Christine Lagarde, 2 de abril de 2019

1. Perspectivas recortadas, repunte precario.

Tal como había anticipado la Directora Gerente del FMI Christine Lagarde en un discurso pronunciado el 2 de abril², **las proyecciones actualizadas del organismo que incorpora el *World Economic Outlook (WEO)* de abril, reflejan una nueva reducción de las estimaciones de crecimiento mundial de 3,5% a 3,3% para 2019**, lo que implica una desaceleración más fuerte respecto al 3,6% de 2018, antes de retornar al 3,6% en 2020. Esto se debe a que, desde la última actualización de enero, el crecimiento global continuó perdiendo ímpetu. Para resaltar el deterioro reciente, Lagarde señaló que hace solo dos años atrás, el 75% de la economía mundial estaba en expansión, mientras que este año se espera que el 70% de la economía mundial experimente una desaceleración.

Esta desaceleración obedece a dos causas: 1) el aumento de las tensiones comerciales y 2) el endurecimiento de las condiciones financieras en el segundo semestre de 2018.

Pese al deterioro que advierten los economistas del FMI respecto a años anteriores y respecto a sus estimaciones previas, **hacia adelante mantienen un sesgo optimista**. El escenario central contempla que el ritmo de crecimiento global se estabiliza en los próximos meses **y hay un repunte en el segundo semestre de 2019 que se extiende a 2020**. El repunte vendrá de la mano del ritmo más paciente de normalización monetaria por parte de los bancos centrales, con la Fed a la cabeza, y de un mayor estímulo en China. Esto ha generado un relajamiento en las condiciones financieras globales, que se tradujo en un aumento de los flujos de capital hacia países emergentes, que han visto apreciarse sus monedas frente al dólar recientemente.

² "Un momento delicado para la economía mundial: Tres ámbitos prioritarios de acción", por Christine Lagarde, Directora Gerente del FMI. Cámara de Comercio de Estados Unidos, Washington, DC, 2 de abril de 2019. <https://www.imf.org/es/News/Articles/2019/03/29/sp040219-a-delicate-moment-for-the-global-economy>

Sin embargo, al mismo tiempo advierten que el repunte del crecimiento proyectado **es precario, ya que es vulnerable a diversos riesgos a la baja**, algunos específicos como el Brexit, otros más amplios, como los elevados niveles de deuda en algunos sectores y países, las tensiones en torno a la política comercial o la intranquilidad en los mercados financieros.

De esta forma, se puede concluir que la economía mundial transita por un sendero muy inestable. En el corto plazo varios factores juegan a favor de una estabilización de los mercados financieros y un rebote en la actividad económica: 1) la rápida reacción de la Fed poniendo freno al proceso de suba de tasas y reducción de la liquidez; 2) las mejores perspectivas de acuerdo comercial entre EE.UU. y China, lo que detuvo el deterioro de la confianza empresarial; y 3) las señales de que las medidas expansivas adoptadas por el gobierno chino para contrarrestar el impacto negativo de las sanciones comerciales de EE.UU., finalmente están surtiendo efecto, logrando estabilizar el crecimiento del PIB por encima del 6% anual.

Pero los riesgos que se vienen enumerando y describiendo mes a mes en esta sección Internacional del IEM siguen en pie, como la falta de resolución del Brexit, los problemas políticos en buena parte de los países de la Eurozona que se retroalimentan con una persistente debilidad económica, o los problemas específicos que arrastran varios países emergentes, que en las últimas semanas han aflorado nuevamente en Turquía. Incluso, **el acuerdo comercial entre EE.UU. y China aun no está cerrado, restando negociar varios puntos cruciales, por lo que no deja de ser una fuente potencial de ruido e inestabilidad.**

Cualquiera de estos factores podría alterar la calma de los mercados financieros, provocando una nueva retracción en los flujos de capital hacia mercados emergentes y otros activos de riesgo. Esto también podría ocurrir si la Fed, ante un repunte en el crecimiento o en la inflación, se viera obligado a reactivar el proceso de contracción monetaria. La enseñanza que dejó el cuarto trimestre de 2018 es que el deterioro puede ser abrupto, pasar en pocos días de una situación de calma complaciente a otra muy diferente en la que una recesión global parece inminente.

2. Señales más alentadoras en China y EE.UU.

Las negociaciones comerciales entre EE.UU. y China han continuado en forma prácticamente ininterrumpida en el último mes. En general, en ambas partes han prevalecido los mensajes de buena voluntad y de optimismo respecto al progreso de las negociaciones y a las perspectivas de alcanzar un acuerdo satisfactorio, aunque por el momento no se anuncian fechas concretas y no parece algo inminente³. Del mismo modo, de ambos lados reconocen que, si bien se ha avanzado mucho, todavía quedan temas arduos para resolver.

Según lo que ha trascendido extraoficialmente por parte de los negociadores, los borradores del acuerdo sobre el que están trabajando le daría a China un plazo hasta 2025 para cumplir lo comprometido en materia de compras de bienes primarios estadounidenses y en permitir a las empresas de EE.UU. controlar el 100% del capital de empresas en China. En caso de que no se cumplan dichos compromisos dentro del plazo, EE.UU. estará habilitado a tomar represalias. Pero todavía quedan cuestiones sin resolver en materia de propiedad intelectual, tarifas y en el control de la aplicación del cumplimiento del acuerdo.

Los avances en las negociaciones han contribuido a mejorar el clima de negocios en las dos principales economías del mundo, que a lo largo de 2018 sufrieron las consecuencias de la escalada del conflicto comercial que llevó a un aumento de los aranceles en el comercio bilateral. Según un nuevo estudio del FMI publicado en el *WEO* de abril de 2019⁴, en caso de que los aranceles sobre la totalidad de los bienes que componen el intercambio comercial entre EE.UU. y China se incrementaran un 25%, el impacto negativo sobre el PIB sería de 0,6% en EE.UU. y de 1,5% en China.

El alivio se siente especialmente en China, cuya economía estaba siendo relativamente más afectada por el conflicto a fines de 2018 y principios de 2019. Además del impacto positivo de la distensión, también se considera que las medidas

³ Luego de reunirse con el vice premier chino Liu He en la última semana, Donald Trump afirmó que el acuerdo todavía puede demorar varias semanas, pero puede ser “monumental”. Del lado de China, según la agencia de noticias Xinhua, Liu dijo que se alcanzaron nuevos consensos en temas importantes como el texto del nuevo acuerdo comercial, y seguirán trabajando duro para concluir las negociaciones lo antes posible.

⁴ WEO de abril de 2019, capítulo IV: “*Los factores determinantes del comercio bilateral y los efectos de contagio de los aranceles*”. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/03/28/world-economic-outlook-april-2019#Chapter%204>

expansivas adoptadas en los meses previos, especialmente en materia fiscal⁵, están empezando a surtir efecto. Los datos mensuales de producción industrial, e inversión residencial y en activos fijos de febrero ya habían empezado a dar señales de mejora, y los primeros datos disponibles de marzo, correspondientes a las encuestas de actividad PMI, muestran síntomas más claros de recuperación.

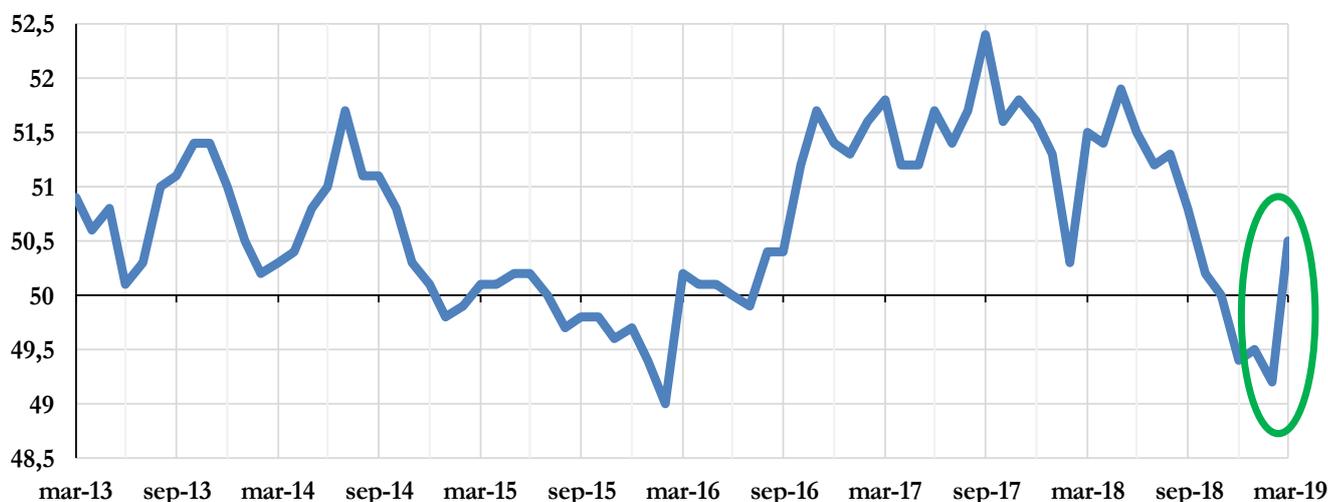
CUADRO 3. ENCUESTAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA PMI – CHINA.

	Datos Actuales		Datos Esperados (*)
	feb-19	mar-19	mar-19
PMI Oficial			
Manufacturero	49,2	50,5	49,6
No Manufacturero	54,3	54,8	54,4
Compuesto	52,4	54,0	
Caixin PMI			
Manufacturero	49,9	50,8	50,0
Servicios	51,1	54,4	52,3
Compuesto	50,7	52,9	

(*) Según el consenso de Bloomberg
 Fuente: Bloomberg

En el Cuadro 3 se presentan los datos de los índices principales de las encuestas PMI oficiales y privadas (Caixin) para el sector manufacturero y de servicios respectivamente, así como los índices compuestos. En todos los casos se observan que los datos resultaron superiores a los del mes anterior y por encima de lo esperado según el consenso de Bloomberg. El Gráfico 3 muestra la recuperación experimentada por el PMI manufacturero oficial.

GRÁFICO 3. CHINA: EVOLUCIÓN DEL INDICADOR PRINCIPAL DE LA ENCUESTA PMI MANUFACTURING



Fuente: Bloomberg

Esta mejora en los indicadores de actividad, también se reflejaron en parte en los datos de comercio exterior de marzo. En efecto, las exportaciones registraron en marzo una fuerte expansión del 14,2% interanual, que superó todas las expectativas y que revirtió la caída del primer bimestre de 2019. En cambio, las importaciones siguieron en baja, con una contracción interanual del 7,2% en marzo.

La disparidad entre exportaciones e importaciones admite dos interpretaciones. La primera apunta a que el relajamiento del conflicto con EE.UU., sumado a algún repunte de la demanda mundial, favorecieron la recuperación de las exportaciones, mientras que la debilidad de las importaciones refleja que todavía la demanda interna en China no ha reaccionado a las medidas expansivas del gobierno. La segunda resalta que los datos del primer trimestre en China suelen contener distorsiones asociadas a los feriados del Año Nuevo Lunar (que algunos años caen en enero y otros en febrero),

⁵ Para un detalle de las medidas de estímulo fiscal y monetario implementadas en China, véase el IEM N°170, 18 de marzo de 2019, pág 13.

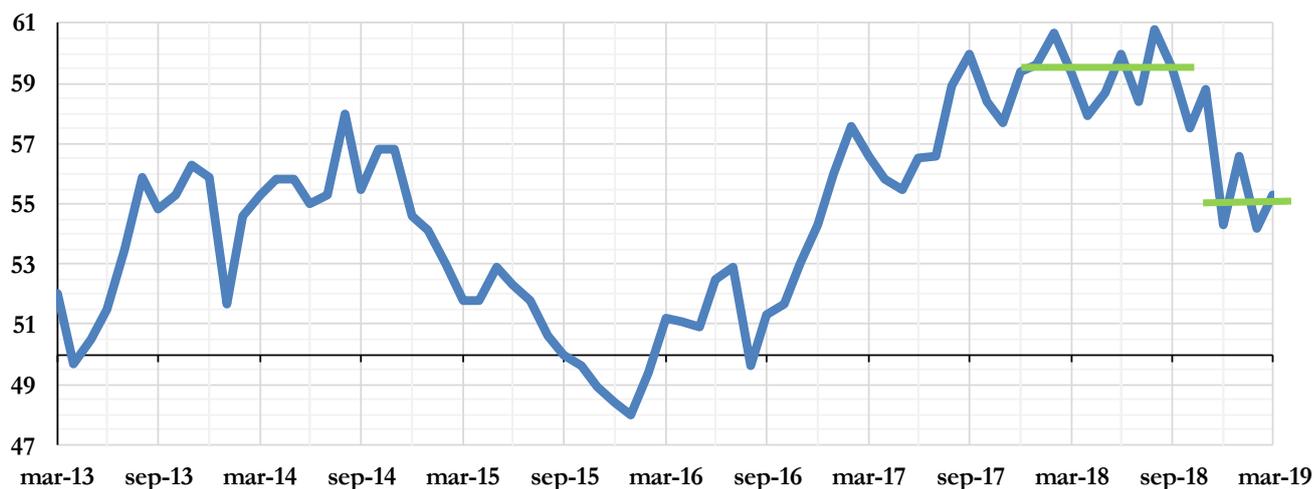
que alteran los patrones de producción y de demanda en el corto plazo. Habrá que esperar a los próximos meses para terminar de dilucidar este punto, pero por el momento **se advierte una mayor confianza en que el gobierno de China conseguirá estabilizar el crecimiento del PIB por encima del 6% en 2019**, en línea con la meta oficial de “entre 6% y 6,5% establecida el mes anterior.

También en EE.UU. los datos más recientes apuntan a que, si bien la economía se ha desacelerado respecto al elevado ritmo de 2018, logrará sostener tasas de crecimiento moderadas a lo largo de 2019. En particular, los datos de empleo de marzo mostraron una recuperación significativa luego del freno de febrero. Tras haber creado solamente 33.000 nuevos empleos en febrero (que originalmente habían sido reportados 20.000), en marzo se volvieron a crear 196.000 nuevos puestos de trabajo, muy cerca del promedio mensual del último año, que asciende a 211.000.

La tasa de desempleo se mantuvo en el 3,8%, muy cerca del piso de 3,7% que había tocado en el segundo semestre de 2018. De esta forma, **el mercado laboral sigue dando señales de fortaleza que permiten anticipar que el consumo se mantendrá firme en los próximos trimestres.**

Adicionalmente, el sector manufacturero, que había sido una de las principales fuentes de debilidad en la actividad económica a fines de 2018 y principios de 2019, está dando señales de estabilización, a un ritmo inferior de la de la mayor parte de 2018 pero todavía en terreno expansivo. Tal es el mensaje que surge de la encuesta de actividad ISM Manufacturing al mes de marzo, como puede apreciarse en el Gráfico 4.

GRÁFICO 4: ÍNDICE PRINCIPAL DE LA ENCUESTA ISM MANUFACTURING, EE.UU.



Fuente: Bloomberg

Pese a estas señales de mejora, el Presidente Trump sigue ejerciendo presión sobre la Fed para que reduzca la tasa de Fondos Federales, en una movida muy peligrosa en términos de la independencia y la credibilidad de la autoridad monetaria⁶. Las últimas proyecciones de los miembros de la Fed, presentadas tras la reunión de marzo donde mantuvieron la tasa de Fondos Federales sin cambios en el rango 2,25%-2,50%, revelaron que ya no planean subas de tasas por el resto de 2019, mientras que para 2020 prevén una suba adicional de 25 puntos básicos (p.b.).

Por el momento, el comportamiento de los indicadores inflacionarios continúa dando margen para la nueva postura “prudente” de la Fed. La inflación minorista, tanto en su versión total como en la subyacente, mostraron una reducción en términos interanuales en febrero: de 1,6% a 1,5% la inflación total, de 2,2% a 2,1% la subyacente, ubicándose en ambos casos en los mínimos del último año.

Adicionalmente, el componente salarial del reporte de empleo de marzo, los ingresos laborales promedio por hora, registraron una desaceleración, de 3,4% interanual en febrero (que había sido el máximo del actual ciclo), a 3,2% en marzo, por lo que la fortaleza de los indicadores de empleo continúa sin traducirse en presiones inflacionarias significativas.

⁶ En esta misma dirección, Trump está proponiendo para cubrir dos puestos vacantes en la Junta de Directores de la Fed a dos postulantes de su entorno político, Stephen Moore y Herman Cain, que no reunirían suficientes méritos académicos ni prácticos para el cargo.

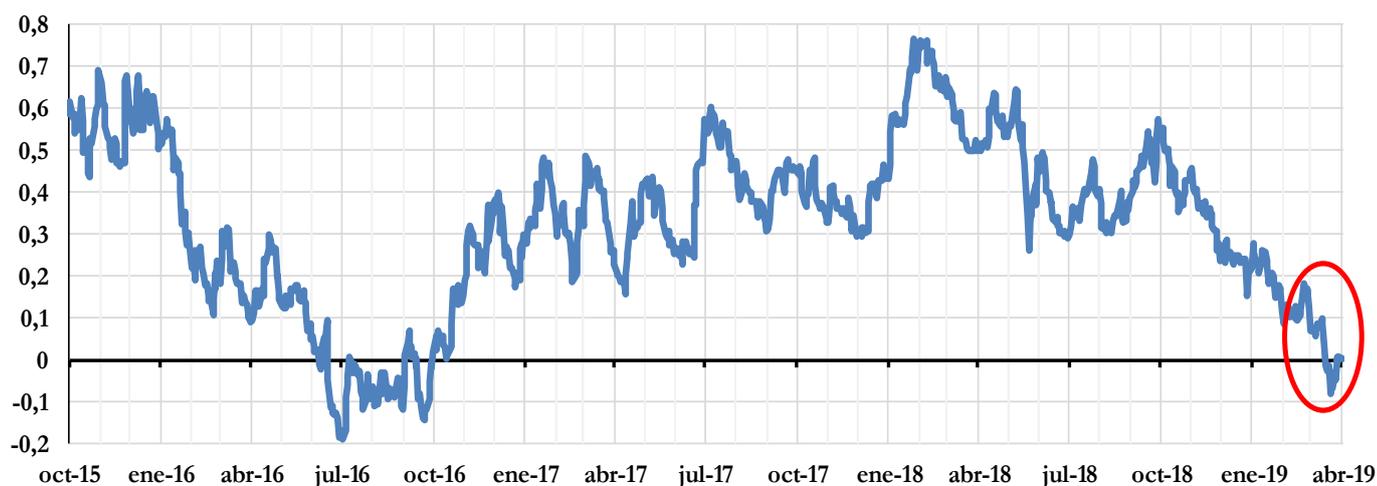
3. El BCE busca mitigar los efectos nocivos de las tasas de interés negativas.

Si bien los indicadores económicos más recientes de la Eurozona no muestran un deterioro adicional respecto a los bajos niveles de fines de 2018, tampoco se advierten señales de reactivación. En general, siguen prevaleciendo las revisiones a la baja de las proyecciones de crecimiento para 2019. El caso más reciente es el de los principales centros de estudios económicos de Alemania, que han revisado a la baja sus estimaciones conjuntas de crecimiento de la principal economía de la Eurozona. Su nueva proyección de crecimiento del PIB de Alemania para 2019 se redujo a 0.8%, menos de la mitad de la actualización previa de octubre de 2018. Para el agregado de la Eurozona, proyectan un crecimiento de 1,2% en 2019.

En este contexto, en el mes de marzo el BCE dio un nuevo vuelco hacia el relajamiento de las condiciones monetarias, al postergar para 2020 el inicio del proceso de normalización de las tasas de interés, y al anunciar una nueva ronda de licitación de fondos a tasas inferiores a las de mercado a los bancos que incrementen sus préstamos. Las condiciones específicas de la nueva licitación de TLTROs⁷ serán dadas a conocer en junio.

El nuevo sesgo expansivo del BCE, junto con la debilidad que arrastra la actividad económica en la Eurozona en general y en Alemania en particular, ha provocado un nuevo descenso del rendimiento de los bonos alemanes, considerado como la referencia de la tasa libre de riesgo en la Eurozona. Incluso, el bono del tesoro alemán a 10 años registró a fines de marzo un descenso de su rendimiento a valores negativos, para estabilizarse desde principios de abril en torno al 0%, algo que no ocurría desde el año 2016 (véase el Gráfico 5). También la cotización del Euro muestra una tendencia a depreciarse frente al dólar estadounidense, ubicándose en torno a 1,12 dólares por euro, muy cerca del piso de los últimos dos años.

GRÁFICO 5. ALEMANIA: EVOLUCIÓN DEL RENDIMIENTO DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg

Pero la postergación del inicio del proceso de normalización de tasas de interés, con la tasa de política monetaria en el 0% y la tasa de depósito en terreno negativo, -0,40%, trae aparejada nuevas complicaciones. La persistencia en el tiempo de tasas negativas conspira contra la posibilidad de los bancos de recomponer su fuente orgánica de rentabilidad, erosionando su solvencia patrimonial y restando incentivos para incrementar la actividad crediticia. De esta forma, el canal de transmisión crediticia de la política monetaria vuelve a debilitarse.

Si bien no se trata de un problema nuevo o desconocido, la novedad es que el plazo de vigencia de tal política “no convencional” se va alargando cada vez más, por lo que el daño se torna cada vez más significativo y podría terminar más que compensando otros efectos positivos que se reconocen en estas políticas. Por ello, el BCE está analizando medidas que apunten a mitigar el efecto negativo de las tasas negativas sobre los bancos.

⁷ Targeted Long Term Refinancing Operations

Una de las medidas que suena con más insistencia es que se realice una segmentación por tipo de depósito de las tasas de interés que se aplican por los depósitos de los bancos en el BCE, para evitar el castigo pleno sobre los bancos de las tasas negativas. Pero todavía no parece haber consenso en el seno del BCE, ni tampoco una gran convicción de que esa medida alcanzará para corregir el problema.

4. Turquía nuevamente en la mira

Tras un período de relativa calma, en el que la estabilización de la lira turca y la mejora de las cuentas externas habían contribuido a mejorar las expectativas pese a la recesión en marcha y la elevada inflación, en el último mes ha retornado la inestabilidad a Turquía. La combinación de nuevas tensiones políticas internas y externas, con una falta de transparencia económica, generó el nuevo deterioro financiero, si bien todavía lejos de la magnitud de la corrida cambiaria de agosto de 2018. Desde principios de marzo al 8 de abril, la lira turca acumula una depreciación del 8,3% frente al dólar, con fuertes picos de volatilidad entre el 22 y el 28 de marzo (véase el gráfico 6).

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DE LA LIRA TURCA FRENTE AL DÓLAR (LIRAS POR DÓLAR)



Fuente: Bloomberg

En un contexto político interno que se venía recalentando de cara a las elecciones municipales del 31 de marzo, a mediados de mes se conoció el informe de un banco internacional que ponía en duda la fortaleza de la posición externa del Banco Central. Dicho informe consideraba que el nivel de reservas internacionales reportado oficialmente, que mostraba una recuperación importante desde un piso de U\$S 65.000 M en octubre de 2018 a U\$S 79.000 M a principios de marzo de 2019, no contemplaba la posición del Banco Central en swaps con los bancos, que en los últimos meses se había tornado crecientemente negativa.

La posición neta en moneda extranjera del Banco Central vía swaps se redujo de alrededor de U\$S30.000 M a principios de año a alrededor de U\$S 20.000 M a principios de abril, con una fuerte aceleración de la caída desde principios de marzo. Esto dio lugar a un incremento en la tendencia gradual a la depreciación que venía experimentando la lira turca desde febrero.

El resultado de las elecciones municipales, que fue adverso para el partido oficialista del Presidente Erdogan en las dos principales ciudades del país, la capital Ankara y Estambul, sirvió para echar más leña al fuego. En efecto, la fuerte caída del PIB, que en el cuarto trimestre de 2018 registró una variación interanual del -3,0%, junto con una inflación que en marzo de 2019 se mantuvo en el 19,6% interanual (tras haber alcanzado un pico del 25% en octubre de 2018), parecen haber erosionado en forma significativa el apoyo a los candidatos oficialistas. Para peor, Erdogan aceptó la derrota en Ankara pero no en Estambul, donde pretende impulsar una nueva elección.

Esto ha reavivado los roces del gobierno turco con Estados Unidos y varios países de Europa, que han reclamado el respeto por el resultado de las urnas, a lo que el gobierno de Turquía ha respondido rechazando la interferencia extranjera en asuntos internos. Esto se suma, a los cruces con EE.UU. por la compra de misiles a Rusia que está analizando el gobierno turco.

Más allá de cómo termine la disputa en torno a Estambul, la erosión de la base de sustento popular para Erdogan que reveló el resultado electoral, significa que hay un mayor riesgo de que la política económica se desvíe del sesgo restrictivo que adoptó luego de la crisis de balance de pagos de mediados de 2018. Dichas políticas incluyeron subas de tasas de interés del Banco Central (del 8% en abril de 2018 al 24% actual) y el compromiso con un superávit primario del 1% del PIB para 2019. En parte, el desvío ya empezó a verse en los números fiscales, ya que en el acumulado de 12 meses a febrero el déficit primario registró un déficit de 2,5%. También hubo un fuerte aumento de préstamos por parte de bancos oficiales. Todo esto podría llevar a una interrupción en el ajuste de las cuentas externas en marcha: entre el segundo y el cuarto trimestre de 2018, el déficit de cuenta corriente disminuyó del 6,5% del PIB al 3,6% del PIB.

Si bien parece haber muchas chances de que Turquía continúe experimentando inestabilidad macro-financiera, por el momento el contagio al resto de los países emergentes parece muy acotado, a diferencia de la fuerte onda expansiva que generó la crisis de la lira turca de 2018.

BREXIT, RUMBO A LO DESCONOCIDO

Leandro Marcarian

El Reino Unido volvió a fracasar en su intento de acordar un plan para salir de la Unión Europea, pero logró acordar una nueva extensión de la fecha de salida al próximo el 31 de octubre. La única certeza hoy es que el Brexit tendrá consecuencias negativas para la economía británica.

1. El escenario político

El 23 de junio del 2016 quedará en la historia como uno de los días más importantes de la era moderna del Reino Unido, luego de que el 51,9% de los británicos decidiera votar a favor de retirarse de la Unión Europea (UE). La famosa elección del 'Brexit', propuesta por anterior primer ministro David Cameron, marcó el inicio de una era de incertidumbre política y económica en el país, comenzando un ida y vuelta de negociaciones con el bloque para acordar las condiciones de su retirada.

El voto a favor de abandonar el UE se compuso de una diversa coalición de votantes, marcada por los adultos mayores, la clase trabajadora, y voto euroescéptico/anti inmigrante. La campaña de este grupo hizo énfasis en el dinero que aporta el país a la UE, así como en la poca autonomía británica para decidir sobre temas como inmigración, comercio y empleo. A pesar de que todos los pronósticos asumían el triunfo del '*remain*' (seguir perteneciendo a la UE), el '*leave*' (abandonar la UE) se impuso por un poco más de 1,2 millones de votos y Theresa May (Partido Conservador) asumió como Primera Ministra con el desafío de liderar el proceso de ruptura con la Unión Europea.

Luego de la sorpresa electoral, el 29 de marzo del 2017 comenzó el periodo de negociación del país con el bloque para establecer las condiciones de su retirada y las futuras relaciones entre ambas partes. Entre las claves de la negociación se encontraban:

- El dinero que deberá pagarle el Reino Unido a la EU
- Situación Migratoria
- El caso de Irlanda del Norte y la frontera dura⁸
- Tratados comerciales
- Periodo de transición: duración y condiciones

La mecánica de la separación es la siguiente. A partir de la victoria del *leave*, la Primer Ministro ha estado negociando un acuerdo de divorcio con la UE. Luego, ese acuerdo debe ser ratificado por el parlamento británico. El 15 de enero de este año se votó por primera vez en el parlamento británico el proyecto de divorcio con la UE acordado por May, el cual sufrió la derrota más notoria en la historia moderna del Reino Unido, con tan solo 202 votos a favor y 432 en contra.

⁸ La frontera entre Irlanda e Irlanda del Norte (Reino Unido) es uno de los puntos claves del Brexit ya que actualmente no hay barreras físicas como consecuencia del acuerdo de paz de Viernes Santo, firmado en Belfast en 1998 poniéndole un fin a décadas de sangriento conflicto en la región. Hay compromiso entre la EU y el Reino Unido de mantener este tipo de frontera, pero si el Reino Unido sale del mercado común se deberá establecer algún tipo de control sobre los bienes que ingresan a Irlanda al ser parte del bloque. Al momento no está claro como se hará el chequeo, pero entre las posibilidades se encuentra hasta un control marítimo para evitar una frontera dura.

El proyecto contenía los términos de la separación, entre ellos un periodo de transición de 21 meses, un pago de alrededor de £39 billones (por las contribuciones durante el periodo de transición y las obligaciones pendientes ya firmadas), libre movilidad de ciudadanos, así como libre comercio durante este periodo transicional, y una declaración política para establecer una agenda en común con el bloque en temas como comercio y seguridad.

Casi dos meses más tarde, el 12 de marzo May volvió a fracasar, perdiendo la segunda votación con 242 votos a favor y 391 en contra. El proyecto no mostró diferencias sustanciales del que se votó en enero, ya que desde Bruselas no abrieron la puerta a mayores concesiones de lo negociado en los dos últimos años. Finalmente, **el 29 de marzo fue el tercer intento fallido para aprobar un Brexit Deal, perdiendo la votación por 58 votos (334 a 286), aumentando las posibilidades de un “hard Brexit” o salida sin acuerdo. Esta tercera derrota no hizo más que acrecentar la incertidumbre ante la inminencia de la fecha límite para la salida, pautada para el 12 de abril.**

Para evitar una ruptura sin acuerdo, se convocó a una cumbre de emergencia de líderes del bloque europeo el día 10 de este mes. En dicha reunión se pactó un nuevo retraso del Brexit hasta el 31 de octubre. May tendrá un poco más de siete meses para lograr aprobar un proyecto de salida en el Parlamento. Si bien esta extensión parece darle un tiempo prudencial al Reino Unido para aprobar un plan de divorcio con la UE, añade un condimento adicional de incertidumbre y conflicto. En mayo son las elecciones para Parlamento Europeo y el Reino Unido deberá participar de ellas si a esa fecha siguen siendo parte de la Unión, idea resistida por el bloque.

Un dato importante para tener en cuenta a la hora de medir la probabilidad de éxito de esta nueva extensión es que la UE solo le concedió al Reino Unido más tiempo para conseguir apoyo parlamentario al acuerdo de divorcio, pero no le permite prácticamente realizar ningún cambio sobre ese preacuerdo. Como ambas partes vienen fallando sistemáticamente desde 2016 en ratificar este acuerdo (con algunos cambios marginales en cada votación), pocos son los que creen que se podrá cerrar antes de la nueva fecha límite establecida.

2. Efectos del Brexit sobre las cuatro libertades

Ante la imposibilidad de llegar a un acuerdo en el parlamento al día de la fecha, los escenarios a futuro que pueden surgir del Brexit son de lo más diverso. En rigor, hay dos escenarios básicos posibles, un Brexit con acuerdo (*deal*) o sin acuerdo (*no deal*). Cada escenario se puede volver a sub dividir, a su vez, en función del tipo de acuerdo (o no) que se logre. Esos escenarios son los llamados *soft* o *hard* brexit. En lo que se quiere hacer énfasis mencionando esto es en la multiplicidad de resultados posibles y el altísimo grado de incertidumbre que se está viviendo en el Reino Unido.

Cualquier tipo de negociación **tendrá consecuencias directas sobre, al menos, cuatro cuestiones, llamadas las cuatro libertades, que son comunes a los países de la Unión Europea: la libre movilidad de personas, bienes, servicios y capitales.** Es importante tener algunos números presentes para entender desde donde se parte.

Gran Bretaña es el segundo destino de inmigrantes de la Unión, después de Alemania. En total, hay más de dos millones de europeos viviendo y trabajando en el Reino Unido⁹. Un Brexit que implique algún tipo de control migratorio medianamente duro podría obligar a muchos de esos trabajadores a irse de la isla, implicando una escasez de trabajadores con consecuencias negativas sobre el PBI del Reino Unido¹⁰. No solo eso, las familias de esos trabajadores no ingleses viviendo en el Reino dependen de las remesas que envían todos los años a sus países de origen. Según datos del Banco Mundial, Polonia recibió más de un billón de dólares en 2017¹¹. **Todo ese sistema podría desaparecer, generando mayor presión en los países de menores ingresos y desequilibrando la economía del continente entero.**

El comercio también se vería afectado. Si bien el Reino Unido ha tenido déficit comercial con el resto de la UE, sigue siendo el principal destino para sus exportaciones, acumulando un 45% del total. Un escenario sin acuerdo comercial vería al Reino Unido **enfrentado a aranceles no preferenciales, dictaminadas por la OMC para sus productos exportados, después de años conviviendo en un mercado preferencial sin aranceles como lo es el Mercado Común Europeo.** Es de esperar que algo similar suceda para los productos importados. La consecuencia directa de esto

⁹ <https://www.bloomberg.com/graphics/2017-brexit-by-numbers/>

¹⁰ También a la inversa, los británicos viviendo en el continente se verían forzados a volver, generando un problema de empuje en el continente.

¹¹ <https://www.nytimes.com/interactive/2019/02/07/world/europe/brexit-impact-on-european-union.html>

sería un empeoramiento de la balanza comercial del Reino Unido con el continente, y posible inflación si los aranceles a las importaciones son trasladados a precios, con la consecuente caída en el poder de compra de los salarios.

Otro dato relevante son los aportes que los países miembros hacen al presupuesto de la UE. De confirmarse el Brexit, el presupuesto de esta última quedaría desbalanceado, y solo se equilibraría reduciendo gastos comunes o aumentando la cuota de otros socios. Asimismo, dado que los presupuestos de la UE son plurianuales, suele darse el caso de que los miembros no tengan que aportar inmediatamente aquello a lo que se han comprometido. **Eso deja expuesto al Reino Unido a la probabilidad de que se le reclamen aportes al presupuesto años después de haber abandonado la Unión. Aportes que justamente motivaron el voto “leave”.**

Brexit también podría tener consecuencias sobre la industria financiera del Reino, que es la más integrada al resto de Europa. El pertenecer al Área Económica Europea¹² (AEE), conocida coloquialmente como el Mercado Común Europeo, les da a los países miembro algo llamado *passporting rights*, que en resumidas cuentas significa que, si una empresa tiene habilitación para ejercer una determinada actividad en su país de origen, también está habilitada a hacerlo en algún otro país de la AEE. Esto le permite al estado presidido por Theresa May a ofrecer una gran cantidad de servicios financieros a lo largo del continente. **De abandonar la Unión Europea y la AEE, esos servicios se encarecerán, haciendo que el país pierda competitividad y mercados. Anticipándose a este posible resultado, varias empresas han empezado a abrir filiales en el continente para poder seguir operando.**

3. *Soft vs Hard Brexit, los escenarios posibles*

Una opción de *Soft Brexit* sería un tipo de acuerdo similar al que hoy se tiene con Noruega. El Reino Unido dejaría de pertenecer a la UE, pero seguiría siendo miembro de la AEE, por ende, seguiría teniendo acceso al mercado común y el comercio internacional se seguiría rigiendo según sus normas, pero el Reino Unido no tendrá poder de decisión sobre esas normas. El Reino Unido seguiría aportando al presupuesto europeo y se continuarían respetando las cuatro libertades. Este escenario es más benévolo para la economía europea, pero a su vez el más improbable, dado que una de las principales razones por las que se votó el Brexit fue para controlar la movilidad de las personas.

Una segunda posibilidad de *Soft Brexit* sería un modelo similar al que la UE posee con Suiza. El Reino Unido dejaría de pertenecer tanto a la UE como a la AEE, pero tendría un acceso parcial al mercado común a través de acuerdos de libre comercio bilaterales por sector. A cambio, **el Reino Unido deberá respetar ciertos aspectos de la legislación europea, entre ellos, el respeto de las cuatro libertades. La complejidad de este escenario viene asociada a su carga burocrática. La relación económica entre Suiza y la UE está reglamentada sobre más de 100 tratados y 15 comités conjuntos. Es difícil imaginarse que ninguna de las partes quiera someterse a eso.**

Un *Hard Brexit* implicaría salir de la UE sin ningún tipo de acceso al mercado común. Una opción en este caso sería una relación del tipo que la UE sostiene con Turquía. El Reino Unido entra en una unión aduanera con Europa, donde acepta aranceles comunes para países no-UE y puede comerciar libremente con los países miembros. Se beneficia de cualquier tratado que firme la UE con terceros, pero no puede imponer sus propios aranceles. No debe cumplir con las cuatro libertades.

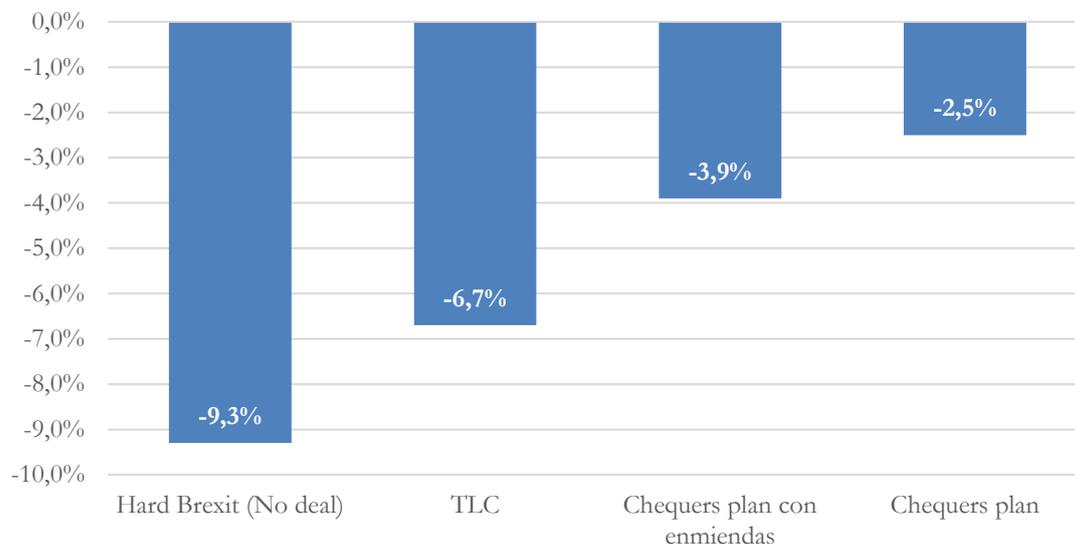
Por último, un Brexit sin ningún tipo de acuerdo de libre comercio, dejando las relaciones comerciales internacionales del Reino Unido bajo el mandato de la Organización Mundial de Comercio y sus aranceles. En este escenario, el país se vería obligado a renegociar más de 750 acuerdos comerciales, ahogándolo en una carga burocrática que tranquilamente puede dilapidar su comercio exterior por años. 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.

El Bank of England presentó un trabajo donde estudia los efectos de distintos escenarios de Brexit sobre el PBI a 15 años. Se discuten 4 grandes escenarios, asumiendo una reducción del 100% en la inmigración. Los escenarios son un *no*

¹² La Unión Europea (UE) es una unión económica y política de 28 países. Opera un mercado interno (o común) que permite la libre circulación de bienes, capital, servicios y personas entre los estados miembros. El AEE incluye países de la UE y también Islandia, Liechtenstein y Noruega. Les permite formar parte del mercado común de la UE pero con mayor grado de autonomía política.

deal como el último discutido en el párrafo anterior, otro que implique solo tratados de libre comercio (TLC), la aplicación del *Chequers plan*¹³, y la aplicación del *Chequers plan* con algunas enmiendas.

GRÁFICO 7. EFECTO EN EL PBI A 15 AÑOS DEL BREXIT PARA DISTINTOS ESCENARIOS



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bank of England

Como se puede ver en el gráfico, un Brexit sin acuerdo llevaría al país sobre un sendero de crecimiento 9 puntos por debajo de la tendencia pre votación del referéndum. Un escenario de un Brexit moderado a través de tratados de libre comercio dejaría al país casi 7 puntos por debajo la tendencia. El escenario más benévolo era el *Chequers plan*, pero la UE lo vetó ya que implicaba libre movilidad de bienes, pero no de los otros tres factores. Por su parte, la London School of Economics presentó una reseña¹⁴ de una serie de proyecciones privadas estimando el efecto del Brexit a 2030, sobre una línea de base de crecimiento del 2,1% anual. Solo una de las proyecciones (intervalos de confianza) posee todo su recorrido sobre valores positivos. **Es decir, solo una de las nueve proyecciones estudiadas estima que el Brexit tendrá un efecto positivo indiscutido sobre la tendencia de largo plazo.**

El consenso general es que el Brexit significará un sendero de menor crecimiento para la economía británica. Sin embargo, la magnitud de esta caída dependerá del acuerdo que logre cerrar el país con la Unión Europea. Habrá que estar atento en las próximas semanas a como siguen las negociaciones y si habrá una prórroga para encontrar un plan de salida que satisfaga a las partes.

¹³ Es un libro blanco de propuestas para un Brexit ordenado (*deal*) que presentó el gobierno de May en julio de 2018. El plan fue rechazado por la Unión Europea en septiembre de ese mismo año.

¹⁴ <https://www.lse.ac.uk/europeanInstitute/LSE-Commission/Hearing-11---The-impact-of-Brexit-on-jobs-and-economic-growth-summary.pdf>

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2019		abril				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
15	16 <u>INDEC</u> : IPC Marzo 2019. <u>BCRA</u> : Informe de Política Monetaria. Informe de Seguimiento de la Base Monetaria.	17	18	19 <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : Empleo y Desempleo EE.UU. Marzo de 2019. <u>Census Bureau EE.UU.</u> : Nueva construcción residencial Marzo de 2019.	20	21
22 <u>Ministerio de Hacienda</u> : Informe Fiscal Marzo 2019. Seguimiento Meta Fiscal 1 ^{er} Trim. 2019.	23 <u>INDEC</u> : Índice de Costo de la Construcción Marzo 2019 Índices de Precios Mayoristas Marzo 2019.	24	25 <u>Banco de Japón</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria.	26	27	28
29	30 <u>Reserva Federal EE.UU.</u> : Reunión del Comité de Mercado Abierto. <u>INDEC</u> : Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Febrero 2019. Índice de Salarios Febrero 2019.					

2019		mayo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
		01 <u>Reserva Federal EE.UU.</u> : Reunión del Comité de Mercado Abierto	02 <u>Ministerio de Hacienda</u> : Recaudación Tributaria Abril de 2019. <u>Banco de Inglaterra</u> : Reunión del Comité de Política Monetaria.	03 <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : Empleo laboral en EE.UU. Abril de 2019.	04	05
06 <u>INDEC</u> : Índice de Producción Industrial Manufact. Marzo de 2019. Indicadores actividad de la construcción. Marzo de 2019.	07 <u>INDEC</u> : Índices de Precios y Cantidades del Comercio Exterior. 1 ^{er} trim. de 2019.	08	09 <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : Índice Precios a los Productores. Abril de 2019.	10 <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : IPC Abril de 2019.	11	12
13 <u>INDEC</u> : Uso de la capacidad instalada industria. Marzo 2019	14 <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : Precios de exportaciones e importaciones. Abril de 2019.	15 <u>INDEC</u> : IPC Abril 2019	16	17 <u>Bureau of Labor Statistics EE.UU.</u> : Empleo y desempleo por estados. Abril de 2019.	18	19

INDICADORES

Indicador	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	2,3%	2,7%	2,1%	3,7%	3,1%	3,9%	6,5%	5,4%	3,2%	2,6%	2,9%	3,8%	4,7%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,7%</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,2%</i>	<i>3,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>4,5%</i>	<i>3,3%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,8%</i>
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	25,4%	25,5%	26,3%	29,5%	31,2%	34,4%	40,5%	45,9%	48,5%	47,6%	49,3%	51,3%	54,7%
<i>Núcleo Var. % a/a</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>23,6%</i>	<i>26,9%</i>	<i>28,7%</i>	<i>31,2%</i>	<i>38,9%</i>	<i>43,3%</i>	<i>46,2%</i>	<i>47,7%</i>	<i>49,9%</i>	<i>52,5%</i>	<i>55,5%</i>
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	2,5%	2,6%	1,9%	3,9%	2,8%	4,1%	6,6%	5,1%	2,9%	2,8%	2,8%	3,8%	4,8%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,6%</i>	<i>4,2%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,2%</i>	<i>7,8%</i>	<i>4,3%</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,7%</i>	<i>4,3%</i>
IPCBA (CABA) Var. % a/a	25,4%	26,5%	27,2%	29,8%	31,0%	33,6%	39,5%	44,6%	46,8%	45,5%	48,6%	49,7%	52,5%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	<i>2,1%</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>3,7%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,3%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,4%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,4%</i>	<i>4,0%</i>
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	20,0	25,0	25,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0
Media	29,2	33,1	33,3	35,8	32,2	35,3	40,4	39,9	38,3	35,7	39,2	36,9	40,8
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	21,7%	20,9%	33,4%	36,5%	25,6%	32,3%	36,6%	45,6%	35,4%	27,4%	38,7%	48,3%	n/d
Gastos Totales	19,3%	13,4%	17,8%	22,1%	35,4%	18,7%	30,1%	40,5%	40,2%	27,9%	49,2%	51,2%	n/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	10,1%	13,4%	30,2%	33,9%	21,1%	26,4%	30,8%	39,8%	30,9%	27,7%	36,9%	42,5%	n/d
Gastos Primarios	17,6%	14,1%	17,9%	26,8%	19,1%	20,8%	26,5%	30,4%	32,2%	21,9%	33,0%	29,3%	n/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	12,5%	25,7%	43,4%	31,9%	23,8%	32,6%	32,0%	42,2%	33,7%	36,0%	38,9%	40,4%	37,3%
<i>Dirección General Impositiva</i>	<i>4,7%</i>	<i>21,2%</i>	<i>45,9%</i>	<i>27,7%</i>	<i>17,0%</i>	<i>33,1%</i>	<i>20,6%</i>	<i>38,6%</i>	<i>38,8%</i>	<i>38,4%</i>	<i>47,0%</i>	<i>45,2%</i>	<i>37,4%</i>
<i>Dirección General de Aduanas</i>	<i>16,9%</i>	<i>43,0%</i>	<i>62,1%</i>	<i>51,8%</i>	<i>49,9%</i>	<i>45,9%</i>	<i>83,8%</i>	<i>78,4%</i>	<i>35,1%</i>	<i>49,7%</i>	<i>34,6%</i>	<i>41,1%</i>	<i>53,5%</i>
<i>Sistema de Seguridad Social</i>	<i>28,1%</i>	<i>22,9%</i>	<i>25,6%</i>	<i>28,8%</i>	<i>21,2%</i>	<i>21,5%</i>	<i>22,2%</i>	<i>24,7%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,5%</i>	<i>28,5%</i>	<i>30,4%</i>	<i>27,3%</i>

Indicador	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	43,8	40,1	36,1	36,0	36,3	36,2	33,7	32,6	32,1	36,0	33,1	36,0	34,8
Var. % m/m	0,0%	-8,5%	-10,0%	-0,3%	0,8%	0,0%	-7,0%	-3,1%	-1,7%	12,1%	-8,0%	8,9%	-3,5%
Var. % a/a	7,0%	-13,2%	-21,2%	-14,4%	-14,6%	-23,9%	-34,0%	-36,1%	-37,2%	-16,7%	-26,7%	-17,8%	-20,6%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	2,4%	0,0%	-4,8%	-6,5%	-2,9%	-1,9%	-6,2%	-4,6%	-7,5%	-6,6%	-5,7%	n/d	n/d
Var m/m, sin estacionalidad	11,9%	-1,4%	4,2%	-6,4%	-2,7%	0,4%	-5,3%	3,0%	-1,3%	-2,3%	-1,3%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	15,4%	21,4%	6,8%	-4,7%	-31,0%	-35,8%	-44,1%	-50,0%	-57,9%	-46,4%	-53,4%	-58,8%	57,6%
Var m/m, con estacionalidad	7,9%	-7,8%	2,3%	-17,2%	3,2%	-2,3%	-19,0%	-12,7%	-11,1%	46,3%	-38,0%	1,2%	10,9%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	3,2%	4,4%	-0,6%	-6,7%	-4,3%	-7,1%	-9,2%	-2,6%	-7,1%	-8,7%	-9,5%	-7,3%	n/d
Var m/m, desest.	-0,5%	-0,9%	-0,7%	-2,5%	-0,5%	-2,1%	-0,2%	0,6%	-1,3%	-0,6%	-0,5%	1,7%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	1,5%	3,9%	-1,1%	-8,1%	-6,4%	-6,1%	-12,6%	-8,4%	-13,8%	-14,8%	-10,9%	-8,5%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	8,4%	14,4%	7,0%	-0,1%	0,7%	0,0%	-3,8%	-6,4%	-15,9%	-20,6%	-15,7%	-5,3%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	2,4%	18,4%	7,4%	-5,4%	-7,5%	-12,0%	-14,4%	-17,3%	-30,4%	-31,8%	-20,1%	-13,2%	-16,3%
Var. % m/m, desest.	-0,7%	9,4%	-5,0%	-9,1%	7,7%	-6,7%	-1,1%	-9,9%	-7,3%	-6,6%	3,3%	5,3%	9,7%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	4,7%	13,3%	-3,9%	-3,0%	-5,8%	0,0%	-9,9%	-8,9%	-17,9%	-17,9%	-14,2%	1,5%	-12,0%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.406	5.215	5.136	5.136	5.407	5.179	5.013	5.355	5.349	5.282	4.586	4.464	n/d
Var. % a/a	18,4%	7,2%	-6,4%	-0,3%	2,2%	-1,6%	-4,8%	1,4%	14,6%	15,4%	-4,7%	3,7%	n/d
Importaciones en USD	5.960	6.102	6.447	5.458	6.179	6.310	4.699	5.077	4.365	3.913	4.214	4.004	n/d
Var. % a/a	8,9%	22,7%	6,3%	-7,5%	2,3%	-0,1%	-21,2%	-18,2%	-29,2%	-27,1%	-26,5%	-22,9%	n/d
Saldo Comercial en USD	-554	-887	-1.311	-322	-772	-1.131	314	278	984	1.369	372	460	n/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	217,1	219,0	223,6	210,6	202,8	201,3	195,8	200,1	196,3	197,3	199,5	199,3	196,1
Var. % a/a	9,3%	13,1%	14,4%	7,9%	-1,3%	2,6%	-1,1%	0,7%	-2,3%	-1,7%	-1,8%	-6,4%	-9,7%