

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 170- Año 19 – 18 de marzo 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 3,8% en febrero. En términos interanuales registró un incremento de 51,2% respecto de igual mes del año anterior, el mayor en 12 meses desde 1991.

LO QUE HAY QUE SABER

Escenario político. Se han conocido encuestas de opinión que muestran una paridad entre Mauricio Macri y Cristina Fernández de Kirchner para las elecciones presidenciales. Hasta ahora no se ha confirmado si la ex Presidente va a presentarse como precandidata para las elecciones primarias de agosto.

Expectativas, dólar y tasas. El aumento del riesgo país y del tipo de cambio condujo al anuncio de cambios en la política monetaria y cambiaria a partir de abril. El objetivo es el de evitar un aumento de la inflación y de la volatilidad cambiaria, que podría complicar las perspectivas electorales para el oficialismo.

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.

Riesgo país. Los anuncios de una nueva estrategia monetaria y cambiaria han sido bien recibidos en el corto plazo. Se observa una recuperación de corto plazo de la demanda de deuda soberana argentina y la prima de riesgo país (EMBI Arg) descendió desde el jueves 24 p.b. a 724 p.b.

La economía mundial se desacelera. Los débiles indicadores de empleo en febrero fortalecieron las expectativas de desaceleración económica en EE.UU. para este año. El BCE revisó hacia abajo las proyecciones de crecimiento de PIB y de inflación para la Eurozona y en China la meta de crecimiento de 2019 es entre 6% y 6,5%. Para 2018 era de "alrededor de" 6,5%.

Brasil: Bolsonaro presentó ante el Congreso el proyecto de reforma previsional para generar un ahorro de más de 1 billón de reales en 10 años. La aprobación de la reforma enfrenta dificultades por un congreso dividido y controversias internas, mientras los mercados empiezan a ponerse impacientes.

LO QUE VIENE

Subas de precios. Los ajustes salariales y la suba de gas natural de abril sugieren un sendero con inflación que difícilmente sea menor al 3% mensual, al menos hasta mayo próximo.

Tipo de cambio. Se espera que el tipo de cambio se estabilice hasta mayo gracias al desembolso de U\$S 10.700 millones y el ingreso de divisas por exportaciones de granos. Sin embargo, persisten las dudas sobre la sustentabilidad de las políticas en curso, y sobre la solvencia fiscal a largo plazo del Gobierno Nacional.

Venezuela. Se inicia hoy en Roma una ronda de negociaciones entre funcionarios de los gobiernos de EE.UU. y Rusia para encontrar una solución a la crisis política y económico-social de Venezuela.

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

PANORAMA DE ARGENTINA

ESCENARIO COMPLICADO

Héctor Rubini

El aumento del riesgo país y del tipo de cambio condujo al anuncio de cambios en la política monetaria y cambiaría a partir de abril. El objetivo es el de evitar un aumento de la inflación y de la volatilidad cambiaria, que podría complicar las perspectivas electorales para el oficialismo.

“Hay que tener un equipo como el de Cavallo, sólido, con mucha gente, bien integrado y correlacionado”.
Miguel Angel Broda¹

1. Escenario político

El año electoral está lanzado y los primeros movimientos del oficialismo y la oposición sugieren un proceso volátil y complicado para todos los contendientes. Hasta fin de febrero se daba por sentada la consolidación del oficialismo frente a la visible falta de liderazgos sólidos en el Partido Justicialista. Todo indicaba que los procesos judiciales contra funcionarios del kirchnerismo implicados en diversas causas pasarían a prevalecer en la opinión pública por sobre la realidad económica. Sin embargo, **la creciente disonformidad con la persistente inflación y la caída en la demanda interna han pasado a ocupar el centro de la escena en la opinión pública.** A esto se ha sumado una serie de eventos que muestran a las divisiones del Partido Justicialista en proceso de unión, mientras la coalición Cambiemos empieza a enfrentar una realidad más adversa que lo esperado pocas semanas atrás:

- a) En la provincia de La Pampa el ex futbolista Carlos MacAllister, apoyado por la Casa Rosada, en la interna de esa coalición fue derrotado por Carlos Kroneberger, de la Unión Cívica Radical en las PASO de Cambiemos, obteniendo poco el 35% de los votos.
- b) En la elección para gobernador de la provincia de Neuquén, fue reelecto Omar Gutiérrez del Movimiento Popular Neuquino, con 39,5% de los votos, superando Ramón Rioseco del Partido Justicialista que obtuvo el 26%. El candidato de Cambiemos, Horacio Quiroga obtuvo sólo el 15,3%.
- c) En la provincia de Córdoba se disolvió la coalición Cambiemos luego del desacuerdo entre el intendente de la ciudad de Córdoba, Ramón Mestre, que tenía intención de disputar una interna, y el diputado nacional Mario Negri, apoyado por el gobierno nacional. La Casa Rosada rechazó la realización de una interna y el tercer aliado en Córdoba, el Frente Cívico de Luis Juez formalizó ante la Justicia Electoral el abandono de Cambiemos. Los partidos de la alianza disuelta presentarán candidatos por separado en las elecciones de mayo, **consolidando las posibilidades de reelección del gobernador Juan Schiaretti (Partido Justicialista), que lidera ampliamente las encuestas de intención de voto en la provincia de Córdoba.**
- d) Se observa cierta desazón luego del discurso del presidente Macri el pasado 1º de marzo inaugurando las sesiones ordinarias del Congreso de la Nación. **El único anuncio económico relevante fue el aumento del 46% en el gasto en Asignaciones Universales por Hijo.**
- e) La difusión de **cada vez más encuestas de intención de voto que no permiten anticipar un triunfo, sino una derrota del oficialismo en las próximas elecciones presidenciales.**
- f) En menos de dos semanas se observa un marcado aumento en la presencia mediática del ex Ministro de Economía Roberto Lavagna que ahora asoma como el más probable candidato a presidente del Partido Justicialista, aunque no se presentaría como precandidato a las primarias de agosto a competir con otros precandidatos justicialistas.
- g) El inocultable fracaso de la política monetaria del BCRA para controlar la suba de la inflación y del tipo de cambio, con persistente caída de empleo y de ventas, ha generado una nueva etapa de incertidumbre y desconfianza. **Los inversores del exterior han empezado a desprenderse de deuda pública, ante la reaparición de expectativas negativas sobre la solvencia fiscal de Argentina. Dentro del país no sólo han reaparecido las compras especulativas de dólares, con una incipiente baja de los depósitos en pesos del sistema bancario.**

¹ Disertación en el Rotary Club, del 13 de marzo de 2019. Ver <https://www.eleconomista.com.ar/2019-03-broda-hay-que-cambiar-la-forma-de-hacer-plata-en-argentina/>

Ante las renovadas compras de dólares desde la última a semana de febrero el BCRA pasó a intervenir en el mercado cambiario, con el tipo de cambio dentro de la llamada “zona de no intervención”, debilitando sensiblemente la relevancia de esa banda cambiaria como instrumento de política. Las intervenciones se instrumentaron vía ventas de dólares a futuro, emisión de Letras de Liquidez a 7 días (LELIQ) para aumentar las tasas de interés en pesos, y ventas de dólares físicos por parte del Banco de la Nación Argentina, sea por cuenta propia o de otras agencias como la ANSeS.

El aumento de la demanda de dólares resultó de un retorno de la incertidumbre de inversores del exterior y locales sobre las políticas económicas en curso y su sustentabilidad. **La inefectividad del BCRA para reducir la inflación y el impacto negativo de la suba de las tasas de interés sobre la actividad, han generado nuevas dudas sobre la capacidad del Gobierno Nacional para cancelar los futuros vencimientos de su deuda.** A esto se sumaron encuestas de opinión que muestran una fortaleza creciente de la oposición en materia de intención de voto, asumiendo que la ex presidente Cristina Fernández de Kirchner se presentará como candidata. Si bien se ha sumado la precandidatura de Roberto Lavagna, aparentemente preferido por cierto sector del empresariado, **han reaparecido temores respecto de un escenario de retorno al populismo previo a diciembre de 2015, y de un potencial default de la deuda con bonistas.** Esto incentivó ventas de bonos argentinos en Nueva York que llevaron la prima de riesgo país de 690 p.b. al 15 de enero pasado hasta 777 p.b. el 7 de marzo, estabilizándose en niveles algo inferiores los días siguientes. Al cierre de este informe se encontraba en 724 p.b., afortunadamente en baja.

En Buenos Aires, la incipiente huida hacia el dólar llevó el tipo de cambio (promedio entre bancos) hacia la zona de no intervención **acelerándose la suba del tipo de cambio de \$38,96 al 25 de febrero hasta \$41,35 el 12 de marzo, estabilizándose en \$ 40,98 el 13 de marzo.** La cotización del Banco Nación y de casas de cambio fue algo más volátil y **llegó a superar los \$ 42 en varias jornadas**, lo que generó mayores dudas sobre la política monetaria y cambiaria del BCRA. La autoridad monetaria no pudo frenar la escalada del dólar subiendo la tasa de política monetaria desde el “piso” de 43,94% del pasado 14 de febrero a 49,03% una semana después, 50,13% el 28 de febrero y 63,33% el 13 de marzo. **Una suba de nada menos que 20 puntos porcentuales en 18 días hábiles, mientras la tasa de pases activos aumentó del “piso” de 55,94% del 18 de febrero a nada menos que al 80,19% el 13 de marzo.**

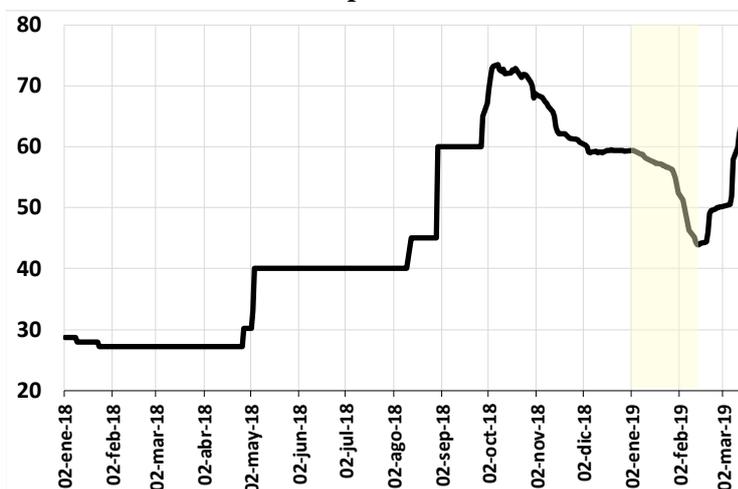
GRÁFICO 1: TIPO DE CAMBIO Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BCRA

**1.a Tipo de cambio (prom. bancos)
 -pesos por dólar-**



Fuente: B.C.R.A.

**1.b. Tasa de política monetaria (LELIQ a 7 días)
 -tasa % nominal anual en pesos-**



Fuente: B.C.R.A.

A su vez el IPC en febrero registró a su vez un incremento de 3,8%, impulsado por la suba de tarifas públicas y alimentos. Es la mayor inflación mensual desde noviembre y si bien se espera cierta desaceleración para el próximo mes no se espera una inflación inferior al 3%.

2. Cambio en la política monetaria y cambiaria desde abril

El jueves pasado el ministro de Hacienda acordó con el FMI el uso de U\$S 9.600 M del crédito otorgado para subastas mensuales de divisas a razón de U\$S 60 M diarios desde abril hasta fin de año. A su vez, el BCRA anunció ayer cuatro medidas para intentar recuperar credibilidad y cierto control de la situación:

- Extender el objetivo de crecimiento cero (en realidad, de la serie desestacionalizada) de la base monetaria hasta fin de año (hasta ahora dicha “regla” tenía vigencia hasta junio).
- Eliminar el ajuste tolerado por estacionalidad para aumentar la base monetaria en junio.
- Reducir la velocidad de crecimiento de los límites superior e inferior de la banda cambiaria de 2% a 1,75% mensual para el segundo trimestre de este año.

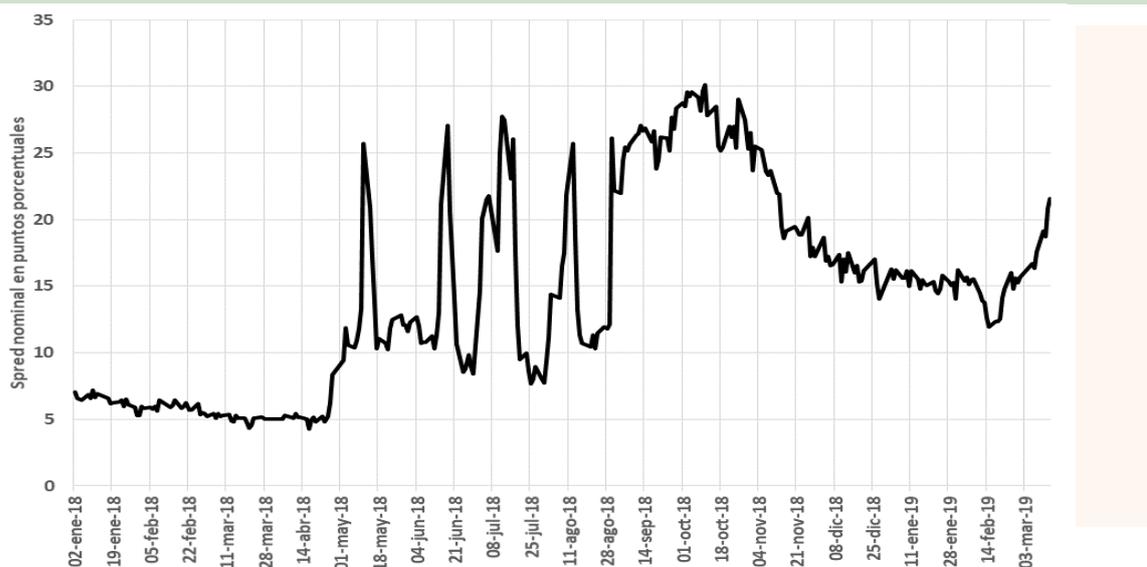
En línea con el acuerdo firmado con el FMI, en este mes el BCRA remitirá al Congreso un proyecto de ley para reformar la Carta Orgánica del BCRA focalizado en prohibir el financiamiento monetario al Tesoro y asegurarle cierta independencia institucional. **Los objetivos de este cambio son dos:** inducir una baja en las expectativas de inflación, y estabilizar el tipo de cambio. **La razón, más que evidente, ha sido la ineffectividad de la suba de tasas de interés de las últimas 4 semanas para estabilizar el tipo de cambio y la inflación.**

Dicha suba de tasas fue precedida por una baja prematura y resultante de presiones del sector privado sobre el Ejecutivo, y de este sobre el BCRA para bajar la tasa de interés. Según el acuerdo con el FMI, la baja de tasas sólo debía proceder cuando el Relevamiento de Expectativas de Mercado mensual refleje en sus pronósticos de expectativas de inflación una baja inequívoca y permanente de la inflación presente y esperada. **Algo que requería no menos de 3-4 meses consecutivos de baja significativa de las expectativas de inflación.** Como lo muestra la región sombreada del gráfico 1.b. desde el pasado 3 de enero la tasa de política monetaria fue reducida de aproximadamente 60% anual hasta el 43,9% el 14 de febrero. A partir de entonces la suba del tipo de cambio y de la prima de riesgo país cobró protagonismo, y el BCRA pasó a ser un seguidor de mercado, reaccionando con aumentos diarios de la tasa de control monetario (LELIQ a 7 días) que no evitaron la suba del tipo de cambio de los últimos días.

Las LELIQ emitidas el 13 de marzo pagaban 63,3% y para los adelantos en cuenta corriente con acuerdo de 1 a 7 días por más de \$ 10 millones la tasa promedio era de 61,6%, **pero un mes antes las LELIQ pagaban 44,0%, y la tasa promedio de adelantos en cuenta corriente 49,6%.**

Como era de esperar el total de adelantos en pesos al sector privados creció \$ 3.441 millones en ese período, **pero el stock de LELIQ en poder de los bancos aumentó en \$ 101.132 millones.** En recesión y con creciente incumplimiento de los deudores, la canalización de fondos a las LELIQ puede desplazar de manera permanente al crédito a la actividad productiva. Mientras tanto, **el spread entre tasas activas y pasivas, registró una significativa suba desde el 14 de febrero como lo indica el siguiente gráfico.**

GRÁFICO 2: SPREAD ENTRE TASAS DE ADELANTOS A EMPRESAS² Y BADLAR³



Fuente: B.C.R.A.

² Tasa de adelantos en cuenta corriente en pesos (con acuerdo de 1 a 7 días y de 10 millones o más) a empresas del sector privado no financiero

³ Tasa promedio de depósitos a plazo fijo en pesos por \$1 M o más a 30-35 días de plazo.

Por otro lado, el Panorama Monetario Diario del BCRA del 14 de marzo mostró que **los depósitos del sector privado cayeron 2,5% en un mes, mientras que los depósitos en dólares crecieron 0,4%**. Los préstamos al sector privado en pesos cayeron 0,9%, y los otorgados en dólares, 0,1%. Además, el agregado M3 en pesos (billetes y monedas en manos del público, cheques cancelatorios en pesos y depósitos en pesos de los sectores público y privado) cayó 1,6% en 30 días. En lo que va de 2019 el M3 acumuló un descenso de 2,1% en términos nominales, y de 8,3% en términos reales. **En términos interanuales, al 14 de marzo el M3 nominal creció 27,7%, pero en términos reales cayó 19%**.

Otro aspecto controversial del programa Del FMI es el criterio de sustituir las LEBAC a 30 días por LELIQ a 7 días y con vencimientos diarios. Aparentemente el viernes pasado varios funcionarios del BCRA anticiparon a economistas del sector privado que se estiraría el plazo de las LELIQ de 7 a 15 o 30 días. Esto es, regresar a las extinguidas LEBAC ahora con la supuesta intención de “mejorar” la transmisión de las subas de la tasa de control monetario a la de los plazos fijos. Ciertamente, no se termina de entender no sólo la existencia de estos pasivos cuasifiscales cuando en el activo el BCRA posee letras intransferibles del Tesoro que podría canjearlas con el Ministerio de Hacienda por títulos negociables.

Habría que ver si a partir de abril se reduce efectivamente la volatilidad y suba del tipo de cambio, y si empieza a bajar la inflación mensual. Una política monetaria expansiva sin una desindexación de contratos conduciría, sin dudas a una rápida aceleración de la inflación y a una crisis cambiaria en menos de una semana. Pero la opción elegida difícilmente logre contrarrestar el impacto de subas de tarifas y precios regulados que la autoridad monetaria no sólo no controla, sino que, al igual que el FMI, comete el error de considerarlo irrelevante.

La probabilidad de éxito no es alta. En gran medida dependerá de la credibilidad del mercado en los anuncios del jueves. Algo que dependerá crucialmente de la evolución del tipo de cambio, las tasas de interés y los depósitos en pesos y en dólares en los próximos dos meses.

ECONOMIA REAL

Adolfo Bosch

La economía real sigue mostrando signos de persistente caída. Los indicadores básicos de la economía real muestran bajas 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.

1. Contexto

Los indicadores de la economía real no repuntan y la recesión económica profundiza la crisis en los distintos sectores. Por el lado de la industria manufacturera el estancamiento es notorio y completa con el último dato de enero 2019 (-10,9% i.a) nueve meses de caída ininterrumpida.

La construcción fue el sector principalmente afectado por el ajuste fiscal; si bien en enero de 2019, el índice de la serie desestacionalizada arrojó una variación positiva de 4,4% respecto al mes anterior, la tendencia-ciclo continúa mostrando una baja de 1,1% respecto a diciembre 2018.

Por el lado de los precios el IPC tanto de CABA, de Gran Buenos Aires, como a nivel nacional en su variación mensual de enero 2019, exponen una inflación no menor al 2,8%, llegando a 3,8% para la Ciudad de Buenos Aires. Los últimos datos oficiales de la economía real muestran el Cuadro 1:

2. Demanda interna

Las ventas de electrodomésticos y artículos del hogar a precios corrientes en diciembre 2018 totalizaron 25.736,5 millones de pesos, las cuales alcanzaron una variación porcentual respecto del cuarto trimestre de 2017, de -5,1%. En materia de patentamiento, el 2019 muestra uno de los peores comienzos de ejercicio de los últimos 15 años, las ventas en el mes enero totalizaron 59.844 vehículos y reflejaron una caída del 50,3% i.a.

CUADRO 1: INDICADORES DE LA ECONOMÍA REAL

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC C.A.B.A	Direccion General de	Enero 2019	Var. % mensual	3,80%	2,40%	●
				Var. % interanual	48,60%	45,50%	●
	IPC G.B.A	INDEC	Enero 2019	Var. % mensual	2,80%	2,80%	●
				Var. % interanual	48,90%	47,10%	●
				Var. % mensual	2,90%	2,60%	●
				Var. % interanual	49,30%	47,60%	●
Demanda interna	Ventas de electrodomesticos y articulos del hogar	INDEC	Diciembre 2018	Var. % interanual a p.corrientes	-10,40%	-8,30%	●
			4 to Trimestre	Var. % interanual a p.corrientes	-5,10%	5,10%	●
	Ventas en Shoppings		Ene-Dic 2018	Var. % interanual a p.corrientes	24,30%	24,10%	●
	Ventas en Supermercados		Ene-Dic 2018	Var. % interanual a p.corrientes	28,50%	27,10%	●
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Enero 2019	Var. % interanual	-50,3%	-40,6%	●
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Diciembre 2018	Var. % mensual (sin estacionalidad)	0,7%	-2,0%	●
				Var. % interanual (sin estacionalidad)	-7,0%	-7,5%	●
				Var. % ene-dic '18 vs ene-dic '17	-2,6%	-2,2%	●
Actividad Industrial	Índice de Producción Industrial Manufacturero	INDEC	Diciembre 2018	Var. % interanual	-14,7%	-13,9%	●
				Var. % ene-dic '18 vs ene-dic '18	-5,0%	-4,2%	●
	Uso capacidad instalada		Diciembre 2018	% uso capacidad instalada	56,6%	63,3%	●
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Diciembre 2018	Var. % interanual	-20,5%	-15,9%	●
				Var. % ene-dic '18 vs ene-dic '17	0,8%	2,7%	●
	Puestos de trabajo Construcción (Sector privado)			Var. % mensual	-1,9%	-0,7%	●
				Var. % interanual	-2,9%	-3,9%	●
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Enero 2019	Var. % mensual	16,4%	6,1%	●
				Var. interanual	49,4%	49,4%	●
	Sistema Seguridad Social			Var. % mensual	45,0%	0,4%	●
	Var. interanual			28,5%	22,5%	●	
	Créditos y Débitos en Cta.Cte			Var. % mensual	4,1%	-0,7%	●
				Var. interanual	50,7%	32,6%	●

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

3. Actividad económica

El estimador mensual de la actividad económica en diciembre de 2018 cayó 7,0 % respecto al mismo mes del año 2017 y el indicador desestacionalizado a diferencia del mes de noviembre que había caído un 2%, subió un 0,7%.

Los sectores de actividad que continúan con una marcada caída respecto a igual período del año anterior son: comercio mayorista, minorista y reparaciones (-15,7%), industria manufacturera (-14,2%) y construcción (-12,7%). En contraposición, el sector agricultura, ganadería, caza y silvicultura, es el sector que muestra mayor recuperación positiva con (4,7%).

4. Actividad industrial

El Índice de Producción Industrial Manufacturado para el mes de diciembre 2018 registró una caída de 14,7% respecto a igual mes del año anterior. El acumulado anual 2018 del índice serie original presentó una disminución de 5,0% respecto a igual período del año 2017. A su vez, al desagregar por divisiones de la industria manufacturera en enero de 2019 se observaron las siguientes variaciones interanuales de enero de:

- Productos textiles (-27,9%)
- Otros equipos, aparatos e instrumentos (-26,3%)
- Muebles y colchones, y otras industrias manufactureras (-14,5%)
- Maquinaria y equipo (-42,8%)
- Vehículos automotores, carrocerías, remolques y autopartes (-18,0%)
- Industrias metálicas básicas (-15,2%),
- Productos de caucho y plástico (-12,4%)

- Productos minerales no metálicos (-19,0%)
- Productos de metal (-4,1%)
- Madera, papel, edición e impresión (-6,7%)
- Sustancias y productos químicos (-7,4%)
- Prendas de vestir, cuero y calzado (-8,2%)
- Refinación del petróleo, coque y combustible nuclear (-4,9%)
- Alimentos y bebidas (-2,2%)
- Productos de tabaco (+5,2%)

5. *Capacidad instalada de la industria*

La utilización de la capacidad instalada en la industria para el mes de diciembre 2018 fue de 56,6%, mostrando un nivel inferior al registrado en el mes de diciembre de 2017 (64,0%).

Los sectores que presentan, en diciembre de 2018, niveles de utilización de la capacidad instalada superiores al nivel general el cual se encuentra dentro del 56,6% son: refinación del petróleo (77,4%), industrias metálicas básicas (69,4%), papel y cartón (66,8%), sustancias y productos químicos (66,4%), productos minerales no metálicos (61,5%) y productos alimenticios y bebidas (58,9%). En contrapartida los sectores que se ubican por debajo del nivel general de la industria son: productos del tabaco (56,0%), edición e impresión (48,9%), productos de caucho y plástico (47,2%), la industria metalmecánica excepto automotores (42,8%), productos textiles (32,3%) y la industria automotriz (25,6%).

En los sectores que se ubican por debajo del promedio de la capacidad instalada se observa lo siguiente:

- **Productos del tabaco:** la baja en el nivel de utilización de la capacidad instalada de 56,0% en diciembre de 2018, al de diciembre de 2017 (61,8%), se encuentra asociada a una merma en la elaboración de cigarrillos.
- **Edición e impresión:** registra, en diciembre de 2018, un nivel de utilización de la capacidad instalada de 48,9%, inferior al de diciembre de 2017 (57,8%), dicho menor nivel se debe a la menor demanda por parte de algunos segmentos de la industria de alimentos y bebidas, actividad de la construcción, productores de electrodomésticos, productores de distintas líneas de higiene y limpieza, industria farmacéutica y actividad publicitaria.
- **Productos de caucho y plástico:** presentan un porcentaje menor de utilización de la capacidad instalada de 47,2% en diciembre de 2018, respecto al registrado en diciembre de 2017 (61,5%), como resultado de la retracción en los niveles de producción de neumáticos y de manufacturas de plástico.
- **Industria metalmecánica excepto automotores:** registra en diciembre de 2018 un nivel de utilización de la capacidad instalada de 42,8%, inferior al de diciembre de 2017 (55,6%). Debido a caída de los niveles de producción de aparatos de uso doméstico y maquinaria agropecuaria.
- **Productos textiles:** presenta un nivel de utilización de la capacidad instalada de 32,3%, inferior al registrado en el mismo mes de 2017 (55,7%). El menor nivel de utilización del bloque se explica por la menor elaboración de hilados de algodón y de tejidos, tanto tejidos planos como de punto.
- **Industria automotriz:** registra, en diciembre de 2018, un nivel de utilización de la capacidad instalada de 25,6%, inferior al de diciembre de 2017 (38,3%), como consecuencia de varias suspensiones en distintas plantas, generadas por una marcada caída en demanda local, lo cual generó una disminución del número de unidades fabricadas por las terminales automotrices.

6. *Construcción*

El indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) de diciembre 2018 cayó 20,6% i.a respecto a igual mes del año anterior, dicha tendencia continua para el 2019 dado que en el último informe publicado por el INDEC

el día 6 de marzo, muestra que, durante enero de 2019, el índice registró una baja de 15,7% respecto a igual mes del año anterior.

Las mayores bajas del mes de enero 2019, se presentaron en los rubros pisos y revestimientos cerámicos (-28,1% i.a.), en artículos sanitarios de cerámica (-27,9% i.a.), en ladrillos huecos (-27,3% i.a.), en mosaicos graníticos y calcáreos (-24,4% i.a.), en asfalto (-22,8% i.a.), en cemento portland (-16,3% i.a.), en cales y pinturas para construcción (-15,7% i.a.), en hierro redondo y aceros para la construcción (-15,2% i.a.), en placas de yeso (-14,3% i.a.) y en el resto de los insumos (-4,7% i.a.). Asimismo, se observan subas en yeso (+5,7% i.a.) y en hormigón elaborado (1,5% i.a.).

A su vez los puestos de trabajo de asalariados registrados en el sector privado en la actividad de la construcción cayeron en diciembre 1,9% respecto a noviembre de 2018 y tuvieron una caída de 2,9% respecto a diciembre del año 2017, este resultado se sigue explicando por la continuidad del ajuste fiscal de la obra pública.

7. Empleo registrado

La evolución del empleo registrado del sector privado en los principales centros urbanos, de acuerdo con el Ministerio de Producción y Trabajo en enero de 2019 presento una variación mensual de 0,2% en el conjunto de los aglomerados relevados. Comparado con el mismo mes del año 2018 presento una caída del 2,3%.

Las ramas que presentaron aumentos fueron construcción (+2,2%), transporte, almacenaje y comunicaciones (+0,5%) y servicios financieros y a las empresas (+0,3%). En contra posición el empleo bajo en la industria manufacturera un (-0,3%) y comercio, restaurantes y hoteles (-0,1%). La rama de servicios comunales y sociales se mantuvo estable.

En el sector público según última publicación, el empleo muestra una caída en la ocupación para el mes de diciembre 2018 respecto a diciembre de 2017 de (-0,2%), el cual representa una destrucción de 6.387 puestos de trabajo.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: MÁS SEÑALES DE DESACELERACIÓN

Jorge Viñas

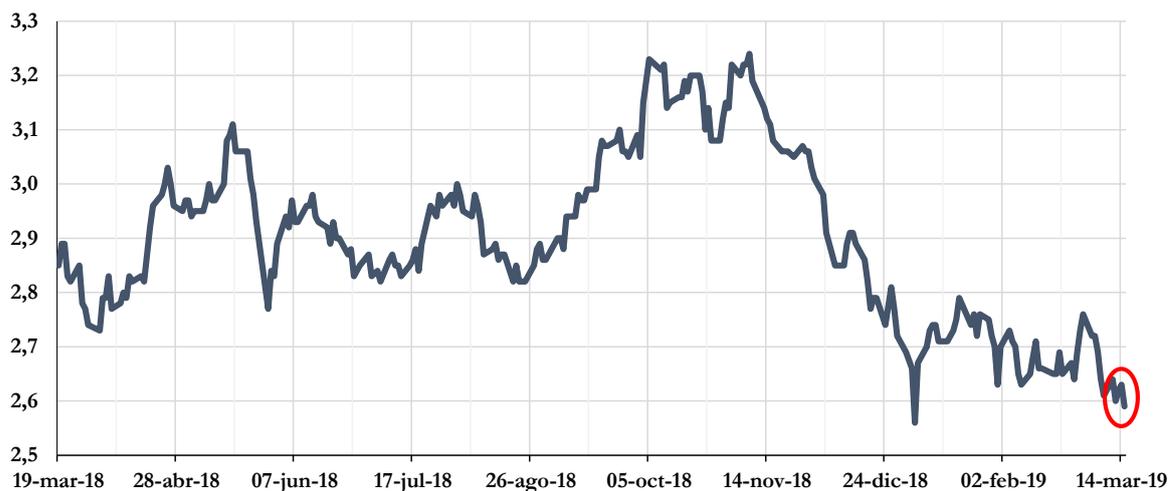
En EE.UU. la creación de empleo de febrero ha sido débil, reforzando las perspectivas de desaceleración económica para 2019, aunque el riesgo de recesión no es alto. El BCE revisó a la baja las proyecciones de crecimiento del PIB y de inflación para la Eurozona. En China, el Gobierno estableció una meta de crecimiento del PIB “entre 6% y 6,5%” para 2019; en 2018 había sido “alrededor del 6,5%”.

1. Temor al freno de la economía global aplaca el optimismo de los mercados financieros

El año 2019 había comenzado con una sensación de euforia en los mercados financieros, reflejada en subas récord para el mes de enero en los principales índices accionarios del mundo. La decisión de la Fed de adoptar una postura “paciente” en la conducción de la política monetaria, que en la práctica significa poner un freno al proceso de suba de tasas y de reducción de los activos de su balance, fue el disparador para la reversión de tendencia, tras un cierre de 2018 que había sido muy negativo. También influyeron las perspectivas de un acuerdo entre EE.UU. y China, ya que la posibilidad de una guerra comercial a gran escala era uno de los principales riesgos que se cernían sobre la economía global. Todo esto resultó especialmente favorable para los países emergentes, que se vieron beneficiados por un renovado flujo de capitales, lo que generó una apreciación de las monedas y la reducción del riesgo soberano en la mayoría de los países que conforman este grupo.

Sin embargo, ya en el IEM de febrero se advertía que la euforia de los mercados financieros no estaba basada en fundamentos sólidos⁴. En efecto, muchos de los factores de riesgo que se habían manifestado a lo largo de 2018 seguían presentes, y en algunas economías importantes persistían señales fuertes de desaceleración económica. Aunque la inercia positiva en materia financiera se mantuvo durante buena parte de febrero, hacia el final de dicho mes se empezaron a advertir las primeras señales de agotamiento, que se acentuaron en la primera semana de marzo. Las evidencias de una creciente aversión al riesgo por parte de los inversores abarcan la corrección de los principales índices accionarios del mundo y el debilitamiento de las monedas de países emergentes, mientras que la búsqueda de refugio en activos seguros ha llevado a una nueva baja de la tasa del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años a los mínimos del año, cerrando al 15 de marzo por debajo de 2,60% (véase el gráfico 3).

GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN DE LA TASA DEL BONO DEL TESORO DE EE.UU. A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg

Las causas de esta nueva retracción financiera no son muy diferentes de las que mantuvieron en vilo a los inversores durante el último año: señales de desaceleración económica que hacen reaparecer los temores a una recesión global, y riesgos políticos y geopolíticos de alcance difícil de evaluar. Entre las señales de desaceleración, las más fuertes provienen de Europa, y fueron reforzadas por la revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento del PIB y de inflación de la Eurozona que publicó el Banco Central Europeo (BCE) la última semana. Pero también EE.UU. tuvo sus sorpresas negativas en materia de actividad, especialmente los datos de empleo de octubre resultaron muy decepcionantes. En China, se mantiene abierto el debate respecto a si las medidas de estímulo del gobierno serán suficientes para estabilizar el crecimiento y cumplir con la nueva meta oficial de “entre 6% y 6,5% para 2019.

La principal diferencia respecto a la mayor parte de 2018, radica en que las autoridades económicas, en especial los bancos centrales, ahora parecen más predispuestos a salir en socorro de las economías. Al mencionado cambio de postura de la Fed, en la última semana se sumó el BCE, que anunció que no tocará las tasas de interés por lo menos por lo que resta de 2019 y anticipó una nueva subasta de líneas de financiación a plazo para los bancos bajo el programa TLTRO⁵. La renovada vocación de los bancos centrales por apoyar al sistema puede contribuir a reducir la volatilidad y a limitar los ajustes de precios de los activos de riesgo respecto a las situaciones atravesadas en 2018. Bajo esta perspectiva, se puede entender la reacción positiva de los mercados financieros en la última semana (al 15 de marzo), que llevó al índice S&P 500 a un nuevo máximo del año, y a las monedas y activos de mercados emergentes a revertir parcialmente la caída de principios de marzo.

2. Progresan las negociaciones entre China y EE.UU., pero otros riesgos políticos siguen en pie.

⁴ Véase Jorge Viñas, “Escenario Global: Poniendo el Freno”, IEM N° 169, 13 de febrero de 2019, pág. 14-17.

⁵ *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*. El programa fue establecido en junio de 2014, con el objetivo de mejorar el mecanismo de transmisión crediticia de la política monetaria, restringido hasta ese momento por las restricciones que enfrentaban los bancos, especialmente en los países periféricos de la Eurozona, para fondearse a largo plazo para expandir sus préstamos. En sucesivas subastas, la última llevada a cabo en 2016, el BCE canalizó más de € 700.000 millones al sistema bancario europeo. Dado que los primeros préstamos empezarán a vencer en 2020, se esperaba algún tipo de medida del BCE para el año próximo, pero decidió anticiparse.

Si bien las perspectivas de un **acuerdo comercial entre EE.UU. y China** siguen vigentes, el nivel de optimismo respecto al alcance del mismo ha ido disminuyendo a medida que la concreción del mismo se sigue dilatando. En algún momento, el entusiasmo en las declaraciones de ambas partes de la negociación llevó a pensar en un acuerdo amplio, que permitiera retrotraer gran parte de las medidas restrictivas sobre el comercio bilateral aplicadas el último año. Pero esas altas expectativas se fueron diluyendo, y ahora apuntan principalmente a no empeorar la situación actual en materia de aranceles recíprocos, mientras se dejan abiertas las puertas para seguir negociando un acuerdo más ambicioso.

Los principales riesgos políticos siguen centrándose en Europa. El acuerdo entre el Reino Unido y la UE por el **Brexit** continúa trabado en el Parlamento británico, mientras se aproxima la fecha límite del 29 de marzo para concretar la salida del Reino Unido de la UE. La extensión del plazo para seguir negociando es una posibilidad firme, pero mientras no se alcance un acuerdo definitivo y siga habiendo alguna chance remota de un Brexit sin acuerdo, esto mantiene a todo el mundo en vilo, ya que sus consecuencias serían devastadoras⁶.

En **Italia**, la recesión en marcha tensa cada vez más la relación entre los miembros de la coalición de gobierno, la Lega Nord y el M5S⁷. Las fricciones crecientes incrementan la probabilidad de una ruptura que derive en un llamado anticipado a elecciones. La ausencia de un partido o alguna figura dominante en la escena política italiana lleva a que la perspectiva de un proceso electoral en un plazo relativamente cercano genere una incertidumbre significativa. Aunque las realidades de ambos países sean muy diferentes, **Alemania** vive algo similar en materia de incertidumbre política, ya que la sucesión de Angela Merkel sigue abierta y sin final definido.

A nivel de la UE, se aproximan las elecciones del 23 de mayo para el **Parlamento Europeo**, y las proyecciones apuntan a un aumento significativo de parlamentarios pertenecientes a partidos de extracción populista, que podrían sumar en conjunto alrededor de 50 escaños para rondar un total de 190 sobre un total de 705 escaños. Si tal resultado se concretara, y todos unieran fuerzas, se transformarían en el grupo parlamentario más numeroso en el Parlamento Europeo. Si bien no todos los partidos populistas en Europa son abiertamente “antieuropeos”, muchos quieren como mínimo que los gobiernos nacionales recuperen parte de los poderes cedidos a la UE. En este contexto, las perspectivas de una mayor integración europea, cuyo principal impulsor es el Presidente de Francia, Emmanuel Macron, parecen cada vez más lejanas.

En **EE.UU.** el acuerdo parlamentario entre Republicanos y Demócratas logró terminar con el cierre del gobierno más largo de la historia, que duró 35 días⁸. Sin embargo, el control dividido de ambas cámaras, tras el triunfo demócrata en la Cámara de Representantes, apunta a una creciente conflictividad política, en el marco de una anticipada carrera de cara a las elecciones presidenciales del año próximo. Por el lado de los demócratas, se espera una intensificación en las investigaciones que buscan demostrar acciones de Trump incompatibles con su cargo, mientras que del lado de Trump, buscará emplear al máximo todas las herramientas disponibles para impulsar sus iniciativas sin someterse a las trabas de los demócratas. Cabe destacar que del lado demócrata, quizás como reacción a las políticas conservadoras impulsadas por Trump, crecen las propuestas económicas de carácter radical, como la introducción de impuestos a la riqueza y a los altos ingresos a tasas muy elevadas, aumentos masivos en el nivel de gasto público, o intervención en la toma de decisiones de las corporaciones privadas como por ejemplo la distribución de dividendos.

3. *EE.UU.: Dato decepcionante de creación de empleo en febrero.*

Si bien se esperaba una moderación respecto al elevado nivel de creación de empleo de enero, cuando se registraron 311.000 nuevos puestos de trabajo, el freno fue mucho más abrupto a lo previsto. En efecto, en febrero se crearon sólo 20.000 empleos, cuando el consenso según Bloomberg estimaba una creación de 180.000. Si bien hubo una

⁶ Al cierre de la redacción de este artículo se produjeron dos votaciones clave en el parlamento británico, la primera por la moción de aprobar el acuerdo suscripto por la primer ministro May con la UE (el segundo intento tras el fracaso hace dos meses atrás), la segunda por la moción de la opción “dura” del Brexit sin acuerdo. Ambas mociones fueron derrotadas por amplio margen, por lo que persiste la incertidumbre.

⁷ En particular, la construcción de la línea de ferrocarril de alta velocidad entre Turín en Italia y Lyon en Francia, desató un fuerte enfrentamiento interno. La Lega Nord, con su líder Matteo Salvini a la cabeza, defiende el avance de la obra por considerarla clave para la dinamización de la actividad económica en el norte de Italia, mientras que el M5S se opone a ella por motivos medioambientales. Cabe destacar que la obra cuenta con financiación de la UE por € 26.000 millones, parte de los cuales ya fueron entregados y deberían ser devueltos si la obra no se completa en tiempo y forma.

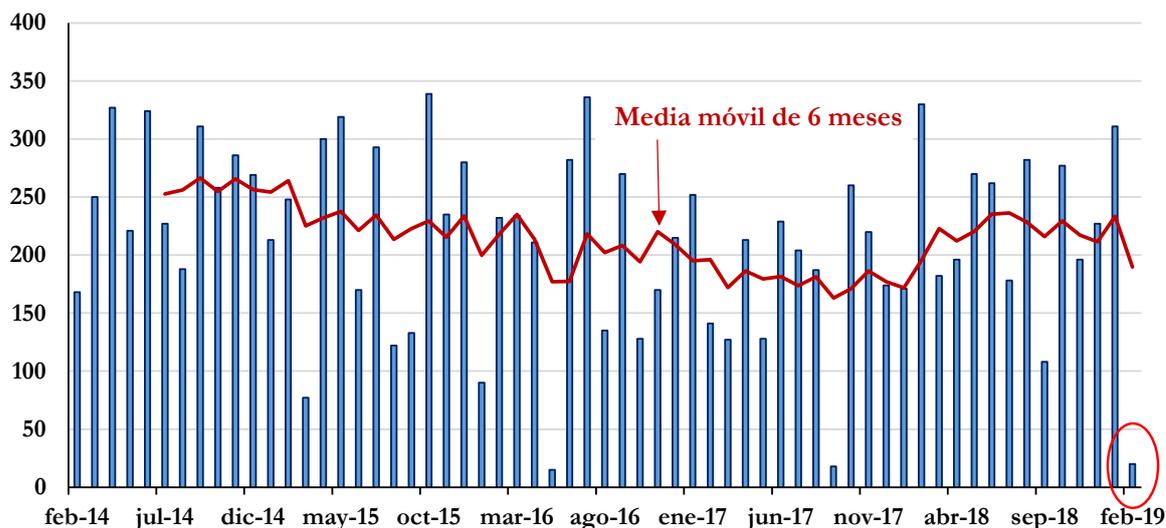
⁸ El acuerdo definitivo incluyó una provisión de u\$s 1.375 millones para el famoso “muro” de Trump en la frontera con México, cifra muy inferior a los u\$s 5.700 millones exigidos por Trump, pero suficiente para evitar que se produjera nuevamente el cierre del Gobierno el 15 de febrero, cuando vencía el plazo de 3 semanas previsto en el acuerdo provisorio alcanzado el 25 de enero.

leve revisión al alza de los dos meses anteriores, la revisión neta de +12.000 no alcanza para compensar la magnitud de la sorpresa negativa.

Si bien es una señal de alarma, al tratarse por el momento de un solo mes de debilidad no alcanza para sacar conclusiones terminantes, principalmente por dos motivos: 1) Los datos mensuales suelen sufrir revisiones hasta dos meses después de su primera publicación, y 2) la serie histórica presenta una volatilidad mensual elevada. Por ello, suele recurrirse al promedio móvil de 6 meses como señal de tendencia más confiable para la creación de empleo.

Tras el dato flojo de febrero, el promedio móvil de 6 meses se ubica en 191.000, por debajo del nivel que mantuvo a lo largo de 2018, pero todavía por encima de los niveles que prevalecieron durante 2017 (ver gráfico 4).

GRÁFICO 4. EE.UU. CREACIÓN MENSUAL DE EMPLEOS NO AGRÍCOLAS – EN MILES



Fuente: Bloomberg

Otros aspectos del reporte de empleo de febrero muestran un panorama de mayor solidez. La tasa de desempleo se ubicó en el 3,8%, muy cerca del piso del actual ciclo de 3,7% registrado en septiembre y noviembre de 2018. Por otra parte, la desaceleración en la creación de empleo no fue impedimento para que los salarios continúen su repunte gradual pero sostenido. Los ingresos laborales promedio por hora se incrementaron un 3,4% en febrero, por encima del 3,1% de enero, y el mayor ritmo de expansión desde principios de 2009.

Este comportamiento favorable de los salarios apuntala el consumo, por lo que en el corto plazo aleja la posibilidad de una recesión. Pero a mediano plazo puede poner en aprietos a la Fed, ya que, si las mejoras salariales empezaran a presionar sobre la inflación, se vería obligado a abandonar su postura “prudente” y retomar las subas de tasas. Por el momento ese no es el caso, ya que la inflación no da señales de “despertarse”. La inflación minorista viene mostrando un sesgo decreciente desde mediados de 2018 hasta ubicarse en 1,5% interanual en febrero de 2019, impulsada principalmente por una disminución en los precios de la energía. Mientras que la inflación subyacente muestra un comportamiento estable, manteniéndose cerca del 2% anual. En febrero registró una variación del 2,1% interanual.

En el margen, el dato de empleo de febrero se suma a otros indicadores recientes, como la encuesta de actividad industrial ISM Manufacturing o la inversión en construcción que se ubicaron en los niveles mínimos del último año, que dan señales de desaceleración respecto al ritmo de crecimiento relativamente elevado que sostuvieron durante 2018. Las estimaciones de crecimiento del PIB de EE.UU. para 2019 todavía se mantienen en torno al 2% anual, frente al 2,9% de 2018, aunque el crecimiento de 2019 está influido por el arrastre estadístico positivo de 2018. Sin dicho arrastre, el crecimiento trimestre a trimestre durante 2019 probablemente va a promediar por debajo del 2%, y los datos recientes pueden impulsar nuevas revisiones a la baja, aunque todavía la probabilidad de recesión no parece ser significativa.

4. Europa: El BCE revisa a la baja proyecciones de la Eurozona

En la reunión de política monetaria del 7 de marzo, el BCE presentó las nuevas proyecciones económicas que actualiza trimestralmente. En el cuadro 2, se observa que sobresalen la revisión a la baja del crecimiento del PIB para 2019 y la revisión a la baja de la trayectoria de la inflación hasta el año 2021.

En primer lugar, se destaca la fuerte revisión a la baja de la estimación de crecimiento del PIB para 2019, de 1,7% a 1,1%. Para los años 2020-2021 las revisiones de crecimiento son poco relevantes.

Entre los componentes de la demanda agregada, la mayoría registra una reducción significativa en la tasa de crecimiento para 2019 con la excepción del gasto público. Tanto los componentes de la demanda interna privada, Consumo e Inversión, como las Exportaciones, reflejan un menor incremento esperado por parte del BCE.

CUADRO 2. EUROZONA: PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL BCE – MARZO 2019 VS DICIEMBRE 2018

En porcentaje	marzo 2019				diciembre 2018			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Variación Anual								
PBI Real	1,9	1,1	1,6	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
Consumo	1,3	1,3	1,6	1,4	1,4	1,7	1,6	1,4
Gasto Público	1,1	1,7	1,6	1,4	1,1	1,6	1,4	1,4
Inversión	3,3	2,1	2,4	2,0	3,5	3,3	2,6	2,1
Exportaciones	2,8	2,8	3,6	3,2	2,8	3,5	3,8	3,4
Importaciones	2,7	3,7	4,1	3,5	2,7	4,2	4,2	3,6
Inflación total	1,7	1,2	1,5	1,6	1,8	1,6	1,7	1,8
Inflación subyacente	1,2	1,4	1,6	1,6	1,3	1,5	1,7	1,8
Costos Laborales Unitarios	1,8	1,7	1,4	1,6	1,7	1,3	1,6	1,8
Productividad laboral	0,4	0,4	1,0	0,9	0,5	0,8	0,9	0,9
Tasa de desempleo	8,2	7,9	7,7	7,5	8,2	7,8	7,5	7,1
Déficit fiscal / PIB	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-0,5	-0,8	-0,7	-0,6
Deuda Pública / PIB	85,0	83,8	82,3	81,1	84,9	83,0	80,9	79,0
Cuenta Corriente / PIB	3,0	2,4	2,3	2,2	3,0	2,7	2,6	2,5

Fuente: BCE

Las nuevas estimaciones de crecimiento del BCE se ubican significativamente por debajo de la última actualización de proyecciones del FMI realizada en enero de 2019, cuando estimó el crecimiento del PIB de la Eurozona para este año en 1,6%. También se contraponen con las expectativas de muchos analistas privados, que apuntaban a que diversos factores transitorios y extraordinarios que afectaron a la economía de la Eurozona durante 2018⁹, una vez superados permitirían retomar la senda del crecimiento más próxima al 2% anual. Sin embargo, el BCE parece asumir que la incertidumbre y la desconfianza por los problemas políticos enumerados anteriormente, y por las deficiencias estructurales que arrastra la Eurozona, causarán un deterioro tanto en el consumo como en la inversión que contrarrestará la desaparición de los factores transitorios negativos, por lo menos hasta fines de 2019.

Siguiendo con la revisión de las principales proyecciones, debe mencionarse la revisión a la baja de la trayectoria de la inflación esperada hasta 2021, en alrededor de 0,2 puntos porcentuales (p.p.) por año.

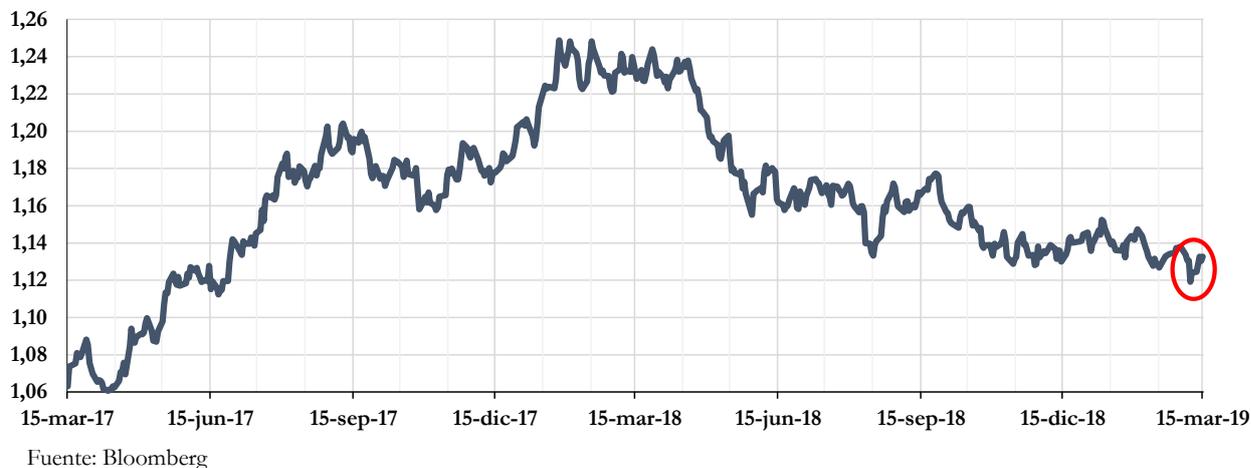
Según el BCE, las razones para dicha reducción abarcan menores costos de la energía por impuestos indirectos más bajos, el impacto del menor crecimiento económico proyectado y la estimación de un menor traslado (“*pass-through*”) de salarios a precios acorde a la experiencia reciente. Pero el hecho de que las proyecciones de inflación se alejen cada vez más de la meta de 2% anual que el BCE está institucionalmente comprometido a cumplir, implica el reconocimiento por parte de la autoridad monetaria de la impotencia para alcanzar su cometido.

Las menores estimaciones de crecimiento e inflación del BCE, junto con los anuncios de postergación en la suba de tasas de interés y de nuevas líneas de financiamiento para los bancos mencionados anteriormente, causaron sorpresa en los mercados financieros.

⁹ Como por ejemplo un problema técnico con los caños de escape que afectó al sector automotriz de Alemania en el segundo semestre de 2018 y castigó con dureza la actividad industrial del principal país de la región, y que ya se encuentra superado.

Esto se vio reflejado en el debilitamiento del Euro frente al dólar estadounidense, alcanzando 1,12 dólares por Euro, el nivel más bajo desde mediados de 2017, aunque en la última semana mostró síntomas de mayor estabilidad (véase el gráfico 5).

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DEL EURO FRENTE AL DÓLAR – DÓLARES POR EURO



5. *China: El gobierno fijó la meta de crecimiento del PIB para 2019 entre 6% y 6,5%.*

En su discurso ante El Consejo Nacional del Pueblo del 5 de marzo, el Premier Li Keqiang anunció las metas económicas del gobierno chino para 2019. La meta de crecimiento del PIB para este año, se ubicó en el rango 6%-6,5%, en línea con lo que se podía anticipar de acuerdo al accionar que venía mostrando el gobierno. La meta de 2018 había sido “alrededor de 6,5%”, por lo que se puede interpretar como una muy leve reducción respecto al año anterior. Esto va en línea con el objetivo oficial de ir restando gradualmente importancia a la meta cuantitativa de crecimiento en favor de otras metas cualitativas y objetivos estructurales, pero sin permitir un descenso abrupto en el crecimiento, ya que conspiraría contra su objetivo central de crear empleos¹⁰ y reduciría el margen para avanzar en las reformas estructurales. El informe que acompaña a las metas señala que el gobierno tendrá que trabajar duro para alcanzarlas, lo que se interpreta como un reconocimiento de las dificultades que está atravesando la economía china y la preocupación del gobierno.

Según el informe del gobierno, las políticas macroeconómicas orientadas al cumplimiento de las metas abarcan: 1) una política fiscal proactiva con foco en la reducción de impuestos, 2) una política monetaria prudente, que no inundará el sistema de liquidez sino que apuntará a aliviar las restricciones de financiamiento de las pequeñas y medianas empresas y algunos sectores económicos específicos, y 3) política de alta prioridad al empleo para apuntalar el mercado laboral.

Entre las medidas de estímulo fiscal anunciadas, sobresalen las reducciones de impuestos por 2 billones de yuanes, alrededor de 2% del PIB. Los recortes impositivos abarcan la rebaja de 2 puntos del IVA en promedio, mientras que las contribuciones a la seguridad social de los empleadores bajan de 20% a 16%. Si bien ex-ante la magnitud de los recortes impositivos es significativa, el mecanismo de transmisión de los recortes impositivos al crecimiento del PIB es menos directo y previsible que en el caso de los planes de estímulo anteriores basados en planes de inversión y gastos de infraestructura.

Por lado de la política monetaria, el énfasis en la prudencia parece apuntar a mantener en pie el objetivo de desapalancar una economía en la que el ratio de deuda / PIB supera el 200%, motivo por el cual busca que el crédito y los agregados monetarios no crezcan por encima del PIB nominal. Sin embargo, está en duda que eso sea suficiente para estimular la economía en caso de que continúe dando señales de enfriamiento. En ese caso, el gobierno deberá optar entre postergar el objetivo de reducir el endeudamiento agregado o aceptar un crecimiento más bajo.

¹⁰ La meta oficial para 2019 asciende a la creación de 11 millones de nuevos empleos, similar a la meta del año anterior, que implica mantener la tasa de desempleo urbano en torno al 5,5%.

Por el lado del sector externo, tras la fuerte caída de exportaciones e importaciones a fines de 2018, los datos de enero y febrero, muestran signos de estabilización¹¹. Como se mencionó anteriormente, las expectativas del acuerdo comercial con EE.UU. están centradas más en que no haya nuevas tarifas más que en una reversión de las ya aplicadas. Además, trascendió que China se comprometería a no utilizar la devaluación de su moneda como herramienta de estímulo de su sector externo. En un contexto de desaceleración de la economía global, no se puede esperar que el sector externo genere el impulso para reactivar el crecimiento de China.

BRASIL Y SU REFORMA PREVISIONAL

Leandro Marcarian

Bolsonaro presentó personalmente el proyecto de reforma previsional para generar un ahorro de más de 1 billón de reales en 10 años. La aprobación de la reforma enfrenta dificultades por un congreso dividido y controversias internas, mientras los mercados empiezan a ponerse impacientes.

1. Estado de situación

El 20 de febrero pasado el presidente Bolsonaro entregó personalmente el proyecto de reforma previsional a los líderes de ambas cámaras del congreso brasileño, dando una clara señal de lo importante que es para su gobierno la aprobación de dicha reforma. Como se mencionó en el IEM del mes pasado, el déficit del sector previsional es el gran driver de la deuda pública de Brasil. El ministro Guedes afirmó que de aprobarse el proyecto tal como él lo ideó, se generará un ahorro para el gobierno de aproximadamente 1,16 trillones de reales en 10 años. Aun si el proyecto fuera aprobado y se generara dicho ahorro, el déficit estimado del sector previsional para la próxima década es de aproximadamente 3,1 trillones de reales¹². O sea, **la reforma solo resolvería la mitad del problema.**

Brasil cuenta con dos grandes sistemas previsionales: el régimen general de la seguridad social (RGPS), para trabajadores del sector privado, y los regímenes propios de seguridad social (RPPS), para empleados públicos y militares. El RGPS atiende a más de 30 millones de personas y no cuenta con una edad mínima para el retiro. **Los hombres se jubilan con 35 años de contribuciones y las mujeres, con 30 años. En caso de no haber realizado contribuciones al sistema, se prevé la jubilación a los 65 años de edad para los hombres y a los 60 años para las mujeres, con un beneficio básico que no puede ser menor al salario mínimo.**

En los RPPS, con casi cuatro millones de beneficiarios, la edad mínima para jubilarse es de 55 años en el caso de los hombres y de 50 años para el caso de las mujeres, con aportes obligatorios por 35 y 30 años respectivamente. **La gran diferencia está en el haber cobrado por cada sector. Mientras que el valor promedio de una jubilación de los estatales es de 9000 reales (US\$2420) y el de la prestación de un militar, de 13.700 reales (US\$3680), entre los retirados tras haber trabajado en el sector privado, la media apenas llega a 1300 reales (US\$350).**

El gasto previsional explica prácticamente el 60% del presupuesto nacional y desde el gobierno justifican la necesidad de la reforma desde dos posturas. Por un lado, el déficit del sistema tiende al alza, por lo que se prevé que, de no pasar la reforma, el nivel de deuda seguirá en aumento, se llegará a una situación de insolvencia y el país puede quebrar en los próximos años. Si 6 de cada 10 reales recaudados van a jubilaciones, no quedan recursos para asignar a otras funciones como educación, seguridad, infraestructura, etc. Dado que el sistema previsional absorbe tantos recursos, es condición necesaria una reforma que distribuya los recursos fiscales de una forma más equitativa, para poder cumplir con otras promesas de campaña.

Las proyecciones para el sistema actual no son alentadoras. Brasil se enfrenta a un futuro con expectativas de vida en aumento y tasas de fecundidad en descenso. Esto es típico de una economía desarrollada o en transición donde las mejoras en salud previenen la muerte y alargan la vida de la población, y, por otro lado, la planificación familiar, las demandas del mercado laboral y el costo creciente de tener hijos le pone un freno a los nacimientos netos del país. La

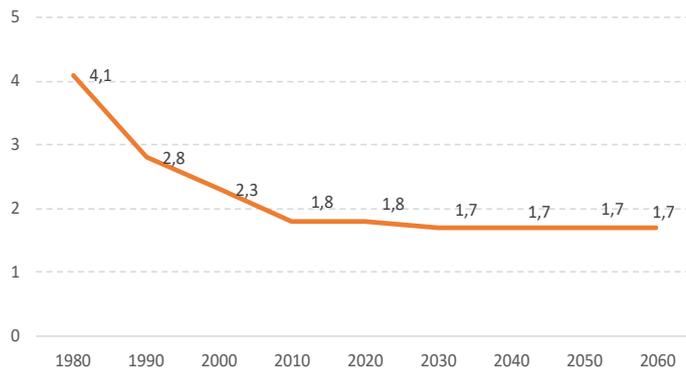
¹¹ Generalmente, los datos económicos de China para los dos primeros meses del año son muy difíciles de interpretar y analizar debido a la influencia diferente año a año de los feriados por el Año Nuevo Lunar, ya que hay años que cae en enero y otros en febrero, imposibilitando la comparación interanual. Eso se corrige parcialmente tomando en conjunto los datos del bimestre enero-febrero. En el caso de los datos de comercio exterior, una fuerte suba interanual de exportaciones en enero y febrero fue seguida por una caída también abrupta en febrero en ambos agregados, pero tomando el bimestre en su conjunto, se observa una leve mejora respecto a los niveles deprimidos del cuarto trimestre de 2018.

¹² <https://brazilian.report/money/2019/02/20/brazil-long-awaited-pension-reform/>

consecuencia natural de este proceso es un aumento en la tasa de dependencia, calculada como el cociente entre la población mayor a 65, los inactivos, y la población entre 15 y 64, los activos.

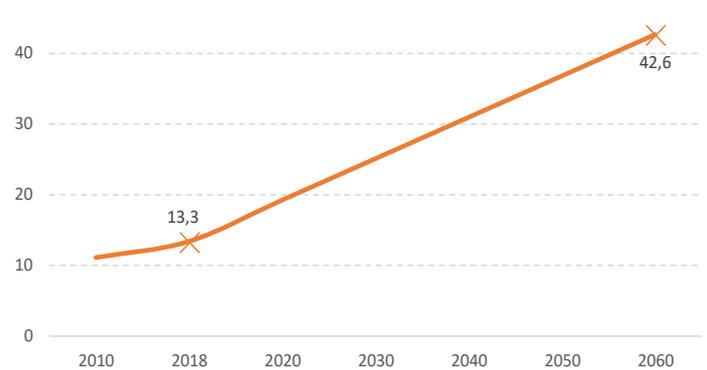
En un sistema de reparto como el actual, donde la población activa del periodo financia a los inactivos del mismo periodo, la tasa de dependencia puede ser entendida como el costo para los activos de financiar a los pasivos. Como puede verse del gráfico 8, al momento hay aproximadamente un mayor de 65 por cada 10 en edad activa. Las proyecciones estipulan que ese ratio va a caer de 4 a 1 hacia 2060. La población activa del futuro deberá enfrentar un costo mucho mayor, de no corregirse el curso. Un costo que la actual gestión considera financieramente imposible de afrontar y para lo cual está dispuesta a jugarse todo su capital político en aprobar una reforma.

GRÁFICO 6: PROYECCION DE LA TASA DE FECUNDIDAD EN BRASIL A 2060



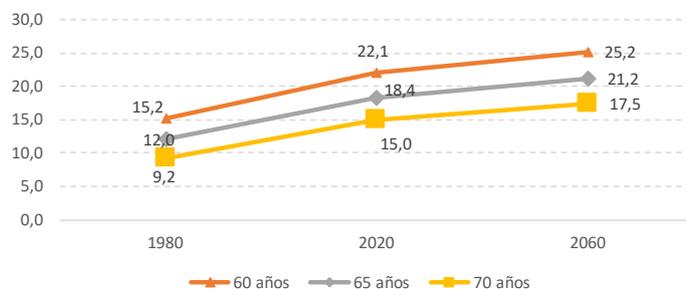
Fuente: Ministerio de economía de Brasil

GRÁFICO 7: PROYECCION DE LA TASA DE DEPENDENCIA EN BRASIL A 2060



Fuente: Ministerio de economía de Brasil

GRÁFICO 8: EXPECTATIVA DE SUPERVIVENCIA POR RANGO DE EDAD, EN AÑOS



Fuente: Ministerio de Economía de Brasil

2. La negociación política

La aprobación de la reforma previsional será la batalla que defina el gobierno de Bolsonaro y no será nada fácil. Los analistas coinciden que la propuesta es aún más fuerte que la que fue vetada durante la gestión Temer. También en cierta ingenuidad política de la gestión actual, lo cual le dificultará aún más conseguir los votos necesarios.

Esta reforma no es factible con la simple aprobación de un proyecto de ley: requiere una reforma constitucional. Mientras que para aprobar una ley se necesitan el 51% de los votos, pero una enmienda constitucional exige 3/5 de los votos en ambas cámaras. El partido del presidente Bolsonaro cuenta con apenas 52 votos propios en la Cámara baja (sobre un total de 513) y 10 de 81 en la Cámara alta. El vicepresidente Hamilton Mourao asegura que ya hay 250 diputados que apoyan la reforma. Estos corresponden al grupo BBB. El primer desafío es entonces, dónde y cómo (a cambio de qué) conseguir los 58 votos restantes.

Dentro el grupo BBB, la mayor incógnita está con los militares. Se espera un trato diferencial para ellos dado el fuerte peso que tienen en el gobierno. Esto se reglamentará con otro proyecto de ley, del cual poco se sabe aún y deberá ser presentado dentro de los próximos 30 días. Es por ello, y sabiendo el poder de negociación que poseen, que los militares puedan no dar el apoyo explícito que el oficialismo necesite, hasta no asegurarse una reforma lo más benévola (o ninguna reforma de hecho) posible. Desde los partidos de derecha y centro derecha, los reclamos son por posiciones de poder. Buscan que el gobierno les ofrezca puestos de máxima jerarquía como contraprestación para apoyar la reforma. Al momento, solo se les está ofreciendo puestos de 2da o 3ra línea, lo cual no parece ser lo suficientemente atractivo para lograr el apoyo de estos sectores. Los más optimistas esperan que el proyecto se vote y apruebe en julio, los realistas en septiembre y los pesimistas aún recuerdan el intento fallido de Temer.

Dado que la reforma es altamente impopular, es válido preguntarse quién gana más si la reforma es aprobada. El mismo PT acepta (aunque nunca en público) que el sistema es insostenible. Pero su discurso le impidió siempre tomar una medida por el estilo. Sin embargo, al PT le conviene que una medida tan necesaria pero impopular como la reforma previsional sea llevada adelante con ellos como oposición. La oposición se mantiene en un fino equilibrio, dilatando la reforma lo más posible para desgatar al máximo a Bolsonaro, pero asegurándose que finalmente sea aprobada, para que las finanzas del próximo gobierno (bajo el supuesto de que el desgaste sea suficiente como para un cambio de mando) estén menos comprometidas.

CUADRO 3. EL PROYECTO DE REFORMA PREVISIONAL.

Edad mínima de retiro	
Proyecto de reforma	Situación actual
Se impone una edad mínima para jubilarse. Existirá un período de transición en el que ambos sistemas, el actual y la reforma convivirán. La transición para los trabajadores hombres afectará a todos aquellos a partir de los 61 años inclusive. El proyecto plantea aumentar la edad de retiro 6 meses por año, hasta llegar a los 65 años para los hombres. Para las mujeres el período de transición empieza a aplicar a los 56, hasta llegar a una edad de retiro objetivo de 62.	Los hombres se pueden jubilar a los 65 y las mujeres a los 60, condicional a que hayan aportado por 15 años. A su vez, también pueden solicitar el retiro si cumplen con 35 años de aportes para hombres o 30 para mujeres, sin un límite de edad.
Cantidad de años de aportes	
Proyecto de reforma	Situación actual
Se aumenta el mínimo de años de aportes de 15 a 20 años	Se puede solicitar el seguro previsional con 15 años de aportes.
Cálculo de la pensión	
Proyecto de reforma	Situación actual
La pensión inicial será una función del aporte promedio del contribuyente a lo largo de todos sus años de aporte. Después de aportar por 20 años, la pensión será un 60% del aporte promedio, aumentando un 2% por cada año de aportes adicional. De esta forma se llega al 100% del aporte promedio tras 40 años de aportes.	La pensión inicial es un 80% del mayor aporte hecho a lo largo de todos sus años de aportes.
Cálculo de los aportes	
Proyecto de reforma	Situación actual
Los trabajadores del sector público pasarán a aportar el mismo porcentaje de su sueldo que los del sector privado. Se plantea una tasa progresiva en los ingresos, comenzando en 7,5% para aquellos con salario menor o igual a un salario mínimo, hasta llegar a una tasa máxima del 16,8% para salarios mayores a 39.000 reales	Los trabajadores del sector privado aportan hasta un 11% de su salario, mientras que los del sector público aportan también un 11%, aunque con ciertas restricciones impuestas por el sistema, que terminan haciendo que su aporte sea siempre menor.

Reglas de transición hacia el nuevo sistema	
Para los trabajadores del sector privado	Para los trabajadores del sector público
<p>Los trabajadores del sector privado podrán optar entre 3 opciones:</p> <p>1) Los trabajadores que podría jubilarse dentro de los próximos 2 años de aprobada la ley, dado que cumplirían con el límite de edad, puede optar por el retiro, pero se los cobraría un “impuesto” del 50% sobre los años de aportes restantes. O sea, si según el régimen actual se podrán retirar en 1 año, se les añadirían 6 meses más para poder retirarse.</p> <p>2) Optar por un sistema de “puntos” donde el trabajador puede retirarse si alcanza un determinado puntaje calculado como la suma de su edad más los años de aporte. El puntaje límite inicial sería de 96 para hombres y 86 para mujeres, aumentando un punto por año hasta 2033.</p> <p>3) Si al momento de la aprobación de la ley ya cumplen con la cantidad mínima de años de aportes y la edad mínima, establecidos por la reforma</p>	<p>Los trabajadores del sector privado podrán optar por el sistema de puntos, pero se les exigirá además un mínimo de años de aportes (35 para hombres, 30 para mujeres), y una edad mínima de 61 para hombres y 56 para mujeres. También deberán haber trabajado en el sector público por al menos 20 años, y haber estado en su última posición por al menos 5 años.</p>
Capitalización	
Proyecto de reforma	Situación actual
<p>Los trabajadores podrán optar por un sistema de capitalización personal. Convivirán el sistema de reparto con el sistema de capitalización, el cual será opcional para quien lo desee.</p> <p>Las reglas de este sistema estarán determinadas por otro proyecto de ley, aún no presentado</p>	<p>No existe sistema de capitalización.</p>
Pensión por fallecimiento	
Proyecto de reforma	Situación actual
<p>Los beneficiarios de una pensión por fallecimiento de un familiar, recibirán el 60% de la pensión del fallecido, más 10% adicional por dependiente</p>	<p>Se paga el 100% de la pensión del fallecido</p>
Acumulación de beneficios	
Proyecto de reforma	Situación actual
<p>Se recibirá la mayor de las pensiones en un 100% y una proporción del resto en tasa decreciente, dependiendo del monto de las otras pensiones.</p>	<p>Se pueden recibir más de 1 pensión al 100%</p>
Policía	
Proyecto de reforma	Situación actual
<p>Oficiales de policía, del servicio civil y penitenciario de ambos sexos pueden retirarse a los 55 años. Los hombres deben haber aportado por 30 años y las mujeres por 25.</p> <p>Se impone un mínimo de años de servicio de 20 para hombres y 15 para mujeres, aumentando hasta llegar a 25 para hombres y 20 mujeres.</p>	<p>No existe edad mínima de retiro.</p>
Políticos	
Proyecto de reforma	Situación actual
<p>La edad mínima de retiro pasa a 65 para hombres y 62 para mujeres y se los cobraría un “impuesto” del 30% sobre los años de aportes restantes. Aquellos elegidos por primera vez entran directamente en el nuevo régimen.</p>	<p>La edad mínima de retiro es de 60 para ambos sexos con un mínimo de 35 años de servicio. Su pensión es equivalente a 1/35 de su salario por cada año de servicio.</p>
Militares	
Proyecto de reforma	Situación actual
<p>Policía militar y bomberos pasan al mismo régimen que los militares. Militares retirados pueden tener otras actividades.</p>	<p>Policía militar y bomberos siguen regímenes estatales, y no hay edad mínima de retiro</p>

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2019		marzo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
18	19 <u>Reserva Federal EE.UU.</u> : Reunión Comité de Mercado Abierto <u>Banco Central de Brasil</u> : Reunión Comité de Política Monetaria. <u>INDEC</u> : Precios Mayoristas y Costo Construcción (Feb. '19)	20 <u>Reserva Federal EE.UU.</u> : Reunión Comité de Mercado Abierto	21 <u>Banco de Inglaterra</u> : Reunión Comité de Política Monetaria. <u>INDEC</u> : PIB y Mercado de Trabajo (4° trim. '18)	22 <u>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.)</u> : Empleo y Desempleo por estados (Ene. '19)	23	24
25 <u>INDEC</u> : Ventas centros de compras y supermercados (Ene. '19)	26 <u>INDEC</u> : Balanza de pagos (4° trim. '18)	27 <u>INDEC</u> : Canasta básica consumo (Feb. '19)	28 <u>INDEC</u> : Activ. Econ. (EMAE) (Ene' 19), Pobreza e indigencia (2° sem. '18) <u>Min. de Prod. y Trabajo</u> : Encuesta de Indicadores Laborales (Feb. '19). Trabajo Priv. Asalariado (Feb. '19). Trabajo Registrado (SIPA) (Feb. '19)	29	30	31 PASO Provincia de San Juan
2019		abril				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
01 Ministerio de Hacienda: Recaudación tributaria (Mar. '19)	02	03	04 <u>INDEC</u> : EPH (4° trim. '18), Prod. Industrial (Feb. '19) y Act. Construcción (Feb. '19)	05 <u>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.)</u> : Situación del Empleo (Mar. '19)	06	07 PASO Pcia. de Chubut. Elecc. Munic. Pcia. Río Negro.
08	09	10 <u>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.)</u> : IPC (Mar. '19) <u>INDEC</u> : Utiliz. Cap. Instalada Industria (Feb.'19)	11 <u>Bureau of Labor Statistics (EE.UU.)</u> : I.P.Productor (Mar. '19)	12	13	14 PASO Pcia. de Entre Ríos

INDICADORES

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

Indicador	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19
Indicadores de Actividad														
EMAE (INDEC) Var. % a/a	4,3%	5,3%	2,2%	-0,3%	-5,0%	-6,5%	-2,8%	-1,8%	-6,1%	-4,2%	-7,5%	-7,0%	n/d	n/d
<i>Var m/m, sin estacionalidad</i>	0,9%	-0,5%	0,0%	-2,7%	-1,8%	-1,7%	1,0%	0,9%	-2,0%	0,4%	-2,0%	0,7%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	22,0%	13,0%	15,4%	21,4%	6,8%	-4,7%	-31,0%	-35,8%	-44,1%	-50,0%	-57,9%	-46,4%	-53,4%	-58,8%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-28,6%	14,4%	7,9%	-7,8%	2,3%	-17,2%	3,2%	-2,3%	-19,0%	-12,7%	-11,1%	46,3%	-38,0%	-11,7%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	1,4%	7,1%	3,2%	4,4%	-0,6%	-6,7%	-4,3%	-7,1%	-9,2%	-2,6%	-7,1%	-8,8%	-8,5%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-6,9%	0,5%	18,9%	-4,8%	2,3%	-7,2%	4,5%	0,9%	-3,5%	4,9%	-7,6%	-8,1%	-6,6%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	4,1%	6,4%	1,5%	3,9%	-1,1%	-8,1%	-6,4%	-6,1%	-12,6%	-8,4%	-13,8%	-14,8%	-10,8%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	19,5%	19,3%	8,4%	14,4%	7,0%	-0,1%	0,7%	0,0%	-3,8%	-6,4%	-15,9%	-20,6%	-15,7%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	14,3%	12,4%	2,4%	18,4%	7,4%	-5,4%	-7,5%	-12,0%	-14,4%	-17,3%	-30,4%	-31,8%	-20,1%	-13,2%
<i>Var. % m/m, desest.</i>	-7,7%	6,4%	-0,7%	9,4%	-5,0%	-9,1%	7,7%	-6,7%	-1,1%	-9,9%	-7,3%	-6,6%	3,3%	5,3%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	19,1%	14,2%	4,7%	13,3%	-3,9%	-3,0%	-5,8%	0,0%	-9,9%	-8,9%	-17,9%	-17,9%	-14,2%	1,5%
Indicadores del Sector Externo														
Exportaciones en USD	4.810	4.304	5.406	5.215	5.136	5.136	5.407	5.179	5.013	5.355	5.349	5.282	4.586	n/d
<i>Var. % a/a</i>	12,1%	10,4%	18,4%	7,2%	-6,4%	-0,3%	2,2%	-1,6%	-4,8%	1,4%	14,6%	15,4%	-4,7%	n/d
Importaciones en USD	5.737	5.196	5.960	6.102	6.447	5.458	6.179	6.310	4.699	5.077	4.365	3.913	4.214	n/d
<i>Var. % a/a</i>	32,2%	26,2%	8,9%	22,7%	6,3%	-7,5%	2,3%	-0,1%	-21,2%	-18,2%	-29,2%	-27,1%	-26,5%	n/d
Saldo Comercial en USD	-927	-892	-554	-887	-1.311	-322	-772	-1.131	314	278	984	1.369	372	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	203,1	212,9	217,1	219,0	223,6	210,6	202,8	201,3	195,8	200,1	196,3	197,3	199,5	199,3
<i>Var. % a/a</i>	-0,4%	4,0%	2,3%	13,1%	14,4%	7,9%	-1,3%	2,6%	-1,1%	0,7%	-2,3%	-1,7%	-1,8%	-6,4%