

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 176 Año 19 – 12 de septiembre de 2019

Escriben en este número: Eric Machta, Leandro Marcarian, Gustavo Martín, Juan Massot, Nadina Mezza y Héctor Rubini.

## EL DATO DEL MES

**Tipo de cambio.** El dólar oficial se ha estabilizado en torno de \$57, pero el control de cambios ha recreado mercados paralelos en que el dólar cotiza entre \$ 60 y \$67.

## LO QUE HAY QUE SABER

**Argentina hoy: la situación es crítica.** El default de la deuda interna, seguido del retorno de los controles de cambios ha frenado la suba del tipo de cambio de manera transitoria, pero no la suba de precios. Tampoco la demanda de dólares, el retiro de depósitos bancarios ni la pérdida de reservas del BCRA. Por ahora prevalece un clima de relativa calma, pero con alta incertidumbre respecto del sendero futuro del tipo de cambio, la inflación y las tasas de interés.

**Deterioro social previo a las elecciones presidenciales.** La estanflación y el empeoramiento de las condiciones sociales estarían entre las causas más relevantes de los resultados que el gobierno obtuvo en las elecciones de 2017 y en las últimas PASO del mes pasado. La crisis desatada en el último mes anticipa un delicado escenario que el país y sus gobernantes enfrentarán en los próximos trimestres.

**Inversión y actividad.** La evidencia sobre los ciclos de nuestro país muestra en los últimos 15 años una alta correlación entre el PBI y la inversión real. El dato más preocupante es que en mayo de 2018 se observa un quiebre de tendencia de largo plazo de la actividad y la inversión, que podría marcar el inicio de una baja del PBI per cápita en el largo plazo, si no cambian las políticas y condiciones macroeconómicas generales.

**El mundo a la espera de menores tasas de interés.** En los mercados financieros internacionales se espera que la Reserva Federal reduzca la Fed Funds Rate en 25 p.b. el mes próximo, y que luego continúe con nuevas bajas hasta 1,25% para mediados del año próximo para evitar una recesión mundial.

**Inglaterra y el Brexit:** Con solo seis semanas como Primer Ministro del Reino Unido, Boris Johnson ya sufrió 3 derrotas en el Parlamento relacionadas a su objetivo de lograr un Brexit sin acuerdo con la Unión Europea. Con la fecha límite del 31 de octubre cada día más cerca, se consolida en Gran Bretaña el consenso por un Brexit con acuerdo, y también los conflictos internos con el Primer Ministro Johnson.

## LO QUE VIENE

**Presupuesto 2020.** El Ministro de Hacienda Hernán Lacunza presentará el lunes próximo en el Congreso de la Nación el proyecto de Ley de Presupuesto para el año próximo.







**Argentina y el FMI.** El ministro de Hacienda se entrevistará con funcionarios del FMI para lograr el desembolso de U\$S 5.400 M para nuestro país para este mes o el próximo.











**EE.UU. vs. China:** Los gobiernos de ambos países reanudarán en octubre las negociaciones comerciales interrumpidas en julio pasado.

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

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

## PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE AGOSTO DE 2019

		2019				Tendencia hasta agosto
		Mayo	Junio	Julio	Agosto	
<b>IPC</b> Var. % mensual		3,1%	2,7%	2,2%	4,0%	
<b>IPC</b> Var. % interanual		57,3%	55,8%	54,4%	54,5%	
<b>Industria</b> % uso capacidad instalada		62,0%	59,1%	58,7%	s.d.	

		2019				Tendencia hasta agosto
		Mayo	Junio	Julio	Agosto	
<b>LELIQ</b> % nom. anual en \$ al último día del mes		70,7%	62,7%	60,4%	83,3%	
<b>EMBI Arg</b> Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		985	835	781	2.532	
<b>Dólar</b> \$/U\$S prom. bancos al último día del mes		44,9	42,5	43,9	59,1	
<b>IVA DGI</b> Recaud. Mensual Var % interanual		49,0%	43,4%	52,0%	49,2%	
<b>Depósitos en pesos</b> Sector privado Var % saldos promedios mensuales		2,3%	3,8%	2,9%	1,0%	
<b>Depósitos en dólares</b> Sector privado Var % saldos promedios mensuales		1,9%	0,6%	3,1%	-3,2%	Estable

## INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

### I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC C.A.B.A	Direccion General de Estadística y Censos.	Agosto 2019	Var. % mensual	3,4%	2,2%	
				Var.% interanual	52,2%	52,6%	
	IPC G.B.A	INDEC	Agosto 2019	Var. % mensual	3,9%	2,1%	
				Var.% interanual	53,6%	53,9%	
	IPC NACIONAL	INDEC	Agosto 2019	Var. % mensual	4,0%	2,2%	
				Var.% interanual	54,5%	54,4%	

### II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Junio 2019	Var. % interanual a p.corrientes	44,7%	28,4%	
	Ventas en Supermercados		Junio 2019	Var. % interanual a p.corrientes	42,1%	44,7%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Agosto 2019	Var.%interanual	-32,8%	-26,4%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Junio 2019	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-0,4%	-0,1%	
				Var.% interanual	0,0%	2,4%	
				Var. % ene-jun '19 vs ene- jun ' 18	-2,6%	-3,1%	
	PBI		1 <sup>er</sup> Trimestre 2019	Var. % ene-mar '19 vs ene-mar ' 18	-5,8%	-6,1%	
Actividad Industrial	Índice de Producción Industrial Manufacturero	INDEC	Julio 2019	Var.% interanual	-1,9%	-7,2%	
				Var. % ene-jul '19 vs ene-jul' 18	-8,4%	-9,5%	
	Uso capacidad instalada		Julio 2019	% uso capacidad instalada	58,7%	59,1%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Julio 2019	Var.% interanual	-1,7%	-11,8%	
				Var. % ene-jul '19 vs ene-jul' 18	-8,3%	-9,4%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Agosto 2019	Var % mensual	3,2%	0,4%	
				Var. interanual	49,2%	52,0%	
	Var % mensual			-21,7%	35,2%		
	Var. interanual			39,5%	39,2%		
	Var % mensual			9,2%	7,0%		
	Var. interanual			53,8%	56,0%		

### III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Julio 2019	Nivel (US\$ M)	5.856	5.235	
			Enero-julio 2019	Nivel (US\$ M)	36.608	30.752	
				Var. % interanual	3,3%	2,4%	
	Importaciones		Julio 2019	Nivel (US\$ M)	4.905	4.174	
			Enero-julio 2019	Nivel (US\$ M)	30.068	25.163	
				Var. % interanual	-26,8%	-27,9%	
	Saldo balanza comercial		Julio 2019	Nivel (US\$ M)	951	1.062	
			Enero-Julio 2019	Nivel (US\$ M)	6.540	5.589	

## PANORAMA DE ARGENTINA

### ARGENTINA HOY: LA SITUACIÓN ES CRÍTICA

*Héctor Rubini*

**El default de la deuda interna, seguido del retorno de los controles de cambios ha frenado la suba del tipo de cambio de manera transitoria, pero no la suba de precios. Tampoco la demanda de dólares, el retiro de depósitos bancarios ni la pérdida de reservas del BCRA.**

El escenario crítico posterior a las PASO se agravó hasta fin de enero. Los mercados financieros han reafirmado la expectativa de una derrota del oficialismo en las elecciones generales del próximo 27 de octubre y la desconfianza que despierta la mayor parte de los nombres que suenan para un futuro equipo económico de Alberto Fernández.

El reemplazo del ministro de Hacienda Nicolás Dujovne por Hernán Lacunza fue bien recibido. Su tarea, es de todos modos, acotada a la administración del programa elaborado por los equipos de su antecesor y del Fondo Monetario Internacional. **El futuro del acuerdo del FMI con Argentina es incierto**, y por razones más que contundentes:

- a) No logró evitar el retorno de una huida hacia el dólar y la pérdida de reservas internacionales del BCRA.
- b) No logró estabilizar ni el nivel de precios, ni el tipo de cambio, ni las tasas de interés.
- c) No logró mejorar la sustentabilidad fiscal, si bien se ha reducido notablemente el déficit fiscal primario.
- d) No logró reactivar la economía, ni recrear un mínimo de condiciones para volver a crecer.
- e) No logró recrear un mínimo de credibilidad en las políticas de ajuste ni en sus responsables.
- f) No logró evitar la dura derrota del presidente Macri en las primarias del 11 de agosto.
- g) Ha conducido a un default de la deuda interna, con dolarización de carteras, salto del riesgo país y persistente huida de depósitos en pesos y en dólares.

En particular, el miércoles 28 de agosto el ministro Lacunza debió anunciar la reestructuración (“reperfilamiento”) unilateral y sin consulta previa con los acreedores, del calendario de pagos de letras cortas del Tesoro en pesos y en dólares. En breve, nuevamente, después de 18 años, el Gobierno Nacional incurre en un evento de default. Luego de la acelerada pérdida de reservas internacionales y de depósitos bancarios en pesos y en dólares que siguió a ese episodio, el Gobierno Nacional estableció un régimen de control de cambios.

La situación es realmente crítica. Luego del salto del tipo de cambio del 12 de agosto el BCRA está tratando de estabilizarlo. La nueva corrida contra la moneda local y la deuda pública de la última semana de agosto respondió inicialmente a la reunión entre el candidato kirchnerista Alberto Fernández y sus economistas con la misión del Fondo Monetario Internacional del lunes 26 de agosto. Trascendió que en ese diálogo Fernández acusó a los técnicos del FMI y al gobierno actual por los resultados desastrosos del programa en curso, junto a versiones desmentidas sobre la posibilidad de adelantar la fecha de la elección presidencial del próximo 27 de octubre y/o la transmisión del mando al presidente electo prevista para el 10 de diciembre.

Esto generó nuevas dudas sobre la capacidad y voluntad de pago de la futura administración, pero también sobre la capacidad de pago de corto plazo del actual Gobierno. Aparentemente un banco internacional habría avisado a las autoridades que el viernes 30 no renovarían el stock de letras del Tesoro que vencían el 28, algo más que ratificado luego del fracaso de la licitación de letras cortas del martes 27 de agosto. Ese día los bancos exigían para renovar sus tenencias en letras del Tesoro a 90 días una tasa anual piso de 60%, una tasa de 50% para las letras a 60 días, y 35% para las letras a 30 días. **El Ministerio de Hacienda declaró desierta la licitación, quedando en la obligación de abonar en efectivo \$ 59.949 M a los tenedores de letras en pesos y U\$S 1.602 M a los tenedores de letras en dólares.**

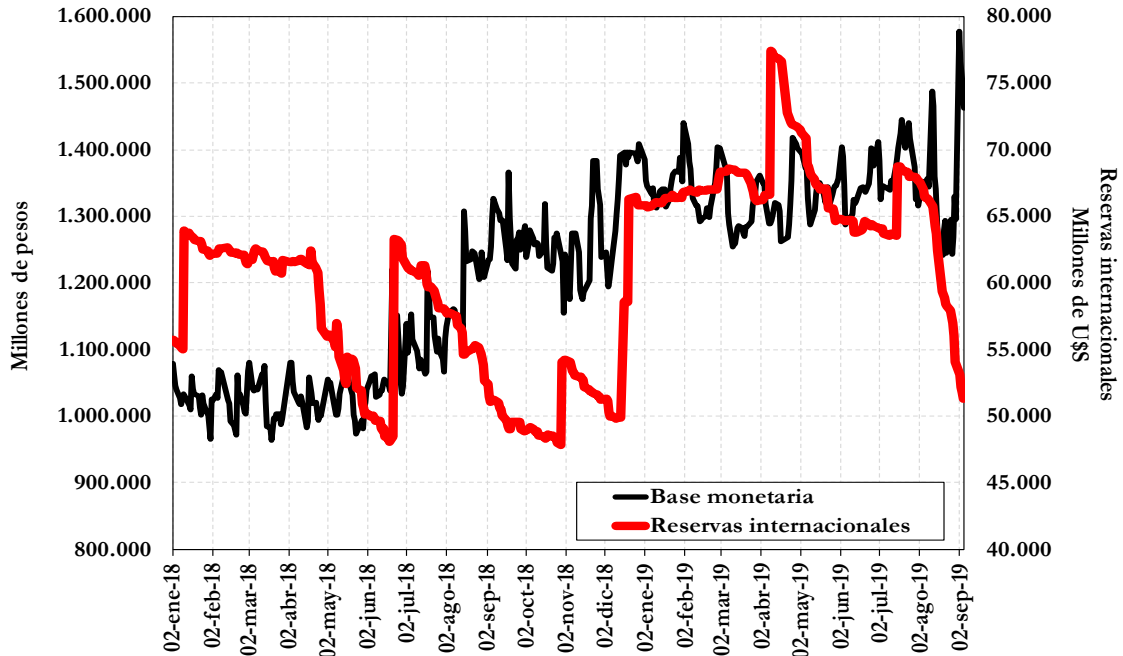
Dejando de lado la cancelación de un swap con un consorcio de bancos el lunes 19 de agosto, la semana previa mostraba una pérdida promedio diaria de reservas internacionales de poco más de U\$S 370 millones. **Al martes 27 el riesgo país ya superaba los 2.200 p.b. y la suba de tasas de interés no era efectiva para desdolarizar expectativas ni detener la salida de depósitos.**

El BCRA y el ministerio de Hacienda enfrentaban una dinámica que precipitaba una segunda crisis cambiaria acompañada por una corrida contra todo el sistema bancario. Algo evidente al observarse que la tasa de licitaciones diarias

de LELIQs pasó de 63,71% a 74,99%. La operatoria de pases contribuyó con el 41,6% de esa contracción de base monetaria, pero a costa de aumentar la tasa de pases pasivos a 24 hs. de 55,9% a 67,41% y la de pases activos (si bien no hubo operaciones) de 79,81% a 112,5%.

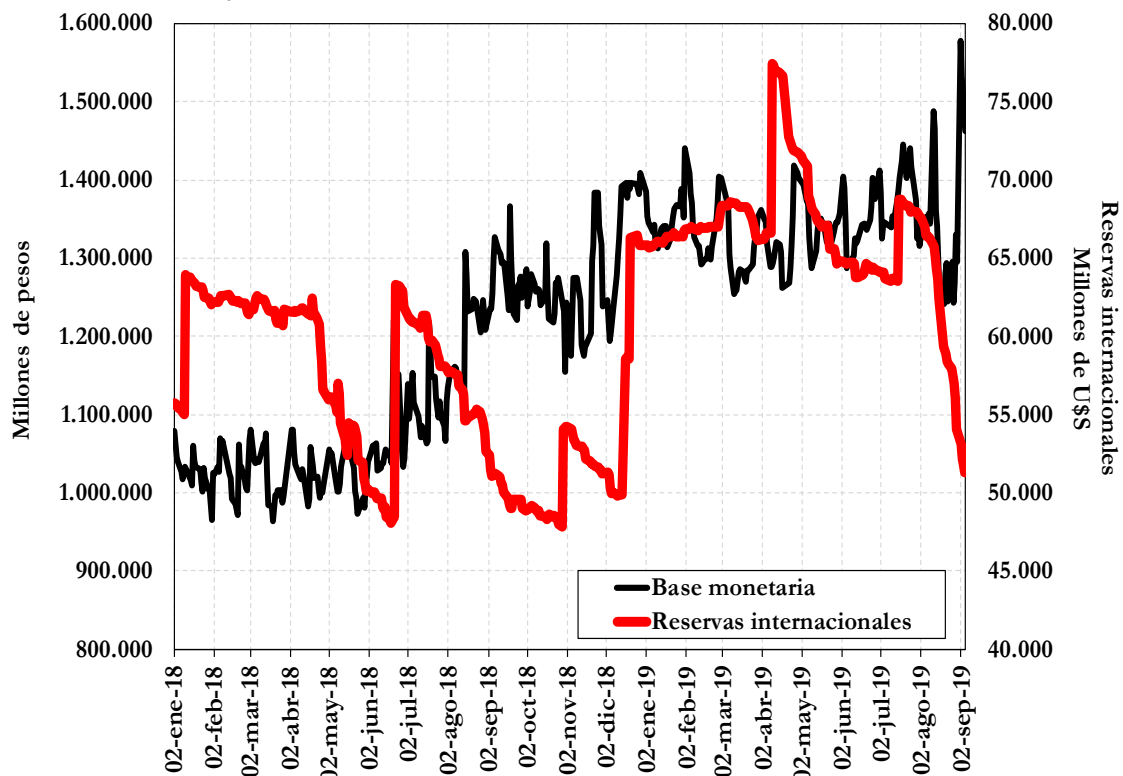
**GRÁFICO 1. INDICADORES MONETARIOS**

**1.a. Base monetaria y reservas internacionales brutas**



Fuente: BCRA

**1.b. Base monetaria y pasivos remunerados del BCRA**



Fuente: BCRA

Frente a una firme demanda de dólares, y una caída tanto de las reservas internacionales como de los depósitos en dólares, el ministro de Hacienda anunció el miércoles 28 la reestructuración (“reperfilamiento”) de los pagos de vencimientos de la deuda del Gobierno Nacional bajo el siguiente esquema:

- a) **Letras en pesos y en dólares (Lecap, Letes, Lecer y Lelink):** Amortización 100% en tiempo y forma (viernes 30) de letras en pesos y en dólares en manos de personas físicas. Para el resto de los tenedores, cancelación de 15% en fecha, 25% en 90 días, y 60% restante en 180 días.
- b) **Deuda de largo plazo:** compromiso de envío al Congreso de la Nación de un proyecto de Ley para lograr la aprobación de un marco o esquema de reperfilamiento (extensión) de los plazos de pagos a negociar con los acreedores de toda la deuda remanente<sup>1</sup>. Una semana después se optó por suspender el envío al Congreso de dicho proyecto hasta no lograr un mínimo consenso con legisladores no oficialistas. Todo indica que no sería antes del próximo 16 de septiembre, fecha en que el ministro Lacunza presentará al Congreso de la Nación el proyecto de Ley de Presupuesto 2020.

La no cancelación de las letras de corto plazo a personas jurídicas generó serios problemas de liquidez en los fondos comunes de inversión y en otros tenedores que contaban con esos fondos para así pagar a proveedores y los sueldos del mes de agosto. Algunas calificadoras de riesgo redujeron transitoriamente la nota a la deuda argentina en moneda local a categorías de default restrictivo o selectivo. Sin embargo, la incertidumbre no cesó a pesar de los mecanismos de bancos y fondos comunes de inversión para cumplir con los rescates de cuotapartistas preocupados por esta decisión. Además, contra lo deseado por las autoridades, **el jueves 29 de agosto el BCRA perdió reservas internacionales por U\$S 909 M, y los depósitos en dólares del sector privado registraron una caída de U\$S 822 M. A su vez, el viernes 30 otros U\$S 1.944 M, mientras los depósitos en dólares del sector privado en dólares cayeron en U\$S 1.103 M.**

Frente a la perspectiva de un nuevo episodio de corrida cambiaria y de depósitos bancarios, el domingo 1° de septiembre por la tarde el Gobierno promulgó el Decreto de Necesidad y Urgencia 690/2009 y la Com. “A” 6.770 del BCRA. Estas normas establecen un esquema de control de cambios hasta fin de año cuyos puntos principales son los siguientes:

- a) Los titulares de cuentas en dólares no tienen restricciones para retirar depósitos de cuentas en dólares.
- b) Las transferencias al exterior tienen un tope máximo de U\$S 10.000 mensuales por persona física o jurídica.
- c) Las personas físicas no pueden comprar más de U\$S 10.000 por mes.
- d) No hay restricciones para importaciones, pago de deudas vencidas en moneda extranjera.
- e) Las empresas no pueden comprar dólares para atesorar.
- f) Los exportadores deben vender en el mercado local las divisas obtenidas con sus exportaciones dentro de un máximo de 5 días hábiles después del cobro, o 180 días después del permiso de embarque (15 días para las commodities)

El citado decreto permite, además, cancelar deudas con el sistema de seguridad social vencidas y exigibles al 31 de julio de 2019 con las letras del Tesoro. La medida introdujo cierta calma en el mercado cambiario que persiste al menos hasta esta semana. **La velocidad de caída de los depósitos ha disminuido desde mediados de la semana pasada.** Sin embargo, preocupa y cada vez más la persistente caída de depósitos en dólares, y la perspectiva de algún problema de liquidez en moneda extranjera del BCRA para atender a algún potencial episodio de retiro drástico de depósitos en dólares del sistema financiero. El equilibrio, por consiguiente, luce en extremo frágil y dependiente no sólo de restricciones o decisiones de las autoridades, sino también de **otras variables que no controla el BCRA:**

- a) la decisión del FMI de girar o no los fondos previstos para este mes o el próximo (U\$S 5.400 M),
- b) alguna manifestación del organismo a favor o en contra de continuar el programa de ajuste en curso, cualquiera sea el resultado de las elecciones presidenciales del próximo 27 de octubre,
- c) alguna noticia o novedad de la economía o de la campaña electoral en las próximas 3-4 semanas,
- d) un eventual cambio de carteras de inversores del exterior que impulse un fuerte cambio a la suba o a la baja de la prima de riesgo país.

---

<sup>1</sup> Se excluyen los siguientes bonos: Plan Gas, Bonte 2020, Bote 2021, Bote 2026, Discount Ley Argentina, Discount en pesos ley extranjera, Discount en dólares, Discount en euros, Discount en yenes y los bonos PR13 y PR15.

**CUADRO 1. SECUENCIA DE LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL**

Fecha	Eventos relevantes	Riesgo país (p.b.)	Tasa LELIQ	Dólar may. vend. \$/USD	Dólar informal vend. \$/USD	Var. dep. pzo. fjo sec. priv en pesos \$ M	Var. dep. sec. priv. en dólares U\$S M	Var. Rvas Intern. U\$S M
<b>9-ago-19</b>		<b>872</b>	<b>63,7</b>	<b>45,4</b>	<b>46,9</b>	<b>-11.966</b>	<b>74</b>	<b>-62</b>
<b>11-ago-19</b>	Macri pierde las elecciones primarias (PASO)							
<b>12-ago-19</b>	Rueda de prensa del Presidente Macri que recibió muy fuertes críticas. El BCRA sólo pudo renovar LELIQ por algo más de \$ 98.000 M. frente a vencimientos de más de \$252.000 M.	<b>1.467</b>	<b>74,8</b>	<b>55,8</b>	<b>57,0</b>	<b>-36.082</b>	<b>-226</b>	<b>-573</b>
<b>13-ago-19</b>		<b>1.741</b>	<b>74,9</b>	<b>56,3</b>	<b>57,0</b>	<b>9.778</b>	<b>-527</b>	<b>-694</b>
<b>14-ago-19</b>	El Presidente Macri anunció medidas de estímulo al consumo, auxilio financiero a PyMEs y congelamiento de precio de petróleo crudo y combustibles hasta fin de año.	<b>1.957</b>	<b>74,9</b>	<b>58,8</b>	<b>62,0</b>	<b>-7.099</b>	<b>-463</b>	<b>-809</b>
<b>15-ago-19</b>		<b>1.738</b>	<b>75,0</b>	<b>56,6</b>	<b>59,0</b>	<b>5.738</b>	<b>-357</b>	<b>-521</b>
<b>16-ago-19</b>	Fitch y S&P bajan calificación de la deuda argentina.	<b>1.653</b>	<b>75,0</b>	<b>56,4</b>	<b>59,0</b>	<b>11.028</b>	<b>-398</b>	<b>-1.307</b>
<b>17-ago-19</b>	El ministro de Hacienda Nicolás Dujovne es reemplazado por Hernán Lacunza							
<b>18-ago-19</b>	Alberto Fernández afirmó que “la deuda no se puede pagar” y que hay que hablar con los acreedores “uno por uno”							
<b>19-ago-19</b>	BCRA cancela swap con bancos del exterior. Moody’s cambia de “estables” a “negativas” las perspectivas para la deuda de provincias y municipios en moneda local y extranjera	<b>1.879</b>						
<b>20-ago-19</b>	El ministro Lacunza dijo que su prioridad es la estabilidad cambiaria en el período electoral. S&P bajó la calificación a la deuda de los bancos Galicia, Patagonia y Provincia de Buenos Aires.	<b>1.866</b>	<b>75,0</b>	<b>55,4</b>	<b>58,0</b>	<b>-16.889</b>	<b>-428</b>	<b>-3.010</b>
<b>21-ago-19</b>		<b>1.814</b>	<b>75,0</b>	<b>54,9</b>	<b>58,5</b>	<b>1.692</b>	<b>-347</b>	<b>-500</b>
<b>22-ago-19</b>		<b>1.795</b>	<b>75,0</b>	<b>55,0</b>	<b>58,0</b>	<b>6.167</b>	<b>-256</b>	<b>-484</b>
<b>23-ago-19</b>		<b>1.807</b>	<b>75,0</b>	<b>55,3</b>	<b>58,0</b>	<b>5.080</b>	<b>-195</b>	<b>-143</b>
<b>26-ago-19</b>	Luego de la reunión con la misión del FMI, Alberto Fernández responsabilizó al gobierno y al FMI por la “catástrofe social”, y cuestionó el uso de sus créditos para financiar fuga de capitales. Circuló rumor (desmentido por el FMI) de que la misión del organismo habría sugerido adelantar la elección presidencial, y surgieron dudas sobre el desembolso del organismo para este mes.	<b>1.815</b>	<b>75,0</b>	<b>55,3</b>	<b>57,5</b>	<b>-16.908</b>	<b>-184</b>	<b>-349</b>
<b>27-ago-19</b>	BCRA debió realizar 6 subastas de dólares para estabilizar el tipo de cambio, más los U\$S 60 M diarios a cuenta del Tesoro..	<b>1.990</b>	<b>75,0</b>	<b>55,7</b>	<b>59,0</b>	<b>11.546</b>	<b>-151</b>	<b>-441</b>

Fecha	Eventos relevantes	Riesgo país (p.b.)	Tasa LELIQ	Dólar may. vend. \$/USD	Dólar informal vend. \$/USD	Var. dep. pzo. fjo sec. priv en pesos \$ M	Var. dep. sec. priv. en dólares U\$S M	Var. Rvas Intern. U\$S M
28-ago-19	BCRA realizó 7 subastas de dólares más los U\$S 60 M diarios del Tesoro. Com "A" 6765 BCRA exige autorización del BCRA para financiar en pesos a grandes exportadores. Se interpretó como un primer paso hacia un control de cambios. Fracasó la renovación de Letras del Tesoro en dólares por U\$S 909 M y en pesos por \$ 67.000 M. Default selectivo Letras del Tesoro. Propuesta de reperfilamiento del resto de la deuda pública	2.072	75,0	58,1	60,5	-7.734	-435	-524
29-ago-19	Downgrade de S&P, Fondos comunes de Inversión suspenden suscripciones y rescates.	2.272	78,2	58,2	60,8	-6.163	-821	-909
30-ago-19	Default parcial Letes. Problemas de liquidez de tenedores de Letes y titulares de cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión. Downgrade de Fitch. BCRA prohíbe a los bancos distribuir dividendos sin autorización previa.	2.532	83,3	59,1	63,0	-21.945	-1.107	-1.944
01-sep-19	Lanzamiento control de cambios.							
02-sep-19	Puesta en vigencia control de cambios	Feriado EE.UU.	85,3	57,1	63,5	-34.198	-952	-954
03-sep-19	BCRA inicia la venta directa de dólares, abandona las subastas preanunciadas. Fitch sacó al gobierno nacional de la nota "default restringido" (RD). Moody's rebajó la nota a 12 aseguradoras y 5 sociedades de garantías recíprocas.	2.523	85,7	55,8	61,0	5.820	-718	-995
04-sep-19		2.336	85,8	55,9	59,0	-12.882	-772	-410
05-sep-19	Moody's rebajó la nota a 4 bancos y una tarjeta de crédito, y la perspectiva de revisión hacia la baja a todas las entidades financieras.	2.188	85,8	56,0	59,0	2.076	-474	-446
06-sep-19		2.031	85,8	55,8	59,0	10.175	-409	-343
09-sep-19		2.053	85,9	56,0	59,0	s.d.	-263	-307
10-sep-19		2.109	85,9	56,0	58,8	s.d.	s.d.	-268
11-sep-19	Com "A" 6780 que regula la compra de dólares para la compra de títulos-valores.	2.061	85,9	56,1	59,0	s.d.	s.d.	-141
12-sep-19			85,9	56,1	60,0	s.d.	s.d.	s.d.
<b>Variación acumulada desde las PASO</b>						<b>-90.800</b>	<b>-9.483</b>	<b>-16.072</b>
						<b>-7,1%</b>	<b>-29,2%</b>	<b>24,2%</b>

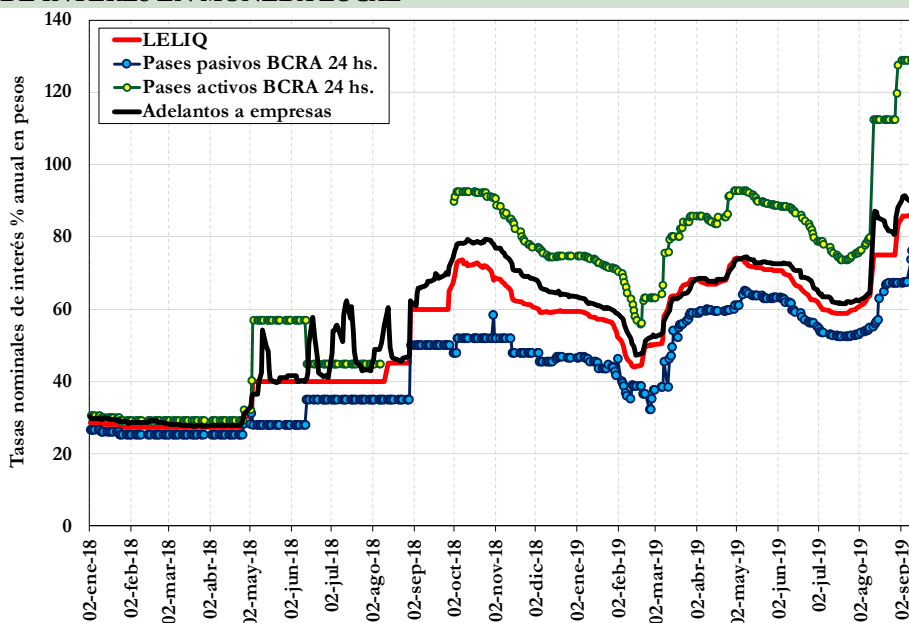
Fuente: BCRA, JP Morgan Chase y casas de cambio locales. Los datos de variaciones diarias de reservas internacionales y depósitos en pesos y en dólares posteriores al 6 de septiembre son estimaciones preliminares.

En el exterior los inversores han reanudado las compras de deuda argentina muy bajo la par (en torno de 30% de valor nominal en varios casos). Desde hace varios días circulan reportes de varios bancos de inversión que dan por sentado que el próximo gobierno reestructurará la deuda con bonistas, aplicando una quita en valor presente de no más de 40%. Esto significa que aun manteniéndose tasas en torno de 0% para los bonos del Tesoro de EE.UU., una baja de la prima de riesgo país a la mitad de los niveles actuales permitiría emitir los nuevos bonos a no menos de 60% de su valor facial. De ahí la percepción de que la deuda argentina está a precios demasiado bajos.



Sin embargo, las calificadoras de riesgo tienen en la mira a los bancos argentinos, y por otro lado el banco JP Morgan-Chase ha informado que evalúa excluir a los bonos argentinos para su índice global diversificado GBI-EM<sup>2</sup> de deuda pública en moneda local, y para la serie Narrow, por el retorno de los controles de cambios. Otra potencial complicación para un escenario ya **inestable, de creciente incertidumbre y prácticamente imposible de revertir, al menos hasta el próximo año. Máxime con las elevadas tasas de interés que sostiene el BCRA son su operatoria diaria vía LELIQ y pasivos pasivos**

GRÁFICO 2. TASAS DE INTERÉS EN MONEDA LOCAL



Fuente: BCRA.

A su vez, el control de cambios ha recreado canales informales de intermediación, como el dólar “blue” (mercado negro), y los implícitos vía arbitrajes al comprar con pesos un bono en dólares, o acciones para revenderlo en dólares a una contraparte externa (“contado con liquidación”, o “CCL”, con bonos del Gobierno, y “dólar MEP”, o “dólar bolsa”, con acciones y ADRs).

***La mecánica del “rulo”, que reapareció con el control de cambios***

La operatoria es sencilla. Supóngase una persona con \$ 570.000, y un tipo de cambio nominal oficial vendedor de \$57. Esta persona adquiere U\$S 10.000 con los cuales compra un título público en dólares (el llamado AY 24, es el más negociado para este tipo de transacción. Inmediatamente el inversor lo vende a una contraparte que paga por este título una suma de pesos que equivale a un tipo de cambio superior. Ese tipo de cambio ha oscilado en torno de \$61,50. Por consiguiente el inversor lo que ha hecho es comprar dólares \$57 y revenderlos a \$61,50, obteniendo una ganancia de 7%-8%. La oportunidad existe para cualquier inversor de manera más que evidente en las últimas dos semanas. Las empresas tenedoras de letras en default interno optaron por vender los bonos AY24 y otros a precios bajos. Luego los inversores revenden esos títulos a otras contrapartes que reconocen un tipo de cambio más alto.

La operatoria además cobró mayor interés ante la posibilidad de explotar desarbitrajes entre el “rulo CCL” con el “rulo MEP”. Una dinámica insostenible por su súbita demanda obligó a varias sociedades de bolsa a limitar a no más de 3-5 operaciones diarias por cliente, y finalmente al BCRA a limitar esta operatoria con la Com “A” 6780 vigente a partir de hoy.

El tipo de cambio “paralelo” con esta operación conocida como “rulo” dio ganancias en torno de 7%-8%. Al cierre de este reporte entró en vigencia una nueva norma del BCRA que obliga a las personas físicas a firmar una declaración jurada al comprar divisas por la cual deberá postergar por 5 días hábiles la compra de bonos o acciones con divisas<sup>3</sup>. El objetivo de esta norma es la de desalentar la demanda-flujo de divisas por parte de personas físicas, pero que no afecta a la operatoria de empresas financieras con el “rulo” vía CCL o incluso vía MEP. Tampoco a los arbitrajes con transacciones

<sup>2</sup> Abreviatura de Government Bond Index-Emerging Markets. El JP Morgan-Chase elabora tres carteras de referencia con bonos en moneda local de países emergentes. Los bonos que participan en esas carteras son los conocidos como BONTE 2021, 2023 y 2026..

<sup>3</sup> Ver Com “A”6780, punto 1.10.

en el mercado informal o “blue”. **Resultado: mayor negociación en esos segmentos, donde el exceso de demanda de dólares lejos está de debilitarse**

Al cierre de este reporte el dólar “blue” cotizaba a \$60, el dólar MEP, que opera mayormente con acciones de YPF registró un salto de 3,15% hasta \$67,97, y el CCL con Bonar 2024 registraba una suba de 1,8% a \$64,4. En todos los casos la brecha con el dólar del canal oficial se va ampliando a a diario, efecto más que previsible de cualquier esquema de control de cambios.

Mientras tanto, el BCRA trata de sostener la estabilidad cambiaria mediante la suba de tasas de interés a más del 85% anual, pero **es difícil defender la paridad cambiaria aumentando las tasas de interés cuando caen de manera persistente las reservas internacionales, sin reducción de la base monetaria ni del stock de Letras de Liquidez (LELIQ)**. Un escenario que sostiene una suerte de corte de crédito que fuerza a la mayoría de las empresas a reducir su escala de operaciones y a seguir despidiendo trabajadores. **Un escenario que está sumando tensión en la cadena de pagos y en la ya creciente conflictividad social, pero también incertidumbre respecto de la liquidez y la solvencia de las entidades financieras.**

#### “ES LA ECONOMÍA, ESTÚPIDO”<sup>4</sup>

Juan Miguel Massot

---

**La estanflación y el empeoramiento de las condiciones sociales estarían entre las causas más relevantes de los resultados que el gobierno obtuvo en las elecciones 2017 y en las PASO. En ese sentido, la crisis desatada en el último mes es una seria advertencia sobre el delicado escenario que el país, y sus gobernantes, enfrentan en los próximos trimestres.**

---

El principal factor que habría determinado los resultados de las PASO ha sido el deterioro económico de la población en el último año. Sin embargo, en los hechos, las evidencias de dicho proceso se remontan, al menos, al 2012.<sup>5</sup> **La inflación y la recesión de estos últimos años** han golpeado ventas y empleo, reducido el poder adquisitivo tanto de empleados como de empleadores, cuentapropistas, perceptores de jubilaciones, pensiones y subsidios sociales. De ahí el malestar social que se ha ido acumulando en gran parte de la población, que ha terminado cubriendo prácticamente todo el país solapando otros factores que forman parte de las preocupaciones, como la seguridad, la droga, o la calidad institucional.

En el nivel mensual de tasa de inflación, así como también en los aumentos súbitos que tiene esta variable en algunos meses, inciden distintas variables (tarifas, combustibles, prepagas, etc.), pero hay una que destaca y que ha cumplido en los últimos trimestres un rol fundamental: el aumento del dólar.

Si se observa el siguiente gráfico puede notarse algo muy significativo: **desde 2012, cada salto del dólar implicó un rebrote en la inflación**. Lamentablemente, la relación existente entre estas variables en el período 2012-2015 no se alteró con la actual administración.

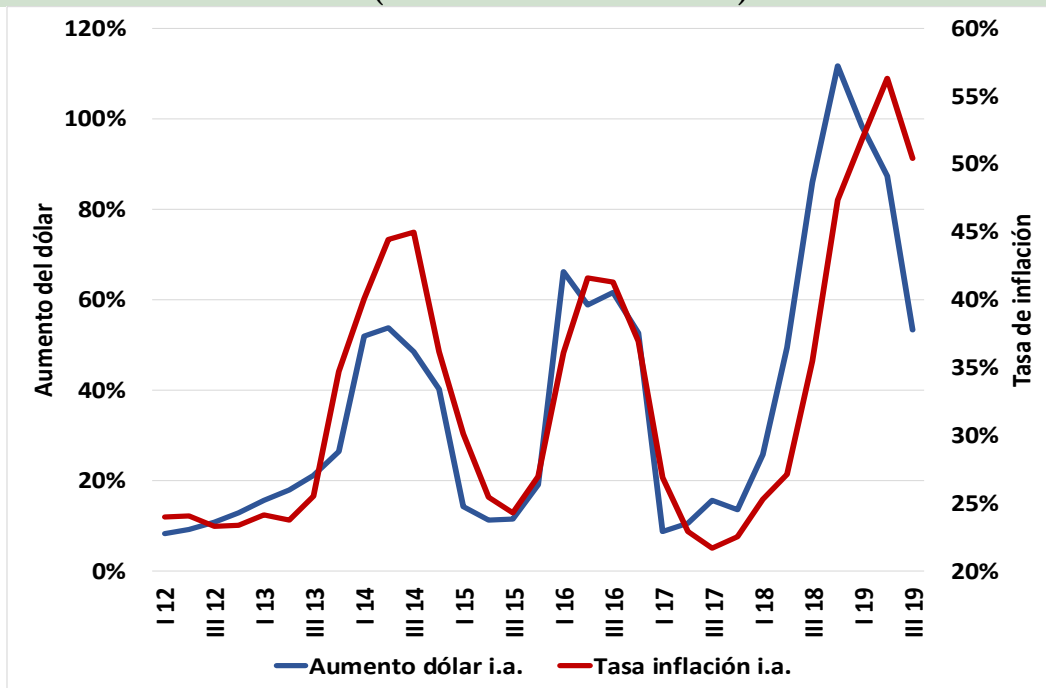
La unificación cambiaria con aumento de tipo de cambio de inicios de 2016, y las persistentes, y por momentos abruptas, alzas del dólar a partir del segundo trimestre de 2018, condujeron a aceleraciones de la tasa de inflación. Es más, en ese período, **por cada 1% de aumento del dólar, la inflación aumentó en el trimestre siguiente, en promedio, un 0,63%.**

---

<sup>4</sup> [es] «La economía, estúpido» (*the economy, stupid*), fue una frase muy utilizada durante la campaña electoral de Bill Clinton en 1992 contra George H. W. Bush (padre), y que lo llevó a convertirse en presidente de los Estados Unidos. Su uso se debería a James Carville, estratega de la campaña electoral de Clinton, quien sugirió que ésta se debía centrar en las cuestiones relacionadas con la vida cotidiana de los ciudadanos y en sus necesidades más inmediatas.

<sup>5</sup> Los equilibrios macroeconómicos (interno y externo) ya habían comenzado a deteriorarse en 2006. En 2007 fue el último año en que se observaron los “superávits gemelos”, descenso del desempleo y una inflación alta, pero de un dígito. Luego se registraron déficit fiscal y de cuenta corriente de balance de pagos, estancamiento en la caída del desempleo, crecimiento de la tasa de inflación, y presión en el mercado del dólar que desembocaría, en una administración más firme del comercio exterior y, finalmente, en la instauración de restricciones cuantitativas en el mercado cambiario en 2013.

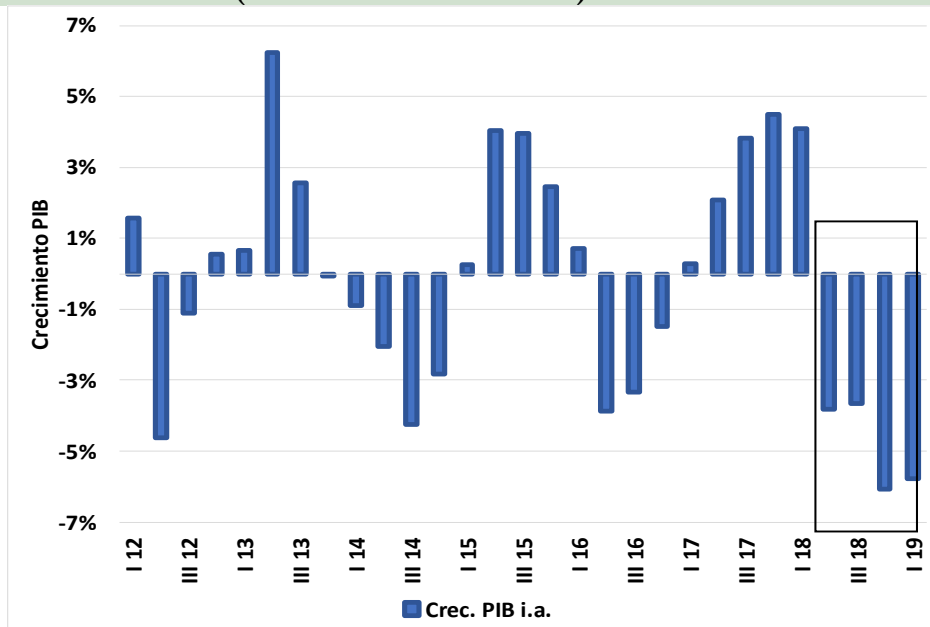
GRÁFICO 3. DÓLAR Y TASAS DE INFLACIÓN (I TRIM. 2012 – III TRIM. 2019)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de INDEC, Dirección Provincial de Estadísticas de la Provincia de San Luis y BCRA.

En los siguientes gráficos se presentan la evolución del crecimiento de la actividad económica (PIB) y de la tasa de desempleo, y puede notarse la **dinámica stop-go que ha tenido tanto el crecimiento del PIB y como la tasa de desempleo**. A partir de mediados de 2018, los indicadores profundizan su deterioro<sup>6</sup>.

GRÁFICO 4. CRECIMIENTO DEL PIB (I TRIM. 2012 – I TRIM. 2019)

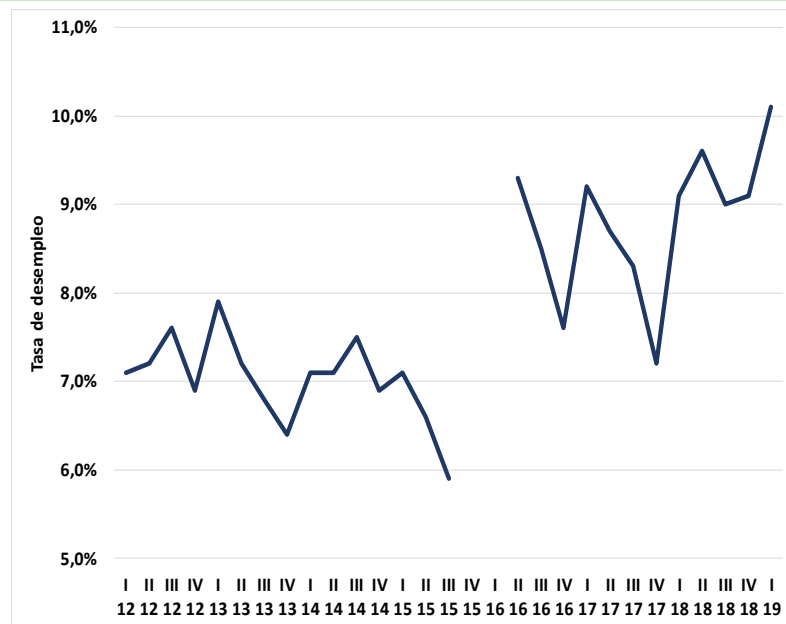


Fuente: elaboración propia a partir de los datos de INDEC.

Observación: El INDEC reconstruyó con base 2016 la serie de PIB hacia atrás, por lo cual se cuenta con una serie homogénea de PIB a precios constantes para 2012-2019. No ocurrió lo mismo con las de empleo, por lo cual la serie 2012-2015 no coincide en su base con la de 2016-2019. Aun así, puede observarse una suave disminución para el primer período, y un estancamiento seguido por un alza en el segundo período. Las tasas de desempleo son con estacionalidad. Los datos de desempleos son con estacionalidad.

<sup>6</sup> Los datos del Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) del INDEC del segundo trimestre de 2019 un crecimiento de 0% interanual. Este dato se asocia fundamentalmente con el significativo aumento de la cosecha frente a la campaña previa que fuera afectada por la sequía.

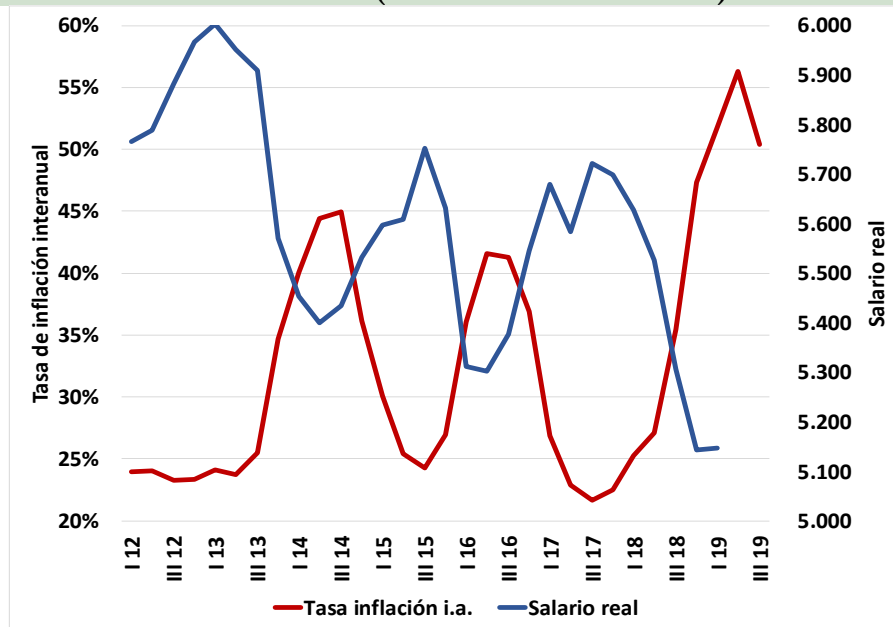
GRÁFICO 5. TASA DE DESEMPEÑO (I TRIM. 2012 – I TRIM. 2019)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de INDEC.

Lo ocurrido con la inflación, la actividad económica y el desempleo tiene, a su vez, su reflejo en el **salario real**. Tal como se puede ver en el siguiente gráfico en un contexto recesivo o de estancamiento, **cada salto inflacionario produjo caídas del salario real** promedio de la economía. Además, el salario real ha tenido una tendencia decreciente en el período, probablemente asociada a la persistencia del proceso estanflacionario y del deterioro de la confianza en la recuperación de la economía del país.

GRÁFICO 6. TASA DE INFLACIÓN Y SALARIO REAL (I TRIM. 2012 – I TRIM. 2019)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de INDEC,

Dirección Provincial de Estadísticas de la Provincia de San Luis y OEDE.

Observación: Los datos de inflación fueron empalmados tomando las tasas de inflación mensual del IPC San Luis hasta noviembre de 2015, e IPC INDEC desde diciembre 2016. La serie de salario real se calculó tomando la remuneración por todo concepto, remuneración normal y permanente (ajustada - excluyendo aguinaldo y otros conceptos estacionales) recopilada por el Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial (OEDE) del MPyT en base a SIPA.

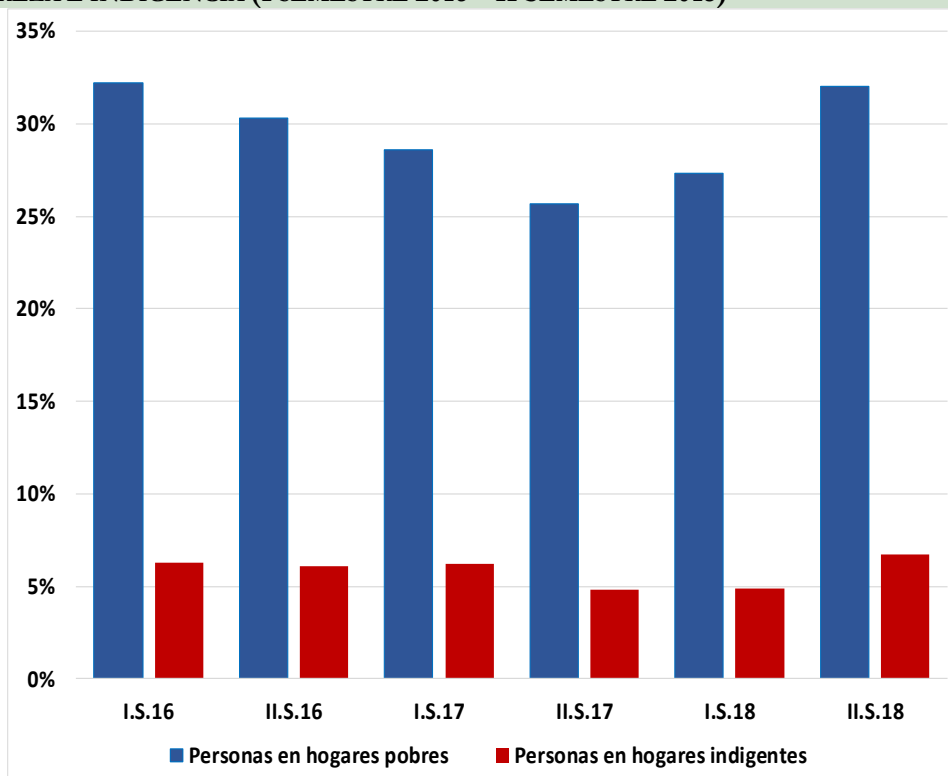
Al respecto, entre el II trimestre del 2017 y el I trimestre del 2019 (último dato disponible con frecuencia trimestral), el salario real cayó 14,4%.

La aceleración de la inflación en el segundo (56%) y el tercer trimestre del año (50%), así como la inflación esperada para la última etapa del año, permiten prever un deterioro adicional del salario real. Entonces, **cada crisis económica que disparó el dólar habría generado un alza abrupta de los precios, una caída en la actividad económica, del empleo y del salario real.**

La evolución del dólar, la inflación, y la actividad económica, no sólo afectó al desempleo y al salario real, sino a otras tres variables sociales clave: **la pobreza, la indigencia y la distribución del ingreso.**

En el siguiente gráfico se puede apreciar cómo, en los primeros semestres del 2016, los indicadores de pobreza e indigencia se redujeron hasta el II semestre de 2017 para luego comenzar a crecer.<sup>7</sup>

**GRÁFICO 7. POBREZA E INDIGENCIA (I SEMESTRE 2016 – II SEMESTRE 2018)**

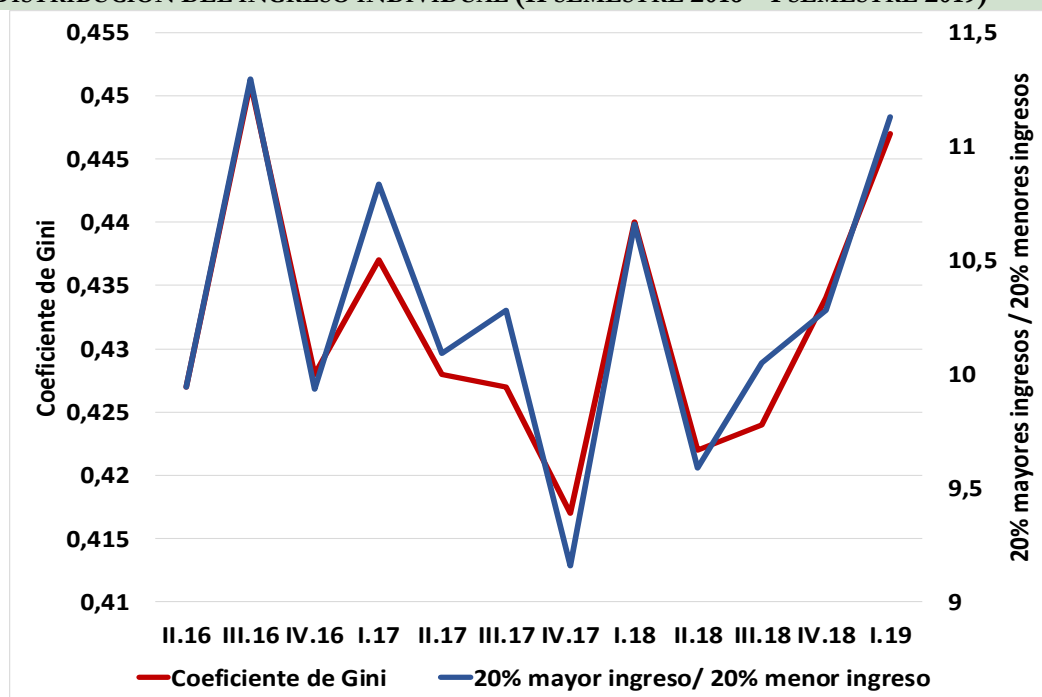


Fuente: elaboración propia a partir de los datos de INDEC.

La misma evolución se observa en dos indicadores de la distribución del ingreso (coeficiente de Gini y relación entre el ingreso individual del 20% de la población con mayores ingresos y el 20% de la de menores ingresos): en la primera etapa mejoran, y en la segunda empeoran.

<sup>7</sup> Los datos del primer semestre del corriente año se publicarán en las próximas semanas y se espera un aumento no trivial en ambas variables.

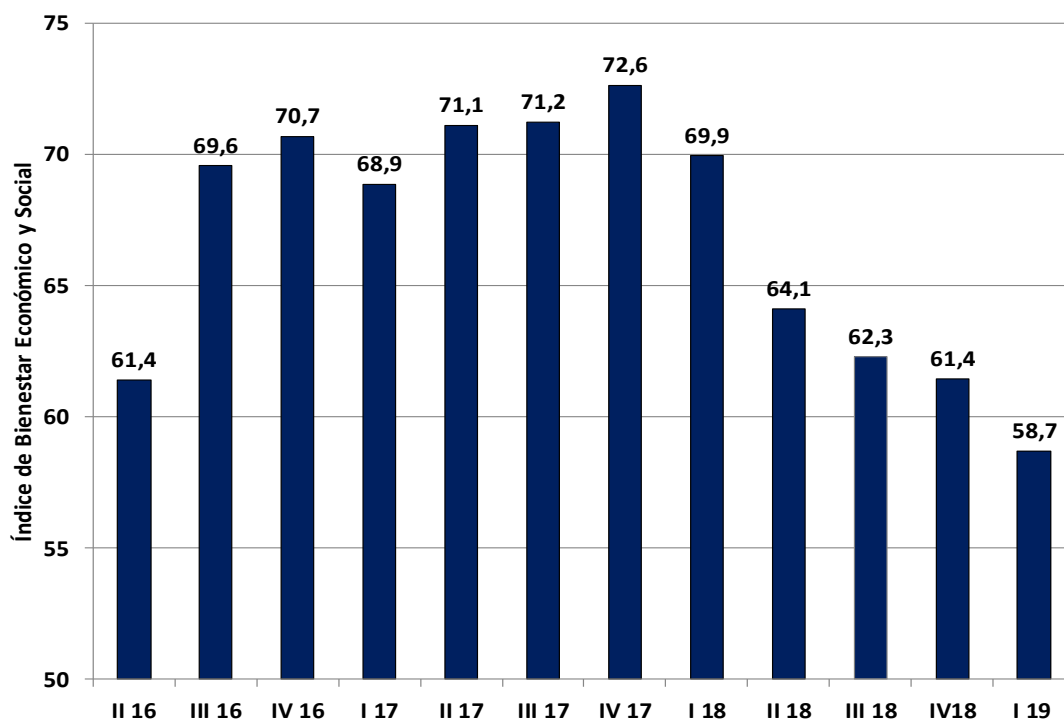
**GRÁFICO 8. DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO INDIVIDUAL (II SEMESTRE 2016 – I SEMESTRE 2019)**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de INDEC.

Finalmente, en el siguiente gráfico puede observarse la evolución del **Índice de Bienestar Económico y Social (IBES-USAL)**. Este indicador sintetiza un conjunto de variables macroeconómicas y sociales que inciden en el bienestar material de la población, lo cual permite tener una mirada global sobre la situación por la que atraviesa desde esa perspectiva.<sup>8</sup>

**GRÁFICO 9. ÍNDICE DE BIENESTAR ECONÓMICO Y SOCIAL (IBES-USAL) (II TRIMESTRE 2016 – I TRIMESTRE 2019)**



Fuente: Instituto de Investigación FCEyE USAL

<sup>8</sup> Sobre la evolución y metodología del IBES-USAL ver [http://fceye.usal.edu.ar/archivos/fceye/docs/usal\\_indice\\_de\\_bienestar\\_06052019.pdf](http://fceye.usal.edu.ar/archivos/fceye/docs/usal_indice_de_bienestar_06052019.pdf)

El IBES-USAL muestra de manera concisa los resultados de la gestión actual en materia económica y social, y sugiere una explicación plausible del resultado de las últimas dos elecciones. Así como el aumento del indicador en 2016 y 2017 provee una buena explicación de por qué el gobierno ganó por amplio margen la elección legislativa de 2017 su derrumbe a partir de inicios de 2018 también da un buen argumento de por qué perdió las PASO del mes pasado.

De lo expuesto puede conjeturarse que los logros económicos y sociales, aunque fueran magros, combinados con un recuerdo poco positivo que parte de la población tenía sobre algunos aspectos de la administración previa, motorizaron el voto a favor del gobierno en 2017.

Asimismo, el rápido deterioro macroeconómico desde inicios del 2018, y sus consecuencias negativas sobre todos los indicadores sociales, generaron exactamente el efecto contrario: la fuga del voto hacia el principal frente opositor. **En otros términos, en el origen del ascenso y derrumbe de la actual administración han incidido de manera no menor los resultados de su gestión macroeconómica.**

Esto deja, además, una lección a futuro: **es altamente probable que la evolución del bienestar económico y social de la mayoría de la población sea también un factor no trivial en la evaluación que los votantes hagan de la gestión del próximo gobierno**, sea quien fuere el presidente elegido. Y esto podría profundizarse si la situación económica empeorase hacia final de año. Por consiguiente, **puede decirse que, al menos en la Argentina actual, la frase “es la economía, estúpido» mantiene, y mantendrá, una gran vigencia.**

## PANORAMA INTERNACIONAL

### ¿FINAL DEL CICLO ALCISTA?

*Gustavo Martín*

---

**Para el mercado la Reserva Federal bajará en un cuarto de punto su tasa de interés de referencia en septiembre de este año y la continuará recortando hasta por lo menos mitad del año que viene llegando a 1,25%. El mercado reacciona alcista y se esperaría que esto evite una probable recesión global.**

---

Para el titular de la Reserva Federal, Jerome Powell, "[El] principal escenario es que no habrá recesión, ni en EEUU ni a nivel global".<sup>9</sup> Esto afirmó en su última declaración pública antes de la reunión del comité de gobernadores para decidir sobre la tasa de referencia el día 18 de septiembre.

Sin embargo, para los agentes de mercado y analistas, la situación es radicalmente distinta. Existe un consenso de que la economía de Estados Unidos en particular y la global en general, se encuentran cerca de un final de ciclo y hasta iniciando una fase donde los indicadores ya marcan una posible recesión en ciernes.

Por caso, la economía alemana ya estaría entrando en la fase recesiva del ciclo debido a que estaría iniciando un segundo trimestre de contracción. Según el último indicador IFO de confianza de negocios para la economía alemana publicado, que adelanta la medición el PIB, la lectura del dato de agosto es la más baja de los últimos siete años. De este modo, se da por hecho la caída en la actividad económica. Es más, al ser aproximadamente el 30% de la zona euro y con Italia ya en recesión desde 2018, es altamente probable que la Eurozona también entre en la misma fase del ciclo.

Por su parte, la guerra comercial Sino-Americana ya tuvo su impacto en los indicadores de producción de China que se encuentran en mínimos de 30 años. Es más, los datos de comercio chinos para el mes de agosto arrojaron una sorpresiva contracción en términos interanuales: 1% las exportaciones y 5,6% las importaciones.

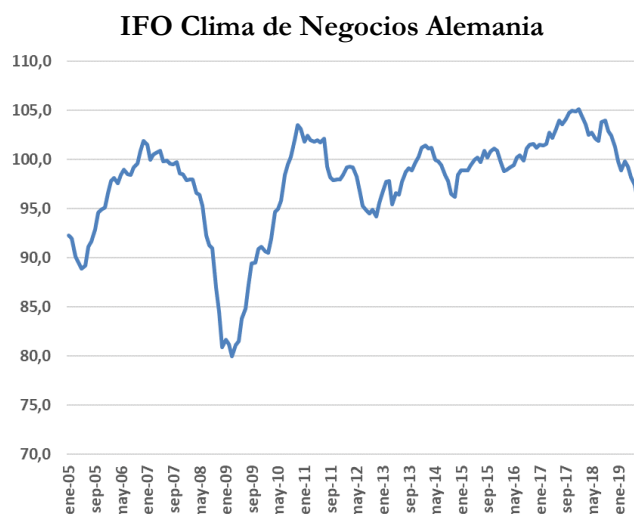
---

<sup>9</sup> <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10072438/09/19/Powell-Nuestro-principal-escenario-es-que-no-habra-recesion-ni-en-EEUU-ni-a-nivel-global.html>

**GRÁFICO 10. ALERTA DE RECESIÓN EN CHINA Y ALEMANIA**



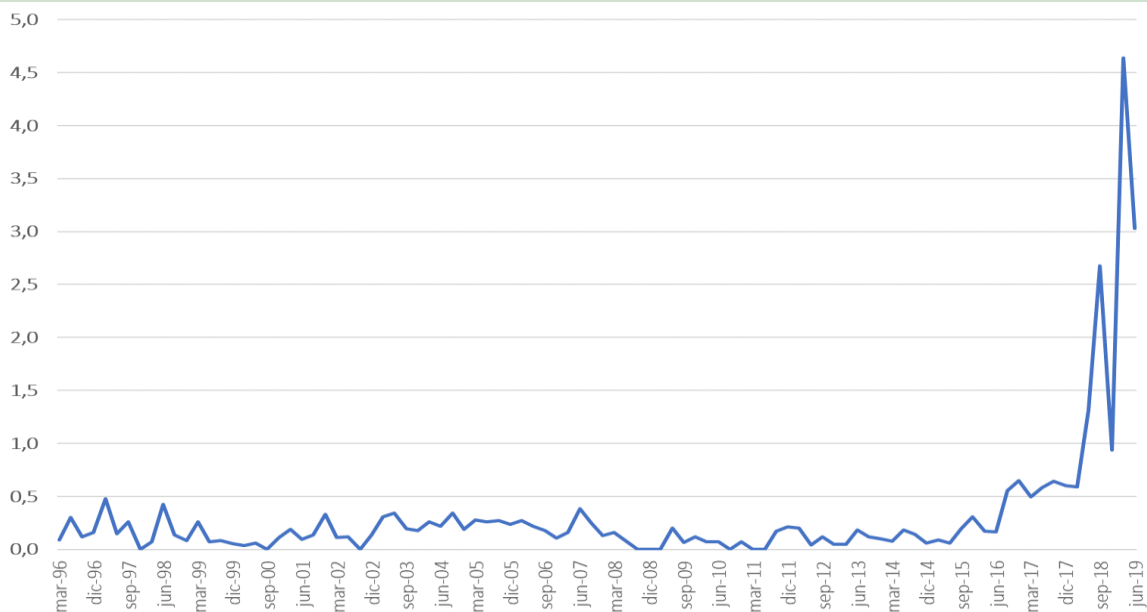
Fuente: Oficina Nacional de Estadística de China



Fuente: IFO

Asimismo, el FMI publicó su índice de incertidumbre comercial global<sup>10</sup>, el cual se disparó con la guerra de tarifas entre China y Estados Unidos y ahora se encuentra en máximos históricos en un nivel 10 veces superior al promedio. La reciente caída tiene que ver con la voluntad recientemente expresada de Estados Unidos de volver a las negociaciones con China.

**GRÁFICO 11. ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE COMERCIO MUNDIAL**



Fuente: Elaboración propia en base a Policy Uncertainty (

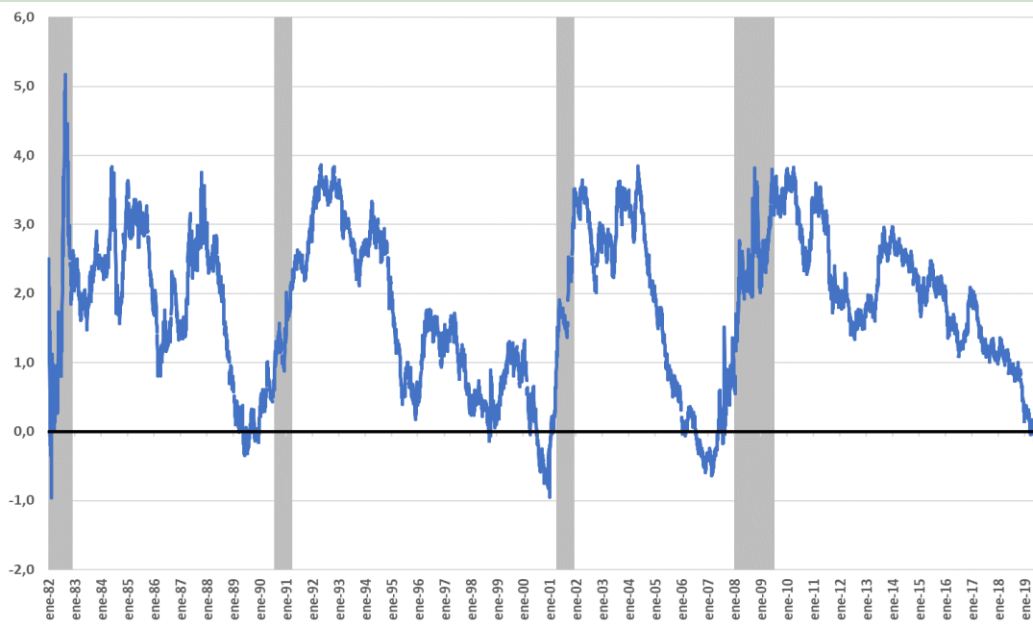
Por otra parte, la economía de Estados Unidos tampoco se encuentra exenta de riesgos lo que preocupa a varios analistas y agentes de mercado. Uno de los indicadores, la diferencia entre las tasas de los bonos del Tesoro a 10 años y las Notas a 3 meses, que suelen adelantar las recesiones en esta economía viene dando señales de alerta desde finales de mayo de este año. De esta manera, parecería existir una alta probabilidad de recesión dentro de los próximos 6 meses.<sup>11</sup>

<sup>10</sup> <https://blogs.imf.org/2019/09/09/new-index-tracks-trade-uncertainty-across-the-globe/>

<sup>11</sup> Ver Estrella y Mishkin (1998) "Predicting US Recessions: Financial Variables as Leading Indicators"



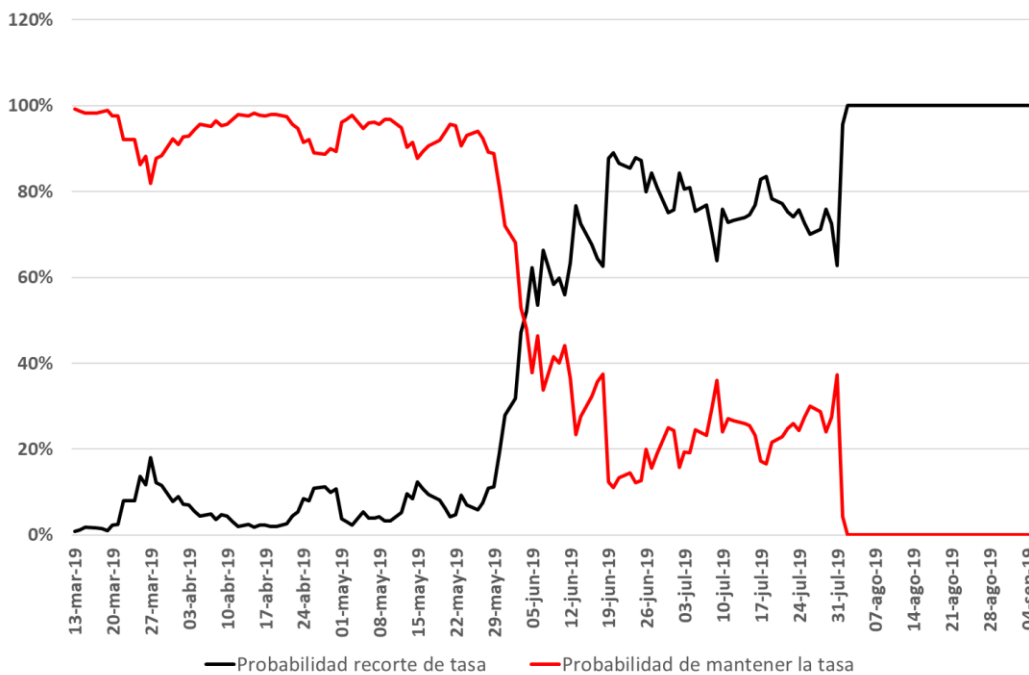
**GRÁFICO 12. DIFERENTICA ENTRE BONO DEL TESORO A 10 AÑOS Y NOTAS A 3 MESES Y RECESIONES**



Fuente: Federal Reserve Bank of St Louis

Asimismo, el informe de empleo publicado el viernes 9 del corriente mes, horas antes de las declaraciones de Powell, resultó peor a lo esperado por el consenso. El número de puestos de trabajo en agosto creció en 105.000 (excluyendo personal temporario para la oficina de censos, 130.000 en total) contra 158.000 que es lo que esperaba el consenso. Además, se revisaron a la baja los datos de junio y julio. No obstante, la tasa de desempleo se mantuvo sin cambios en 3,7%. De esta manera, el mercado continúa esperando una situación que va en deterioro y por lo tanto las probabilidades de un nuevo recorte de la tasa de interés de referencia en septiembre alcanzan el 100% según los cálculos implícitos en los futuros de tasas.

**GRÁFICO 13. PROBABILIDAD DE RECORTE EN LA TASA DE REFERENCIA DE LA FED.**



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

De la misma manera, y ante los pronósticos en que los agentes de mercado se basan, el contexto actual de modo recesivo se mantendrá hasta por lo menos mitad del año que viene. Los futuros de tasa de interés implican que el mercado espera que la Reserva Federal continúe recortando su tasa de interés de referencia.

### CUADRO 2. PROBABILIDADES DE VALORES DE TASA DE INTERÉS DE LA FED EN LAS DISTINTAS REUNIONES

Reunión	Tasa Fed Fund		
	1,25	1,5	1,75
30/10/2019			61,6%
11/12/2019			85,7%
29/1/2020		67,4%	
18/3/2020		77,3%	
29/4/2020	51,5%		
10/6/2020	59,5%		

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Nota: con datos al 6 de septiembre de 2019

El ciclo de baja de tasas de interés no hizo más que comenzar a pesar de los dichos del presidente de la Fed. El actual contexto de un menor crecimiento a nivel global con una posible recesión augura un futuro de tasas bajas durante un tiempo más lo que llevará a impactos no menores a nivel global en particular en los mercados emergentes. Cabe preguntarse si la abundante liquidez servirá para agregar valor a la economía mundial o simplemente a permitir la recompra de activos propios de las compañías. Esto último ha llevado a las acciones de muchas empresas a valores que para muchos es artificialmente alto. Como puede apreciarse, los índices bursátiles más representativos del mercado americano se encuentran en alza. El índice de valores de acciones S&P500 se encuentra en los valores históricos más altos, siendo la alta liquidez una de las probables causas. Por su parte, el índice de volatilidad del S&P500 permanece a valores históricamente bajos.

### CUADRO 3. ÍNDICES BURSÁTILES DE ESTADOS UNIDOS

	Viernes 6-9-19	5 Días		52 Semanas			
	Valor	Cambio	Var. %	Máx	Min	Var. %	Var. % desde 31-12-18
Dow Jones	26.797,46	394,18	1,49	27.398,68	21.712,53	3,40	14,88
Nasdaq	8.103,07	140,19	1,76	8.339,64	6.190,16	2,54	22,12
Russell 2000	1.505,17	10,33	0,69	1.726,00	1.266,93	-12,14	11,61

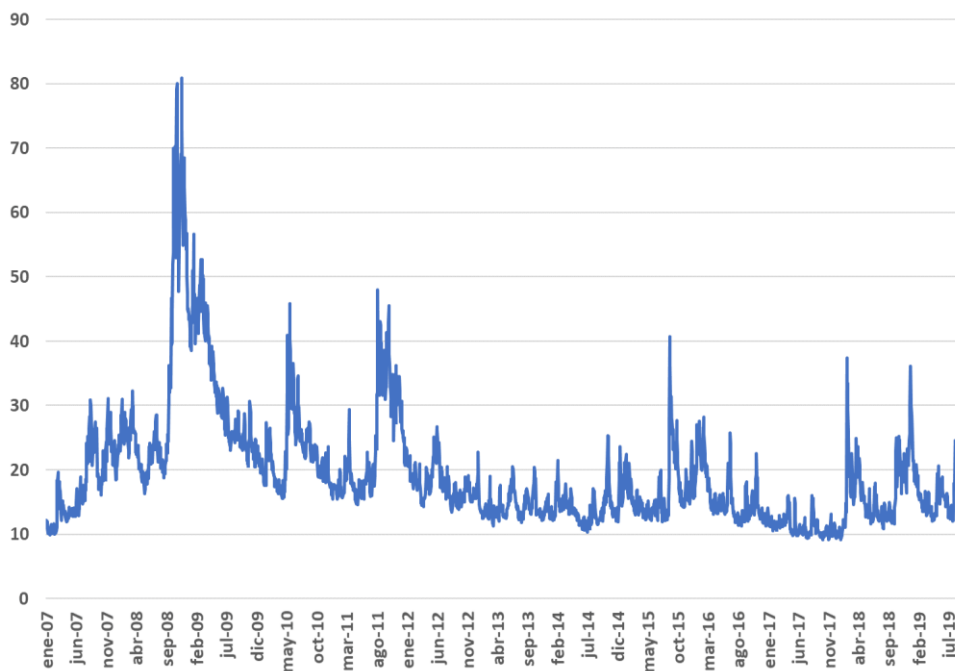
Fuente: FactSet, Dow Jones Market Data

**GRÁFICO 14. ÍNDICE S&P 500**



Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance

**GRÁFICO XX: ÍNDICE VIX DE VOLATILIDAD DEL S&P 500**



Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance

En conclusión, el futuro augura una continuación de las políticas de tasas bajas y abundante liquidez que esta vez no se está tan seguro que puedan evitar la desaceleración a nivel global. Sin embargo, es altamente probable que los activos financieros mantengan la tendencia alcista a pesar de no estar respaldados al 100% por una contraparte real, lo que podría conducir tarde o temprano a una nueva burbuja financiera.

## EL PARTIDO CONSERVADOR SE REBELA FRENTE A JOHNSON Y SU HARD BREXIT

*Eric Machta y Leandro Marcarian*

**Con tan solo seis semanas como Primer Ministro del Reino Unido, Boris Johnson ya sufrió 3 derrotas en el Parlamento relacionadas a su estrategia de confirmar el Brexit. Con la fecha límite del 31 de octubre cada día más cerca, aumenta el consenso por un Brexit con acuerdo.**

### 1. *Brexit ¿con o sin acuerdo?*

El 23 de julio Boris Johnson asumía el liderazgo del Reino Unido con el objetivo de ejecutar el Brexit, tras el fracaso de su predecesora Theresa May, quien nunca pudo lograr consenso en el Parlamento para aprobar el proyecto de divorcio que negoció con la Unión Europea. En su discurso de asunción, el flamante Primer Ministro afirmó que el Reino Unido va a salir del bloque europeo el 31 de octubre con o sin acuerdo.

Para lograr dicho objetivo, a una semana de asumir Johnson tomó la polémica medida de pedir la suspensión temporal del parlamento, con el fin de limitar las posibilidades de la oposición de frenar el proceso. Sin embargo, la rebelión de 21 diputados conservadores le brindó a la oposición la posibilidad de generar su propia iniciativa parlamentaria antes que entre en curso la suspensión.

Septiembre comenzó y rápidamente puso en jaque los planes de Brexit de Johnson. El martes 3 la oposición ingresó una moción para debatir un proyecto frenando un eventual Brexit duro y lograr una prórroga en caso de no acuerdo. Dicho proyecto fue aprobado por 327 votos a favor y 299 en contra y obligaría a Johnson a solicitar una extensión de tres meses (enero 2020) si no hay acuerdo con Europa antes del 19 de octubre. El proyecto fue debatido en la Cámara Alta y convertido en ley el lunes 9 de septiembre.

Frente a esta situación Johnson presentó un proyecto para llamar a elecciones anticipadas el 15 de octubre, confiado en lograr una nueva mayoría que le permita avanzar con su agenda.

La oposición solamente aprobaría tener elecciones (y han insistido en esto los últimos meses) después de asegurarse la imposibilidad de un Brexit sin acuerdo. Johnson, por su parte, necesita el llamado a elecciones para que, con un parlamento más favorable a sus órdenes, dar marcha atrás con la ley impulsada por la oposición y volver a habilitar la opción de llegar a un Brexit sin acuerdo. Sin embargo, es casi una certeza que Johnson obtendrá otra dura derrota, ya que para llamar a elecciones necesita el aval de dos tercios de la Cámara, número al cual le es imposible llegar sin apoyo del opositor Partido Laborista

### 2. *¿Y ahora qué?*

A menos de dos meses del plazo de salida acordado, y después de dos prórrogas, el Reino Unido continúa en la incertidumbre y la clave está en la reunión del Consejo Europeo del 17 y 18 de octubre en Bruselas. Johnson insiste con que logrará un nuevo acuerdo en el Consejo que le permita al Reino Unido salir en la fecha acordada, y se ha mostrado reticente a pedir otra prórroga (la salida del bloque al 31 de octubre fue su principal promesa para ser electo).

Asimismo, desde el bloque continúan señalando que el acuerdo generado con May, el cual fue rechazado en tres ocasiones en el Parlamento Británico, es el definitivo y no hay margen a la negociación. Y no solo eso, dado que después de dos prórrogas la UE aun siente que el el gobierno británico no ha logrado avanzar en nada salvo profundizar sus conflictos internos, algunos miembros de la Union ya se están pronunciando en contra de una posible tercer prórroga.

La ley para bloquear un Brexit sin acuerdo parece atar de manos a un Primer Ministro con poco margen de maniobra. Los últimos días generaron mayor tensión en la política británica ya que se habla incluso de un Johnson que podría hacer oídos sordos a dicha ley que impediría el hard Brexit, e intentar continuar igual con su plan. Las consecuencias legales de esto son aún desconocidas, pero seguramente no serán leves.

Lo cierto es que la salida del Reino Unido de la Unión Europea es aun más incierta que durante el mandato de May, y a menos de dos meses del deadline no hay solución a la vista.

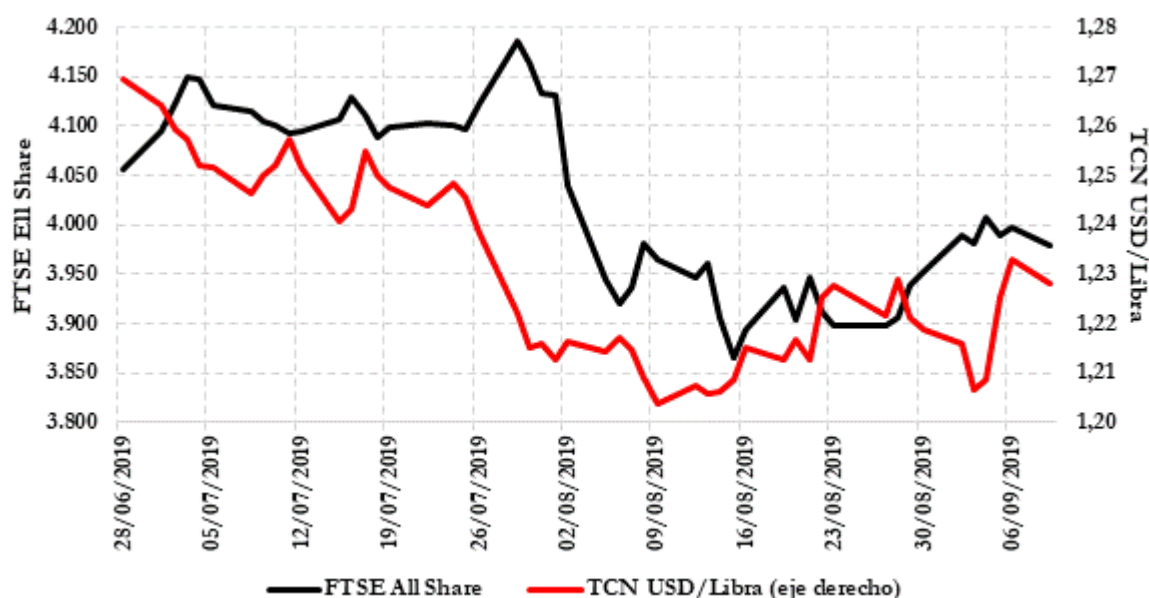
### 3. Reacciones y pronósticos

La libra había sufrido una fuerte depreciación frente al dólar americano en los primeros días de gestión de Johnson. Sus declaraciones pasionales y pseudo populistas, ya como Primer Ministro, hicieron que la moneda británica cayera aproximadamente un 3% en los últimos días de julio. Sin embargo, los avances legislativos de la oposición frente a un Brexit duro del 3 y 4 de septiembre ayudaron a un rebote de la libra esterlina acercándose a los niveles previos a la asunción de Johnson.

Los mercados ven con buenos ojos que el Brexit se realice con un acuerdo, una lectura compartida con la mayoría de los think tanks y académicos de Europa quienes destacan las posibles consecuencias del *'hard Brexit'*

La bolsa de Londres reaccionó de forma similar al tipo de cambio. Tras mostrar una recuperación sostenida durante la segunda mitad del año, la bolsa se desploma a los pocos días de que asume Johnson. En su primera semana liderando al país, el índice FTSE All, que aglomera al 99% de las empresas que cotizan en bolsa, cayó en 5 de 6 jornadas, acumulando pérdidas por un 6%. Al 6 de septiembre, durante la gestión de Johnson el índice acumula pérdidas por un 3%. Sin embargo, y al igual que pasó con la libra, en los primeros días del mes que corre, el mercado tuvo un leve repunte. Nuevamente esto puede ser interpretado como que el mercado favorece la estrategia de la oposición de bloquear un Brexit sin acuerdo.

**GRÁFICO 15. ÍNDICE BURSÁTIL FTSE ALL SHARES Y TIPO DE CAMBIO (USD/LIBRA ESTERLINA)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de London Stock Exchange e Investing

Parece sorprendente que ante tanta incertidumbre y vaivenes políticos, la economía británica parece no sentirse afectada por el momento. Como se mencionó en los IEM de abril y agosto, el consenso en el mundo académico es que cualquier tipo de Brexit será perjudicial para la economía anglosajona. Un Brexit sin acuerdo, el peor escenario posible. Sin embargo, en los números, aún no se ven consecuencias.

Una posibilidad es que el mercado es sabio, y anticipa que la racionalidad le ganará a la pasión y se evitará finalmente un hard Brexit. La otra es que todo esto que estamos viendo es simplemente la calma que antecede a la tormenta. El Brexit puede llegar a representar una crisis de dimensiones nunca vistas para la economía del Reino Unido. Solo queda esperar hasta el 31 de octubre para descubrir en que escenario estamos.

## NOTA ESPECIAL

### ANÁLISIS DE LA VINCULACIÓN ENTRE LOS CICLOS DE INVERSIÓN Y ACTIVIDAD. ARGENTINA, ENERO DE 2004-JUNIO DE 2019.

*Nadina Mezza*

---

**Los ciclos de la actividad y la inversión real en nuestro país, durante los últimos 15 años, muestran una alta correlación. Ambas series registran un mínimo en el 2009, con el PBI estancado desde el 2011, mientras la inversión fluctuó alcanzando su máximo en noviembre de 2017. El dato más preocupante es que en mayo de 2018 se quiebra en la tendencia de largo plazo de la actividad y la inversión, lo que condiciona severamente nuestra posibilidad de desarrollo a futuro.**

---

En este artículo se analiza en qué medida se vinculan los ciclos de crecimiento del producto y la inversión. Para ello se compararon los componentes no observados de la serie del Índice Mensual de Inversión Real, IMIR-USAL, y el Estimador Mensual de Actividad Económica del INDEC, EMAE.

Para la descomposición de las series originales en su componente desestacionalizado, tendencia-ciclo, ciclo y largo plazo, se hace uso del TRAMO-SEAT mediante el programa DEMETRA 2.0. En tanto, como proxy de la tendencia de largo plazo se sigue la estimación resultante del filtro Hodrick Prescott.

Ambas series son base 2004=100, siendo su último dato junio de 2019. La temporalidad de la serie deja fuera del análisis las PASO y las repercusiones económicas derivadas de un resultado no esperado por los agentes económicos, de las medidas tomadas por el gobierno como reacción a la volatilidad acaecida y de las declaraciones hechas por el candidato de la fuerza ganadora.

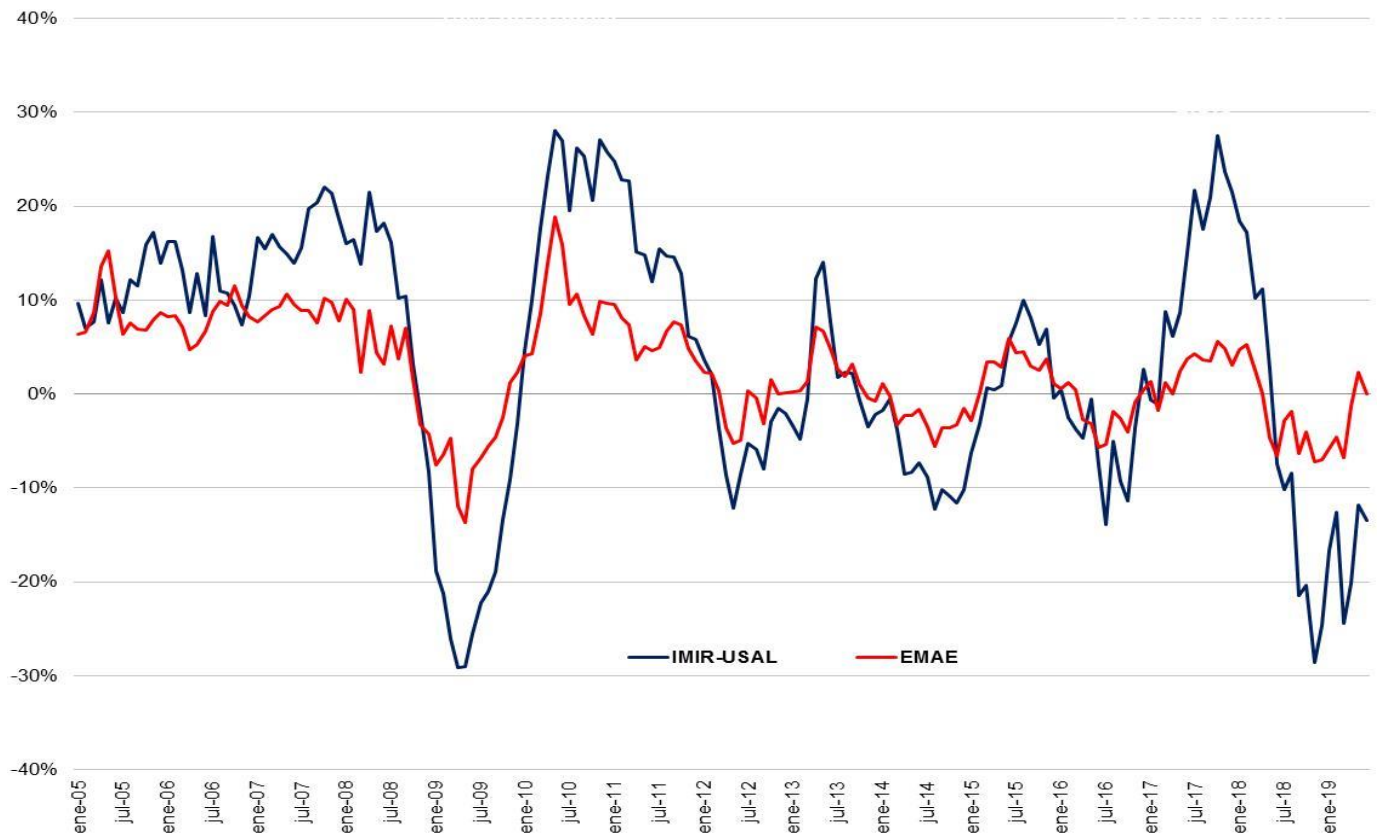
Por otro lado, ya se dispone de datos del mes de julio. Para ese mes el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción, ISAC, y el Índice de Producción Industrial Manufacturero, IPI, acaban de mostrar variaciones interanuales negativas pero desestacionalizados positivos.

Luego del tsunami político y económico de las PASO, el análisis de los datos a junio permite entender mejor el impacto futuro de las dinámicas de lenta evolución, y los potenciales impactos de la crisis en curso sobre los datos de septiembre, que se darán a conocer en noviembre y diciembre.

El Gráfico N°16 muestra la fuerte correlación temporal entre la tasa de crecimiento interanual de la actividad y de la inversión real. Puede observarse que la serie de inversión es mucho más volátil que la del producto, exhibiendo tasas interanuales que van de un rango con un mínimo de -29.1% y un máximo de 28%, en tanto los guarismos del EMAE están acotados a mínimos de -13.7 y máximos de 18.8%.

En ambas variables los valores extremos se registran como resultado de la crisis internacional que impacta de lleno en Argentina en el 2009 y su posterior rebote en el 2010. Sin embargo, la inversión alcanza valores muy similares en la recuperación observada en 2017 y su posterior caída en 2018, ante la reversión de los flujos de capitales desde mayo de ese año.

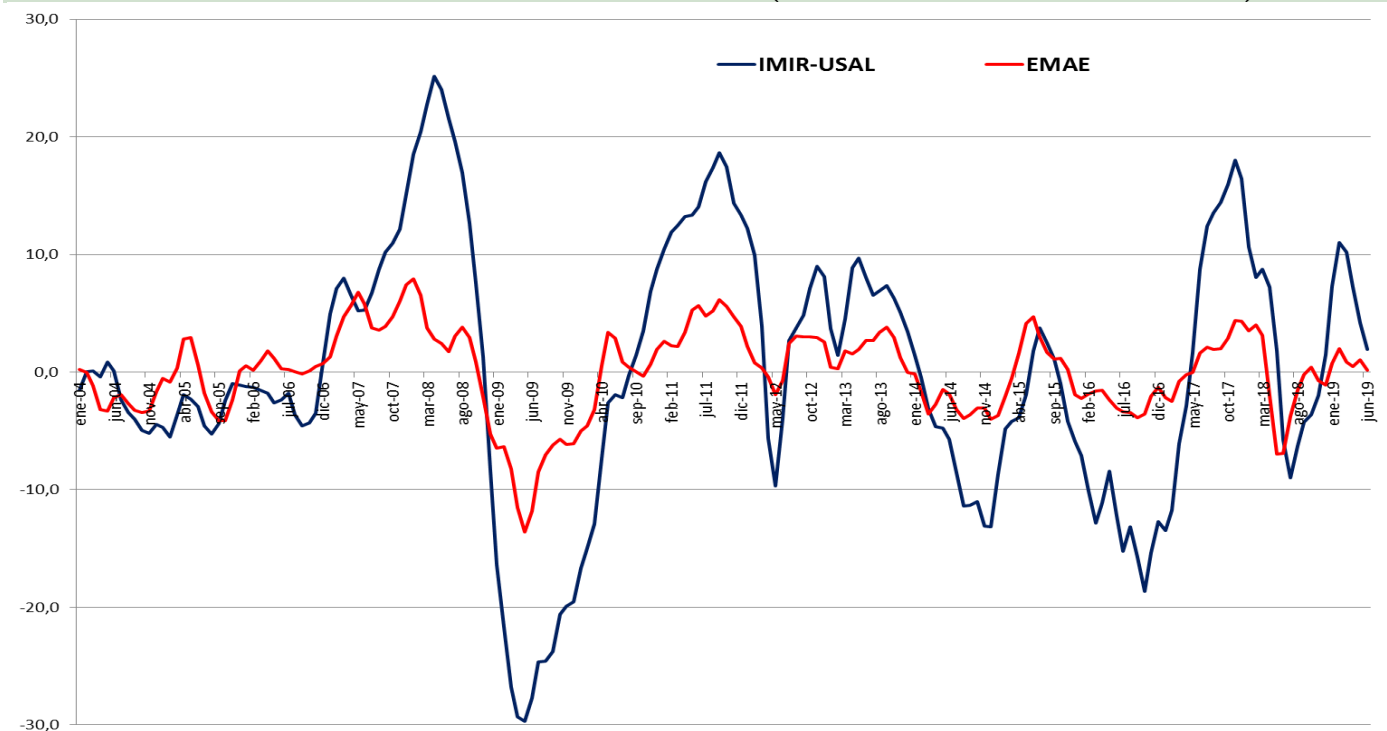
**GRÁFICO N° 16 IMIR-USAL Y EMAE. TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL**



Fuente: elaboración propia e INDEC.

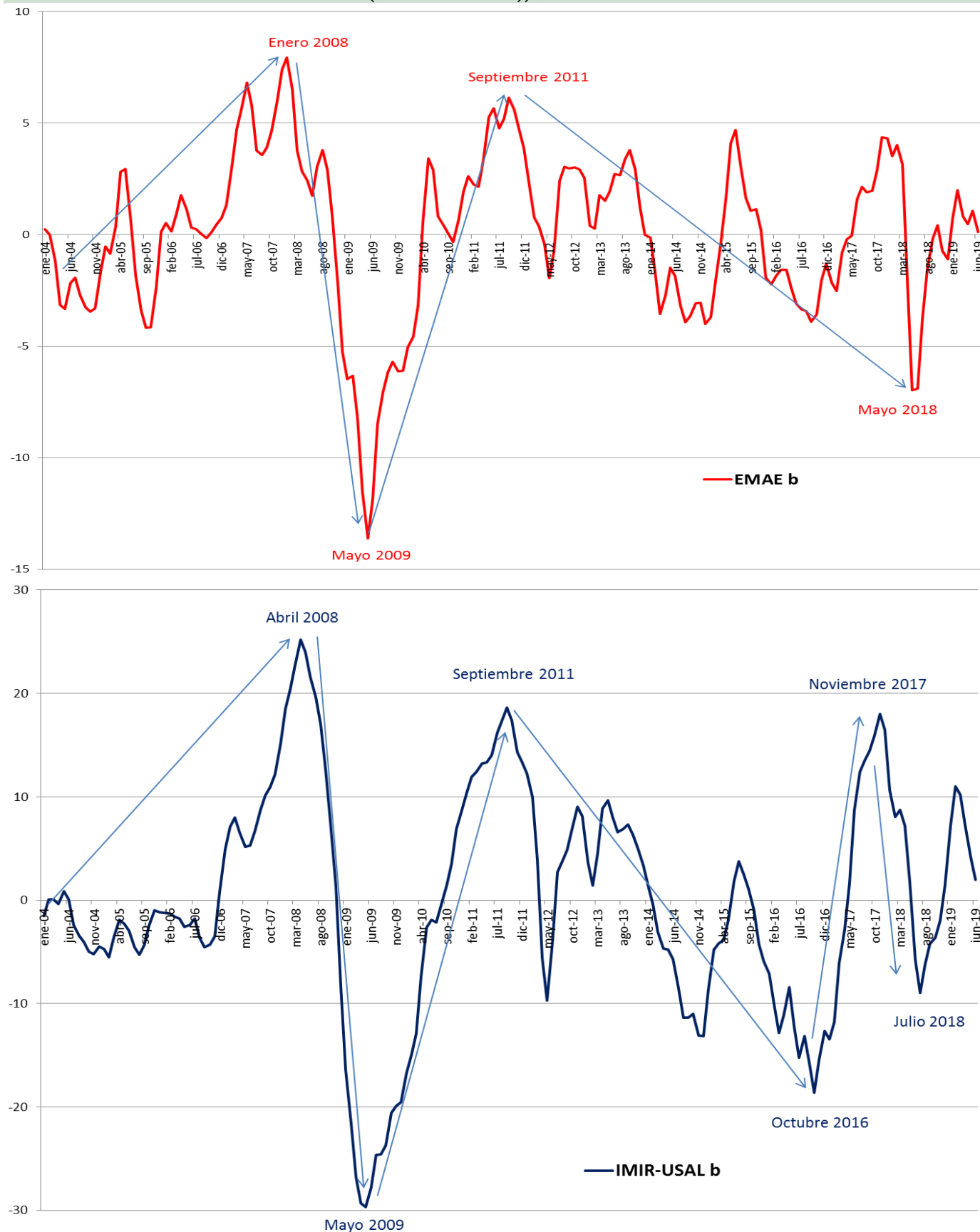
En los Gráficos N°17.1. y 17.2. se observa que los ciclos, definidos como las fluctuaciones superiores al año netas de la tendencia de largo plazo, del IMIR-USAL y el EMAE son coincidentes.

**GRÁFICO N° 17.1. IMIR-USAL Y EMAE. CICLO ECONÓMICO (FLUCTUACIONES SUPERIORES AL AÑO)**



Fuente: elaboración propia.

**GRÁFICO N° 17 2. IMIR-USAL Y EMAE. (CONTINUACIÓN))**



Fuente: elaboración propia.



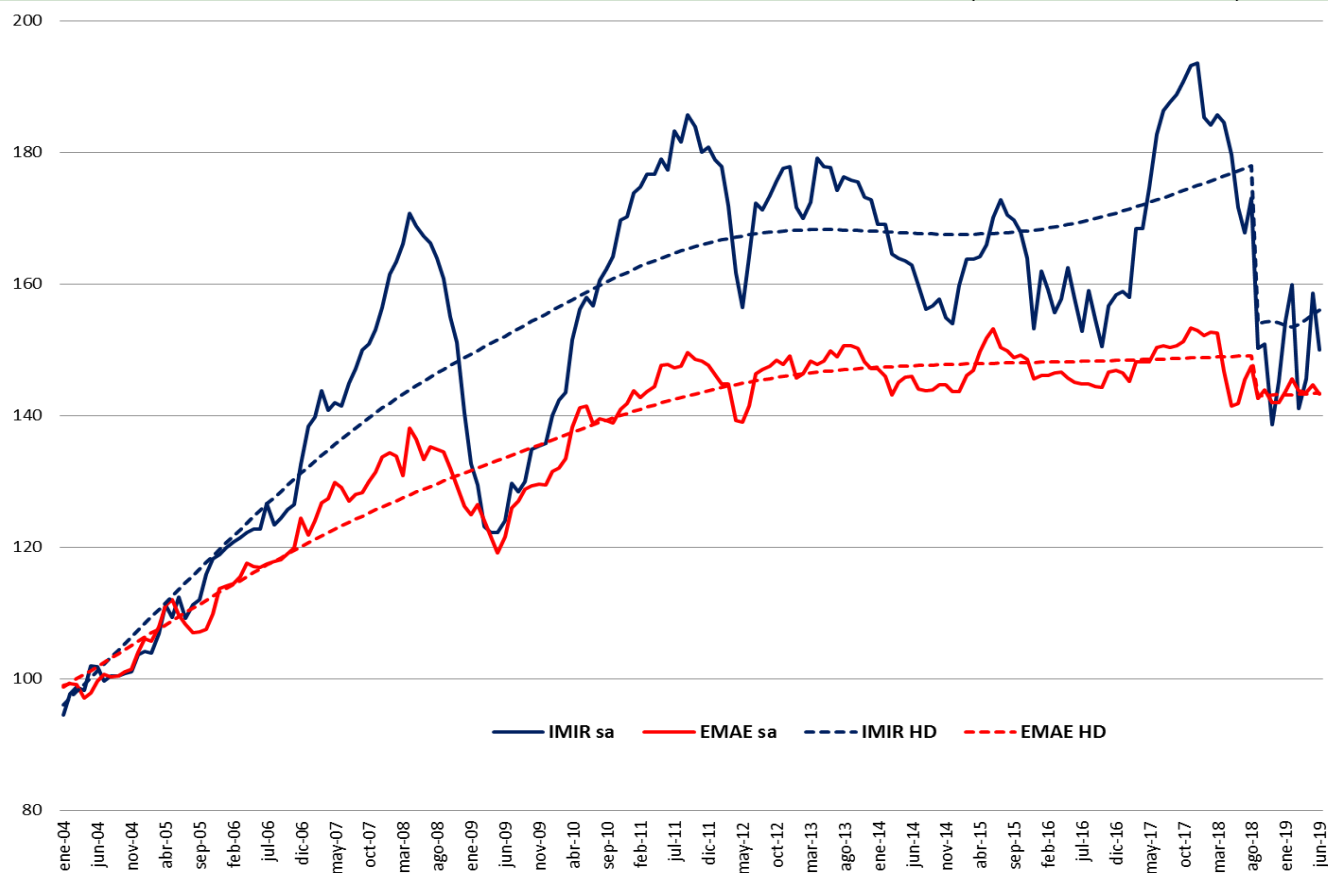
Para la muestra bajo análisis, enero 2004 a junio 2019, se observa que el EMAE tuvo dos fases positivas claramente identificables, la primera, la de más larga duración, se extendió desde el principio de la muestra hasta el impacto de la crisis de internacional, que fue una recesión severa, la más severa de la muestra, pero de rápida y fuerte reversión. Esto es lo que suele conocerse como crisis en “V”, donde la velocidad de caída en la fase de recesión es equivalente con signo contrario a la suba en la fase recuperación, después se extiende una larga fase de caída del producto con un mínimo identificable fechado en mayo de 2018.

En esa larga fase se pueden identificar un ciclo corto que se inicia desde un máximo en junio de 2015, resultado del aumento del gasto público que acompañó las elecciones presidenciales, que inicia una fase recesiva hasta mediados de 2016, cuando desde el segundo semestre y con algunos “brotos verdes”, la economía se expande hasta las elecciones legislativas de 2017. En mayo de 2018, se inicia una masiva salida de capitales, y se refleja en un nuevo mínimo en la muestra. A partir de allí la evolución positiva del ciclo de actividad requiere, para su adecuada interpretación, una lectura certera de la tendencia de largo plazo.

En cuanto a la inversión real, la dinámica cíclica responde a la de la actividad con excepción de lo ocurrido durante la última gestión de gobierno. En el caso del IMIR-USAL el segundo valor mínimo absoluto de la muestra se tiene en octubre de 2016, ahí inicia una fase de fuerte y acelerada recuperación hasta noviembre 2017, que alcanza un máximo con valores prácticamente similares al registrado en septiembre de 2011, para luego caer debido a la volatilidad financiera desatada en el segundo trimestre de 2018. La interpretación de lo que ocurrió desde ese momento en adelante también requiere de una lectura del impacto de la crisis en el largo plazo.

En el gráfico N°18 se exponen las series desestacionalizadas y las tendencias de largo plazo del IMIR-USAL y del EMAE. Se observa que, cuando se aísla la serie de los movimientos estacionales, el máximo nivel de la inversión se alcanzó en noviembre de 2017, mientras que después del derrumbe acaecido a lo largo del 2018 tocó un mínimo cercano al de la crisis internacional. La variabilidad de la serie se diferencia de la del producto que permanece estancado en niveles de 2011.

**GRÁFICO N°3 IMIR-USAL Y EMAE.**  
**SERIES DESESTACIONALIZADAS Y TENDENCIA DE LARGO PLAZO (HODRICK PRESCOTT)**



Fuente: elaboración propia.

Cuando se analiza el largo plazo se arriba al dato más preocupante: ambas series muestran un quiebre de tendencia para la misma fecha; septiembre de 2018. Este quiebre, que debe destacarse está condicionado por los métodos de filtrado y por los “últimos datos”, implica que **la tendencia de largo plazo de la inversión y la actividad se comportó de un modo desde enero de 2004 hasta agosto de 2018 y de otro desde octubre de 2018 hasta junio de 2019.**

Estas estimaciones darían cuenta que **la inversión y la actividad de largo plazo crecieron hasta septiembre de 2018, en términos potenciales, a una tasa promedio anual de 4.3% y de 2.9%, respectivamente, en tanto, desde ese momento en adelante su crecimiento de largo plazo se ha reducido a un 2.2% y 0.6% anual, respectivamente.**

En definitiva, **este análisis de descomposición de series de tiempo nos indica que, de no cambiar las condiciones macroeconómicas, el sendero de las series disponibles conduce a la economía argentina a un escenario de inequívoca destrucción de producción per-capita en el largo plazo.**

## PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2019		septiembre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
<b>16</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
BCRA: Informe de Seguimiento de la Meta de Base Monetaria.	INDEC: Índice de Costo de la Construcción. Agosto de 2019. Índice de Precios Mayoristas. Agosto de 2019.	Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria. Banco Central de Brasil: Reunión de Comité de Política Monetaria.	INDEC: Informe de avance Nivel de Actividad. 2° trimestre de 2019. Mercado de trabajo. Tasas e indicadores socioeconómicos. 2° trimestre de 2019. BCRA: Informe de la Evolución del Mercado de Cambios y del Balance Cambiario.	Bureau of Labor Statistics EE.UU.: Empleo y desempleo por estados. Agosto de 2019.		
<b>23</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>29</b>
	INDEC: Encuesta de centros de compras y de supermercados y autoservicios mayoristas. Julio de 2019.	INDEC: Evolución de la distribución del ingreso. 2° trimestre de 2019. Intercambio Comercial Argentino. Agosto de 2019.	INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Julio de 2019. Balanza de pagos, posición de inversión internacional y deuda externa. 2° trimestre de 2019. Banco Central Europeo: Reunión del Consejo General en Frankfurt.			
<b>30</b>	<b>01</b>					
INDEC: Índice de salarios. Julio de 2019. Incidencia de la pobreza y de la indigencia. 1er semestre de 2019.						
2019		octubre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
<b>30</b>	<b>01</b>	<b>02</b>	<b>03</b>	<b>04</b>	<b>05</b>	<b>06</b>
	BCRA: Informe de Seguimiento de la Meta de Base Monetaria.	Bureau of Labor Statistics: Empleo y desempleo en áreas metropolitanas EE.UU. Agosto de 2019.	INDEC: Índice de Producción Industrial Manufact. Agosto de 2019. Indicadores actividad de la construcción. Agosto de 2019.	Bureau of Labor Statistics: Situación del empleo en EE.UU. Septiembre de 2019.		
<b>07</b>	<b>08</b>	<b>09</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b>
BCRA: Informe Monetario Mensual	Bureau of Labor Statistics: Índice de Precios al Productor EE.UU. Septiembre de 2019.	IBGE: IPCA de Brasil. Septiembre de 2019.	INDEC: Uso de la capacidad instalada en la industria. Agosto de 2019. Bureau of Labor Statistics: Índices de Precios al Consumidor EE.UU. Septiembre de 2019.	Bureau of Labor Statistics: Índices de Exportaciones e Importaciones EE.UU. Septiembre de 2019.		

INDICADORES

Indicador	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19
<b>Precios</b>													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	3,9%	6,5%	5,4%	3,2%	2,6%	2,9%	3,8%	4,7%	3,4%	3,1%	2,7%	2,2%	4,0%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	3,4%	7,6%	4,5%	3,3%	2,7%	3,0%	3,9%	4,6%	3,8%	3,2%	2,7%	2,2%	4,6%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	4,0%	7,0%	5,9%	3,4%	1,7%	3,4%	5,7%	6,0%	2,5%	2,4%	2,6%	2,5%	4,5%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	4,1%	6,6%	5,1%	2,9%	2,8%	2,8%	3,8%	4,8%	3,2%	3,0%	2,6%	2,1%	3,9%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	3,2%	7,8%	4,3%	3,2%	2,9%	2,9%	3,7%	4,3%	3,7%	3,3%	2,6%	2,1%	4,7%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	3,7%	6,0%	5,3%	2,8%	2,4%	3,8%	3,4%	4,0%	3,7%	3,1%	2,8%	2,2%	3,4%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	34,4%	40,5%	45,9%	48,5%	47,6%	49,3%	51,3%	54,7%	55,8%	57,3%	55,8%	54,4%	54,5%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	31,2%	38,9%	43,3%	46,2%	47,7%	49,9%	52,5%	55,5%	58,0%	58,8%	56,7%	54,4%	57,1%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	33,5%	40,4%	46,4%	49,6%	51,2%	53,0%	58,3%	64,0%	66,2%	64,9%	60,8%	58,1%	58,8%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	34,2%	40,3%	45,5%	48,0%	47,1%	48,9%	50,7%	54,1%	55,1%	56,8%	54,8%	53,9%	53,6%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	30,9%	38,6%	42,9%	45,6%	46,9%	49,0%	51,3%	53,9%	56,4%	57,4%	55,0%	53,9%	56,1%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	33,6%	39,5%	44,6%	46,8%	45,5%	48,6%	49,7%	52,5%	53,4%	54,7%	53,3%	52,6%	52,2%
<b>Expectativas de Inflación (UTDT)</b>													
Mediana	30,0	30,0	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Media	35,3	40,4	39,9	38,3	35,7	39,2	36,9	40,8	40,6	36,6	34,5	31,9	34,7
<b>Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)</b>													
Ingresos Totales	32,3%	36,6%	45,6%	35,4%	27,4%	38,7%	48,3%	33,3%	43,8%	53,0%	69,4%	61,6%	s/d
Gastos Totales	18,7%	30,1%	40,5%	40,2%	27,9%	49,2%	51,2%	33,1%	45,3%	51,6%	42,6%	53,8%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	26,4%	30,8%	39,8%	30,9%	27,7%	36,9%	42,5%	38,7%	46,3%	53,8%	72,7%	59,9%	s/d
Gastos Primarios	20,8%	26,5%	30,4%	32,2%	21,9%	33,0%	29,3%	30,2%	36,2%	35,5%	37,1%	50,5%	s/d
<b>Recursos tributarios (Var. % a/a)</b>													
Recaudación total	32,6%	32,0%	42,2%	33,7%	36,0%	38,9%	40,4%	37,3%	51,2%	47,8%	52,1%	53,4%	56,3%
Dirección General Impositiva	45,3%	37,5%	56,3%	41,2%	49,4%	49,4%	43,2%	42,2%	55,0%	49,0%	43,4%	52,0%	49,2%
Dirección General de Aduanas	40,6%	74,0%	63,4%	6,4%	9,5%	2,5%	8,9%	9,9%	16,5%	46,9%	31,1%	28,1%	40,9%
Sistema de Seguridad Social	22,7%	22,4%	25,0%	23,1%	23,7%	28,5%	30,4%	27,3%	33,7%	32,2%	32,0%	39,9%	39,5%

Indicador	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>													
Indice	36,2	33,7	32,6	32,1	36,0	33,1	36,0	34,8	34,4	36,5	40,6	44,2	41,9
Var. % m/m	0,0%	-7,0%	-3,1%	-1,7%	12,1%	-8,0%	8,9%	-3,5%	-1,1%	6,0%	11,2%	8,9%	-5,2%
Var. % a/a	-23,9%	-34,0%	-36,1%	-37,2%	-16,7%	-26,7%	-17,8%	-20,6%	-14,2%	1,1%	12,8%	21,9%	15,5%
<b>Indicadores de Actividad</b>													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-1,9%	-6,2%	-4,6%	-7,4%	-6,6%	-5,7%	-4,7%	-6,8%	-1,3%	2,6%	0,0%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	1,4%	-2,2%	1,2%	-2,0%	0,3%	0,5%	0,2%	-1,1%	0,5%	-0,1%	-0,4%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-35,8%	-44,1%	-50,0%	-57,9%	-46,4%	-53,4%	-58,8%	-57,6%	-60,9%	-63,1%	-34,1%	-15,8%	-27,2%
Var m/m, con estacionalidad	-2,3%	-19,0%	-12,7%	-11,1%	46,3%	-38,0%	1,2%	10,9%	-15,5%	-1,8%	30,6%	7,5%	-3,1%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-7,3%	-9,3%	-3,0%	-8,0%	-10,7%	-10,3%	-6,4%	-12,1%	-9,0%	-5,4%	-5,3%	-3,9%	s/d
Var m/m, desest.	-2,3%	-0,2%	0,3%	-1,7%	-1,6%	0,3%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	1,6%	-1,0%	-0,5%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-6,2%	-12,6%	-8,4%	-13,8%	-14,9%	-11,1%	-8,4%	-14,1%	-8,9%	-6,9%	-7,2%	-1,9%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	0,0%	-3,8%	-6,4%	-15,9%	-20,6%	-15,7%	-5,3%	-12,3%	-7,5%	-3,5%	-11,8%	-1,7%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-12,0%	-14,4%	-17,3%	-30,4%	-31,8%	-20,1%	-13,2%	-16,3%	-17,1%	-12,1%	-13,9%	-7,5%	-7,5%
Var. % m/m, desest.	-6,7%	-1,1%	-9,9%	-7,3%	-6,6%	3,3%	5,3%	9,7%	3,7%	-1,4%	-0,5%	2,8%	-4,0%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	0,0%	-9,9%	-8,9%	-17,9%	-17,9%	-14,2%	1,5%	-12,0%	-5,1%	4,7%	-11,3%	5,4%	-5,9%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>													
Exportaciones en USD	5.179	5.013	5.355	5.349	5.282	4.586	4.464	5.136	5.305	6.017	5.235	5.856	s/d
Var. % a/a	-1,6%	-4,8%	1,4%	14,6%	15,4%	-4,7%	3,7%	-5,0%	1,9%	16,5%	1,9%	8,3%	s/d
Importaciones en USD	6.310	4.699	5.077	4.365	3.913	4.214	4.004	3.953	4.174	4.644	4.174	4.905	s/d
Var. % a/a	-0,1%	-21,2%	-18,2%	-29,2%	-27,1%	-26,5%	-22,9%	-33,7%	-31,6%	-28,0%	-23,5%	-20,6%	s/d
Saldo Comercial en USD	-1.131	314	278	984	1.369	372	460	1.183	1.131	1.373	1.061	951	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	207,4	200,2	203,8	200,6	202,3	204,6	204,6	203,0	202,5	199,9	213,3	203,1	199,7
Var. % a/a	5,6%	1,1%	2,6%	-0,2%	0,8%	0,7%	-3,9%	-6,5%	-9,4%	-12,2%	-1,1%	-2,0%	-3,7%

Indicador	Ago-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19
<b>Indicadores Monetarios</b>													
<b>Saldos promedio mensuales</b>													
<b>Base Monetaria (\$ M.M.)</b>	<b>1.197,1</b>	<b>1.270,8</b>	<b>1.252,1</b>	<b>1.256,3</b>	<b>1.336,8</b>	<b>1.345,6</b>	<b>1.343,2</b>	<b>1.314,4</b>	<b>1.324,8</b>	<b>1.342,6</b>	<b>1.341,9</b>	<b>1.382,2</b>	<b>1.323,9</b>
Circulante	764,1	758,4	748,1	737,0	794,3	835,8	805,7	807,1	816,9	823,5	850,4	904,3	907,3
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	1.182,0	1.077,5	1.052,4	1.224,0	1.159,4	1.296,8	1.356,4	1.449,8	1.672,0	1.528,1	1.540,1	1.700,8	1.793,0
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	920,3	766,6	751,1	769,2	737,8	806,2	884,8	951,9	992,9	1.020,6	1.101,3	1.207,3	1.246,1
(b) Pasivos netos por pases	6,6	10,4	7,9	6,2	9,3	13,2	3,2	3,4	1,2	5,2	4,4	3,3	43,5
(c) Depósitos del Gobierno	255,1	300,6	293,4	448,6	412,3	477,4	468,4	494,5	677,9	502,3	434,4	490,2	503,5
<b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</b>	<b>55,9</b>	<b>50,3</b>	<b>49,0</b>	<b>52,6</b>	<b>57,0</b>	<b>66,2</b>	<b>67,0</b>	<b>68,0</b>	<b>72,7</b>	<b>67,7</b>	<b>64,2</b>	<b>66,4</b>	<b>62,2</b>
<b>Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)</b>	<b>11,5</b>	<b>12,3</b>	<b>13,6</b>	<b>12,4</b>	<b>14,0</b>	<b>14,8</b>	<b>14,3</b>	<b>14,6</b>	<b>15,5</b>	<b>16,9</b>	<b>16,4</b>	<b>14,7</b>	<b>15,8</b>
<b>(Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA)</b>	<b>53,5</b>	<b>61,7</b>	<b>65,3</b>	<b>61,7</b>	<b>58,1</b>	<b>51,5</b>	<b>51,2</b>	<b>51,8</b>	<b>52,4</b>	<b>56,5</b>	<b>60,3</b>	<b>59,6</b>	<b>67,2</b>
<b>Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)</b>	<b>30,1</b>	<b>38,6</b>	<b>37,1</b>	<b>36,5</b>	<b>37,9</b>	<b>37,4</b>	<b>38,4</b>	<b>41,4</b>	<b>43,2</b>	<b>44,9</b>	<b>43,7</b>	<b>42,5</b>	<b>52,7</b>
<b>Depósitos bancarios</b>													
<b>Saldos promedio mensuales</b>													
<b>Total depósitos (\$ M.M.)</b>	<b>3.307,5</b>	<b>3.600,4</b>	<b>3.607,8</b>	<b>3.734,1</b>	<b>3.916,2</b>	<b>3.970,1</b>	<b>4.022,6</b>	<b>4.154,1</b>	<b>4.228,4</b>	<b>4.390,0</b>	<b>4.398,2</b>	<b>4.400,6</b>	<b>4.761,7</b>
Sector privado	2.448,7	2.696,5	2.720,7	2.805,9	3.031,1	3.105,3	3.211,4	3.353,6	3.444,5	3.573,6	3.630,8	3.697,3	3.976,9
Sector público	858,7	903,9	887,1	928,2	885,0	864,8	811,2	800,5	783,9	816,4	767,4	703,3	784,8
<b>En moneda local (\$ M.M.)</b>	<b>2.357,6</b>	<b>2.416,5</b>	<b>2.470,9</b>	<b>2.610,3</b>	<b>2.677,1</b>	<b>2.742,4</b>	<b>2.755,5</b>	<b>2.747,0</b>	<b>2.730,8</b>	<b>2.820,3</b>	<b>2.878,6</b>	<b>2.940,9</b>	<b>3.020,8</b>
Sector privado	1.608,1	1.649,8	1.715,5	1.805,2	1.950,9	2.003,2	2.074,1	2.124,0	2.153,6	2.203,0	2.286,6	2.353,9	2.377,0
Sector público	749,5	766,7	755,4	805,1	726,1	739,2	681,4	623,0	577,3	617,3	592,0	587,0	643,8
<b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>949,9</b>	<b>1.183,9</b>	<b>1.136,9</b>	<b>1.123,8</b>	<b>1.240,1</b>	<b>1.246,0</b>	<b>1.267,1</b>	<b>1.407,1</b>	<b>1.497,6</b>	<b>1.569,6</b>	<b>1.519,6</b>	<b>1.459,7</b>	<b>1.740,8</b>
Sector privado	840,6	1.046,7	1.005,2	1.000,6	1.080,2	1.102,0	1.137,3	1.229,2	1.291,0	1.369,8	1.344,2	1.343,5	1.599,3
Sector público	109,3	137,2	131,7	123,2	159,9	143,9	129,8	178,0	206,7	199,8	175,4	116,2	141,5
<b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</b>	<b>31,8</b>	<b>30,7</b>	<b>30,7</b>	<b>30,9</b>	<b>32,7</b>	<b>33,3</b>	<b>33,0</b>	<b>34,2</b>	<b>34,7</b>	<b>35,0</b>	<b>34,7</b>	<b>34,4</b>	<b>33,4</b>
Sector privado	28,1	27,2	27,4	27,5	28,5	29,5	29,7	29,9	29,9	30,5	30,7	31,6	30,6
Sector público	3,7	3,6	3,3	3,4	4,2	3,8	3,4	4,3	4,8	4,5	4,0	2,7	2,7
<b>Tasas de interés</b>													
<b>Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual</b>	<b>43,6</b>	<b>60,2</b>	<b>71,8</b>	<b>64,1</b>	<b>59,4</b>	<b>57,4</b>	<b>47,6</b>	<b>61,2</b>	<b>68,5</b>	<b>71,8</b>	<b>66,8</b>	<b>59,6</b>	<b>71,3</b>
<b>Tasas activas (% anual)</b>													
Call en pesos entre bancos privados	42,8	60,2	69,3	58,5	55,3	54,1	43,7	51,9	64,5	68,0	70,3	58,2	65,7
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	49,2	67,4	78,2	73,0	65,0	61,1	52,0	60,6	68,9	73,3	66,9	62,6	77,2
Préstamos personales	48,5	56,5	63,4	64,5	63,9	64,1	62,1	60,6	63,4	67,0	53,0	65,7	69,4
<b>Tasas pasivas (% anual)</b>													
BADLAR	32,7	38,5	48,0	50,3	48,7	45,7	38,0	40,4	48,5	52,5	51,7	49,0	54,9
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	30,7	36,3	42,3	43,0	42,3	41,0	35,3	36,3	42,4	48,6	46,8	45,0	50,2
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	33,3	39,00	48,9	50,8	48,4	45,3	38,0	40,5	48,2	52,1	51,1	48,4	54,7