



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 28 - Edición N° 1181 – 21 de febrero de 2019

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Presiones sobre el dólar: ¿cambia el escenario económico?

En Foco 1 – Joaquín Berro Madero

Pese a la baja de tasas, sigue la contracción del crédito al sector privado

En Foco 2 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana: La recaudación propia de provincias tuvo marcada disparidad en 2018

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Editorial: **3**

Presiones sobre el dólar: ¿cambia el escenario económico?

- La dinámica positiva de los mercados globales que había arrancado a principios de 2019 comenzó a cambiar a partir del 5 de febrero, cuando la prima de riesgo país de los emergentes empezó a subir y los precios de las acciones a caer
- Pese a este cambio de humor, en la Argentina el Banco Central continuó empujando la tasa de interés (Leliq) a la baja, haciendo que los retornos esperados del arbitraje dólar/pesos volvieran a terreno negativo. A su vez, el mal dato de inflación de enero puede haber aumentado las expectativas de devaluación
- En el corto plazo la calma puede regresar en la medida en que la tasa de interés en pesos vuelva a más que compensar el retorno esperado de los activos en dólares. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, por la debilidad de la economía, tanto los riesgos externos como los locales (políticos y económicos) pueden volver a complicar el escenario

En Foco 1: **8**

Pese a la baja de tasas, sigue la contracción del crédito al sector privado

- El parcial de febrero refleja un retroceso de 0,8% m/m en los créditos privados en pesos, luego de una contracción de 1,4% m/m en enero
- Las líneas más afectadas han sido las Comerciales (Adelantos en cta. Cte., Documentos sola firma, Documentos comprados y descontados, entre otros), que cayeron 5,9% m/m en enero y 3,9% m/m en febrero
- Por su parte, los depósitos privados en pesos aumentan 2,2% m/m y 3.9% m/m en el primer y en el segundo mes del año, motorizados principalmente por las colocaciones a plazo fijo

En Foco 2: **12**

El dato regional de la semana: La recaudación propia de provincias tuvo marcada disparidad en 2018

- Con información disponible para 18 de las 24 jurisdicciones, se tiene que en ocho provincias hubo aumento en términos reales de los recursos tributarios propios y caída en las diez restantes, aunque no de magnitud significativa
- La diferencia existente puede atribuirse al hecho que hubo provincias que respetaron el espíritu del Pacto Federal de 2017, bajando presión tributaria sobre actividades productivas, a diferencia de un grupo de jurisdicciones que subieron alícuotas de impuestos, aprovechando resquicios legales del acuerdo
- La performance de Ingresos Brutos muestra en forma nítida esa divergencia. La recaudación de este impuesto aumentó 33 % interanual en términos reales en Neuquén y 28 % en Salta, siendo que en la provincia de Buenos Aires cayó 6 %, en Mendoza 3 % y 1 % en Córdoba

Editorial

Presiones sobre el dólar: ¿cambia el escenario económico?

Gustavo Reyes

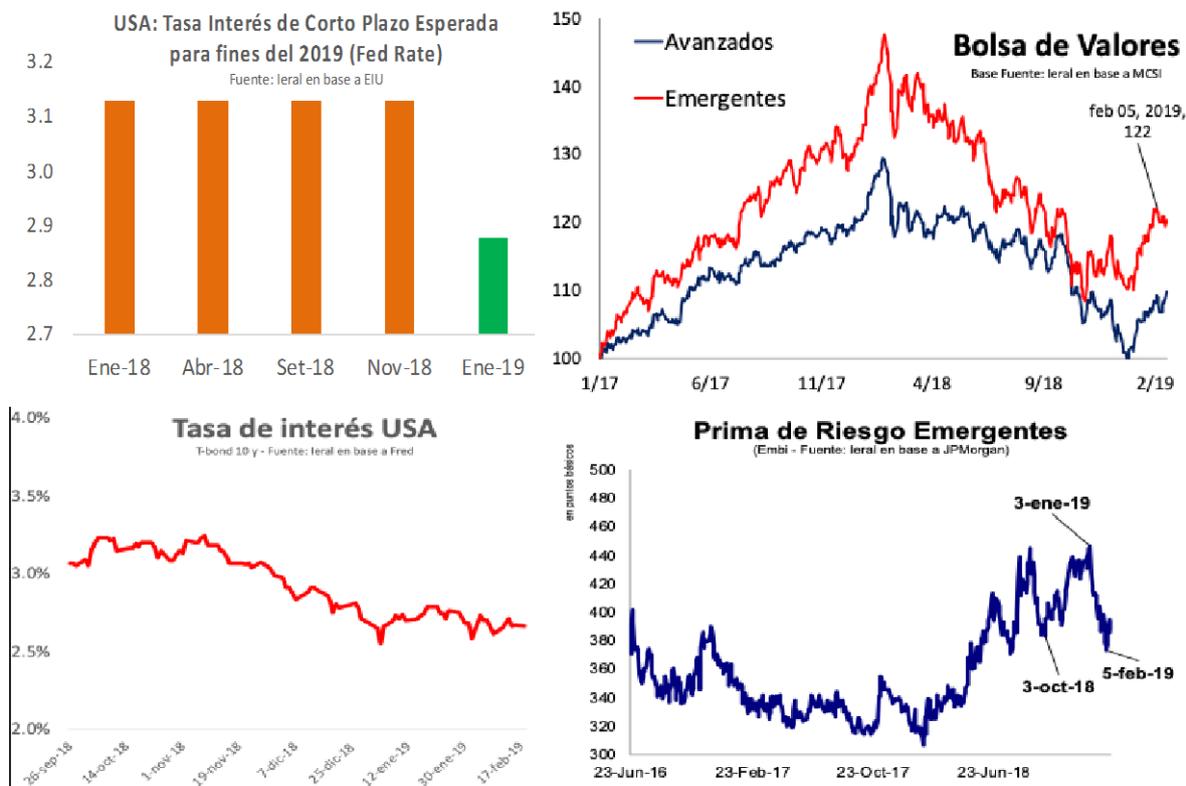
- La dinámica positiva de los mercados globales que había arrancado a principios de 2019 comenzó a cambiar a partir del 5 de febrero, cuando la prima de riesgo país de los emergentes empezó a subir y los precios de las acciones a caer
- Pese a este cambio de humor, en la Argentina el Banco Central continuó empujando la tasa de interés (Leliq) a la baja, haciendo que los retornos esperados del arbitraje dólar/pesos volvieran a terreno negativo. A su vez, el mal dato de inflación de enero puede haber aumentado las expectativas de devaluación
- En el corto plazo la calma puede regresar en la medida en que la tasa de interés en pesos vuelva a más que compensar el retorno esperado de los activos en dólares. Sin embargo, hay que tener en cuenta que, por la debilidad de la economía, tanto los riesgos externos como los locales (políticos y económicos) pueden volver a complicar el escenario

En las últimas 3 semanas, el dólar parece haberse despertado luego de una siesta que empezó cerca de fines del año pasado. La mejora del contexto externo junto con el cumplimiento de las metas comprometidas por las autoridades económicas en el acuerdo con el FMI, habían permitido tregua en el mercado cambiario. Este contexto parece comenzar a ser amenazado en las últimas semanas.

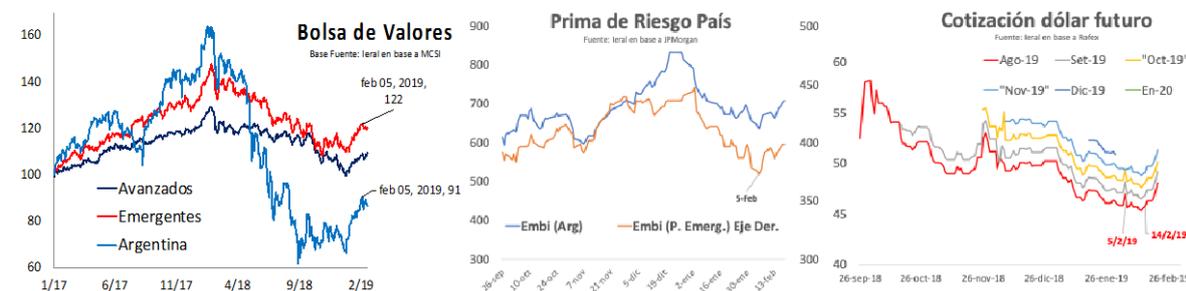


Hacia fines del 2018, la desaceleración en la inflación en Estados Unidos junto con los pronósticos de menor crecimiento económico, redujeron las expectativas de aumentos en la tasa de interés de corto plazo y generaron también una caída en las tasas de los bonos de largo plazo. Las menores tasas americanas de largo plazo permitieron que el clima financiero en el mundo se relajara, que los precios de las acciones se recuperen tanto en los países

desarrollados como emergentes y que las primas de riesgo de estos últimos países se reduzcan.



La economía de Argentina no estuvo al margen de este mejor clima financiero y en sintonía con el mundo, los precios de las acciones también comenzaron a subir, la prima de riesgo país a bajar y se aceleró la caída en las expectativas de devaluación.



A partir del 5 de febrero, esta dinámica empezó a cambiar, aunque muy lentamente por ahora. Si bien la tasa de los bonos en Estados Unidos no tuvo cambios prácticamente, la prima de riesgo de los países emergentes comenzó a subir y los precios de las acciones en estos países dejaron de recuperarse. En Argentina, en sintonía con el mundo emergente, también comenzaron a observarse los mismos efectos: subió la prima de riesgo, se detuvo la

recuperación de los mercados accionarios y las expectativas de devaluación dejaron de caer. Por otro lado, las autoridades del Banco Central a fines de enero comenzaron a acelerar el ritmo en la baja de la tasa de interés de las Leliq

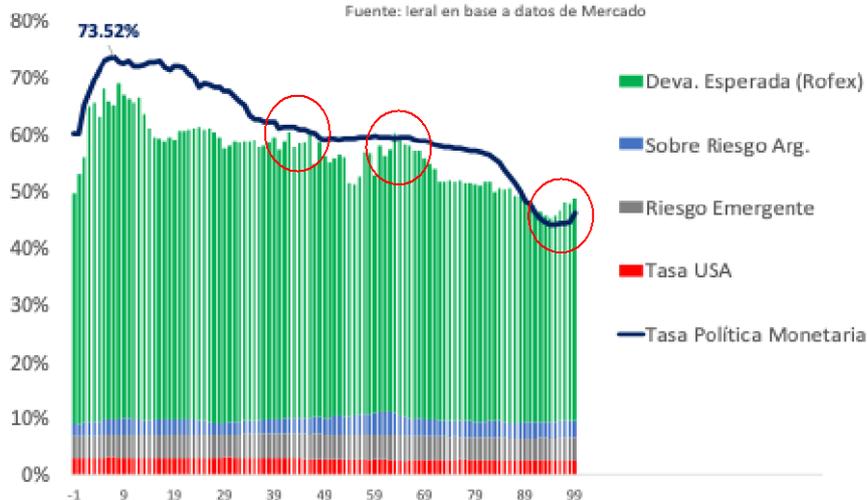


De esta forma, entre el 5 y el 13 de febrero mientras la prima de riesgo comenzaba a aumentar y se detenía la caída en las expectativas de devaluación, el Banco Central en Argentina continuaba reduciendo las tasas de interés. La caída en las tasas de las Leliq junto con el aumento en la prima de riesgo y el freno en la caída de las expectativas de devaluación, volvieron negativa la brecha entre el rendimiento en pesos de las Leliq con los retornos esperados (en pesos) de las inversiones en dólares¹ generando nuevamente presiones en el mercado de divisas. Algo similar, pero con menor intensidad, había sucedido a mitad de noviembre y de diciembre del año pasado (ver gráfico adjunto).

¹ Para más detalles sobre esta brecha, ver "Determinantes de corto y mediano plazo del precio del dólar: ¿Cómo operan en el presente y qué podemos esperar", Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 28 de noviembre 2018, Año 27, Edición N° 1166, páginas 5 – 8, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3938-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

Tasa interés en \$ y Retorno esperado de activos en u\$s

Momento 0: día del anuncio del nuevo Plan Monetario
Fuente: IERAL en base a datos de Mercado



El mal dato de la inflación de enero (dado a conocer el 14 de febrero), bastante por encima de lo esperado, tampoco ayudó y detonó un aumento en las expectativas de devaluación. El Banco Central tomó nota del nuevo escenario y comenzó a subir nuevamente las tasas de interés de las Leliq. No obstante, como el nivel de estas últimas aún se encuentra por debajo del retorno esperado en pesos de las inversiones en dólares (Tasa USA + Prima de Riesgo + Expectativas de Devaluación), el precio de la divisa ha continuado su camino ascendente.

La Argentina viene de sufrir una especie de "ACV"² en su economía durante el 2018 y la salida de este proceso no resulta rápida ni está exenta de riesgos. El escenario externo es claramente uno de ellos. Los otros dos riesgos principales están dados por una alguna posible complicación del contexto político - social³ y por las sospechas de incumplimiento de los compromisos asumidos con el FMI debido al proceso recesivo.

² Accidente cerebro vascular: se utiliza esta metáfora para ejemplificar las tensiones que sufrió la economía de Argentina en 2018.

³ Conflictos sociales asociados al proceso recesivo, encuestas que favorezcan a candidatos que propongan reestructurar la deuda del país y/o romper relaciones con organismos internacionales, etc.

En la medida que los mencionados riesgos no se materialicen, la economía puede encaminarse hacia un escenario optimista con una recuperación gradual de la economía pero la gran debilidad actual de la situación económica hace que la materialización de cualquiera de los riesgos mencionados pueda volver a desestabilizar la economía y desembocar en un escenario más complicado.

En Foco 1

Pese a la baja de tasas, sigue la contracción del crédito al sector privado

Joaquín Berro Madero

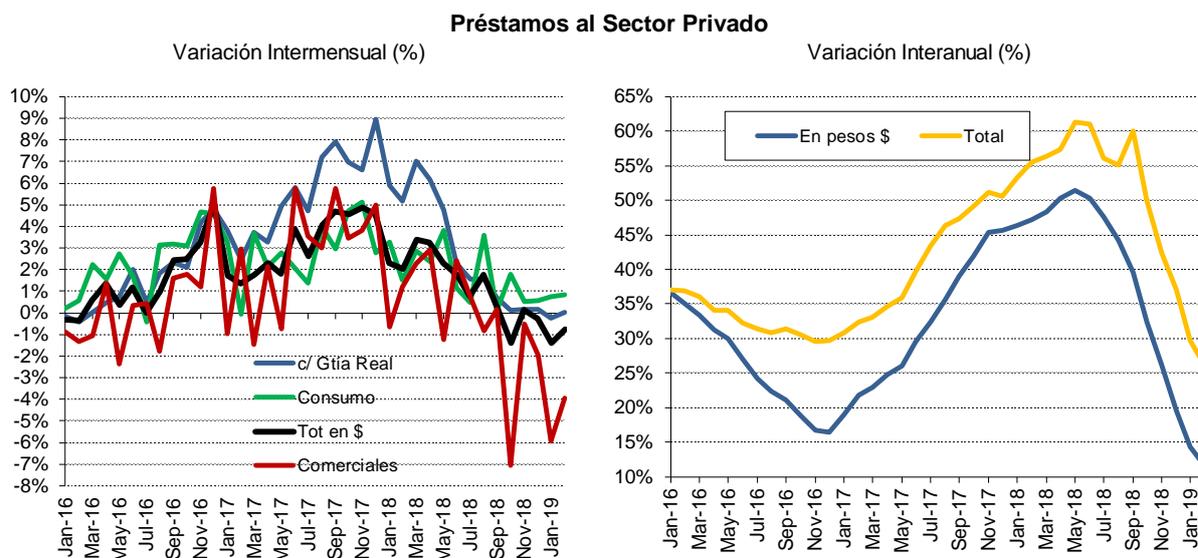
- El parcial de febrero refleja un retroceso de -0,8% m/m en los créditos privados en pesos, luego de una contracción de -1,4% m/m en enero
- Las líneas más afectadas han sido las Comerciales (Adelantos en cta cte, Documentos sola firma, Documentos comprados y descontados, entre otros), que cayeron 5,9% m/m en enero y 3,9% m/m en febrero
- Por su parte, los depósitos privados en pesos aumentan 2,2% m/m y 3,9% m/m en el primer y en el segundo mes del año, motorizados principalmente por las colocaciones a plazo fijo

Los datos de comienzo de año reflejan un deterioro sustantivo en el mercado de créditos. En línea con los indicadores de actividad económica; los créditos en pesos al sector privado retroceden en lo que va de febrero aunque, en forma apenas más tenue que el retroceso verificado en enero. En detalle, las líneas comerciales son las más afectadas, mientras que aquellas vinculadas al consumo y con garantía real se encuentran estancadas. Por su parte, los depósitos en pesos del sector privado continúan creciendo cada vez a un ritmo mayor, traccionados por las colocaciones a plazo fijo.

Con información hasta el 15 de febrero, se verifica un retroceso de -0,8% m/m para los créditos en pesos al sector privado, luego de una contracción de -1,4% m/m durante enero. Las financiaciones más afectadas en este comienzo de 2019 han sido las líneas Comerciales (Adelantos en Cuenta Corriente, Documentos a sola firma, Documentos Comprados y descontados, etc.) -aproximadamente el 30% del total de la cartera en pesos-, que registraron una contracción de -5,9% m/m en enero y de -3,9% m/m en febrero; siempre tomando datos hasta el 15 del corriente mes. La caída más significativa se da en los Documentos sola firma que retrocedieron -4,3% m/m en enero y -4,0% m/m ahora.

En el mismo sentido, las líneas pactadas con Garantía Real (Hipotecarios y Prendarios) -que significan aproximadamente el 20% del total de la cartera en pesos y habían sido el motor de la recuperación de los créditos en pesos-, continúan estancadas en 2019 retrocediendo -0,2% m/m en enero y con crecimiento nulo en febrero. En detalle, los préstamos Hipotecarios crecieron 0,2% m/m en enero y 0,3% m/m en febrero. Y, las financiaciones Prendarias pasaron de retroceder -1,2% m/m el mes pasado a -0,6% m/m ahora.

Por último, los préstamos vinculados al Consumo en pesos (Personales y con Tarjeta de Crédito) reflejaron un incremento apenas positivo: 0.8% m/m enero y en lo que va de febrero. Por un lado, los Personales pasaron de retroceder -0,1% m/m en enero a crecer 0,8% m/m este mes. Por el otro, las financiaciones con Tarjeta de Crédito en pesos pasaron de crecer 1,7% m/m en enero a 0,9% m/m en el parcial de febrero.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

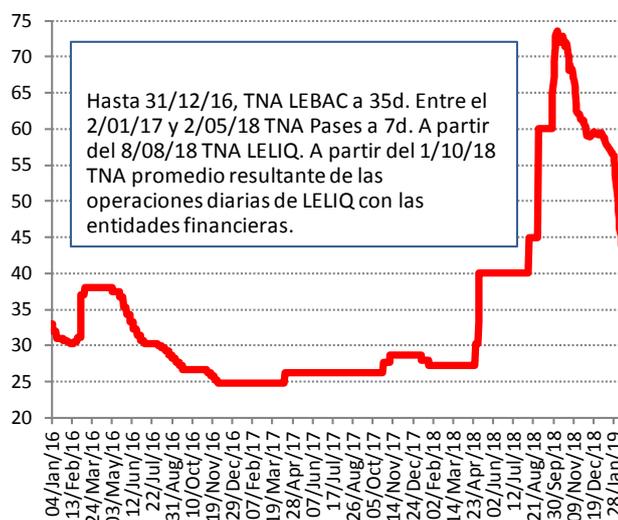
Como se observa en el gráfico de la derecha, la dinámica de los créditos también se ha deteriorado en términos interanuales. Los préstamos al sector privado en pesos profundizaron su desaceleración en los primeros meses del año. Luego de un pico de 51,4% a/a de mayo 2018, los préstamos en pesos crecieron apenas 14,3% a/a en enero y 11,4% a/a el corriente mes; siendo el registro más bajo desde enero 2010.

Del otro lado del mostrador, los depósitos del sector privado en pesos muestran una aceleración significativa en los primeros meses del año, aumentando 2,2% m/m en enero y 3,9% m/m en el parcial de febrero. En detalle, lo que se observa es que los Plazos Fijos se expanden a gran velocidad, 10,5% m/m en enero y 7,1% m/m en febrero. Por su parte, las colocaciones en Cuenta Corriente retrocedieron -1,6% m/m enero, para luego subir 1,6% m/m el corriente mes. Mientras que los depósitos en pesos en Cajas de Ahorro retrocedieron -8,8% m/m en enero y -2,8% m/m en febrero.

Todo esto se da en un contexto en el cual las tasas de interés -activas y pasivas- han recortado varios puntos desde su pico de 73,52% en octubre pasado.

TASA DE POLITICA MONETARIA

t.n.a. (%) - valores diarios

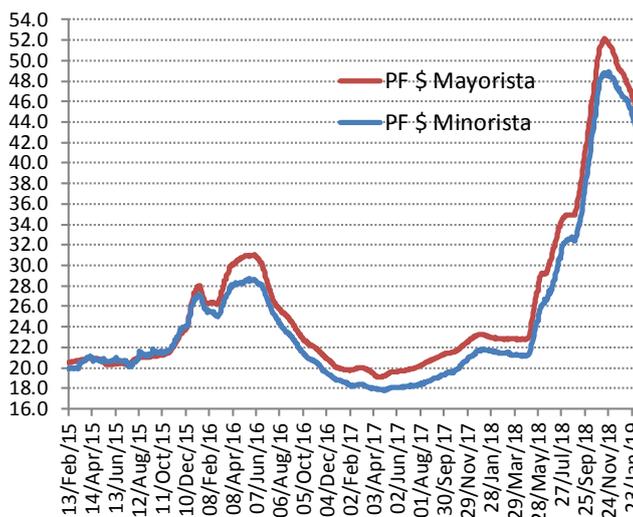


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

En línea con la tasa de referencia, las tasas activas y pasivas también reflejan el recorte. Por un lado, la tasa pasiva mayorista (BADLAR Bancos Privados) que se ubicó en torno a 35,8% los últimos días -tomado el promedio móvil de los últimos 5 días- luego de un pico de 52,7% a mediados de octubre. Asimismo, la tasa de interés anual por depósitos a plazo minorista paso de un pico de 49,9% en idéntico periodo a 36,2% anual ahora.

Tasas de Interés Pasivas

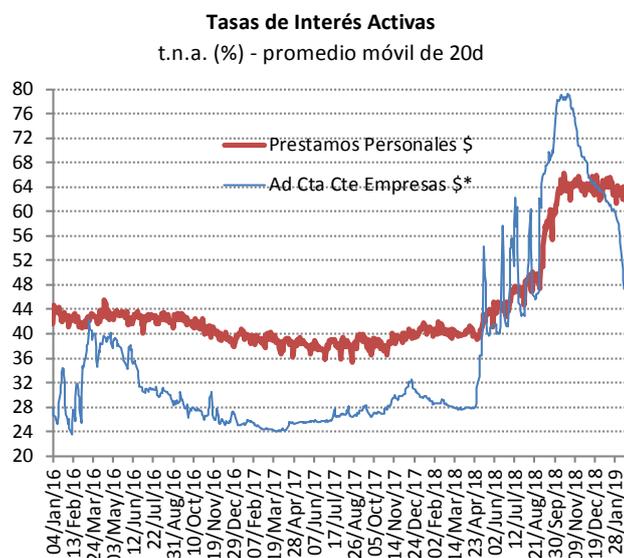
t.n.a. (%) - promedio móvil de 20d



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

Por su parte, las tasas de interés activas, tanto para préstamos personales como para acuerdos por adelantos en cuenta corriente a empresas medianas y grandes, reflejan un

comportamiento similar, alcanzando un promedio de 63% anual en el primer caso -siempre tomando el promedio móvil de los últimos 20 días- y 55,6% anual en el segundo.



(*) Con acuerdo de 1-7 días y > \$10M, a empresas del SPPrNF

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

En Foco 2

El dato regional de la semana: Los recursos provinciales presentaron importantes disparidades por provincia al cierre de 2018

Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

- Con información disponible para 18 de las 24 jurisdicciones, se tiene que en ocho provincias hubo aumento en términos reales de los recursos tributarios propios y caída en las diez restantes, aunque no de magnitud significativa
- La diferencia existente puede atribuirse al hecho que hubo provincias que respetaron el espíritu del Pacto Federal de 2017, bajando presión tributaria sobre actividades productivas, a diferencia de un grupo de jurisdicciones que subieron alícuotas de impuestos, aprovechando resquicios legales del acuerdo
- La performance de Ingresos Brutos muestra en forma nítida esa divergencia. La recaudación de este impuesto aumentó 33 % interanual en términos reales en Neuquén y 28 % en Salta, siendo que en la provincia de Buenos Aires cayó 6 %, en Mendoza 3 % y 1 % en Córdoba

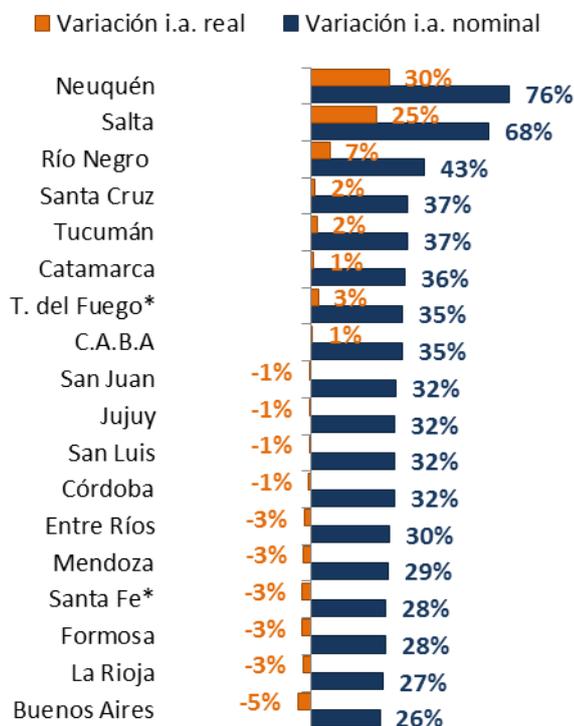
Con datos provistos por fuentes oficiales de las provincias argentinas, fue posible hacer una comparación de la evolución de la recaudación tributaria propia para el ejercicio anual 2018, mostrando también el desempeño del impuesto sobre los ingresos brutos – el de mayor importancia en las arcas provinciales-. Se consideran 18 de 24 provincias ya que son las que poseen información actualizada en este indicador.

Los recursos tributarios provinciales totales – compuestos principalmente por los cuatro impuestos comunes a todas las provincias argentinas que, en orden de importancia se enumeran como sigue: Ingresos Brutos, Sellos, Inmobiliario y Automotor – mostraron un desempeño muy variado entre las provincias. 8 de 18 provincias lograron aumentar la recaudación propia por encima de la inflación del periodo, y dichos incrementos se encontraron entre un 1% (Tierra del Fuego) y un 30% (Neuquén). Las 10 provincias restantes redujeron su recaudación real durante el año 2018 entre un 1% (CABA) y un 5% (Buenos Aires).

Las provincias destacadas por sus grandes aumentos interanuales reales son Neuquén (+30%) y Salta (+25%), dos provincias que aumentaron significativamente la presión tributaria en al menos 10 sectores productivos, debido a subas en las alícuotas del impuesto sobre los ingresos brutos.

Recaudación Tributaria Provincial Total

Variación Interanual acumulada diciembre 2018. Incluye fondos especiales



Fuente: IERAL en base a datos oficiales provinciales e INDEC.

(*) Acumulado a noviembre 2018.

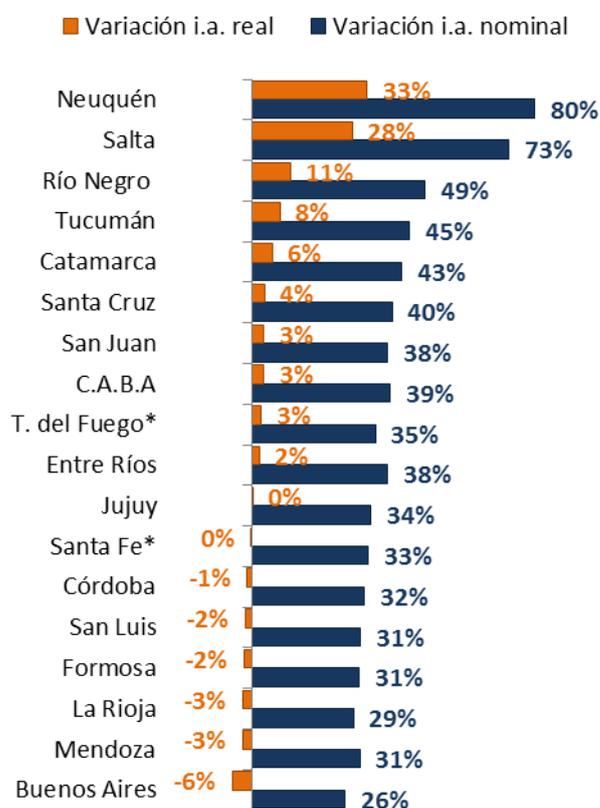
Justificado por la importancia en el total de recursos tributarios provinciales, a continuación se presenta un gráfico similar al anterior pero para la recaudación del impuesto sobre los Ingresos Brutos, para el ejercicio anual 2018. Este impuesto sufrió algunas modificaciones con la entrada en vigencia del Consenso Fiscal a inicios del año 2018, en el cual se establecieron alícuotas máximas para los principales sectores productivos, con el fin de reducir la presión tributaria. Sin embargo, el resultado no fue exitoso en todos los casos: la mayor parte de las provincias argentinas aprovecharon la brecha entre la alícuota inicial y la alícuota máxima establecida allí, aumentando así la presión tributaria de este impuesto. Neuquén y Salta, tal como lo demuestran los datos, se encuentran entre las provincias con mayores subas de alícuotas (aumentaron la presión tributaria en al menos 10 sectores productivos de la economía).

Debido a que el impuesto sobre los ingresos brutos explica alrededor del 70% de la recaudación provincial total, las conclusiones no varían significativamente con respecto al análisis anterior. Nuevamente, Neuquén y Salta son las destacadas por alcanzar la mayor suba interanual real: 33% y 28%, respectivamente. Además de ellas, otras 8 provincias

lograron superar a la inflación del período con subas reales entre un 2% (Entre Ríos) y un 11% (Río Negro).

Recaudación Tributaria Provincial de Ingresos Brutos

Variación Interanual acumulada diciembre 2018. Incluye fondos especiales



Fuente: IERAL en base a datos oficiales provinciales e INDEC.

(*) Acumulado a noviembre 2018.

Por otro lado, Córdoba (-1%), San Luis y Formosa (-2%), La Rioja y Mendoza (-3%), y Buenos Aires (-6%), fueron las provincias que evidenciaron reducciones reales en la recaudación de este impuesto. Jujuy y Santa Fe (0%) mantuvieron su recaudación constante en términos reales, durante el ejercicio anual 2018.

El cronograma de ajuste de alícuotas a la baja del impuesto a los Ingresos Brutos, continúa para el año 2019, tal como lo establece el Consenso Fiscal. Sin embargo, dado que se establecen alícuotas máximas a aplicar, aún queda margen para el aumento de alícuotas en la mayoría de las provincias argentinas, por lo que dependerá de cada una de ellas cómo continúe la evolución de la presión tributaria en el corriente año.