



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 28 - Edición N° 1178 – 31 de Enero de 2019

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Day

Economías regionales e industria nacional: ¿Por qué subsisten los problemas después de la devaluación?

En Foco 1 – Guadalupe Gonzalez

El déficit de cuenta corriente fue de apenas 1,2% del PIB en el cuarto trimestre de 2018, según estimaciones del Banco Central

En Foco 1 – Franco Vico

Las variables macro y la web: una situación más calma en las últimas semanas, pero con más consultas que un año atrás

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:

4

Economías regionales e industria nacional: ¿Por qué subsisten los problemas después de la devaluación?

- Hasta principios de 2018, distintos sectores industriales criticaban la vigencia del “atraso cambiario” (dólar barato) por la dificultad para competir con productos importados, mientras que voceros de un número importante de economías regionales cuestionaban aquella situación por implicar elevados costos laborales en dólares
- La devaluación del peso no parece haber proporcionado alivio a estas actividades productivas, lo que sugiere que un tipo de cambio alto tampoco es la panacea. Para entender este fenómeno hay que evaluar la ecuación de rentabilidad en conjunto, considerando costos de insumos y salariales, ingresos por ventas, teniendo en cuenta volumen y precios, y también la incidencia de la tasa de interés
- A partir de este diagnóstico, se pone de relieve la importancia de recuperar estabilidad macroeconómica (dólar, tasas, inflación), pero también la necesidad de reducir costos de producción y ventas (impuestos, regulaciones, aranceles de importación en países compradores, etc.), una tarea que corresponde a las tres jurisdicciones de gobierno
- Desde el punto de vista de las empresas, debe asumirse que tampoco es una salida con visión de futuro pretender conciliar políticas de dólar barato, salarios altos en esa moneda y permanencia de una economía cerrada que limite la amenaza de las importaciones. Con ese esquema, se resiente el tamaño del mercado y el ingreso de los argentinos se habrá de seguir rezagando en relación al mundo

En Foco 1:

7

El déficit de cuenta corriente fue de apenas 1,2% del PIB en el cuarto trimestre de 2018, según estimaciones del Banco Central

- En el último trimestre del año la cuenta capital y financiera fue superavitaria en US\$5.331 millones promedio por mes, debido en gran parte a las operaciones del sector público y BCRA (ampliación del swap con China, desembolso del tercer tramo del programa con el FMI)
- La salida de moneda extranjera por atesoramiento del sector privado no financiero cerró el año con un total de US\$27.230 millones, equivalente a un promedio de US\$2.269 millones por mes, aunque hacia fin de año esa demanda se redujo en forma significativa
- Si bien 2018 cerró con un tipo de cambio dentro de la zona de no intervención, en Enero el tipo de cambio se ubicó por debajo del límite inferior, por lo que el BCRA interviene comprando hasta 50 millones de dólares por día

En Foco 2:

11

Las variables macro y la web: una situación más calma en las últimas semanas, pero con más consultas que un año atrás

- La preocupación de los agentes económicos, especialmente los minoristas, los que cuentan con menores herramientas financieras, suele canalizarse con consultas en la web, respecto a las variables económicas de interés. Por eso resulta interesante recurrir a las consultas en la web para chequear el estado de preocupación o interés de la población por alguna variable económica en particular
- Tomando como punto de partida un convulsionado 2018 en materia económica, en lo que sigue se analiza el caudal de búsquedas en la web de algunas de las variables económicas que tuvieron mayor repercusión en dicho año y en lo que va de 2019. Para ello, se recurre a la herramienta

Google Trends, del buscador Google, que permite examinar el patrón de búsquedas relacionado a un término deseado

- Los conceptos analizados para esta ocasión son: “dólar”, “leliq” y “riesgo país”, para lo cual se delineó una estructura de búsqueda similar para los tres términos, evaluando las pesquisas realizadas exclusivamente desde Argentina en el último año (enero 2018 hasta la actualidad). La información se presenta de forma semanal, permitiendo relacionar picos de interés en la web con los sucesos económicos del caso. Se estudia el patrón de búsqueda para cualquier elemento en la web, sea imágenes, noticias, videos, etc
- Los resultados se presentan en forma de índice, con un intervalo de 0 a 100, donde el valor máximo 100 corresponde al pico histórico de interés del término buscado en Argentina

Editorial

Economías regionales e industria nacional: ¿Por qué subsisten los problemas después de la devaluación?

Jorge Day

- Hasta principios de 2018, distintos sectores industriales criticaban la vigencia del “atraso cambiario” (dólar barato) por la dificultad para competir con productos importados, mientras que voceros de un número importante de economías regionales cuestionaban aquella situación por implicar elevados costos laborales en dólares
- La devaluación del peso no parece haber proporcionado alivio a estas actividades productivas, lo que sugiere que un tipo de cambio alto tampoco es la panacea. Para entender este fenómeno hay que evaluar la ecuación de rentabilidad en conjunto, considerando costos de insumos y salariales, ingresos por ventas, teniendo en cuenta volumen y precios, y también la incidencia de la tasa de interés
- A partir de este diagnóstico, se pone de relieve la importancia de recuperar estabilidad macroeconómica (dólar, tasas, inflación), pero también la necesidad de reducir costos de producción y ventas (impuestos, regulaciones, aranceles de importación en países compradores, etc.), una tarea que corresponde a las tres jurisdicciones de gobierno
- Desde el punto de vista de las empresas, debe asumirse que tampoco es una salida con visión de futuro pretender conciliar políticas de dólar barato, salarios altos en esa moneda y permanencia de una economía cerrada que limite la amenaza de las importaciones. Con ese esquema, se resiente el tamaño del mercado y el ingreso de los argentinos se habrá de seguir rezagando en relación al mundo

Hasta 2017, Argentina convivía con atraso cambiario, un dólar barato, que se traducían en altos costos argentinos en esa moneda, complicando así la competencia con el mundo. Las típicas economías regionales, que son actividades agro y agroindustriales, con un rol importante en distintas provincias, estaban en crisis.

En 2018 el dólar se encareció notoriamente, disminuyeron los costos argentinos en dólares, ... y aun así, las economías regionales continúan en problemas. Mismo planteo se ha dado con la industria argentina. ¿Hubo un error en el diagnóstico anterior?

Para responder, considere la ecuación de rentabilidad, que tiene tres factores claves: costos, ingresos y tasas de interés.

Costos: los rubros que lo componen no tienen un comportamiento homogéneo. Cuando el dólar se encarece, se reduce el costo laboral expresado en esa moneda, al licuarse los salarios, pero no se modifican los costos de insumos importados. Y éstos se sienten más si disminuye el ingreso de las empresas por menor volumen de ventas.

En algunas economías regionales, la mano de obra es un costo muy relevante, especialmente en el agro con cosecha manual (frutas, uvas, chacra). Pero no es tan alto en la agroindustria y en el resto de la industria. Estas actividades tenían un problema porque, al tratarse de una economía cerrada, no era fácil conseguir insumos importados baratos cuando el dólar lo era.

Ingresos: no todas estas actividades tienen el mismo mix de ventas. Cuando el dólar se encarece, favorece a aquellos sectores que exportan la mayor parte de su producción (soja, ciruela seca, ajo, aceite de limón). Pero se complica para los sectores que orientan gran parte de sus ventas al mercado interno (vinos genéricos), debido a la caída en el poder de compra de sus clientes nacionales.

Por ejemplo, en durazno, para este año se espera una menor oferta (baja cosecha) y una mayor demanda externa (dólar y Brasil), y aun así, los productores se quejan por los bajos precios de esta fruta. Señal que se trata de un sector que destina la mayor parte de su producción al mercado interno, que está muy deprimido. Si una buena parte de las economías regionales están en problemas, es porque siguen muy orientadas al mercado interno.

Lo mismo ocurre con una parte de la industria nacional, principalmente la que es sustituta de importaciones (textiles, línea blanca, autos), con una particularidad. Cuando el dólar estaba barato, la preocupación en esa industria era la amenaza de las importaciones. La Aduana se encargaba de frenarlas (por trabas y altos aranceles), pero en algunos casos no se lograba ese objetivo, debido a las compras de los turistas argentinos en el exterior (ropa, calzado, celulares, informática).

En cambio, con un dólar caro, se reducen las importaciones, pero el problema pasa a ser el menor poder de compra de los consumidores locales, y este inconveniente no se puede resolver tan fácilmente. Las importaciones se podían frenar, pero no así la caída de ingresos de la población. Esta es una de las razones por las cuales una parte de la industria sustitutiva de importaciones está peor ahora.

Tasas de interés: el agro y la industria son actividades que tienen necesidades de capital de trabajo. En el agro, se compran los insumos, y luego de varios meses, se obtiene la producción, se vende, y pasado un periodo (a veces meses) se cobra. Algo similar en la industria, y esa brecha entre el momento de compra de insumos y materia prima y el de cobranza puede ser mayor o menor. Por ejemplo, en la industria del vino, la brecha es mayor en los vinos de alta gama, porque requieren tiempo para su añejamiento.

Esto implica que ambas actividades, agro e industria, están muy influidas por la tasa de interés. En 2018 las tasas se dispararon, lo cual complicó seriamente a estos sectores. Por ejemplo, en varios casos obligó a apurar ventas, y eso eleva transitoriamente la oferta de productos, reduciendo su precio. Claramente eso se ha notado en vinos.

Resumiendo, ¿hubo un error en el diagnóstico, creyendo que un dólar más caro automáticamente favorecería a las economías regionales y a la industria nacional? Sí, porque sólo se consideraban los costos laborales. El atraso cambiario era un problema porque se traducía en costos altos en dólares (especialmente los laborales), y se agravaba porque, por el proteccionismo, era difícil traer insumos y equipos importados baratos.

Pero, ahora, para una buena parte de las economías regionales y de la industria argentina, especialmente las que no son exportadoras, el dólar caro es también un problema, porque se resienten sus ventas en el mercado interno. Y a esto se agrega las altas tasas de interés, que eleva sus costos financieros, y a veces también reducen sus precios de venta.

Para 2019, los pronósticos señalan que el dólar se rezagaría un poco, pero se mantendría elevado, las altas tasas de interés irían disminuyendo muy gradualmente, y el mercado interno tendría una recuperación también muy gradual. Esto se traduce en que la industria argentina, especialmente sustituta de importaciones, y una parte de las economías regionales habrán de seguir conviviendo con los problemas.

Para el futuro, el gobierno (en todos sus niveles) tiene una tarea importante en reducir los costos argentinos de producción y ventas (impuestos, tasas de interés, costos regulatorios y de logística, aranceles de importación en países compradores). Y la administración nacional debe disminuir la inestabilidad macroeconómica (dólar, tasas, inflación).

En ese contexto nos preguntamos qué escenario económico les conviene a estos sectores analizados. A primera vista, da la impresión que preferirían un dólar barato, con salarios altos en esa moneda (mayores ingresos de la población local), con una economía cerrada que limite la amenaza de las importaciones.

Una desventaja de esta estrategia es que el mercado nacional es relativamente pequeño con respecto al mundo. Toda una gran estructura productiva preparada para un mercado acotado, y cuya consecuencia está en salarios e ingresos argentinos que se rezagan con respecto al mundo. Es claro que la transición para ir hacia actividades más exportadoras no es nada sencillo, pero el modelo de negocios en el país que prevaleció por décadas no tiene futuro, ya que subsiste en un mercado interno cada vez más acotado.

En Foco 1

El déficit de cuenta corriente fue de apenas 1,2% del PIB en el cuarto trimestre de 2018, según estimaciones del Banco Central

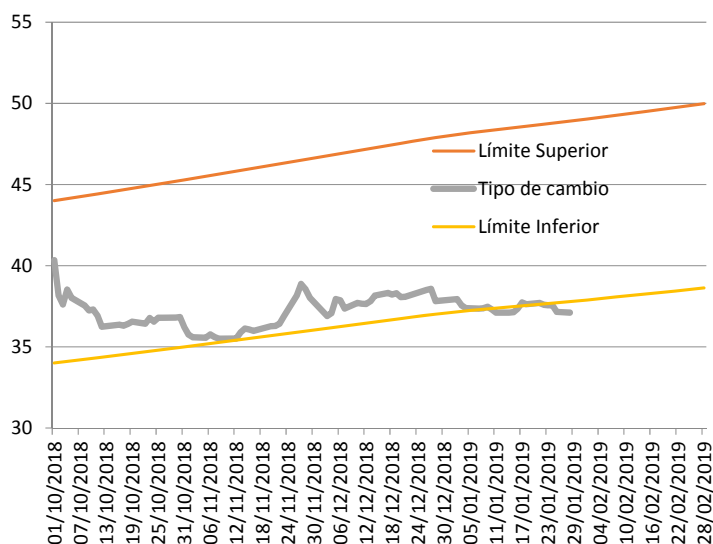
Guadalupe Gonzalez

- En el último trimestre del año la cuenta capital y financiera fue superavitaria en US\$5.331 millones promedio por mes, debido en gran parte a las operaciones del sector público y BCRA (ampliación del swap con China, desembolso del tercer tramo del programa con el FMI)
- La salida de moneda extranjera por atesoramiento del sector privado no financiero cerró el año con un total de US\$27.230 millones, equivalente a un promedio de US\$2.269 millones por mes, aunque hacia fin de año esa demanda se redujo en forma significativa
- Si bien 2018 cerró con un tipo de cambio dentro de la zona de no intervención, en Enero el tipo de cambio se ubicó por debajo del límite inferior, por lo que el BCRA interviene comprando hasta 50 millones de dólares por día

En el último trimestre de 2018 Argentina logró un fuerte ajuste de su déficit de cuenta corriente debido a un tipo de cambio más competitivo y un menor nivel de actividad. El Banco Central estimó, para el cuarto trimestre de 2018, un déficit anualizado de 1,2% del PIB (ajustado por factores estacionales), una reducción importante si se tiene en cuenta que en el trimestre previo el déficit superaba los 6 puntos del PIB.

El tipo de cambio permaneció dentro de la zona de no intervención hasta fin de 2018, aunque acelerándose al límite inferior. Sin embargo, en Enero de 2019, el tipo de cambio se ubicó por debajo de dicho límite, por lo que el BCRA intervino comprando divisas en el mercado cambiario. La autoridad monetaria se comprometió a no comprar durante el mes de Enero más de 50 millones de dólares por día.

Tipo de cambio y zonas de no intervención



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Cuenta capital y financiera

En el último trimestre del año las operaciones de la cuenta capital y financiera tuvieron un saldo positivo de US\$5.331 millones promedio por mes. El superávit se explica en gran parte por las operaciones del sector público y BCRA, que cerraron con un superávit de US\$6.849 millones/mes, principalmente por la ampliación del swap de monedas con el Banco de la República Popular de China por US\$ 8.700 millones, el desembolso del tercer tramo del programa stand-by acordado con el FMI por US\$ 7.640 millones e ingresos netos con otros organismos internacionales por casi US\$ 1.000 millones. Por su parte, la cuenta del sector privado no financiero registró un déficit de US\$1.322 millones/mes mientras que la cuenta del sector financiero marcó un rojo de US\$1.369 millones en el promedio de los últimos tres meses del año.

Como consecuencia, las reservas internacionales del BCRA se incrementaron en US\$5.601 millones promedio por mes durante el cuarto trimestre, finalizando el año con un stock de US\$ 65.806 millones.

Cuenta Capital y Financiera + Variación de Reservas

Millones de USD, promedio mensual

	IV trim 2017	I trim 2018	II trim 2018	III trim 2018	IV trim 2018
Cuenta Capital y Financiera Cambiaria	3.085	3.025	1.066	(4.133)	5.331
Sector Privado no Financiero	(811)	(1.235)	(5.078)	(3.919)	(1.322)
Sector Financiero	86	40	(190)	(346)	(1.359)
Sector Público y BCRA	2.966	3.920	7.166	(217)	6.849
Otros movimientos netos	844	300	(831)	349	1.163
Variación de Reservas	1.606	2.224	52	(4.293)	5.601

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

En el acumulado de 2018, la cuenta capital y financiera registró un superávit de US\$15.866 millones que compara con un saldo de US\$28.004 millones en 2017. Esta reducción se explica por la profundización del déficit del sector privado no financiero (de -US\$9.609 millones en 2017 a -US\$34.662 millones en 2018). La salida de moneda extranjera por atesoramiento del sector privado no financiero cerró el año con un total de US\$27.230 millones, equivalente a un promedio de US\$2.269 millones por mes. De todas formas, en los últimos meses la demanda de divisas fue de casi un tercio de lo que había sido en los primeros meses del año pasado.

Además, el rojo en las operaciones del sector financiero pasó de US\$1.343 millones a US\$5.567 millones. Por su parte, las operaciones del sector público y BCRA acumularon un superávit de US\$53.154 millones en el año, por los movimientos explicados previamente, que compara con el saldo positivo de US\$32.276 millones en 2017. De esta forma, las reservas internacionales del Banco Central se incrementaron US\$10.751 millones en el total del año.

Cuenta Capital y Financiera + Variación de Reservas

Millones de USD

	Año 2017	Año 2018
Cuenta Capital y Financiera Cambiaria	28.004	15.866
Sector Privado no Financiero	(9.609)	(34.662)
Sector Financiero	(1.343)	(5.567)
Sector Público y BCRA	32.276	53.154
Otros movimientos netos	6.681	2.940
Variación de Reservas	15.747	10.751

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Cuenta Corriente Cambiaria

Las operaciones de la cuenta corriente del balance cambiario resultaron deficitarias en US\$414 millones/mes en el último trimestre del año, marcando una importante mejora respecto de un año atrás (déficit de US\$2.245 millones en el cuarto trimestre de 2017) e incluso respecto de trimestres previos (rojos de US\$1.534 millones y US\$1.347 millones en primer y segundo trimestre de 2018 respectivamente).

El superávit de bienes alcanzó un promedio de US\$1.126 millones por mes, muy por encima del registrado en trimestres anteriores, sumado a que el rojo del balance de servicios siguió mostrando mejoras y cerró el trimestre con un déficit de US\$413 millones. Por su parte, el balance de rentas promedió un déficit de US\$1.159 millones/mes en el trimestre.

Cuenta Corriente Cambiaria, principales apartados

Millones de USD, promedio mensual

	IV trim 2017	I trim 2018	II trim 2018	III trim 2018	IV trim 2018
Bienes	(129)	178	752	718	1.126
Servicios	(942)	(1.243)	(898)	(599)	(413)
Rentas	(1.200)	(486)	(1.234)	(616)	(1.159)
Otros	26	17	34	15	32
Total Cuenta Corriente	(2.245)	(1.534)	(1.347)	(482)	(414)

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Si analizamos la cuenta corriente en el acumulado de 2018, se observa una mejora de US\$5.723 millones en un año, pasando de un déficit de US\$17.052 millones en 2017 a US\$11.329 millones en 2018. Esta mejora se debe casi exclusivamente al aumento en el superávit de bienes, que pasó de US\$4.028 millones a US\$8.323 millones. Además, el balance de servicios también registró mejoras, pasando de un déficit de US\$10.847 millones a uno de US\$9.460 millones en 2018.

Cuenta Corriente Cambiaria

Millones de USD

	Año 2017	Año 2018
Bienes	4.028	8.323
Servicios	(10.847)	(9.460)
Rentas	(10.605)	(10.486)
Otros	372	293
Total Cuenta Corriente	(17.052)	(11.329)

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

En Foco 2

Las variables macro y la web: una situación más calma en las últimas semanas, pero con más consultas que un año atrás

Franco Vico

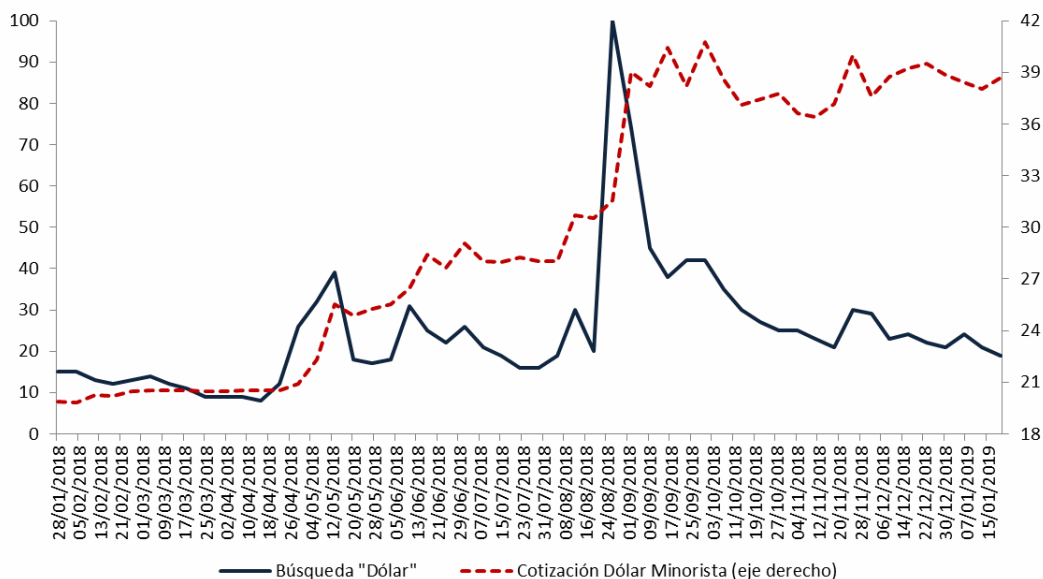
- La preocupación de los agentes económicos, especialmente los minoristas, los que cuentan con menores herramientas financieras, suele canalizarse con consultas en la web, respecto a las variables económicas de interés. Por eso resulta interesante recurrir a las consultas en la web para chequear el estado de preocupación o interés de la población por alguna variable económica en particular
- Tomando como punto de partida un convulsionado 2018 en materia económica, en lo que sigue se analiza el caudal de búsquedas en la web de algunas de las variables económicas que tuvieron mayor repercusión en dicho año y en lo que va de 2019. Para ello, se recurre a la herramienta *Google Trends*, del buscador Google, que permite examinar el patrón de búsquedas relacionado a un término deseado
- Los conceptos analizados para esta ocasión son: "dólar", "leliq" y "riesgo país", para lo cual se delineó una estructura de búsqueda similar para los tres términos, evaluando las pesquisas realizadas exclusivamente desde Argentina en el último año (enero 2018 hasta la actualidad). La información se presenta de forma semanal, permitiendo relacionar picos de interés en la web con los sucesos económicos del caso. Se estudia el patrón de búsqueda para cualquier elemento en la web, sea imágenes, noticias, videos, etc
- Los resultados se presentan en forma de índice, con un intervalo de 0 a 100, donde el valor máximo 100 corresponde al pico histórico de interés del término buscado en Argentina

Evaluando de manera comparada las tres variables propuestas, el dólar fue, de manera excluyente, la variable más consultada en la web durante el periodo de análisis. En el gráfico 1 se advierten dos picos de interés en la serie; el máximo volumen de búsquedas se ubica a fines de agosto (del 29 al 30 de agosto, la cotización del dólar minorista pasó de \$34,4 a \$39,78), mientras que el segundo pico se encuentra a principios de mayo, cuando el valor del dólar minorista aumentó \$4 en menos de 10 días.

Desde septiembre hasta los primeros días de enero del corriente, la popularidad del término en la web ha exhibido una marcada disminución, aunque se mantiene en niveles superiores a los de comienzo de 2018.

Gráfico 1: Nivel de búsquedas en la web para "Dólar"

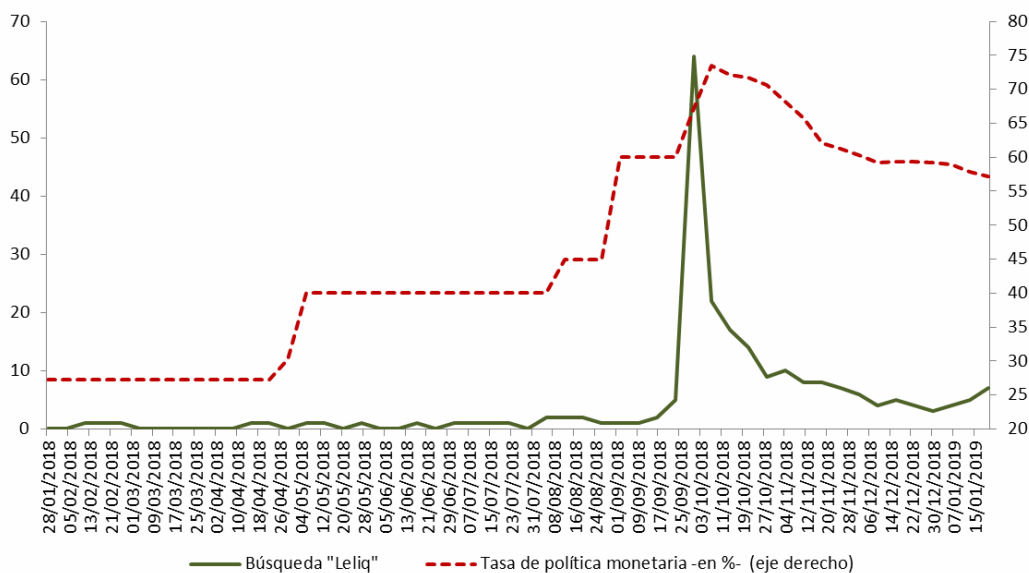
Enero 2018 – Enero 2019



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends.

Gráfico 2: Nivel de búsquedas en la web para "Leliq"

Enero 2018 – Enero 2019



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends.

Las pesquisas en Google sobre el instrumento de las Leliq encuentran su nivel máximo en la última semana de septiembre, momento que coincide con el lanzamiento del nuevo plan monetario y cambiario del BCRA. De manera paralela, durante esas semanas se exhibió una

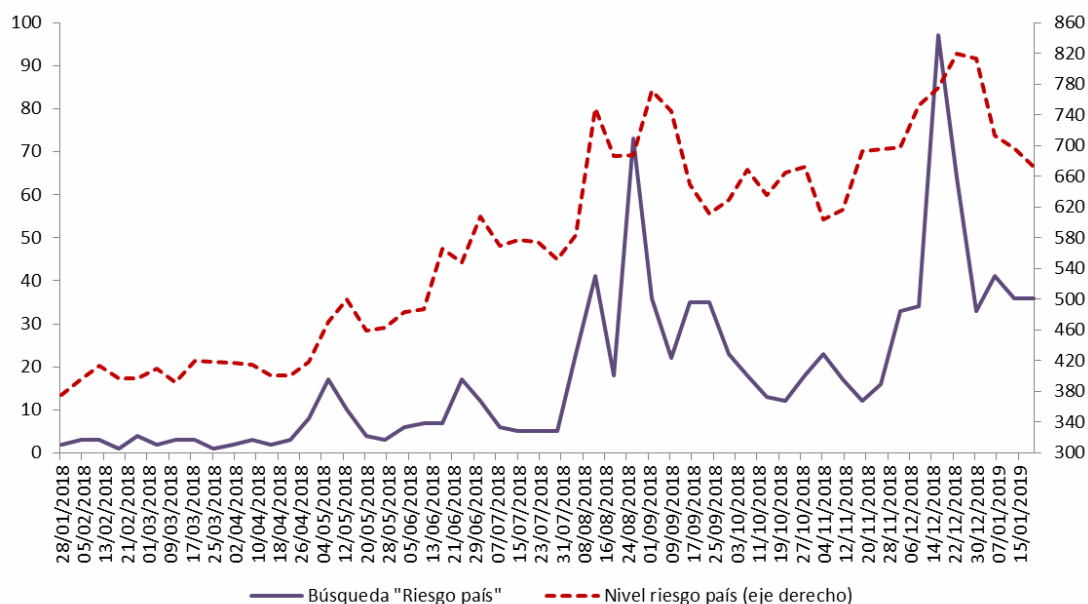
fuerte suba de tasas de interés. Si bien luego de ese período se observó una notable baja en el nivel de búsquedas del término, durante el actual enero puede observarse una leve suba en el interés por "Leliq", quizá en este caso para corroborar la marcha descendente en sus tasas.

Las búsquedas en la web sobre el Riesgo País muestran una tendencia creciente a lo largo del año pasado, con niveles máximos a fines de agosto/principios de septiembre y durante las últimas semanas de diciembre. En el primer caso, coincidente con la depreciación cambiaria de ese momento, el nivel de riesgo país alcanzó guarismos superiores a los 770 puntos básicos, mientras que durante diciembre se observó una suba escalonada de este indicador, llegando a un máximo de 829 puntos básicos el 27 de diciembre. Las consultas bajaron en enero 2019, pero se mantienen en niveles superiores a las de la mayor parte de 2018.

En ninguno de los tres casos, parece observarse en lo que va de 2019 algún aumento en las pesquisas que esté vinculado a la mayor proximidad de los eventos electorarios que nos depara este año.

Gráfico 3: Nivel de búsquedas en la web para "Riesgo País"

Enero 2018 – Enero 2019



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Google Trends.