



IEM

05/2019

Informe Económico Mensual

ABECEB



ASÍ LO PENSAMOS...



MAYO 2019

Soledad Pérez Duhalde

Directora de Operaciones

La economía en tiempos electorales

En reiteradas oportunidades afirmamos que al actual programa económico se lo debe juzgar por lo que es y no por lo que no es. Funciona si estabiliza, pero no puede criticárselo por no ayudar a la economía a recuperarse rápidamente. Dado el tamaño del ajuste fiscal y monetario, estas reglas estaban claras desde un principio. Pero el problema reside en que su particular diseño no garantizó la estabilidad del mercado cambiario que, desde mediados de febrero, volvió a convertirse en el centro de la escena económica y política.

Lo que trababa el buen funcionamiento del programa era la imposibilidad del BCRA de intervenir directamente a través de ventas de reservas en caso de que las presiones lo ameritaran, dejando como única vía de escape la suba de la tasa de interés. Pero, como se detalla en la primera sección de este IEM, este camino era un arma de doble filo: la suba necesaria para contener al dólar es cada vez mayor a medida que la inestabilidad hace raíz y su efecto colateral inmediato es, en el extremo, la asfixia financiera de las familias y las empresas (especialmente el segmento de PyMEs).

Si la fuente última de inestabilidad es la escasez de divisas, lo que debía hacerse no era aumentar su oferta sino simplemente hacerle creer al mercado que esa escasez nunca se hará efectiva. Dicho y hecho, la negociación de último momento con el FMI para otorgarle discrecionalidad a la política cambiaria permitió estabilizar al dólar sin la necesidad de vender siquiera un dólar. Esta flexibilización del acuerdo llegó sobre la hora: el lanzamiento de la fórmula Fernandez-Fernandez, la baja del precio de la soja a mínimos en 12 años y la maratónica caída de las expectativas de crecimiento de Brasil (todas noticias de los últimos 30 días) no movieron significativamente al dólar.

IEM

Informe Económico Mensual

MAYO 2019

Por el contrario, retomar una senda de mayor estabilidad cambiaria le permitió a la economía frenar la aceleración de precios que se registró desde enero, permitiendo así que las actualizaciones salariales en curso (amen de las heterogeneidades intersectoriales e intrasectoriales) puedan traducirse en mejoras del poder adquisitivo y que el crédito tanto para el consumo como para la inversión revierta su tendencia bajista.

La gestión de la economía local en tiempos electorales es un trabajo de hormiga, donde el mínimo error o noticia negativa del exterior puede destruir lo construido durante meses. Pero esta vez es distinto. Con las elecciones a la vuelta de la esquina, barajar y dar de nuevo ya no es una opción. El margen de error se redujo a cero...



Soledad Pérez Duhalde
Directora de Operaciones

ÍNDICE

01. ¿Discrecionalidad mata incertidumbre?

Los dos principales pilares del programa económico, fiscal y monetario se vienen cumpliendo mes a mes según lo acordado con el FMI. Sin embargo, ello no fue garantía de estabilidad para el mercado cambiario. La rigidez de la política cambiaria y, especialmente, de la regla de intervención cambiaria con reservas internacionales limitó sensiblemente el poder de fuego del BCRA frente al avance de la incertidumbre política. Los últimos cambios en el esquema de la política cambiaria hacia una mayor discrecionalidad en el uso de reservas ha logrado mitigar los efectos negativos de la incertidumbre que se venían traduciendo casi automáticamente en presiones en el mercado de cambios.

Tiempo de lectura: 6' 00''



PÁG. 05

02. Recuperación a contrarreloj

El programa parece haber comenzado a pegar en la tecla con la incorporación de una mayor flexibilidad al esquema de política cambiaria. Sin embargo, la estabilidad cambiaria y de precios luce insuficiente a la hora de propiciar una recuperación que se sienta en la calle. ¿Qué está haciendo el gobierno para torcer el rumbo? ¿Alcanza?

Tiempo de lectura: 2' 30''



PÁG. 10

03. Del optimismo a la decepción: la dinámica de Brasil en 2019 y ¿qué significa para Argentina?

Desde la última elección presidencial en Brasil y previo al cambio de mando, las expectativas sobre el desempeño de su economía y su efecto derrame generaron un ambiente positivo en Argentina. Sin embargo, el ritmo previsto de las reformas comprometidas por la administración de Bolsonaro demoró más de lo previsto, la economía comenzó a mostrar indicadores de desempeño débiles o incluso negativos y el consenso del mercado cambió por completo. Por el momento el impacto se centra en el desempeño de la economía real, aunque en un futuro los mercados podrían cambiar su actual perspectiva sobre la salud de la economía brasileña, principalmente si no se resuelve la cuestión fiscal y ya deuda asume una trayectoria insostenible. En el caso de Argentina, más allá del interés que genera la evolución de los flujos financieros al principal país emergente de la región, dada la elevada integración comercial entre ambos países (principalmente en materia industrial) cobra especial relevancia lo que ocurra en la economía real. ¿Qué pasó en el primer trimestre del año y qué puede pasar hacia adelante? ¿Puede Brasil continuar trayendo malas noticias para la Argentina? ¿Qué margen de respuesta tienen los exportadores locales para dilatar en el tiempo los envíos y que la demorada recuperación no se transforme en una pérdida de oportunidades en el mediano plazo?

Tiempo de lectura: 7' 00''



PÁG. 13

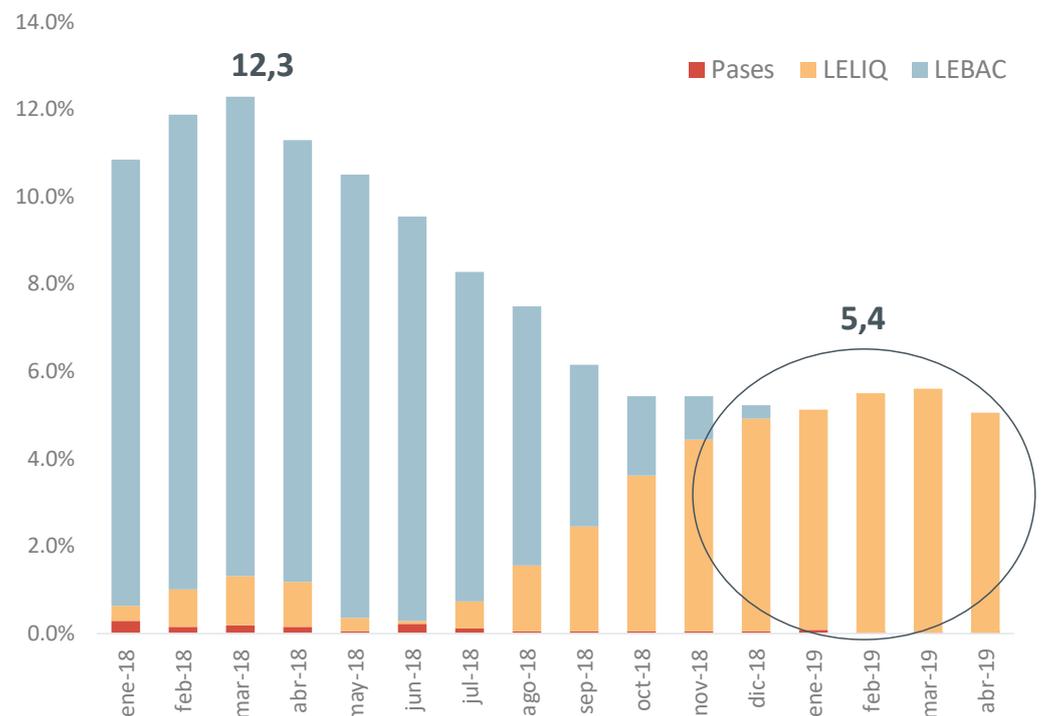


01. ¿Discrecionalidad mata incertidumbre?

Desde principios de octubre Argentina está implementando, en el marco del acuerdo *Stand-By* con el FMI, un programa de estabilización duro por donde se lo mire. Tanto en el plano monetario como en el fiscal, la exigencia de las metas obedece a la necesidad de restaurar la confianza perdida de los mercados y, así, controlar la demanda de dólares. Y, a juzgar por los hechos, el gobierno ha venido cumpliendo a rajatabla esos objetivos.

En cuanto a la política monetaria, el objetivo que persigue el BCRA es mantener constante la base monetaria (billetes, monedas y encajes bancarios) hasta finales de año. ¿Qué significa esto? Que el Central no quiere ni un centavo excedente en el mercado que pueda dolarizarse y para ello absorbe liquidez a diario a través de licitaciones de LELIQs (los bancos le prestan al BCRA y, de esta manera, se achica la cantidad de dinero circulando). Al día de la fecha, la autoridad monetaria a sobrecumplido su objetivo ininterrumpidamente desde octubre al tiempo que no se ha visto crecer de manera preocupante el stock de LELIQs (a las que muchos ya les ponían el mote de primas de las LEBACs). Como puede verse en el gráfico de aquí abajo, tras el pico registrado en marzo de 2018 cuando el total de pasivos remunerados (aquellos que devengan una tasa de interés) equivalía al 12,3% del PBI y el desarme programado de LEBACs, el stock de letras del Central se ha estabilizado.

Pasivos Remunerados del BCRA - Como % del PBI

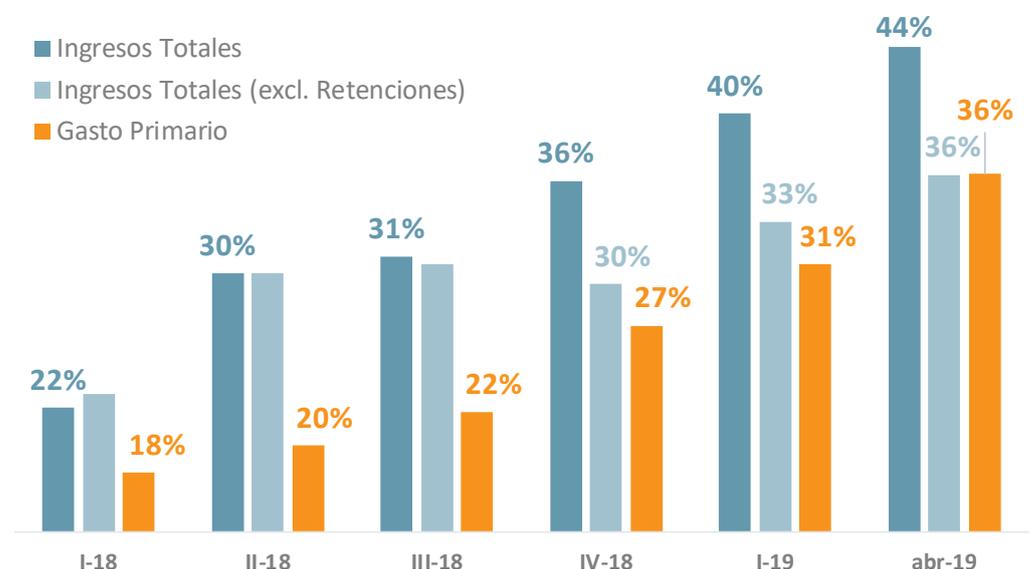


Claro está, la contracara directa del éxito que está teniendo el equipo de Sandleris para cumplir con su meta de emisión cero son las elevadas tasas de interés que familias y empresas tienen que afrontar mes a mes. Es que mantener constante la cantidad de dinero de aquí a fin de año con tasas de inflación mensuales del orden del 3% equivale a estar recortando la base monetaria diariamente. Si el precio de los bienes y servicios sube y la cantidad de dinero es fija, quiere decir que cada vez hay menos dinero para la misma cantidad de transacciones. Esta es una situación donde la demanda transaccional de pesos es mayor a su oferta y su escasez provoca que las tasas de interés sean altas. De cumplirse la meta, en diciembre de este año la base monetaria será casi 30% menor que un año atrás si se descuenta la inflación del periodo (en términos de bienes que puede comprar), una caída que duplica en magnitud a la mayor registrada de 2003 a la fecha.

En cuanto a la política fiscal, Hacienda ha mostrado una disciplina a destacar aun con anterioridad a la aceleración del ajuste tras el acuerdo con el FMI. De manera sistemática los ingresos han crecido por encima de los gastos, lo cual derivó en un sobrecumplimiento de la meta del primer trimestre de 2019 de algo más de \$4.300 millones (\$6.000 vs \$10.347 efectivo). A su vez, para ese periodo aún no se habían activado las cláusulas de ajuste (mayor déficit permitido para gasto social o de capital con financiamiento de organismos internacionales) que admitían un déficit de hasta \$2.300.

Como se aprecia en el siguiente gráfico, los ingresos totales se vienen acelerando al son de la inflación y del nuevo tipo de cambio (muchos tributos están atados al dólar, destacándose los nuevos derechos a las exportaciones y los derechos a las importaciones) mientras que el gasto ha estado contenido. Si bien es cierto que la inflación interanual ya está por encima del 50%, el déficit al final de cuentas no es otra cosa más que lo que entra menos lo que sale, esto es, si los gastos crecen por debajo de los ingresos la meta es cumplible.

Sector Público Nacional: Ingresos vs Gasto Primario - Var. % i.a.



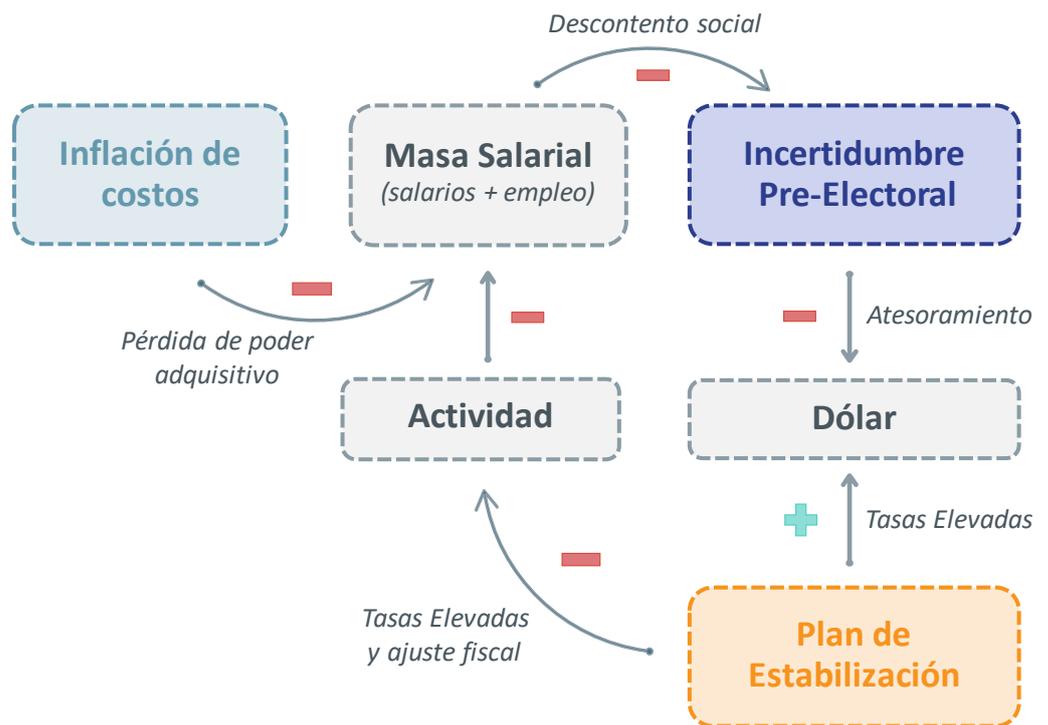
El desafío en los meses venideros será doble: por un lado, mantener a flote los ingresos en un contexto de débil actividad y, por otro lado, mantener a raya los gastos con prestaciones de la seguridad social que ajustarán por la inflación de 2018. Algo de estas tensiones ya puede verse en abril cuando los ingresos totales del sector público nacional crecieron 44% pero sólo 36% si se netean las retenciones mientras que los gastos se aceleraron 5 p.p. Sin embargo, el gobierno aun cuenta con las cláusulas gatillo (de las que ya hizo uso para adelantar todo el aumento anual de las AUH) mientras que el sector agropecuario seguirá aportando recursos durante todo el segundo trimestre.

Hasta aquí parecieran sobrar razones para esperar un mercado cambiario tranquilo durante estos primeros meses del año, más si se tiene en cuenta que ya entramos de lleno en la temporada alta de liquidaciones sojeras. Pero los hechos marcan un panorama bien distinto. El aumento de la volatilidad en los últimos meses volvió a empantanar el escenario económico y obligó a redoblar los esfuerzos por mantener quieto al dólar.

¿Qué sucedió? Creemos que tres factores contribuyeron a que el tipo de cambio haya vuelto a desalinearse respecto a las expectativas de estabilidad que el sector privado tenía para este periodo. Los mismos tres factores que venimos resaltando como las tres fuentes de mayor riesgo y que a medida que se acercan las elecciones toman más y más relevancia: la incertidumbre generada por desconocer el rumbo post-diciembre o más concretamente el temor del mercado por la vuelta del populismo, los efectos negativos del programa sobre el nivel de actividad y su impotencia a la hora de atacar la fuente de la actual aceleración inflacionaria que es de costos:

1. Desde mediados de febrero la inflación mostró una aceleración notable aun cuando el dólar se mantuvo planchado. Esto se debió a los propios efectos rezagados de la devaluación del año pasado, esto es, el aumento de costos que aún no había sido trasladado a los consumidores (entran aquí los ajustes de tarifas por el incremento en los costos de importación y generación de energía y combustibles y las actualizaciones salariales). Aquí poco y nada tiene para hacer el ajuste fiscal o el manejo de tasas de interés.
2. La recuperación del salario real esperada para el trimestre fue totalmente bloqueada por los aumentos de precios, siendo hasta el momento sólo un puñado los sindicatos que detentan acuerdos por encima de la inflación (del periodo y de la esperada para el año).
3. A partir de marzo se comenzó a evidenciar un aumento sensible en los sondeos de Cristina Kirchner vis a vis un empeoramiento en la imagen tanto del gobierno como de Mauricio Macri. De acuerdo a relevamientos de Isonomía, la imagen negativa del presidente pasó de 46% en diciembre último a 63% en el segundo mes del año en tanto que la positiva pasó de 50% a 35%. En el mismo lapso, la imagen neta de la expresidenta pasó de -30% a -13% (+17 p.p.)
4. Los temores por el ascenso del espacio del kirchnerismo impulsaron nuevamente la cotización de la divisa y el BCRA actuó decididamente con una suba de tasas de casi 30 p.p., lo cual arrastró hacia arriba el costo de financiamiento de toda la economía.

5. Esta reacción junto el propio ajuste fiscal dejaron atrás la mayoría de los indicadores positivos que vimos en el primer bimestre del año (especialmente en industria y construcción).
6. A su turno, este endurecimiento de la política económica para ponerle un freno a la divisa terminó impactando en el humor de la gente y propició nuevas escaladas en la cotización del dólar.
7. Y la rueda vuelve a girar...



Este círculo vicioso puso de relieve algo que venimos marcando hace ya bastante tiempo: cualquier rigidez en el programa puede tirar el trabajo hecho por la borda en caso de que la incertidumbre política escale. La libre flotación con bandas deslizantes (la tercera pata del plan económico) le otorgaba pocos grados de libertad al BCRA para intervenir en el mercado de cambios puesto que el dólar debía perforar el techo (piso) para que éste puede estar habilitado a vender (comprar) divisas. En los hechos, la única herramienta de la que el gobierno disponía para relajar cualquier tipo de presión en el mercado cambiario era la tasa de interés. El problema reside en que la tasa de interés es casi inerte a la hora de atacar inflación de costos y debe sobrereaccionar para contener presiones en el mercado cambiario, como se vio en febrero y marzo. En pocas palabras, en este contexto rompe más de lo que arregla.

De acuerdo a estimaciones de ABECEB, la potencial masa de recursos pasible de dolarizarse en el corto plazo ante una eventual escalada de la incertidumbre asciende a los USD20.000 millones si se tienen en cuenta los plazos fijos (asumimos que el 30% puede pasarse a dólares), cajas de ahorro y cuentas corrientes (10%), vencimientos de bonos y letras en pesos y los dos aguinaldos (suponemos que sólo ahorra el 30% de los trabajadores de mayores ingresos).

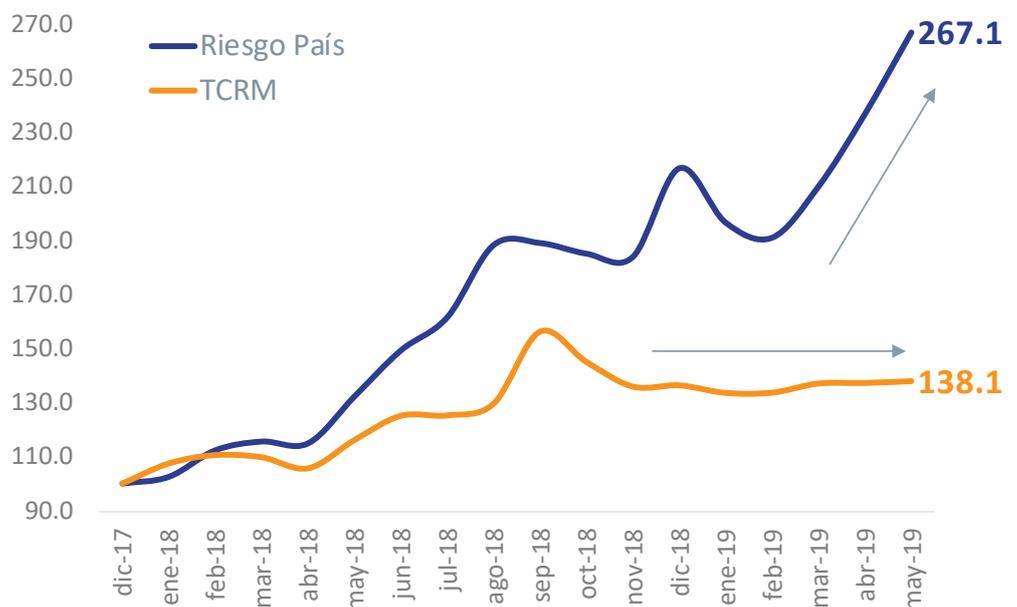
Del otro lado del mostrador, el FMI cuenta con alrededor de USD20.000 millones de reservas de libre disponibilidad para hacer frente a esa demanda. Si bien en los papeles ambas cifras calzan, las restricciones que el BCRA tenía para hacer uso de sus reservas hicieron dudar al mercado sobre su verdadero poder de fuego.

Frente a este contexto, el FMI ha mostrado una inusual flexibilidad al habilitar al gobierno a poder intervenir directamente en el mercado cambiario, aun cuando el dólar se encuentra dentro de la zona de no intervención (recientemente bautizada “zona de referencia cambiaria”). El permiso ha sido toda una sorpresa, puesto que la libre flotación es una condición *sine qua non* en uno y cada uno de los acuerdos que el FMI firma con cualquier país miembro, para cualquier tipo de asistencia financiera.

La sola posibilidad de que el BCRA intervenga directamente en el mercado cambiario (sin haber vendido ni medio dólar) ha permitido transitar este último mes con una calma inusual para la velocidad de los tiempos políticos que está atravesando Argentina. Esto a pesar de la contundente derrota de Cambiemos en dos de los principales distritos provinciales, Córdoba y Santa Fe, y el reciente y sorpresivo lanzamiento de la candidatura Alberto Fernández – Cristina Fernández de Kirchner (sí, en ese orden).

La mayor discrecionalidad en el uso de las herramientas de política económica no ha eliminado la enorme incertidumbre que generan las próximas elecciones presidenciales, ni tampoco podría hacerlo. Ello se refleja claramente en la evolución reciente del riesgo país que parece haber encontrado un nuevo nivel en torno a los 900 p.b. Sin embargo, lo que sí puede hacer es mitigar sus efectos negativos sobre el conjunto de la economía local, cuyo espacio para un nuevo salto cambiario en términos de actividad, empleo y pobreza es nulo.

Tipo de Cambio Real Multilateral vs Riesgo País - 100 = dic-17

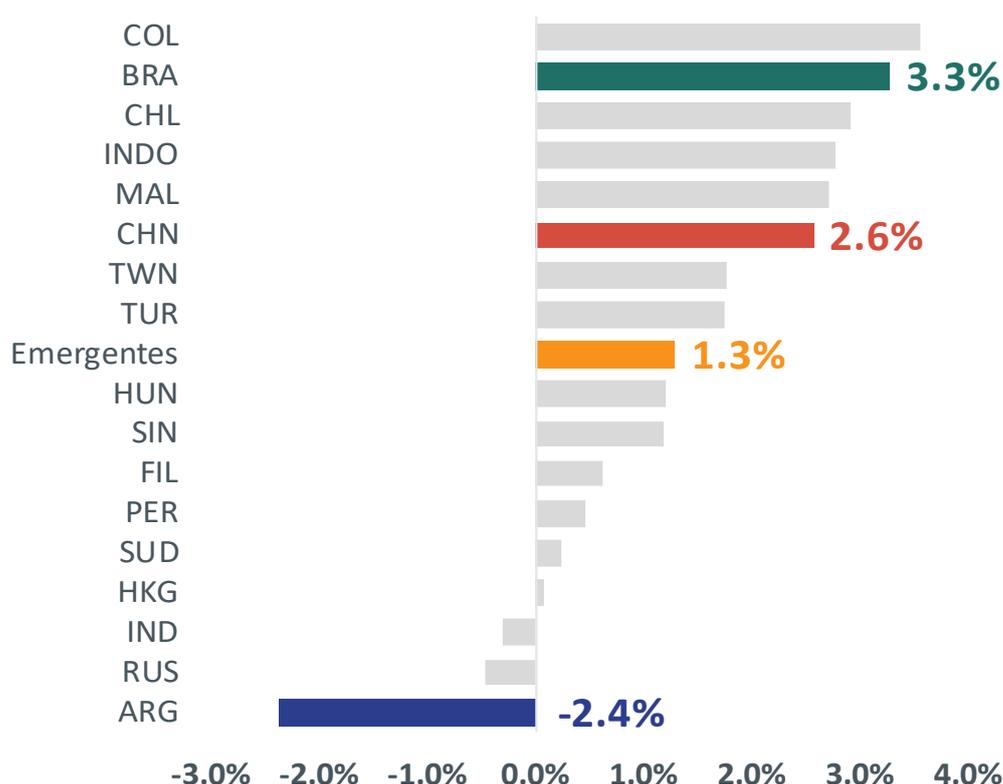


02. Recuperación a contrarreloj

Tal como se trató en la sección anterior, el actual plan de estabilización tiene poco para ofrecer en términos de actividad y empleo. En rigor, su único aporte a la dinámica de la economía real es, en caso de funcionar, estabilidad cambiaria y de precios. En ese sentido, las últimas modificaciones que sufrió el programa parecen estar comenzando a dar resultados.

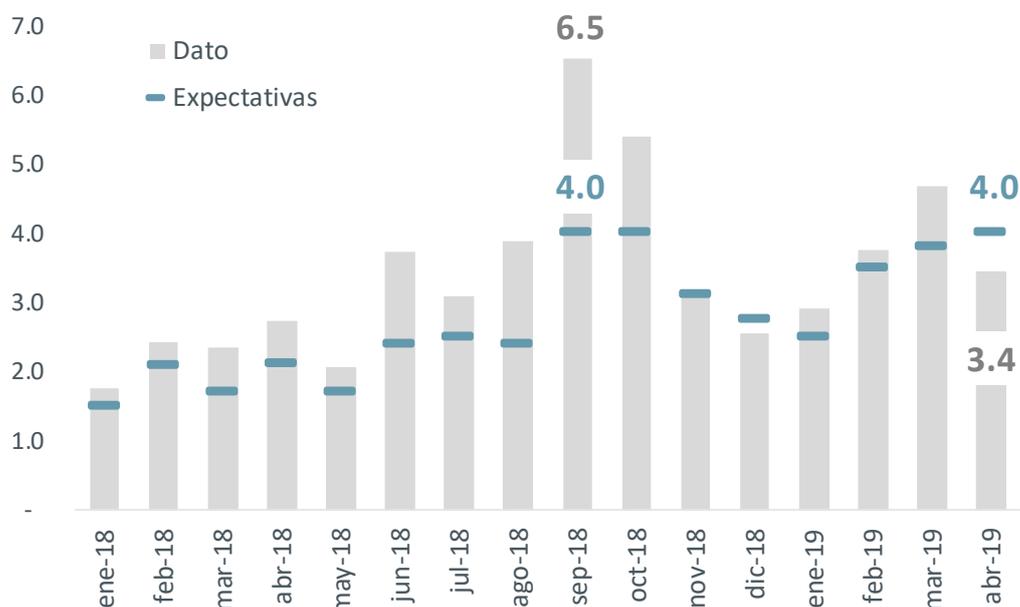
Desde el 28/04, día en el que el BCRA anunció que puede intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario, el tipo de cambio retrocedió 2,4%, a contramano de la mayoría de las monedas emergentes. De hecho, el real brasileño se depreció 3,3% en el mismo periodo y el Yuan 2,6%.

Evolución del Tipo de Cambio en Emergentes. *Var. % del 28/04 a la fecha.*



En materia de precios, en abril se registró una sorpresa inflacionaria inversa a la que venimos viendo de manera ininterrumpida desde hace ya muchos meses: el nivel general de precios avanzó 3,4% cuando el promedio de las previsiones del mercado rondaba el 4%. “No hay nada para festejar con una inflación de 3,4 % en un mes” afirmó Dujovne en medio del repunte de los bonos locales y la baja del dólar provocada por la noticia. Si bien es cierto que no es un número atractivo en sí mismo, romper con tantos meses de aceleración nos parece un dato alentador, y mucho más si se lo pondera en un contexto de negociaciones salariales que definirán buena parte de la fuerza de la inflación de aquí a fin de año.

Inflación: Expectativas vs Realidad. Var. % m/m. Expectativas en base a REM.



Conjuntamente, ambas noticias son positivas en tanto que marcan un freno a las tensiones financieras que la economía venía acumulando desde febrero último, aunque creemos que es prematuro dar por descontado que estos resultados se repliquen en los próximos meses. De aquí a la presentación formal de las candidaturas a fines de junio y luego hasta la celebración de las elecciones generales en octubre la economía seguirá siendo vulnerable y cualquier error (forzado o no forzado) podría hacernos retroceder todos los peldaños escalados en este último mes.

Dado el limitado alcance del *core* del programa para reactivar la economía y, principalmente, el consumo en vísperas electorales, el gobierno lanzó una serie de medidas de estímulo que se las podría englobar bajo el mote de “políticas de ingreso”. De corte algo más heterodoxo, estas medidas están pensadas para aliviar los efectos de la elevada inflación del primer cuatrimestre sobre los bolsillos de los consumidores y los balances de las PyMEs:

1. Tanto por su grado de penetración en la población como por su relevancia en términos de recursos, **la medida de estímulo más grande que ha tomado el gobierno desde la crisis de confianza de 2018 es el relanzamiento de los créditos ARGENTA**, ahora llamados ANSES. El programa está destinado a beneficiarios de jubilaciones y pensiones, AUH y asignaciones familiares, universo que comprende una población superior a las 15 millones de personas. Al día de la fecha, según datos oficiales de Jefatura de Gabinete, ANSES lleva otorgados más de 1 millón de préstamos por casi \$25.000 millones y apunta a llevar ese guarismo a \$125.000 millones en octubre para 5 millones de beneficiarios. Este monto equivale a casi el 10% del total de préstamos activos en toda la economía local, teniendo en cuenta familias y empresas.

2. En el marco de Precios Cuidados, se lanzó **Precios Esenciales**. Se trata de un acuerdo multisectorial a partir del cual se congelaron 60 productos de la canasta básica alimentaria con el objetivo de servir de guía para el resto de los precios de los alimentos.
3. **Ahora 12/18**: se relanzo el programa con actualización de los costos de financiamiento que siguen ubicándose 50% por debajo de las tasas de mercado.
4. **Tarifas**: el gobierno anunció el congelamiento de las tarifas de electricidad, gas y transporte público hasta fin de año. Si bien el grueso de los ajustes ya estaba hecho, genera certidumbre sobre los precios futuros en caso de que el dólar vuelva a experimentar un salto y los costos de estos servicios aumente sensiblemente.
5. AFIP lanzó un **plan de pago de deudas impositivas preferencial** para PyMEs, monotributistas y autónomos en hasta 60 cuotas y una tasa de 2,5% mensual.
6. **Exención de retenciones a las exportaciones para todas las PyMEs** que no hayan superado los USD 50 millones exportados en 2018 por hasta USD 600.000.

Aun tomadas en conjunto, difícilmente estas medidas puedan compensar los efectos recesivos de una tasa de interés en torno al 70% y un ajuste fiscal apoyado en recortes de gasto de capital y de plantilla. No obstante, se trata hasta el momento de todas las herramientas con las que el gobierno cuenta en un contexto donde la restricción fiscal impuesta por el acuerdo con el FMI es la más exigente de la que tengamos memoria.

[Volver al índice](#)

02. Del optimismo a la decepción: la dinámica de Brasil en 2019 y ¿qué significa para Argentina?

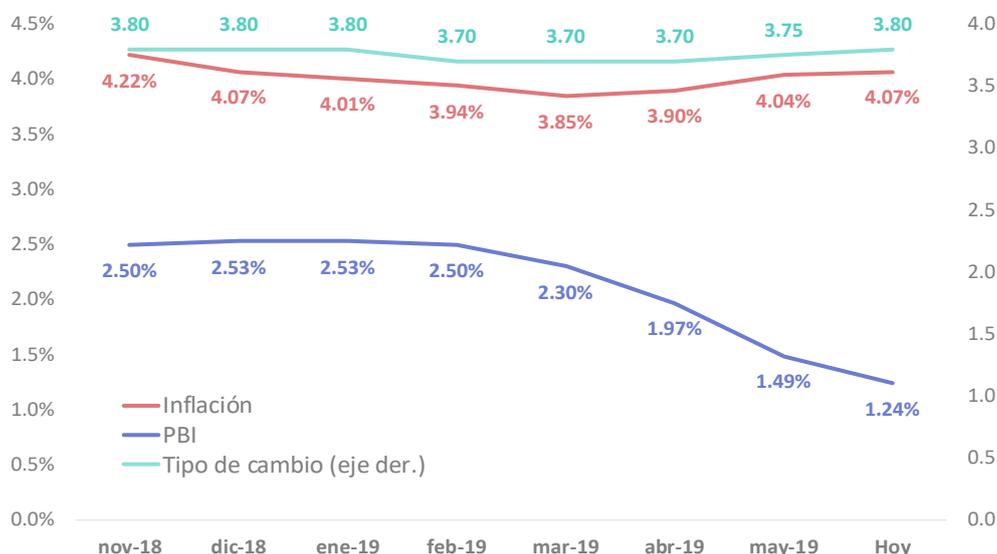
Tras un mal desempeño de la economía brasilera en el primer trimestre del año, surgen las dudas de cómo impacta ello en Argentina. ¿Qué pasó y que puede pasar?

El pasado 15 de mayo se conoció el primer dato oficial sobre actividad económica en Brasil y trajo sin dudas malas noticias. En el primer trimestre de 2019 la economía habría crecido sólo 0,2% frente a igual trimestre de 2018, es decir un crecimiento casi anémico en la comparación interanual. Pero lo que es más grave, y por qué no preocupante, es que presentó una caída del -0,7% frente al cuarto trimestre de 2018.

En sí, una caída negativa en la actividad económica trimestre a trimestre no es para alarmarse, pero **algunas fuentes calificadas ya comienzan a dar indicios de que la economía brasileña podría entrar en recesión en el segundo trimestre del año** si la actividad agropecuaria no cumple con las expectativas de inicio de año y la actividad minera no se recupera velozmente.

Debido a ello, no sólo las principales consultoras y universidades del vecino país redujeron sus expectativas de crecimiento para la economía el corriente año, sino también el propio gobierno que comenzó el año con una previsión de crecimiento económico cercano al 3,0% y ya da cuenta de **una desaceleración que llevaría a la economía a crecer como máximo 1,5% en 2019.**

Expectativas de mercado sobre las principales variables económicas en Brasil.
Primera publicación de cada mes y publicación del 17/05/19



Fuente: ABECEB en base a Banco Central de Brasil (BCB).

La evolución esperada en materia de crecimiento contrasta con las expectativas de inflación y tipo de cambio que en los últimos 6 meses se mantuvieron estables. Por su parte, las proyecciones de actividad económica se mantuvieron constantes hasta febrero y entre marzo y mayo presentaron una caída de 1,26 p.p. es decir, **se redujo a la mitad el crecimiento económico esperado en tan sólo 3 meses.**

La expectativa de la aprobación de la reforma previsional jugó un rol clave en este sentido. Dado que se esperaba que la misma se apruebe en la primera mitad del año, ello habría reducido la incertidumbre acerca del desempeño de las cuentas públicas y otorgaría mayor certidumbre a la trayectoria de la deuda pública en el mediano plazo. Nada de ello ocurrió, y no se esperan novedades hasta bien entrado el segundo semestre del año, por lo cual continúan emergiendo dudas acerca de la capacidad política del gobierno de llevar adelante las reformas y crecen las especulaciones acerca de una mayor resistencia de los bloques “más dialoguistas” con relación a un tema que genera creciente impopularidad en la población.

Por el lado de la oferta, **los sectores industria y servicios son los que muestran un panorama más complejo en la actual coyuntura.** En el acumulado del primer trimestre la caída en la actividad manufacturera ascendió al -2,2% interanual, mientras que los servicios se contrajeron -1,7% según datos oficiales del IBGE. Así, **es casi un hecho que la economía presentaría una variación negativa en el primer trimestre del año, o al menos muy cercana a 0%.**

La débil performance de la economía brasilera en el primer trimestre tuvo un impacto negativo en las exportaciones argentinas. En dicho período las ventas externas de nuestro país hacia el principal socio comercial del MERCOSUR ascendieron a USD 2.514 millones, lo que representa una caída del -2,5% en términos interanuales. No obstante, dicha caída se explica mayormente por la retracción en la venta de manufacturas de origen industrial y de combustibles y energía, ambos rubros asociados a la producción industrial y al consumo en el vecino país. En contraposición, las ventas de productos primarios -principalmente cereales como el trigo- y las de manufacturas de origen agropecuario mostraron sendas expansiones de 16,9% y 3,9% respectivamente.

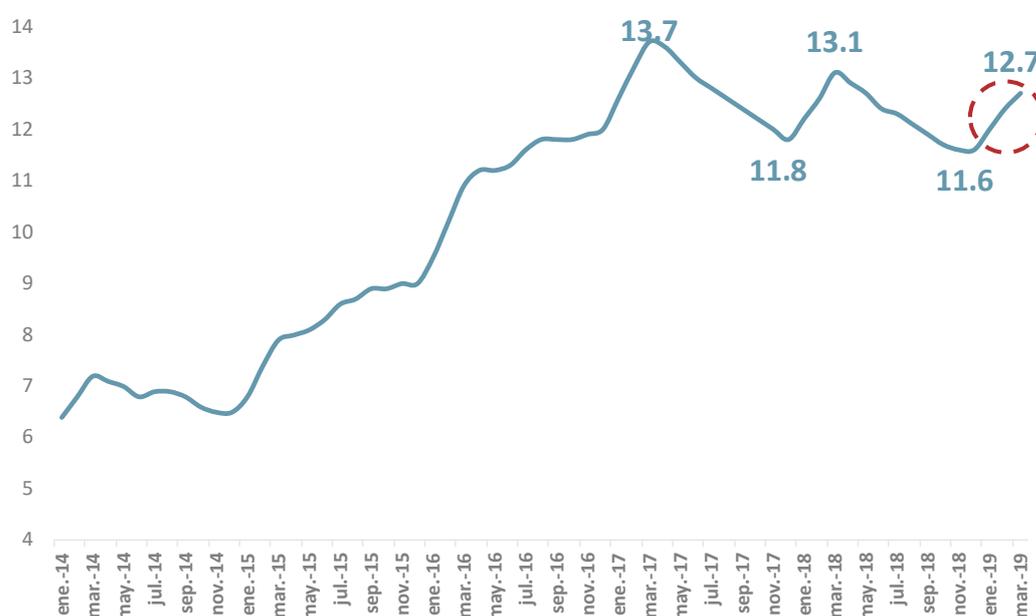
Otro dato relevante y al mismo tiempo preocupante en Brasil es el creciente desempleo y las deterioradas condiciones económicas de la población que hasta al momento han inhibido cualquier tipo de recuperación del consumo. En marzo, **la desocupación volvió a alcanzar su máximo nivel en los últimos 10 meses.**

Como si no bastara, **la mayor fragilidad laboral de la economía en el mes de abril presionó el endeudamiento de las familias brasileiras.** En el cuarto mes de 2019 el 62,7% de las familias brasileiras presentaba algún grado de endeudamiento, representando de 2,5 p.p. frente a igual mes de 2018. Ello repercute mayormente en las familias con hasta 10 salarios mínimos de ingreso que son las más afectadas por la presente coyuntura, es decir, las que más consumen.

Como corolario de lo previo, casi el 10% de las familias brasileiras no tiene condiciones de ingresos para hacer frente a sus deudas, pudiendo presionar la mora de crédito privado en los meses venideros. Con inflación y tasas de interés

en niveles históricamente bajos la política económica enfrenta un límite a la capacidad de expandir la demanda agregada por vía de la iniciativa pública, independientemente del sesgo ideológico del actual Ministro de Hacienda Paulo Guede que a priori, sería contrario a dicha iniciativa. **La gran duda que se abre es, si la necesidad política apremia:** ¿estará dispuesto el gobierno a llevar a cabo una política monetaria más expansiva para dinamizar la economía? ¿Cuál será su costo en términos de inflación futura?

Tasa de desocupación promedio móvil en Brasil. En % de la población.



Fuente: ABECEB en base a Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística (IBGE).

En términos teóricos, un crecimiento del PBI en torno al 2,5% en 2019 habría generado un impacto positivo sobre la actividad económica en Argentina de entre 0,5% y 0,7%. De confirmarse los pronósticos actuales (crecimiento en torno al 1,2%), la contribución del crecimiento de Brasil a la economía argentina ascendería apenas al rango 0,2%-0,3%.

Es decir que en el escenario inicial del año el dinamismo de la demanda brasilera habría impulsado 12,5% las ventas de productos argentinos a ese destino, en tanto que con el escenario actual dicha expansión se reduciría a la mitad, es decir, cerca de un 6%. A juzgar por el acumulado de los tres primeros meses de 2019 luce más razonable que **las exportaciones al principal socio comercial de la Argentina crezcan por debajo de los dos dígitos.**

Un incentivo que podría acelerar las ventas externas hacia Brasil es la reciente suba de reintegros a las exportaciones de vehículos establecida en el Decreto 338/19. Si bien se trata de un solo sector y destino, las ventas de vehículos

representan aproximadamente el 40% de los envíos argentinos hacia Brasil (medidos en dólares corrientes).

En 2018 los envíos de material de transporte terrestre -mayormente vehículos- hacia Brasil ascendieron a USD 5.028 millones, y a pesar de que en los primeros 3 meses del corriente año presentan una caída acumulada del 10%, **la expectativa del sector para este año es sostener dicho nivel de exportaciones.** Un incentivo adicional tal como la suba de reintegros para compensar la imposición indirecta a través de los tributos internos que según cálculos de ABECEB habría ascendido al 7,28% el año pasado, habilita ese objetivo de corto plazo y a priori las condiciones de crecimiento del mercado automotriz en Brasil -7,5% para 2019- avalan dicha expectativa.

Por el lado de la producción primaria, **hay expectativas favorables sobre la próxima campaña triguera** dado que la superficie sembrada del cereal podría volver a su máximo nivel del pasado reciente. Además, los rendimientos por hectárea de la campaña 2018/2019 fueron inferiores a los de la campaña previa. Así, con un aumento esperado de la productividad por hectárea y más superficie implantada las perspectivas de producción de trigo podrían ascender a 22/23 millones de toneladas frente a las 19,5 toneladas de la campaña previa. Ello impactaría en el saldo exportable de uno de los principales productos de exportación a Brasil.

Si bien entre material de transporte terrestre y cereales representan más del 50% de los envíos a Brasil medidos en valor, **para la industria química y plástica la demanda brasilera tiene un valor más que relevante.** En ese sentido, las condiciones de demanda prevalecen sobre las de oferta en lo que refiere al potencial exportador de ambas industrias. Por ende, la vuelta a un crecimiento más cercano a la tasa de largo plazo en Brasil (+3,0%) es una condición necesaria, aunque insuficiente para profundizar el potencial exportador de dichas ramas manufactureras al principal socio comercial de la Argentina.

Como corolario de lo anterior, **Brasil sin dudas trajo peores noticias en el arranque de año de lo que se preveía a fines de 2018.** No obstante, a pesar de que las expectativas de corto plazo no son buenas, **el impacto sobre las exportaciones parece haberse digerido en el primer trimestre del año,** y como consecuencia de las acciones de política pública y del impulso del sector primario por condiciones de oferta, la inserción de la producción local en Brasil podría crecer a lo largo de 2019.

Pero 2019 es sin dudas “el año de la reforma previsional”. El plan del gobierno brasilero no admite un escenario de “no ocurrencia” de ese evento, e incluso el influyente Ministro de Hacienda puso a disposición su renuncia en el pasado reciente como mecanismo de presión. La bancada “dialoguista” del parlamento parece dispuesta a dar el debate, pero hasta el momento hizo escasas sino nulas concesiones. La baja capacidad de articulación política del presidente y su equipo de gobierno genera alguna incertidumbre en los mercados que “todavía le tienen paciencia” a la nueva administración en Brasil.

No menos cierto es que dicha serie de desaciertos le valió al presidente Bolsonaro una fuerte caída en su imagen presidencial, que requiere de una economía más dinámica para volver a crecer porque las expectativas continúan en franco proceso de deterioro a medida que avanzan los meses y la recuperación no se siente en la calle y no se garantiza desde el plano político.

De cara al mediano plazo, Brasil retomaría la senda de crecimiento más compatible con su historia, y eso es sin dudas una buena noticia para la industria manufacturera argentina. No obstante, para **evitar la excesiva concentración de las exportaciones en pocas ramas industriales económicas, resta trabajar sobre la competitividad de numerosos sectores** y en ello será clave acompañar el ritmo de reformas estructurales que desande la economía brasilera.

El camino a la inserción internacional es sin dudas más desafiante que en el pasado reciente por la resistencia que presentan buena parte de las potencias occidentales. En ese marco, Argentina deberá salir de la Brasil dependencia sin desaprovechar las oportunidades que genera un vínculo comercial histórico y su cercanía geográfica y cultural a la principal economía de América Latina.

[Volver al índice](#)

www.abeceb.com