



martes 24 de abril de 2018

Nº 243

Apoya el Informe Macroeconómico



Panorama Económico	1
• ACTIVIDAD ECONÓMICA: la actividad no cede, pese a tarifas y dólar	1
• PRECIOS: la inflación se acelera de la mano de las tarifas y el dólar	3
• EMPLEO: previo a las paritarias, cae el poder adquisitivo del salario	3
• POLÍTICA FISCAL: Sigue bajando el rojo primario	4
• SECTOR EXTERNO: El BCRA intervino y puso techo al dólar	5
• PERSPECTIVAS: inflación elevada en abril y dólar estable	6
MONITOR MACROECONÓMICO	7

Informe Macroeconómico

Publicación de distribución mensual, destinada al Movimiento CREA.

Coordinación del informe

Laura Pederiva
Miguel Fusco

Economista a Cargo

Santiago Giraud

Visite nuestra página Web
www.crea.org.ar

Elaborado el Área Economía, Unidad I+D. AACREA, sobre la base de datos e informes publicados por INDEC, Ministerio de Economía, BCRA, FMI, Banco Mundial y otras fuentes oficiales y no oficiales.

economia@crea.org.ar

Sarmiento 1236 5to. piso (C1041AAZ)
Buenos Aires - Argentina.
Tel. (54-11) 4382-2076/79

Acceda a nuestro servicio gratuito de

Base de datos: **AGROSERIES ONLINE**

Acerca de AACREA

Es una Asociación civil sin fines de lucro originada por el Arq. Pablo Hary en 1957 y fundada en 1960. Integrada y dirigida por productores agropecuarios, su objetivo es promover el desarrollo integral del empresario agropecuario para lograr empresas económicamente rentables y sustentables en el tiempo, probando tecnología y transfiriéndola al medio para contribuir con el sector y el país.

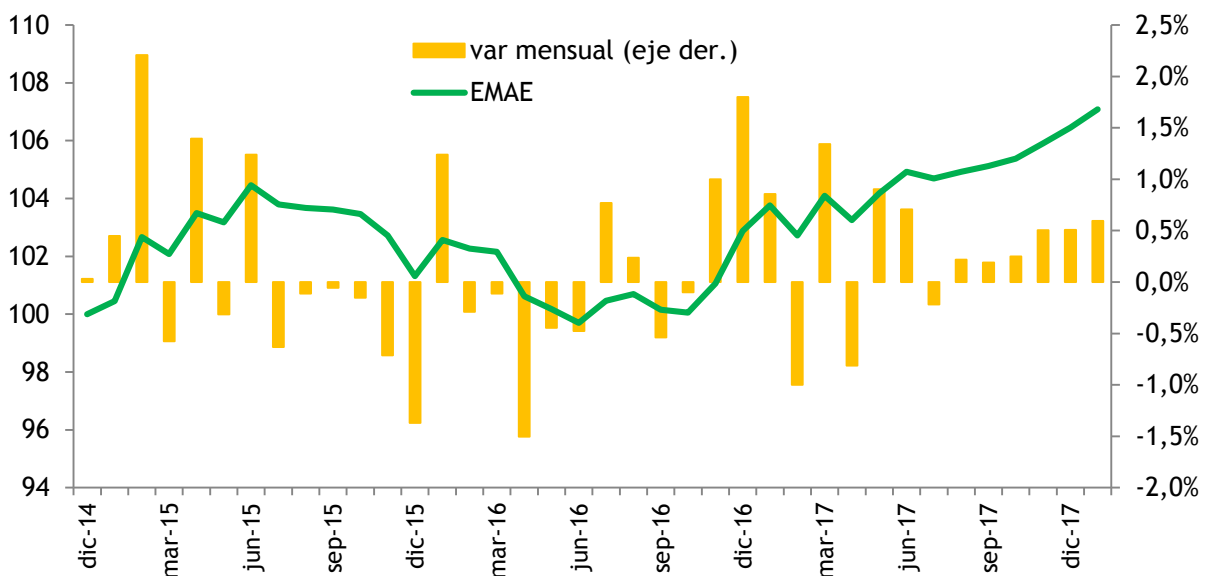


Panorama Económico

- **ACTIVIDAD ECONÓMICA:** la actividad no cede, pese a tarifas y dólar

A pesar de la aceleración de la inflación que siguió al aumento de las tarifas y de la cotización del dólar, los últimos datos disponibles muestran que la economía continúa expandiéndose. En efecto, el estimador mensual de actividad (EMAE), elaborado por el INDEC, que busca captar la dinámica de la economía, creció 0,6% mensual en enero, incluso registrándose una leve aceleración respecto a diciembre (0,5% mensual). Así, el EMAE registro su sexto mes de crecimiento consecutivo.

EMAE dic-14 = 100 y variación mensual



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC y O. J. Ferreres y Asoc.

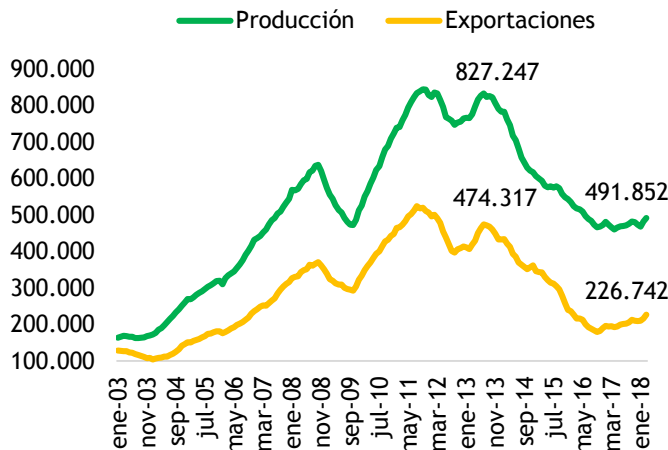
Más aún, los indicadores adelantados¹ disponibles sugieren que el crecimiento se sostuvo en los meses subsiguientes. Puntualmente, la construcción, captada a través del ISAC, trepó 16,6% interanual en el febrero, mientras que el aumento de los despachos de cemento de 6,4% interanual permite anticipar que la construcción se mantuvo al alza en el tercer mes del año. En ese sentido, el menor ritmo de crecimiento interanual quizás se deba a que se compara contra meses de 2017 en los que el sector tenía subas importantes, siendo que los despachos de cemento se habían expandido 15,3% interanual en marzo de 2017.

Por su parte, la industria creció 5,3% interanual en febrero, apuntalada especialmente por el incremento en la fabricación de automotores (61,3% interanual) y por las industrias de base, especialmente la producción de acero que tuvo un alza de 36,8% interanual. El comportamiento de la industria automotriz se explicó por el fuerte repunte de las exportaciones (48,8% interanual en febrero y 58,2% interanual en marzo), impulsado por la

¹ Los indicadores adelantados tienen la ventaja de publicarse más rápido que el EMAE o el PBI, aunque son menos amplios.



recuperación de la economía brasilera que fue el destino del 70,2% de los despachos en **Industria automotriz, prod. y expo. - en unid. acum. 12 m.**



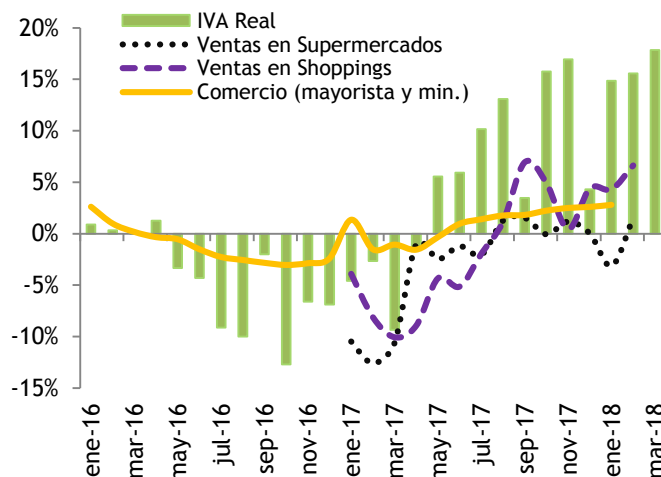
Fuente: Movimiento CREA sobre la base de ADEFA.

2018. Es importante destacar que las exportaciones de autos, medidas en unidades, fueron en 2017 menos de la mitad (43%) de las observadas en 2013 previo a la crisis brasilera. Es decir, si Brasil confirmase su sendero de crecimiento, existe un amplio margen de recuperación para la industria automotriz.

Mientras tanto, el consumo sigue siendo la parte relativamente más débil de la economía con diferencias entre indicadores que sugieren que

el crecimiento no es parejo en todos los sectores. En efecto, como puede verse en el gráfico, las ventas en supermercados desde 2017 muestran caídas un crecimiento magro. De manera contraria las ventas en shoppings desde julio de 2017 muestran una tendencia al crecimiento. Una posible explicación de la divergencia es que los segmentos de mayores ventas son indumentaria y electrónica, ambos beneficiados por mayor apertura importadora y de mayor presencia en shoppings. La actividad comercial en general, incluyendo tramo mayorista y minorista, muestra un desempeño intermedio entre las ventas de shoppings y supermercados. Por su parte, la recaudación de IVA, correlacionada al desempeño del consumo, continúa creciendo fuertemente en términos reales².

Indicadores de Consumo - variación interanual



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC y AFIP.

En conclusión, la economía continuó creciendo en el primer mes del año y los indicadores disponibles sugieren que este comportamiento se sostuvo durante febrero, incluso a pesar de la aceleración de la inflación que siguió a la devaluación y al aumento de tarifas. Si bien habrá que observar si esto se mantiene en los próximos meses, este comportamiento probablemente pueda atribuirse parcialmente a que tanto la construcción como la industria se ven impulsados por

factores que no dependen plenamente del poder adquisitivo local (Brasil y crédito hipotecario).

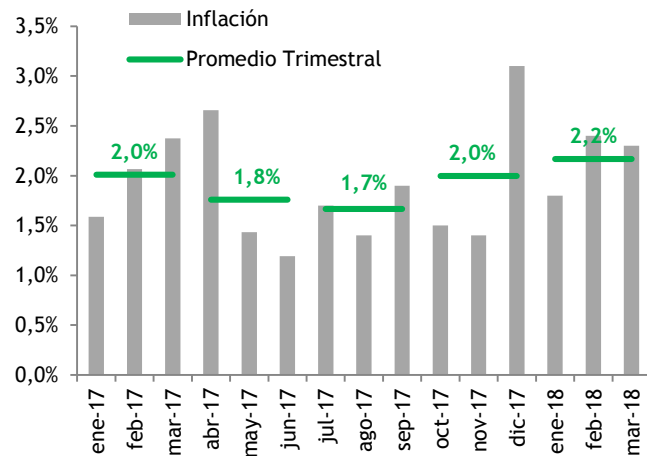
² El crecimiento en términos reales implica que una variable crece por encima de la inflación.



● **PRECIOS:** la inflación se acelera de la mano de las tarifas y el dólar

Los precios minoristas treparon 2,3% mensual en marzo, marcando su segundo mes consecutivo por encima del 2%. A su vez, los primeros tres meses de 2018 fueron el segundo trimestre consecutivo de aumento en la tasa de inflación mensual promedio. Al incremento del dólar (15,9% desde inicios de diciembre), se sumó el de las tarifas de los servicios públicos (19,1% en igual período), explicando en parte la dinámica observada. Más en detalle, las

Inflación - variación mensual



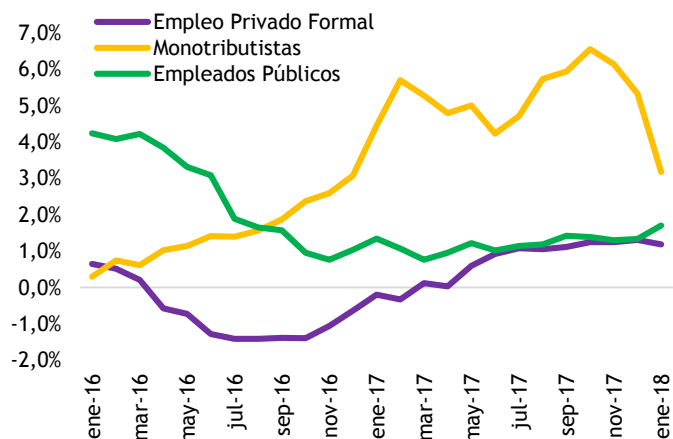
Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC.

tarifas dieron cuenta de 2,2 puntos de los 6,8 puntos de inflación acumulados en el primer trimestre. Para abril, se esperan registros similares a los de febrero y marzo dada la continuidad de los aumentos tarifarios (subte, trenes y colectivos). Sólo a partir de mayo comenzarían a moderarse los registros mensuales.

● **EMPLEO:** previo a las paritarias, cae el poder adquisitivo del salario

En enero, el poder adquisitivo del salario privado formal registro su segunda retracción consecutiva en el marco de la aceleración de la inflación. En efecto, la baja fue de 0,9% interanual y probablemente se reitere en los próximos meses hasta que comiencen a entrar en vigencia las paritarias.

Empleo por Modalidad - var. interanual



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de Min de Trabajo.

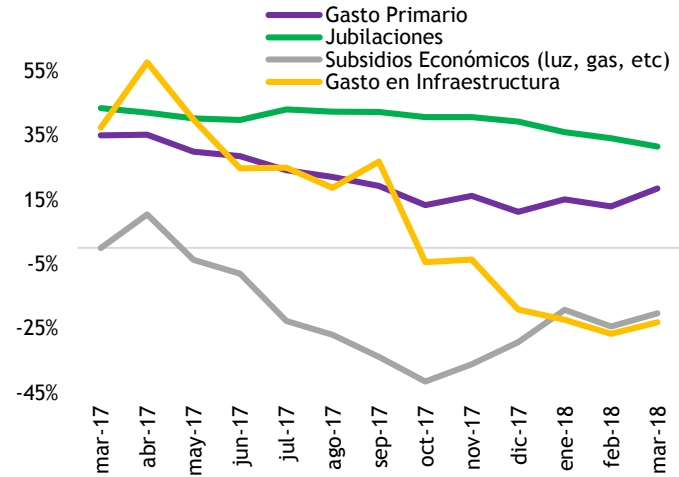
Mientras tanto el empleo continúa creciendo, aunque se observa un alza mayor en modalidades de contratación que sugieren trabajos de calidad relativamente baja. Puntualmente, el empleo privado formal subió 1,2% interanual en enero, frente a una suba de 3,2% interanual de los monotributistas y de 1,7% interanual en los asalariados públicos. Con todo, independientemente de esta observación, lo cierto es que el crecimiento del empleo permitió bajar el desempleo, que alcanzó al 7,2% de la población activa en el cuarto trimestre de 2017 (7,6% en igual período de 2016), ello además en un contexto en que mayor cantidad de personas participa del mercado laboral.



• **POLÍTICA FISCAL:** Sigue bajando el rojo primario

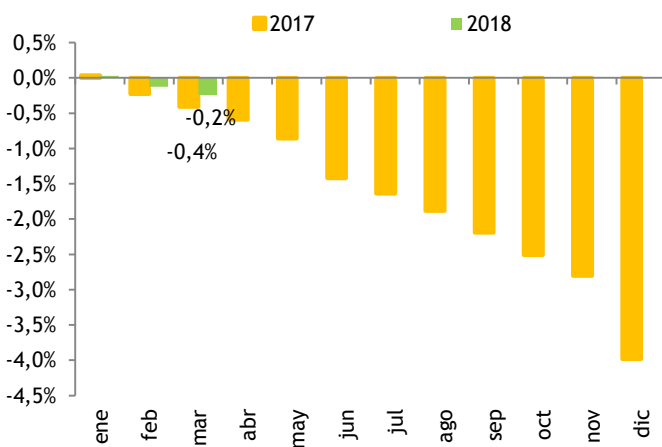
En el primer trimestre del año, al igual que en 2017, continuó reduciéndose el déficit primario, mientras que el déficit financiero³ continuó estable. En particular, el déficit primario alcanzó 0,2% del PBI en el primer trimestre de 2018, marcando una mejora respecto al 0,4% del PBI de 2017 que además incluía ingresos del blanqueo. Sin embargo, debido al crecimiento de 106,6% interanual en los pagos de intereses, el déficit financiero no varió y fue de 0,7% del PBI tanto en el primer trimestre de 2017 como de 2018. De todas formas, la manera en la que se distribuyen los intereses a lo largo del año y algunos factores puntuales que incidieron en la dinámica de los servicios de la deuda en el arranque del año, llevan a pensar que el rojo financiero se reduciría en los próximos meses.

Gasto Público - var. interanual, prom. mov. 3 m.



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de Min de Hacienda.

Déficit acumulado a cada mes - % del PBI



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de Min de Hacienda.

Esta dinámica fue producto del buen desempeño de la recaudación en general, que creció 18,2% interanual (27,5% interanual neto de los ingresos del blanqueo en 2017) en el primer trimestre. Mientras tanto, el gasto primario aumentó 16,2% interanual, anclado especialmente por el comportamiento de los subsidios a las tarifas de los servicios públicos, que se retrajeron 20,3%

interanual. Además de los subsidios, destacó la baja en el dinero destinado a obras de infraestructura (23,1% interanual) y la moderación del pago de jubilaciones a partir del cambio en la fórmula. En efecto, en marzo el gasto en jubilaciones se incrementó “sólo” 29,2% interanual, frente a una suba de 40,9% interanual en 2017. Por su parte, la baja en el gasto en infraestructura reflejaría la apuesta por los programas de participación público privada (PPP) que aún no ganan dinamismo.

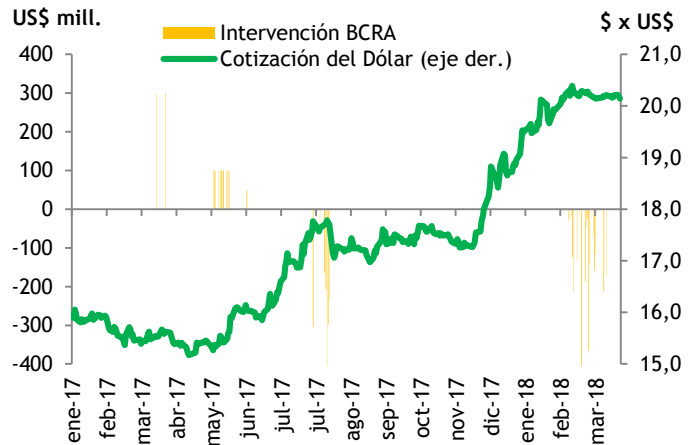
³ La diferencia entre el déficit primario y el déficit financiero, es que el déficit financiero contempla el pago de intereses.



• **SECTOR EXTERNO:** El BCRA intervino y puso techo al dólar

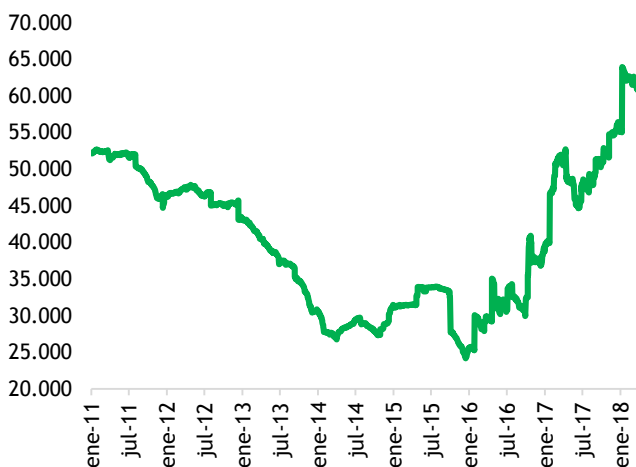
La noticia más relevante del sector externo en los últimos meses fue sin duda el aumento de la cotización del dólar, que pasó de 17,38 \$ x US\$ a 20,19 \$ x US\$ en la actualidad. Como puede verse en el gráfico, desde que inició la suba en la cotización del dólar el 12 de diciembre hasta el 5 de marzo, el BCRA no intervino en el mercado de cambios (barras hacia arriba indican compras de divisas, poniéndole un piso al dólar y barras para abajo indican venta de divisas poniéndole un techo al dólar). Sin embargo, a partir de esta última fecha se aprecia que la autoridad monetaria intervino de manera consistente para mantener a la divisa norteamericana en

Tipo de Cambio e Intervención - \$ x US\$ y US\$ mill.



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

Reservas - US\$ mill.



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

torno a los 20,3 \$ x US\$ (precio mayorista). En su último comunicado de política monetaria, el BCRA justificó la intervención dado que “(...) una depreciación mayor a la ya ocurrida no estaría justificada ni por impactos económicos reales ni por el curso planeado de su política monetaria y que, de no evitarse, tendría el potencial de ralentizar el proceso de desinflación”. En ese mismo comunicado, el BCRA también

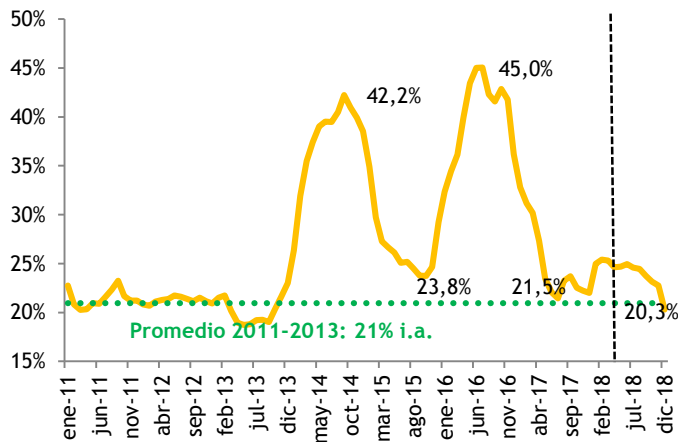
detalla que “el nivel relativamente elevado del tipo de cambio real y la propia acción del BCRA llevan a no prever, en los próximos meses, depreciaciones significativas del peso” por lo que se entiende que si la presión devaluatoria continuase, el BCRA sostendrá su intervención.

El tiempo que el BCRA puede sostener la intervención viene dado por el monto de las reservas internacionales, que es de donde provienen los dólares para vender en el mercado. En ese sentido, como puede verse en el gráfico, las reservas bajaron US\$231 mill. (-0,4%) desde inicios de la intervención, lo que lleva a pensar que esta puede sostenerse a corto / mediano plazo si el BCRA tiene la voluntad de hacerlo.



• **PERSPECTIVAS:** inflación elevada en abril y dólar estable

Inflación - variación interanual



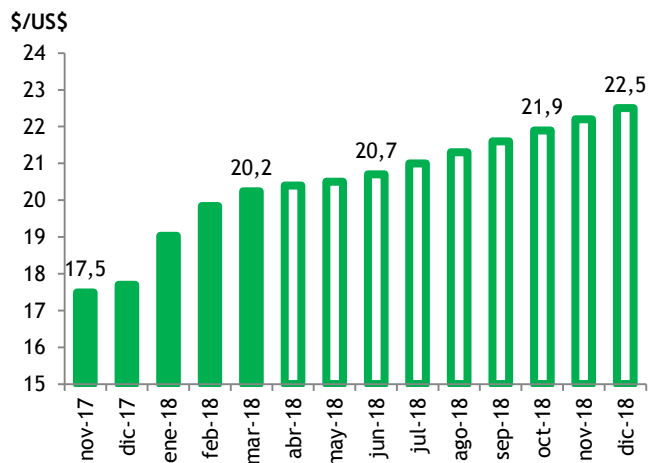
Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA, INDEC y otros.

A continuación se analizan las perspectivas para la inflación y dólar, a partir del relevamiento de expectativas de mercado (REM)⁴ que realiza el BCRA.

Respecto a la inflación, los participantes del REM estiman que abril nuevamente mostrará un registro elevado (2,1% mensual). Recién a partir de mayo se espera que aminore el ritmo inflacionario. Vale decir, si se verificara el registro de 2,1%

mensual en abril, la inflación acumularía 8,9% en los primeros 4 meses del año, un 59% de la meta de 15% a la que se apunta en 2018. Más allá de la estimación de abril, los participantes del REM esperan una inflación de 20,3% anual en 2018, cifra que ha ido ajustando al alza dado que en diciembre se estimaba un registro de 17,4% para 2018. Si se verificaran estas proyecciones, ello representaría una desaceleración de la inflación respecto al 24,7% anual observado en 2017 en un contexto de ajuste tarifario y cambiario. Cabe señalar que las proyecciones del REM llevan implícita una inflación de alrededor de 1% mensual para el último trimestre del año, lo cual no parece sencillo de lograr.

Tipo de Cambio - \$ x US\$



Fuente: Movimiento CREA sobre la base de BCRA.

Respecto a la cotización del dólar, los participantes del REM creen que la cotización permanecerá relativamente estable hasta fin de año, quizás porque estiman que la actual intervención del BCRA será exitosa. En efecto, el dólar valdría en diciembre 22,5 \$ x US\$ (mayorista), un incremento de alrededor de 11% respecto a los niveles actuales. Así, la divisa norteamericana cerraría el año con un incremento de 27,1% en relación a los niveles de diciembre de 2017.

⁴ Vale recordar que el REM es una encuesta en la que el BCRA pregunta a distintas consultoras, bancos y otros organismos que realizan pronósticos económicos, cual es la expectativa que tienen sobre la evolución de distintas variables. Luego, la autoridad monetaria publica mensualmente el promedio (y otras métricas) de esas respuestas en un reporte disponible públicamente.



MONITOR MACROECONÓMICO

VARIABLES MENSUALES

Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Mensual	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	EMAE	0,6%	4,1%	4,1%	ene-18	Pesos Constantes
	Agro	EMAE -Sector Agropecuario	-	8,2%	8,2%	ene-18	Pesos Constantes
	Construcción	ISAC	-	16,6%	17,9%	feb-18	Índice de Cantidades
	Construcción	Despachos de Cemento (Portland)	17,8%	6,2%	13,2%	mar-18	Toneladas
	Industria	EMI	-	5,3%	3,9%	feb-18	Índice de Cantidades
	Industria	Producción de Autos	27,0%	25,2%	20,0%	mar-18	Unidades
	Consumo	Ventas en Supermercados	-	1,5%	-0,9%	feb-18	Pesos Constantes
	Consumo	EMAE - Consumo (inc. Mayorista)	-	5,5%	5,5%	ene-18	Pesos Constantes
	Consumo	IVA Real	-	17,8%	16,0%	mar-18	Pesos Constantes
	Consumo	Confianza del Consumidor	0,0%	7,0%	5,3%	mar-18	Índice
Empleo y Salarios	Nivel General	Empleo Privado Formal	-0,1%	1,2%	1,2%	ene-18	Miles de Trabajadores
	Agro	Sector Agropecuario	1,3%	0,6%	0,6%	ene-18	Miles de Trabajadores
	S. Pub.	Empleo Público Formal	-1,0%	-1,0%	1,7%	ene-18	Miles de Trabajadores
	Nivel General	Salario Privado Formal	-	-0,9%	-0,9%	ene-18	Pesos Constantes
Exportaciones	Nivel General	Exportaciones Totales	-	10,1%	10,7%	feb-18	Millones de Dólares
	Nivel General	Productos Primarios	-	13,8%	12,7%	feb-18	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Agrop.	-	-0,4%	-5,0%	feb-18	Millones de Dólares
	Nivel General	Manufacturas de Origen Ind.	-	9,1%	19,2%	feb-18	Millones de Dólares
	Minería / Petróleo	Combustibles y Energía	-	83,6%	78,3%	feb-18	Millones de Dólares
Importaciones	Nivel General	Importaciones Totales	-	26,3%	29,3%	feb-18	Millones de Dólares
	Inversión	Bienes de Capital	-	7,3%	18,3%	feb-18	Millones de Dólares
	Consumo	Bienes de Consumo	-	23,3%	26,3%	feb-18	Millones de Dólares
Precios		IPC Nacional	2,3%	25,3%	6,6%	mar-18	Índice de Precios
Monetarias y Financieras		Dólar Mayorista	2,0%	30,4%	25,7%	mar-18	Pesos por Dólar
		Índice Merval	-0,3%	65,5%	69,4%	mar-18	Puntos Básicos
		Reservas	-0,8%	20,1%	31,2%	mar-18	Millones de Dólares
		Prestamos en Pesos	0,1%	18,5%	17,3%	mar-18	Pesos Constantes
		Prestamos en Dólares (S Privado)	1,0%	57,6%	31,0%	mar-18	Millones de Dólares
Fiscales		Gasto Primario	-	17,6%	18,5%	mar-18	Pesos Corrientes
		Subsidios Económicos	-	-23,8%	-20,3%	mar-18	Pesos Corrientes
		Gasto Social	-	29,6%	30,5%	mar-18	Pesos Corrientes
		Gasto en Infraestructura	-	-14,6%	-23,1%	mar-18	Pesos Corrientes
		Recaudación	-	10,1%	18,2%	mar-18	Pesos Corrientes
		IVA Neto de Reintegros	-	52,6%	47,9%	mar-18	Pesos Corrientes
		Ganancias	-	11,7%	-0,4%	mar-18	Pesos Corrientes
		Seguridad Social	-	27,5%	28,6%	mar-18	Pesos Corrientes

VARIABLES TRIMESTRALES

Categoría / Sector	Indicador	Variación Porcentual			Fecha	Unidad	
		Trimestral	Interanual	Acum. Año			
Actividad	Nivel General	PBI	1,0%	3,9%	3,2%	IV-17	Pesos Constantes
	Agro	PBI - Agro	-	3,8%	4,9%	IV-17	Pesos Constantes
	Consumo	PBI - Consumo	1,3%	4,8%	2,7%	IV-17	Pesos Constantes
	Inversión	PBI - Inversión	7,4%	20,7%	5,6%	IV-17	Pesos Constantes
	Agro	Venta de Cosechadoras	36,5%	4,4%	36,5%	IV-17	Unidades
	Agro	Venta de Tractores	45,3%	32,8%	45,3%	IV-17	Unidades
	Agro	Venta de Sembradoras	9,8%	-5,6%	9,8%	IV-17	Unidades
	Agro	Venta de Implementos	18,7%	3,3%	18,7%	IV-17	Unidades

Fuente: Movimiento CREA sobre la base de INDEC, Min. de Trabajo, BCRA, Min. de Hacienda y otros.