

# Mirando al mundo

Sin viento de frente, tampoco de cola

## Informe Mensual N° 117

7 de marzo de 2019

### En pocas palabras

- Independientemente del errado diagnóstico del Gobierno actual a inicios de 2016 y de las inconsistencias entre las distintas áreas de política económica, la crisis del 2018 tuvo su puntapié inicial en un contexto internacional más adverso. Nos parece propicio analizar el contexto internacional en 'el año de las exportaciones' para centrar el plan del Gobierno en el marco externo.
- El crecimiento de Brasil gracias a la promesa de reformas estructurales que impulsaron la confianza de empresas y consumidores, sumado a un tipo de cambio BRL/USD que se mantiene estable hacen que nuestro principal socio juegue a nuestro favor. Por otro lado, el resto de los países de la región, más allá de una dinámica despereja entre ellos, no tiene problemas de financiamiento que puedan contagiarnos.
- En Estados Unidos una política fiscal expansiva y una política monetaria neutral con un sesgo cada vez más laxo podría impulsar el ciclo más largo de crecimiento del país en los últimos 50 años. La zona euro no deslumbrará en términos de crecimiento.
- China se presenta como uno de los riesgos en 2019, pero creemos que el aterrizaje suave para su economía es posible. A pesar de la desaceleración del crecimiento de la segunda economía más grande, su tasa de crecimiento duplicará la tasa mundial. Por otro lado, aún cuentan con herramientas de políticas crediticias y de políticas de encajes para hacer frente a una caída de la actividad más acelerada de la deseada.
- El año de las exportaciones se da en un contexto de crecimiento del comercio internacional esperado del 4%, muy superior al 3% visto post crisis *subprime*. Creemos que podrá ser posible alcanzar el monto de exportaciones por US\$ 74.000 M contemplado en el Presupuesto 2019, pero será más bien por el contexto internacional que por las políticas adoptadas internamente para cerrar el bache fiscal. Del lado financiero no hay grandes amenazas una vez que la FED ha decidido suavizar su programa de retiro de estímulos.

**Guido Lorenzo**

Director Ejecutivo  
g.lorenzo@lcgsa.com.ar

**Melisa Sala**

Economista senior  
m.sala@lcgsa.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA  
(+5411) 4862 8992  
info@lcgsa.com.ar

www.lcgsa.com.ar  
@lcgmedia

Comte de Lautréamont sentenció que “no hay nada menos extraño que las contradicciones que se descubren en el hombre”. Misma lógica parece aplicar a nivel agregado. Argentina está llena de contradicciones, quizás la más curiosa para la coyuntura sea que mediante el decreto 1177 se dispuso declarar al año 2019 como el año de las exportaciones estampando en cada documentación oficial esa leyenda. Mismo año donde empiezan a regir de lleno las retenciones a las exportaciones y la quita parcial de los reintegros. El único aliciente para fomentar las exportaciones parece haber sido el de la mejora de la competitividad a partir del salto devaluatorio, pero corridos 5 meses la inflación erosionó 17% de ese ‘beneficio’. Al mismo tiempo, pensamos que esta decisión de querer exportar más simplemente depende de nosotros. Quizás la idea de vivir con lo nuestro hizo que olvidemos mirar el contexto en cual está inserto nuestro país.

Independientemente del errado diagnóstico del Gobierno actual a inicios de 2016 y de las inconsistencias entre las distintas áreas de política económica, la crisis del 2018 tuvo su puntapié inicial en un contexto internacional más adverso. La mayor desconfianza en los países emergentes en un mundo donde la FED estaba empezando a retirar liquidez de los mercados y subía las tasas de interés generaron una reversión de flujo de capitales que el BCRA malinterpretó como una suba transitoria del tipo de cambio. Se deterioraron aún más los *fundamentals* y se cerró el crédito para nuestro país. En una economía abierta e integrada como pretende ser Argentina, la posibilidad de estos shocks siempre existe. Las políticas macro prudenciales pueden morigerarlos, pero nunca se debe soslayar el contexto financiero internacional. Y menos aun cuando Argentina es un país de los denominados ‘*high beta*’, es decir cuando hay un mal panorama internacional, las vulnerabilidades internas amplifican los shocks.

En este reporte repasaremos los principales canales por los cuales el contexto internacional puede influir en nuestra economía, y al final del informe presentamos nuestro índice de condiciones externas (ICE) donde se puede observar que no hay elementos suficientes para advertir que en 2019 soplarán vientos de cola, pero de todas formas el mundo no nos debería jugar una mala pasada.

El crecimiento de Brasil gracias a la promesa de reformas estructurales que impulsaron la confianza de empresas y consumidores en Brasil sumado a un tipo de cambio BRL/USD que se mantiene estable hacen que nuestro principal socio juegue a nuestro favor. Por otro lado, el resto de los países de la región, más allá de una dinámica despareja entre ellos, no tiene problemas de financiamiento que puedan contagiarnos.

En Estados Unidos una política fiscal expansiva sumado a una política monetaria neutral con un sesgo cada vez más laxo podría impulsar el ciclo más largo de crecimiento del país en los últimos 50 años. La zona euro no deslumbrará en términos de crecimiento. Los países que componen la unión monetaria están atrapados en discusiones estructurales, pero no parecen traer malas noticias más allá de un crecimiento magro que podría ralentizar el comercio internacional.

China se presenta como uno de los riesgos en 2019, pero creemos que el aterrizaje suave para su economía es posible. A pesar de la desaceleración del crecimiento de la segunda economía más grande, su tasa de crecimiento duplicará la

tasa mundial. Por otro lado, aún cuentan con herramientas de políticas crediticias y de políticas de encajes para hacer frente a una caída de la actividad más acelerada de la deseada.

No vemos que pueda existir otro caso como el efecto de Turquía en 2018. Sin embargo, repasamos los países con déficits crónicos de cuenta corriente para identificar posibles riesgos. Entre estos países aparece Egipto, Marruecos y Pakistán como economías a las cuales poner un foco de atención.

El año de las exportaciones se da en un contexto de crecimiento del comercio internacional esperado del 4%, muy superior al 3% visto post crisis *subprime*. Creemos que podrá ser posible alcanzar el monto de exportaciones por US\$ 74.000 M contemplado en el Presupuesto 2019, pero será más bien por el contexto internacional que por las políticas adoptadas internamente para cerrar el bache fiscal. Del lado financiero no hay grandes amenazas una vez que la FED ha decidido suavizar su programa de retiro de estímulos y el BCE no se desmarcará de esa estrategia. De hecho, la autoridad monetaria de la zona euro inyectará liquidez a partir de septiembre y se prolongarán hasta el 2021. Al mismo, y en la misma tónica que la FED, decidió postergar la suba de tasas hasta fines del 2020.

Las contradicciones no son sólo argentinas, Estados Unidos impulsa la guerra comercial con China e impuso aranceles para protegerse de las exportaciones de este último. La respuesta de China fue la de imponer trabajas a las importaciones de sojas estadounidenses<sup>1</sup>. Así y todo, para Estados Unidos las medidas arancelarias con sesgo proteccionista no tuvieron efecto en 2018 y el déficit comercial de Estados Unidos con China fue de US\$ 460.000 M, casi 10% superior al del año anterior. En total, tuvo un déficit de US\$ 700.000 M, el máximo valor de los últimos 10 años. Esta guerra comercial entre Estados Unidos y China amenaza en forma persistente la estabilidad internacional. Sin embargo, creemos que será un año de tensión, pero sin grandes efectos en la economía real.

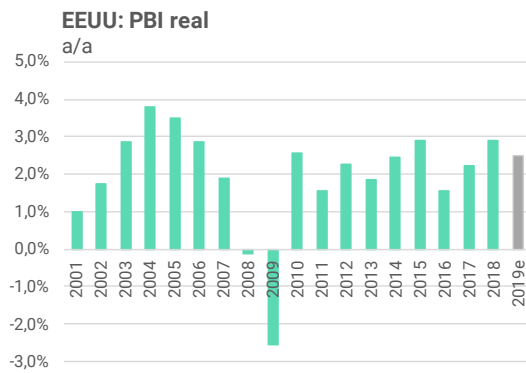
---

<sup>1</sup> De hecho, las exportaciones de soja de EEUU a China cayeron 20% en 2018.

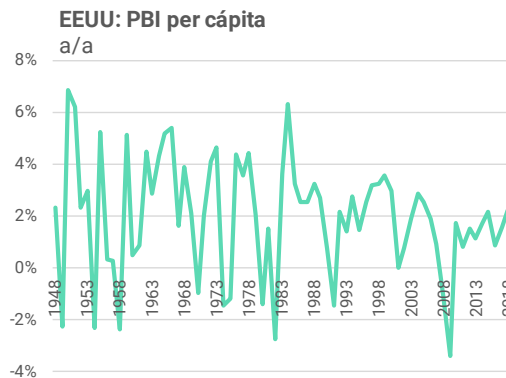
## Estados Unidos

### Imparable

Estados Unidos está por cumplir 10 años de crecimiento continuo. En términos per cápita se trata del período más largo en los últimos 50 años. **Este proceso ininterrumpido comenzó a generar dudas acerca de sí la economía americana podría estar encontrando un límite.**



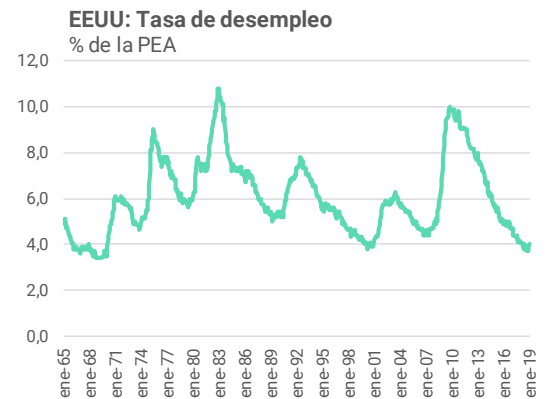
Fuente: LCG en base a BEA



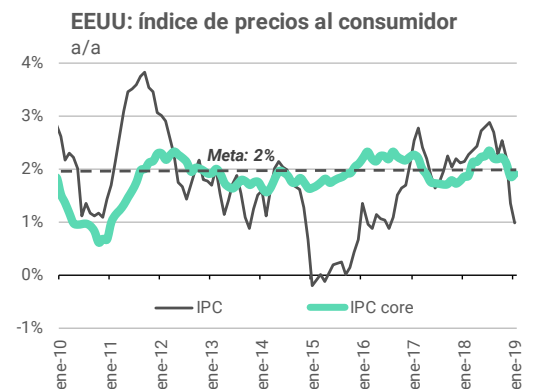
Fuente: LCG en base a BEA

Actualmente el país del norte tiene una tasa de desempleo de 4%, valor que en los últimos 50 años sólo se alcanzó en los años que precedieron a la crisis de las punto com. La tasa de inflación apenas llega al 2,4% y las tasas de inflación implícita en los títulos a 5 años no indican una aceleración por encima de dicho valor.

La política fiscal ha jugado un rol importante en esta expansión. Si bien la administración anterior había gobernado con déficit fiscal en todo el mandato, el mismo se había ido corrigiendo en los últimos años. En cambio, en la era Trump y más aún en este último año el déficit se profundizó y podría llegar a los US\$ 900.000 MM según el CBO<sup>3</sup>. De hecho, ese efecto ya se ve en el primer trimestre donde los gastos crecen por encima de los ingresos con un claro sesgo expansivo.



Fuente: LCG en base a BLS

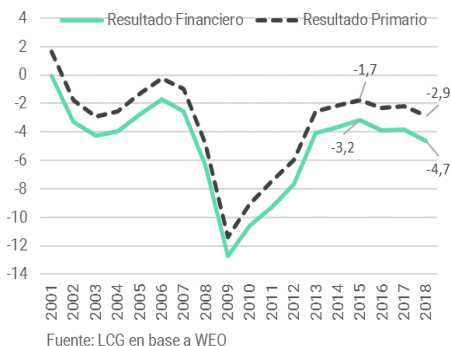


Fuente: LCG en base a BLS

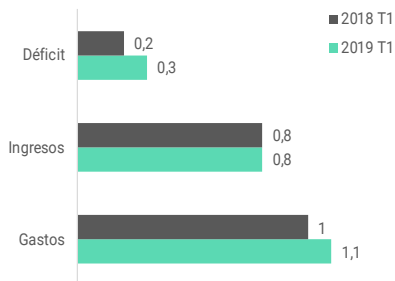
<sup>3</sup> Congressional Budget Office

## EEUU: Resultado fiscal

En % PBI



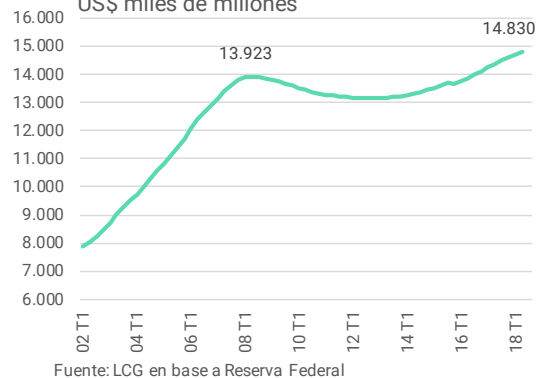
## EEUU: Cuentas Fiscales del Gobierno Federal. US\$ MM



**El déficit fiscal crónico de Estados Unidos ha generado que la deuda del Tesoro alcance los US\$ 22 Trillones.** Los cruces entre D. Trump y J. Powell (presidente de la FED) obedecen a que cada vez que este último decide una suba de la tasa de interés, el Tesoro debe incrementar el gasto para afrontar el pago de intereses del monto creciente de endeudamiento. Sin embargo, lo que más preocupa no es tanto el déficit fiscal sino **la deuda de los hogares y corporativos que se encuentra en un nivel más elevado que el previo a la crisis subprime, US\$ 14.930 MM.** La mayoría son préstamos hipotecarios (70% del total).

## EEUU: Deuda hogares

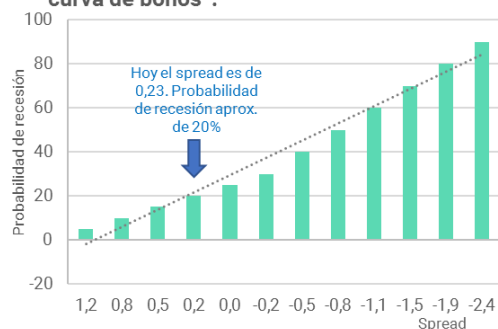
US\$ miles de millones

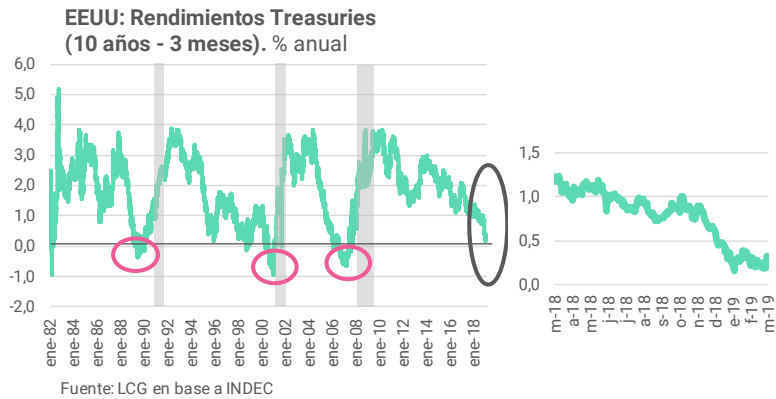


**Para los años siguientes se espera que el déficit fiscal se siga profundizando (superaría US\$ 1 trillón para el 2022), como consecuencia de recorte de impuestos y una suba del gasto.** Esto seguirá elevando la deuda y ya hay quienes sostienen que el gobierno debería comenzar a poner atención en su sostenibilidad. No obstante, esto no representa un verdadero problema mientras el resto de los bancos centrales continúe eligiendo acumular títulos o moneda estadounidense.

El índice de confianza del consumidor de la Universidad de Michigan indica que las expectativas se mantienen estables y positivas. Son más los economistas que empiezan a ver signos de debilidad. Por ejemplo, **la curva de rendimientos se sigue aplanando y eso es señal histórica de posible recesión.** El actual gap entre títulos a 10 años y a 3 meses es de apenas 23 pb y eso indicaría una probabilidad de recesión de 20%.

## Probabilidad de recesión vs. Spread curva de bonos\*.



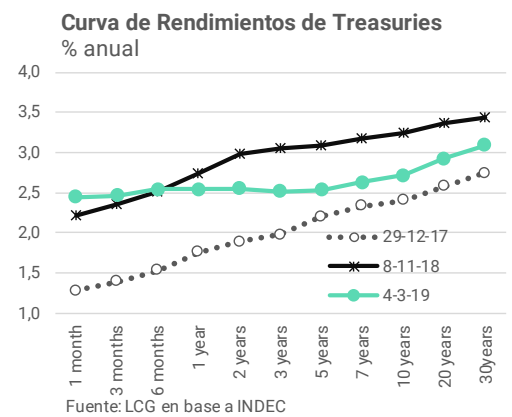


## Esta vez es distinto (?)

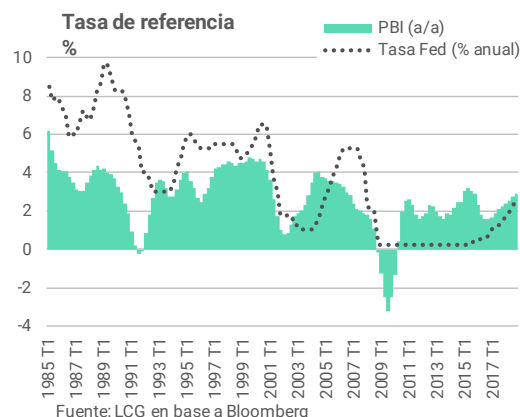
A diferencia de recesiones anteriores precedidas por un aplanamiento de la curva, principalmente las tasas de corto son las que se elevan y le dan esa forma. **En esta oportunidad llama la atención que, a pesar de descontar déficits fiscales futuros más elevados, las tasas largas estén reaccionando a la baja. Una posible explicación podría ser que la FED se está mostrando mucho más 'dovish' de lo que fue a fin del año anterior.**

Incluso algunos analistas consideran que el sesgo contractivo de diciembre podría haber sido una interferencia innecesaria en un mercado donde sólo había buenas noticias y que ahora el FED está intentando recomponer ese 'error'.

De cualquier manera, en nuestra opinión no hay que perder el foco de qué sucede con el *quantitative tightening* que emprendió el año pasado la FED, ahora con **anuncios que podrían pausar esta contracción monetaria y le imponen un freno al plan original de reducción de la hoja de balance.** El mundo sabe que la fiesta gira alrededor de una burbuja creada por la expansión de los pasivos de la FED, sin embargo, algunos otros sostienen que simplemente hubo un cambio en las tenencias de portafolio, y que sólo la FED tiene títulos del Tesoro cuando habitualmente los tenía el sector privado que ahora tiene mayor preferencia por la liquidez.



**La política fiscal expansiva y una política monetaria neutra impulsarán la actividad.** No creemos que exista riesgo de una crisis en Estados Unidos, por el contrario, esperamos que siga sosteniendo su ritmo de crecimiento. El desafío quizás será lograr recomponer la confianza del sector privado para que no sea sólo el déficit fiscal el impulsor de la demanda agregada.



## EEUU: Macro Fundamentals

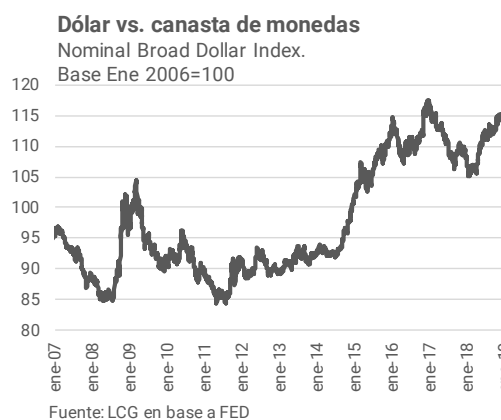
	2016	2017	2018	2019	2020
PBI real, a/a	1,6%	2,2%	2,9%	2,5%	1,8%
Inflación, a/a dic	2,2%	2,2%	2,1%	2,3%	2,2%
Desempleo, %	4,9%	4,4%	3,8%	3,5%	3,4%
Cuenta Corriente, % PBI	-2,3%	-2,3%	-2,5%	-3,0%	-3,2%
Rdo. Fiscal, % PBI	-3,9%	-3,8%	-4,7%	-5,0%	-4,8%
Deuda pública, % PBI	106,8%	105,2%	106,1%	107,8%	110,0%

Fuente: LCG en base a WEO.

## Impacto en nuestro país

**Argentina necesita de este contexto de 'easy money'.** Un estrés en las condiciones financieras internacionales podría generar una nueva reversión de flujos de la región. Argentina actualmente mostrará números más sanos y a pesar de que la historia nos penaliza, si el plan del FMI sigue siendo aplicado y funciona, nuevamente seremos un país de moda entre los emergentes. Por otro lado, **el crecimiento sostenido de la actividad de Estados Unidos no pondrá trabas en la expansión del comercio internacional y eso siempre es una buena noticia.**

Aún persiste la duda acerca de la fortaleza del dólar. **Creemos que no será el año donde el DXY tenga un recorrido alcista, más bien por el contrario. Esto da buenas perspectivas respecto a los precios de los commodities, clave para Argentina potencie las ganancias del comercio internacional.**



## China

### ¿Aterrizaje suave o fuerte contracción?

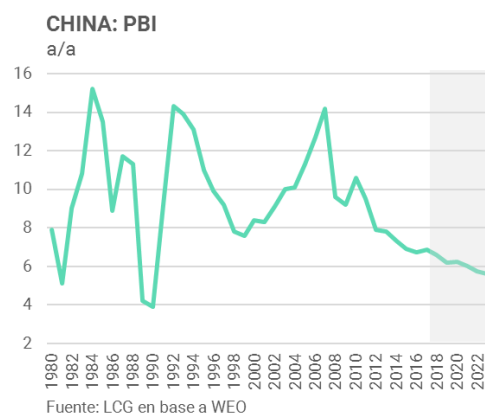
El año del cerdo comenzó débil en China. Las ventas minoristas crecieron 'apenas' 8,5% ia durante las celebraciones, valor que solía estar en los dos dígitos, al menos desde el año 2005. **La inflación aún sin recuperar y la demanda de importaciones desacelerando hacen pensar que el ciclo en China está ingresando a una fase de ralentización.**

**Aun así, lejos de estar preocupados por una recesión en China, creemos que estamos asistiendo a un aterrizaje suave de su economía.** En caso de ser exitoso no hay por qué temerle, dado que **el crecimiento esperado para este año es de 6,2% y para los próximos años el desempeño (aunque desacelerando) será superior al resto del mundo.** Por lo que la convergencia de China a las economías avanzadas continuará. De hecho, **en los últimos 10 años logró duplicar su PBI con una tasa de crecimiento promedio del 7,6%.**

Por otro lado, los mercados están respondiendo bien, el índice CSI300 subió por encima del 10% en lo que va del año. Esto demuestra que aún hay confianza en el futuro de su economía y que además los balances de las empresas han reportado buenos resultados.

Uno de los temores era el mercado inmobiliario, pero el mismo se ha estabilizado evitando una posible crisis que sistémica en su economía. **La política monetaria presenta un claro sesgo expansivo dirigida a sectores de la economía real.** Es por este motivo que conviven defaults de deuda con mayor crédito. Hasta el momento no se logra detectar una burbuja que pueda estar ocasionando problemas a futuro, pero hay que monitorear lo que haga el Banco Popular de China (PBOC).

**Actualmente la autoridad monetaria prefiere no hacer un recorte de las tasas de referencia,** a pesar incluso que saben que el *soft landing*





podría ser difícil de revertir en caso de que se transforme en una fuerte caída de la actividad. **Sin embargo, está actuando vía reducción de encajes a los bancos comerciales impulsando de esta manera el crédito.** Durante el 2018 hubo 5 de estos recortes y es esperable que haya 3 al menos en 2019.

**Estos estímulos monetarios se sumarían a la política de créditos agresivos (US\$ 480.000 M)** que emprendieron los bancos por indicación del PBOC. Estos créditos sin embargo están fluyendo hacia empresas que están respaldadas por el Estado y no exclusivamente privadas, quienes sufren de la restricción de crédito en un contexto donde las ventas caen en términos interanuales. Los datos de inflación de enero volvieron a ubicarse por debajo de lo esperado y ante un escenario de preocupación se espera una política fiscal de sesgo expansivo.

El Yuan ya se está apreciando (2,1% en 2019), por lo que algunos analistas sugieren que la mejor medida es la de reducir las tasas de referencia. Sin embargo, no parece ser el camino adoptado por la administración del país asiático.

#### CHINA: Macro Fundamentals

	2016	2017	2018	2019	2020
PBI real, a/a	6,7%	6,9%	6,6%	6,2%	6,2%
Inflación, a/a dic	2,1%	1,8%	2,6%	2,3%	2,7%
Desempleo, %	4,0%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%
Cuenta Corriente, % PBI	1,8%	1,4%	0,7%	0,7%	0,7%
Rdo. Fiscal, % PBI	-3,7%	-3,9%	-4,1%	-4,4%	-4,3%
Deuda pública, % PBI	44,2%	47,0%	50,1%	53,9%	57,1%

Fuente: LCG en base a WEO.

#### Impacto en nuestro país

**El principal canal por el cual China impacta a la economía argentina es a través de un mayor o menor crecimiento. La economía china tiene la magnitud suficiente para generar un *crash* a nivel internacional.**

Si bien es cierto que se esperan tasas de crecimiento que no se veían desde hacía 15 años, nosotros creemos que es propiciar un crecimiento más moderado es una política prudente pero arriesgada. Es difícil hacer sintonía fina en estos países para los *policy makers*.

No obstante, este ritmo de crecimiento proyectado no compromete nuestras exportaciones, pero un nivel por debajo podría tener el efecto de afectar al comercio tanto por menores cantidades como por precios debido al cambio de la demanda relativa mundial.

## Europa

### *Con problemas estructurales*

**La suma de los 19 países que componen la zona euro están corrigiendo sus proyecciones de crecimiento a la baja.** Dos factores motivan la desaceleración económica en la región: la menor demanda de sus productos por parte de China y la incertidumbre por el Brexit aún sin definición.

**Preocupa que los indicadores adelantados muestren caídas para las principales economías del bloque.** Por ejemplo, el IFO de Alemania que captura expectativas de inversión de empresas está cayendo desde noviembre del 2018. Al mismo tiempo, **en Italia los últimos dos trimestres registraron una caída en la actividad** y se espera que el primer trimestre de este también arroje un resultado negativo. Durante este mes el Banco de Italia recortó su proyección de crecimiento de 1% al 0,6%.

**Francia golpeada por su baja productividad y elevado nivel de deuda fue advertida desde Bruselas, sede de la UE. Le exigen un mayor compromiso por reordenar las cuentas públicas.** Sin embargo, en Francia insisten en que la situación es transitoria. El nivel de endeudamiento ya llegó al 98,5% y el espacio fiscal para responder a una recesión prolongada es acotado: un déficit fiscal superior al 3% es difícil de corregir en medio de las protestas sociales. Si los niveles de deuda de Francia preocupan, **Italia tiene menos margen de acción**

**con una deuda que ronda el 130% de su producto.** A su vez, la situación política es más compleja, el vice primer ministro amenazó con tomar las reservas de la Banca de Italia para financiar gasto gubernamental, algo que impactó negativamente en el clima de negocios en el país.

De esta manera, Alemania y Francia, los países más grandes del bloque acordaron crear políticas para facilitar la apertura de empresas a fin de poder competir con el resto del mundo, principalmente para que el bloque pueda entrar en disputa con empresas asiáticas en los mercados internacionales. Este reclamo de mayor innovación también es percibido en Italia, país que por el tamaño de sus empresas y su elevada carga tributaria no pueden competir internacionalmente. La preocupación del bloque es quedar expuestos a un atraso y dependencia con relación a China y Corea del Sur.

**En términos generales la zona euro y la Unión Europea están perdiendo en términos relativos la elevada productividad que tuvo hace apenas 2 décadas. Alemania estaría dispuesto a financiar reformas estructurales a partir de 2021 para toda la región, pero sólo si son apoyadas e implementadas por todo el bloque y eso no está asegurado aún.**

### ***Impacto en nuestro país***

El temor por la competencia externa está haciendo que los países del bloque se vuelvan más proteccionistas. **No hay que soslayar el impacto de una desaceleración del crecimiento de esta región en referencia a las exportaciones argentinas.** Nuestro país exporta al bloque el 15% de las exportaciones totales. También la IED proveniente del bloque representa el 53% del total que ingresa al país, aunque prevemos que estarán deprimidos en los próximos años.

Por lo pronto y más allá de la desaceleración esperada para la Eurozona, **haber alcanzado un acuerdo que autoriza la importación de biodiesel argentino sin aranceles será algo que impacte a favor.** Luego de haber fijado tasas que iban del 25% al 34% a partir de la denuncia de cobro de subsidios a la producción de biodiesel argentino y hasta cerrar la entrada (como a fines del año pasado), los envíos argentinos sólo deberán respetar un precio mínimo (que se ajustará con el precio de la soja) para ingresar al mercado europeo y limitar el crecimiento de las

toneladas exportadas al 2% anual para los próximos 5 años. **Se espera que este avance genere US\$ 1 MM adicionales en este período.**

## América Latina

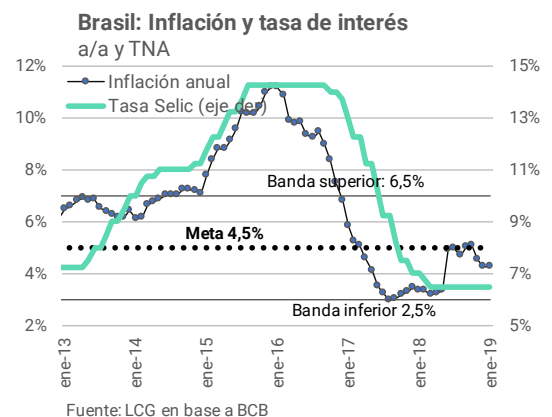
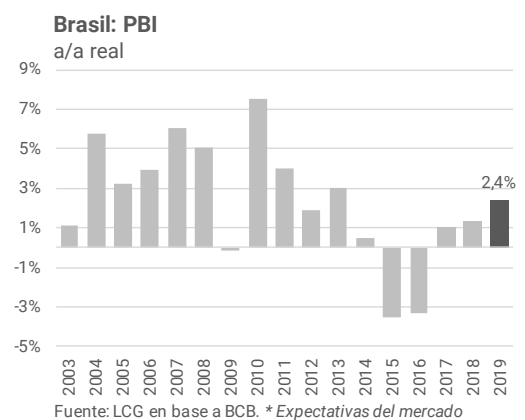
### Brasil, con más confianza

2018 promedió un crecimiento de 1,3% anual, 1,6 pp por debajo de lo esperado inicialmente por el mercado. Desde hace años las proyecciones de actividad son más optimistas de lo que termina siendo la realidad, pero aun así el dato fue positivo. Brasil acumuló una caída del 7% en 2015 y 2016, y creció apenas 1,1% en 2017. **Todavía opera 5% debajo del techo previo (2014).** En tono con el escaso dinamismo del comercio mundial, las proyecciones de crecimiento de la economía brasilera para 2019 son revisadas a la baja: **hoy la proyección es de un crecimiento de 2,4% anual.**

En paralelo, el aumento en la confianza y una política monetaria expansiva se contraponen con un entorno global poco favorable. Según un informe de Datafolha, desde septiembre a enero **40% de la población ha revertido su visión desde pesimista a optimista en lo referente a las expectativas de mejora en la economía para 2019.** Esto se vio reflejado en un aumento de la confianza de las empresas como también de la confianza del consumidor.

**En términos comparativos J. Bolsonaro promete tener la capacidad de frenar el deterioro fiscal mediante la reforma del sistema de seguridad social. Aunque con el grado de conflictividad política debido a la minoría que posee en las cámaras, es posible que la reforma sea menos ambiciosa de lo que esperaba el mercado.**

La inflación se acelerará por este crecimiento, pero no saldrá fuera del margen de la meta del Banco Central de Brasil (BCB). El consenso actualmente indica una inflación de 4,2% (3,8% según el REM brasilero), aunque creemos que puede llegar al 5% si el real sigue depreciándose



(BR\$ 3,75 prom. esperado) como consecuencia de un entorno global menos favorable para todos los mercados emergentes.

Así y todo, **creemos que el BCB pospondrá aumentos de la tasa Selic para estimular el mercado interno.** El nivel de tasa en 6,5% se podría observar durante todo el 2019, al menos casi con certeza para el primer semestre. Si bien esto será bueno para la absorción doméstica, le quita grados de libertad para enfrentar cualquier turbulencia en los mercados internacionales.

**Esperamos un crecimiento del 2%, por debajo del consenso (2,5%), pero impulsado por la inversión bruta en capital fijo (+6,8%) y las exportaciones (+4,8%).** Ambos componentes compensarán la caída del consumo público (-0,8%). El consumo privado esperamos que crezca debido al aumento de la confianza comentada, pero de todas formas es un componente levemente procíclico, con lo cual una expansión del 2% sería un techo para el mismo.

La caída del consumo público sumado a **la modificación del esquema de seguridad social esperamos que alivie el déficit fiscal primario que podría alcanzar el 1,5% para 2019 luego del 2% de 2018.** Asimismo, una corrección en las cuentas externas gracias al impulso de las exportaciones podría cerrar la brecha externa con una cuenta corriente ligeramente deficitaria.

Quizás uno de los desafíos de la economía brasilera será cómo mantener esta confianza elevada en los próximos años dado que la tasa de desempleo esperamos que se mantenga en dos dígitos durante 2019. Por lo que las demandas sociales estarán a la vista y un Estado más chico no podrá brindar la protección de sectores de la población que están desalentados.

### **Chile, Colombia y México**

La economía chilena esperamos que crezca con fuerza en 2019 (+3,2%). Sin embargo y a pesar de este crecimiento, Chile no logra acelerar los niveles de inflación a la meta del BCC. De esta manera, la expectativa de

Llegar al 3% anual de inflación (fin de período) en 2019 lo vemos complicado. Esto será un aliciente para mantener las tasas de interés en niveles bajos. La expectativa de una suba de tasas en Chile se irá aplacando a medida que se conozcan los datos de la inflación real.

El déficit fiscal rondando el 2% lo prevemos como financiable y sostenible dado el bajo endeudamiento del país (26% del PBI). Sin embargo, las cuentas externas muestran niveles que podrían no ser atendibles en el caso que cese la IED que recibe el país.

Colombia es otro de los países que esperamos que acelere su crecimiento, podría llegar al 3% en el total del año impulsado por la inversión y el consumo privado, las exportaciones dependerán en buena medida del precio del petróleo que, si bien por ahora hay expectativas al alza, no se pueden descartar cambios de tendencia. La reforma tributaria que implicó el aumento del IVA fue bien digerida por el consumo privado en 2018. La inflación está controlada gracias al escaso pasaje del tipo de cambio a precios y el Banco Central de Colombia podría endurecer su política monetaria para mantener una inflación debajo del 4% anual.

En el caso de México la dinámica es distinta, el cambio de gobierno traerá consigo una desaceleración de la actividad desde el 2,2% de 2018 a 1,6-1,9% en 2019. Los sectores industriales, minería y construcción siguen mostrando indicadores a la baja, por lo que es esperable una reducción generalizada de su actividad. La inflación si bien está controlada en torno al 4% quizás se estrese un poco debido al cambio del valor de su moneda que es muy dependiente del valor del dólar. En nuestro escenario, donde prevemos que Estados Unidos será muy cauto, México no debería tener grandes oscilaciones en el tipo de cambio. Sin embargo, no descartamos correcciones de la tasa de interés fijada por el Banxico que actualmente está en 8,25% si se endurece el clima externo, lo que podría acelerar la inflación y ello desembocaría en una tasa de interés de corto plazo en torno al 8,5%.

### AMÉRICA LATINA: Macro Fundamentals

Año 2019	Brasil	Chile	Colombia	México
PBI real, a/a	2,4%	3,3%	3,1%	1,9%
Inflación, a/a dic	4,1%	2,9%	3,5%	3,9%
TC \$/US\$, a/a dic	-2,6%	-3,9%	-3,3%	3,4%
Desempleo, %	11,3%	6,8%	9,4%	3,5%
Cuenta Corriente, % PBI	-1,3%	-2,5%	-3,4%	-1,8%
Rdo. Fiscal, % PBI	-6,4%	-1,7%	-2,5%	-2,5%
Deuda pública, % PBI	79,3%	26,1%	45,9%	46,7%

Fuente: LCG en base a Latin Focus

### ¿Cómo nos impacta?

**No vemos probabilidad de recesión en la región.** Si bien casi todos los países de LATAM corresponden a economías emergentes, en nuestro escenario base la política más prudente de la FED en relación con el *'quantitative tightening'* podría hacer que la región pase un año más sin los sobresaltos del 2018.

**El caso de Brasil no sólo beneficia a la Argentina por el canal directo del comercio, sino que podría redundar en una mayor confianza de la región en general. Asimismo, podría dar pie para comenzar con las reformas estructurales que nuestro país necesita, como por ejemplo la reforma previsional (ver Informe Mensual N° 116, "Llegando al largo. La necesidad de reordenar la cuestión fiscal").**

El bajo pasaje del tipo de cambio a precios (*pass through*) y la capacidad de adaptar la política monetaria hace que estas economías muestren flexibilidad a la hora de enfrentar shocks. Quizás es esa la diferencia que incomoda a Argentina que aún está intentando estabilizar su economía, lo que la vuelve más vulnerable. La mayoría de los países de LATAM, exceptuando a Argentina, no tienen elevado endeudamiento, por lo que les permite flexibilizar la política fiscal ante eventos disruptivos.

## El club del paralelo 30

### Posibles riesgos

**Pakistán, Egipto y Marruecos** no solo comparten que se encuentran en el paralelo norte 30, sino que son los 3 países que más dependencia muestran para financiar su actividad. **Los 3 países son los de mayores necesidades de financiamiento al registrar crónicamente déficits de cuenta corriente promedio de 3,5 pp del producto en los últimos 3 años.**

Para el caso de Pakistán, el país ya es dependiente de la ayuda financiera de China y del FMI para poder llevar adelante su plan de crecimiento basado en comercio e inversión. Sin embargo, ese crecimiento que Pakistán quiere lograr conllevará a un mayor déficit de cuenta corriente, que este año debe renegociar con sus dos financistas. Por otro lado, recibe 30% del PBI de préstamos bancarios con el exterior. Este país podría ser una de las sorpresas de una economía que sufra un *sudden stop* y contagie al resto de emergentes. Si bien su tamaño no se compara con el efecto de Turquía, creemos que es un foco de riesgo a nivel global.

Aunque Egipto corrige su desequilibrio externo (-2,4 % PBI 2019), creemos que su moneda está apreciada en relación al resto de la región. La tasa del 16,75% de referencia está permitiendo que su economía financie el exceso de gasto por sobre la producción. Al igual que muchos casos que se han repetido en la historia, un endurecimiento del financiamiento internacional obligaría a una depreciación de la libra egipcia.

El crecimiento por encima del 3% de la actividad en Marruecos trae aparejado un incremento en el déficit de cuenta corriente que alcanzaría los 4,5%. Este valor si bien es elevado, tiene la ventaja de no ser sostenido gracias a elevadas tasas de interés sino a crédito comercial. De todas formas, un freno al financiamiento de las importaciones podría

Cuenta Corriente Mercados Emergentes  
% PBI

Ranking Prom 2017-19	País	2017	2018	2019 e	Promedio 3 años	c/prom. 2017-2018
1	Pakistán	-4,1	-5,9	-5,3	-5,1	↓
2	Turquía	-5,6	-5,7	-1,4	-4,2	↑
3	Marruecos	-3,6	-4,3	-4,5	-4,1	↓
4	Argentina	-5,0	-4,9	-2,1	-4,0	↑
5	Egipto	-6,3	-2,6	-2,4	-3,8	↑
6	Sudáfrica	-2,5	-3,2	-3,5	-3,1	↓
7	Colombia	-3,3	-2,4	-2,4	-2,7	↑
8	India	-1,9	-3,0	-2,5	-2,5	↓
9	Chile	-1,5	-2,5	-2,7	-2,2	↓
10	Indonesia	-1,7	-2,4	-2,4	-2,2	↓
11	Perú	-1,1	-1,8	-2,2	-1,7	↓
12	México	-1,7	-1,3	-1,3	-1,4	↑
13	Filipinas	-0,8	-1,5	-1,5	-1,3	↓
14	Brasil	-0,5	-1,3	-1,6	-1,1	↓
15	República Checa	1,1	-0,4	-0,9	-0,1	↓
16	China	1,4	0,7	0,7	0,9	↓
17	Hungría	3,2	2,3	2,1	2,5	↓
18	Malasia	3,0	2,9	2,3	2,7	↓
19	Rusia	2,3	6,2	5,2	4,5	↑
20	Corea del Sur	5,1	5,0	4,7	4,9	↓
21	Tailandia	11,2	9,2	8,1	9,5	↓
22	Taiwán	14,5	13,8	13,6	13,9	↓

Fuente: LCG en base a FMI



complicar la economía de su país y provocar efecto contagio hacia otros emergentes.

**Si bien creemos que el mundo estará más calmo que en el 2018, este grupo de países son vulnerables a condiciones financieras menos favorables. Algo que, si bien no creemos que pueda ser brusco, es inevitable en el mediano plazo.**

## Para concluir

### *Índice de Condiciones Externas*

El Índice de Condiciones Externas (ICE) pretende reflejar en qué medida el contexto internacional podrá ser visto como un `viento de cola´ o de frente para dinámica interna de nuestro país.

El análisis podría resultar particularmente útil considerando que la apuesta para 2019 es a la mejora de las exportaciones ya que éstas cruzan transversalmente varios aspectos claves de la economía local este año: 1) recuperación de la actividad, por ser el único componente de la demanda agregada con posibilidad cierta de traccionar el crecimiento; 2) en materia fiscal, a partir del aporte de los derechos de exportación a la recaudación nacional; y 3) en el frente en cambiario, ante la escasez de generar dólares genuinos.

El ICE incluye la tasa de crecimiento de Brasil, la actividad industrial china y el Dow Jones (IDJA), como proxy de la evolución esperada de las industrias estadounidenses. También considera el precio internacional de las materias primas exportadas (elaborado por el BCRA), el valor del dólar contra un conjunto de monedas (IDXY)<sup>4</sup>, y la cotización del Real<sup>5</sup>.

---

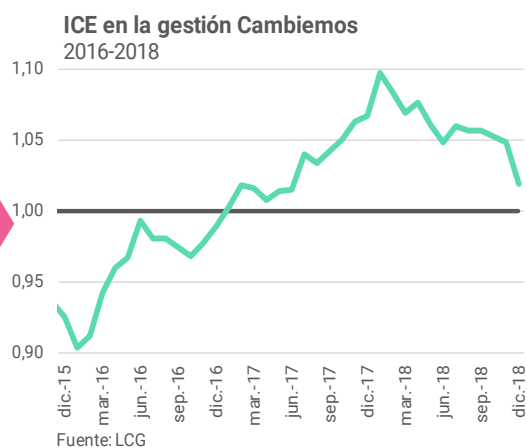
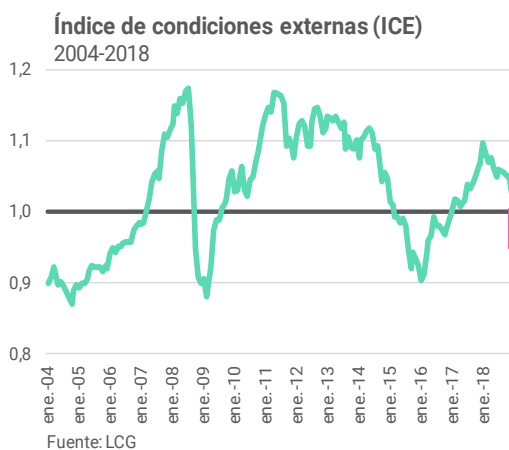
<sup>4</sup> Si bien la correlación inversa contra el índice de precios de los commodities es alta, en el último tiempo se puede ver cierta divergencia entre ambas variables lo que reflejaría el precio `genuino´ de los commodities (sin efectos depreciación del dólar).

<sup>5</sup> Tanto el IDXY como la cotización de Real se incorporan al ICE considerando la inversa de cada uno (1/x).

Todas las variables medidas como desviaciones respecto a las respectivas medianas calculadas sobre los datos de los últimos 15 años (2004-2018).

**Las condiciones externas que afectan a nuestro país fueron mejorando progresivamente desde el piso de diciembre 2015.** Nuestro principal socio comercial comenzó lentamente a salir de la recesión, el Real dejó de perder contra el dólar y el IDJA aceleró la suba (subió 7300 puntos; 42%). En los dos años que van entre enero 2016 y enero 2018, la industria china desaceleró en el margen y los precios de nuestras materias primas se mantuvieron estables.

**Pero a principios de 2018 el ICE revirtió la tendencia alcista y comenzó a caer.** Las condiciones internacionales se endurecieron para nuestro país. El Dólar empezó a fortalecerse (7% dic17/ dic18) y el Real a depreciarse (+14% dic/dic) agregando presión sobre el atraso cambiario que primaba a comienzos de año; el precio de los *commodities* cedió 2% y el IDJA, desde niveles muy altos, llegó a acumular una caída del 11% a fin de año contra el techo de enero. Al cierre de 2018, el ICE se ubicaba en 1,02. **Esto significa que, en promedio, las variables consideradas estaban apenas 2% por encima de la mediana histórica.**



**Mirando el cierre de 2018, las condiciones externas fueron peores que las vigentes a principios de año. Sólo el mayor crecimiento de**

la economía brasilera incidió positivamente. De cara a este año, esperamos que todas las variables jueguen a favor. Pero en no puede decirse que el contexto internacional proveerá `vientos de cola`. Solo esperamos que el ICE se estabilice en el nivel promedio de 2018.

#### Índice de condiciones externas

	2016	2017	2018	dic-18	dic-18 vs 2018	Expectativa 2019	2019 vs dic-18
Real, BR\$/US\$*	3,43	3,20	3,64	3,86	↓	3,75	↑
PBI BRASIL, a/a	-4,0%	1,1%	1,4%	1,9%	↑	2,5%	↑
Industria CHINA, a/a	6,2%	6,6%	6,1%	5,7%	↓	5,9%	↑
Dollar Index, Mar73=100*	122,5	122,1	122,9	128,5	↓	121	↑
Índice de Precios de Materias Primas (IPMP), Dic01=100	198,4	199,3	206,7	197,3	↓	205	↑
Dow Jones Index	18.027	21.938	24.996	23.327	↓	25.000	↑
ICE	0,96	1,03	1,06	1,02		1,06	

Fuente: LCG

\* Refiere a la relación inversa (1/x)

Dados los desafíos de la economía local, el repunte del ICE (contra el piso de diciembre 2018) es positivo. Pero a todas luces no es suficiente por sí sólo. Apenas garantiza un mundo estable. El crecimiento de las exportaciones, más allá de la recuperación por una mejor cosecha, deberá estar apalancado en la creación de nuevos mercados y la incorporación de valor agregado.

Incluso la forma de incorporar valor agregado en el mundo ha cambiado en las últimas décadas. Creemos que nuestro país deberá enfocarse en insertarse en las cadenas globales de valor dentro de las etapas donde se agrega valor. De esta manera, la exportación de servicios creemos que son una oportunidad para el país. Tantos los servicios compartidos como el diseño, software, etc. serán clave para que nuestro país pueda tener una inserción inteligente.

La estabilidad macroeconómica es condición necesaria para participar de estas cadenas globales de valor. Ningún país querrá comercializar con Argentina cuando nosotros podamos ser un palo en la rueda dentro de la cadena de producción. Es por ello que además de la estabilidad

## labourcapitalgrowth

Costa Rica 4165 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

macroeconómica es importante desarrollar instituciones entendidas como reglas del juego para que nuestro país sea un lugar donde proveedores y clientes encuentren confianza sin necesidad de ver el signo político que gobierna. Para ello insistimos en nuestra idea de lograr consensos amplios.

Esta estrategia debería ser combinada con la exportación de productos de economías regionales donde nuestro país tiene ventaja comparativa pero además puede exportar productos de calidad. Parte se hizo con cítricos, parte con el vino, y el tipo de cambio en niveles altos abrirá nuevas oportunidades para sectores que aún están invisibilizados.

**Está prohibida su reproducción y la circulación no autorizada expresamente**