


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

32° | Enero 2019

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

El año electoral comienza con todas las miradas puestas en la economía. Tanto el gobierno como los analistas privados ponen todo su esfuerzo en dotar de consistencia económica y política al programa de ajuste negociado con el FMI y, en el caso de los segundos, en poner sobre la mesa la matriz de riesgos reales y financieros que afectarán a la Argentina.

En las últimas semanas, el frente monetario y financiero se fue despejando. El tipo de cambio se ubica en el piso de la zona de no intervención definida por el Banco Central, y el riesgo argentino se redujo desde los máximos observados en la última parte del año pasado.

A pesar de esto, por el momento, los motores de crecimiento de la economía real siguen apagados. El desenvolvimiento de las paritarias, en un escenario en el cual los indicadores laborales comienzan a tambalear, es incierto. Esto último, junto con **el retraso en la desinflación inducida por la nueva ronda de aumentos en los precios regulados, pone serias trabas a la recuperación de los ingresos reales y el consumo.**

Tanto la crisis como el elevado nivel de incertidumbre de cara a un año de elecciones ocasionaron un derrumbe de la inversión, lo cual deja a la recuperación de la cosecha y a las exportaciones como único componente que, con una alta probabilidad, contribuirá positivamente al crecimiento en el corriente ejercicio.

La falta de certeza respecto de en qué medida se va a recuperar la economía ya comenzó a hacer mella sobre la propia credibilidad del programa fiscal, en la medida en que los ingresos fiscales dependerán del desempeño de la economía real. En este escenario, con una política monetaria "en piloto automático", **los instrumentos con que cuenta el gobierno para administrar el ciclo económico son casi inexistentes.**

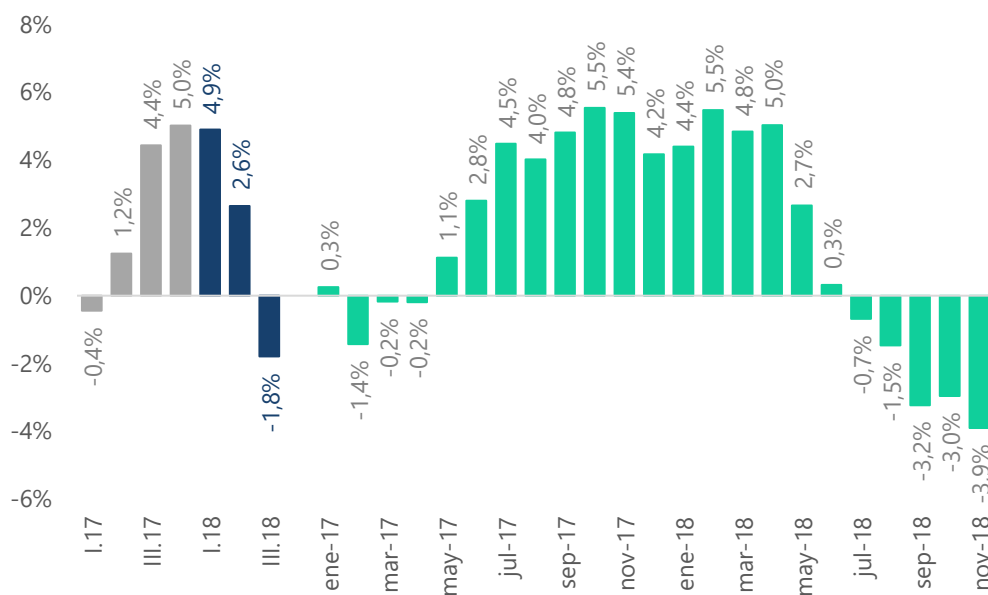
En resumen, **las autoridades deberán sostener un fino equilibrio: una economía "encorsetada" tanto en el frente fiscal como monetario ya no garantiza la estabilidad macroeconómica en el año electoral.** Para que no cruja el frente fiscal, la actividad debe salir de su letargo sin afectar el equilibrio cambiario. La muñeca del gobierno para mantener a la economía sobre esta delgada línea será puesta a prueba una vez más.

La consistencia de las proyecciones oficiales

De acuerdo con nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA), **la economía argentina acumula cinco meses consecutivos de contracción anual, con una caída de -3,9% en noviembre del año pasado respecto de igual período de 2017**. Esta caída se explica en gran medida por la fuerte baja en la construcción (-17,7% anual) y el comercio minorista (-15,6% anual), seguido por la demanda de energía (-8,2%) y la actividad industrial (-7,4%). La única excepción continúa siendo la recaudación de IVA-DGI, que crece 6,2% por encima de la inflación.

La economía sigue sin mostrar signos de mejora

Indicador Mensual de Actividad (IMA), Variación % anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE)

En la presentación del programa financiero de principios de enero de 2019 (ver [acá](#)), el gobierno expuso nuevas proyecciones macroeconómicas para este año, que implican un mayor optimismo respecto de las estimaciones del presupuesto. En efecto, el retroceso esperado de la economía en 2019 pasó a terreno neutro desde una caída de -0,5%, como consecuencia de un mayor crecimiento proyectado en el consumo privado (-0,9% contra -1,6% de la Ley de Presupuesto).

Dado el arrastre estadístico de -3% para 2019, **la consistencia interna de las proyecciones oficiales requiere una recuperación en forma de "V"**. Más precisamente, para que se verifiquen los números del gobierno, en el último trimestre de este año la economía deberá estar creciendo a una velocidad de alrededor del 6% anual.

¿Cuán factible es este escenario? La inversión es un interesante anticipador del ciclo económico: si bien por lo general posee una mayor volatilidad que el consumo, este componente del gasto suele comenzar a caer antes de que se presenten las recesiones y a recuperarse antes de la fase ascendente del ciclo.

De acuerdo con nuestro Indicador Mensual de Inversión (IMI), en el mes de noviembre de 2018 la inversión se contrajo -24,9% anual y -10,1% mensual desestacionalizado. En términos mensuales, la caída es una de las más elevadas desde la crisis del 01'-02', quitando la del 08'-09', que se debió en gran medida a factores externos. **Todo indica que es necesario empezar a tomar con mayor seriedad esta crisis, que a diferencia de las anteriores no muestra *drivers* claros de recuperación**¹.

Teniendo en cuenta los componentes del gasto, además de una recuperación de las exportaciones -que dependerá del repunte de la cosecha y de un buen desempeño de nuestros socios comerciales-, el rebote del PIB estimado por las autoridades necesita una fuerte recuperación en los ingresos reales, sobre todo de los trabajadores. Como advertimos [acá](#), **la volatilidad cambiaria típica de los entornos electorales, reforzada esta vez por las dudas respecto de la solvencia del sector público, pondrá a prueba la hipótesis de crecimiento plateada por el gobierno.**

Consumo: 2018 para el olvido, 2019 gris

El consumo comenzó el año 2018 con un importante estímulo. La baja de la inflación en 2017 impulsó una recuperación de los ingresos reales en el segundo semestre de dicho año, permitiendo que se mantuviera robusto incluso hasta el primer trimestre de 2018. Sin embargo, **esta situación**

¹ Debe tenerse en cuenta, además, que la UCI del sector industrial está en el orden del 60%, con lo cual el estado de la inversión es un reflejo de lo ociosa que se encuentra la economía en cuanto a los activos fijos.

finalizó abruptamente con el primer incremento del tipo de cambio y la consiguiente suba de la inflación.

Ante esta situación, una vez más la gestión de Cambiemos reaccionó de forma tardía, descoordinada y, en muchos casos, **tomando medidas que afectaron aún más los ingresos de trabajadores y jubilados, lo cual profundizó la baja del consumo.**

Entre esas medidas se destaca **la modificación de la fórmula de actualización de jubilaciones, pensiones y asignaciones familiares.** La nueva fórmula (70% Índice de Precios al Consumidor del INDEC y 30% Remuneración Imponible Promedio de los Trabajadores Estables), implicó en la práctica una pérdida significativa de ingresos que impactó en el poder de compra de dichos sectores².

A lo largo del año, y con el objetivo de moderar la pérdida en términos reales de estos segmentos de la población, desde el gobierno se otorgaron sumas fijas, las cuales amortiguaron el deterioro del poder adquisitivo, en especial para la Asignación Universal por Hijo (AUH), que perdió cerca de un 18% de su poder de compra desde diciembre 2015. **Al depender de ingresos por bonos no regulares en el tiempo, las familias recurren cada vez más a la toma de créditos,** lo que explica, en parte, porqué el 67% de los padres, madres y tutores tienen un crédito de la ANSES, que se descuenta directamente cada mes de la Asignación.

Los trabajadores también sufrieron el embate de las políticas del gobierno, en un contexto de caída real de los salarios y un incremento del desempleo³. Tal como mencionamos [acá](#), y **a pesar del bono de \$5.000 anunciado por el PEN, la pérdida del salario real en 2018 rondaría entre el -14% y el -8% entre puntas (dependiendo del cobro del bono).**

El incremento del desempleo, por su parte, obedeció a varios factores. Por un lado, la caída de los ingresos **impulsó a los hogares en dificultades a buscar entradas de dinero adicionales,** lo que se vio reflejado en las tasas

² En total, 6.900.000 jubilados y pensionados y 3.900.000 niños y niñas fueron perjudicados con esta medida.

³ Debe también tenerse en cuenta que, en un escenario recesivo, la presión tributaria sobre los trabajadores se ha incrementado. Si bien en campaña el presidente Macri prometió que "en mi gobierno los trabajadores no van a pagar impuesto a las ganancias", los datos publicados en octubre por Jefatura de Gabinete indican que cerca de 2.000.000 de trabajadores y jubilados enfrentan retenciones de este impuesto. Esta cifra implica que 745.000 trabajadores y/o jubilados que en 2015 no se encontraban alcanzados por IIGG lo estuvieron en 2018.

de actividad de la EPH. En efecto, la tasa de actividad de mujeres entre 30 y 64 años subió cerca de 3 p.p en un año, al pasar de 65,6% a 68,4%, en línea con una mayor cantidad de mujeres que salieron a buscar empleo. Por otro lado, ante la caída de ingresos, creció la cantidad de ocupados plenos que demandan empleo y también la subocupación demandante, agregando presión al mercado de trabajo.

Por otro lado, la recesión autoinfligida por Cambiemos no se diferenció de otros episodios de contracción económica en que la tasa de entrada al mercado laboral se redujo en mayor cuantía que la tasa de salida. Sin embargo, esto es únicamente cierto para el total del empleo, mientras que algunas ramas sufrieron una clara destrucción de puestos de trabajo. **En efecto, la industria manufacturera acumula una caída neta de más de 40.000 puestos de trabajo en el último año, la cual se extiende a más de 100.000 desde el comienzo de la gestión de Cambiemos.**

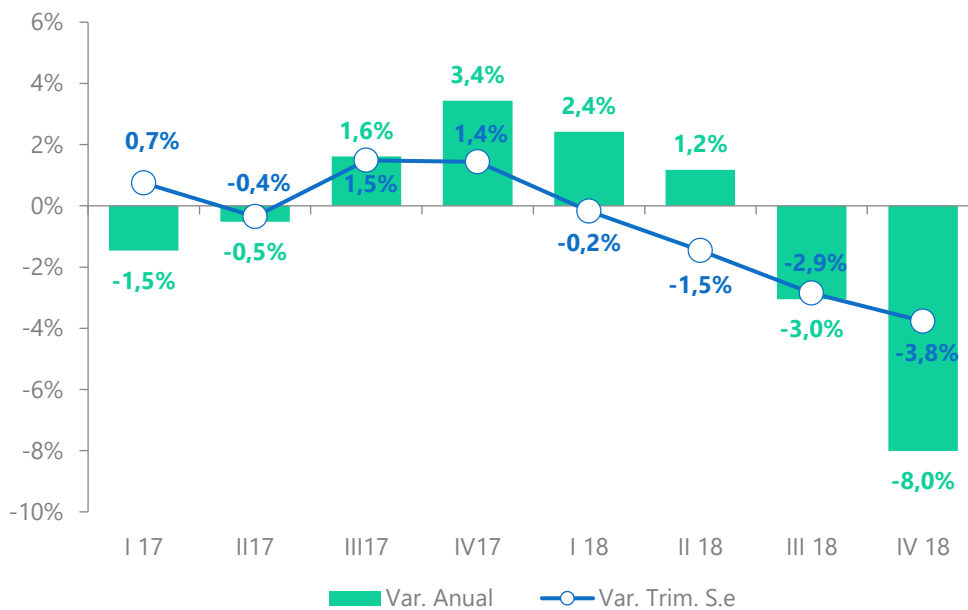
Sumado a la caída del ingreso y el deterioro del mercado de trabajo, **la corrida cambiaria derivó en un significativo incremento de la tasa de interés**, la cual paralizó el crédito. En diciembre, los préstamos personales cayeron un -16,8% anual en términos reales, mientras que el de tarjetas de crédito lo hizo en un -11,4% y los adelantos en un -18,7% anual.

Finalmente, otra de las políticas públicas perjudiciales para el bolsillo es la suba de tarifas de servicios públicos. Apremiado por la necesidad de recursos para afrontar el programa de "déficit cero", **Cambiemos impulso fuertes alzas de gas, luz, agua y transporte. Ya a comienzos de año se anunció una suba de transporte público de pasajeros de un 66%, a lo que luego se le sumarían los incrementos en tarifas de luz y gas y cinco subas consecutivas en prepagas.**

En este escenario, el consumo medido por nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) registró una caída del -8,0% anual en el cuarto trimestre del año, y la serie sin estacionalidad acumuló un derrumbe de -9,3% desde el máximo alcanzado en el mes de enero.

El consumo sin piso

Indicador Mensual de Consumo (IMC)- Variación % anual y trimestral, sin estacionalidad



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE)

Para el corriente año las perspectivas no son alentadoras. Por un lado, y tal como mencionamos [acá](#), la inflación permanecerá en un nivel muy elevado y estará condicionada a la evolución del tipo de cambio, lo que afectará al consumo. Por otro lado, en un contexto de continuidad de suba de tarifas, pérdida de dinamismo del mercado de trabajo y un exigente ajuste del gasto público, no será posible compensar el arrastre estadístico de la baja del consumo, estimado en -5,0% para el año.

El ajuste solo lo hace el gasto público

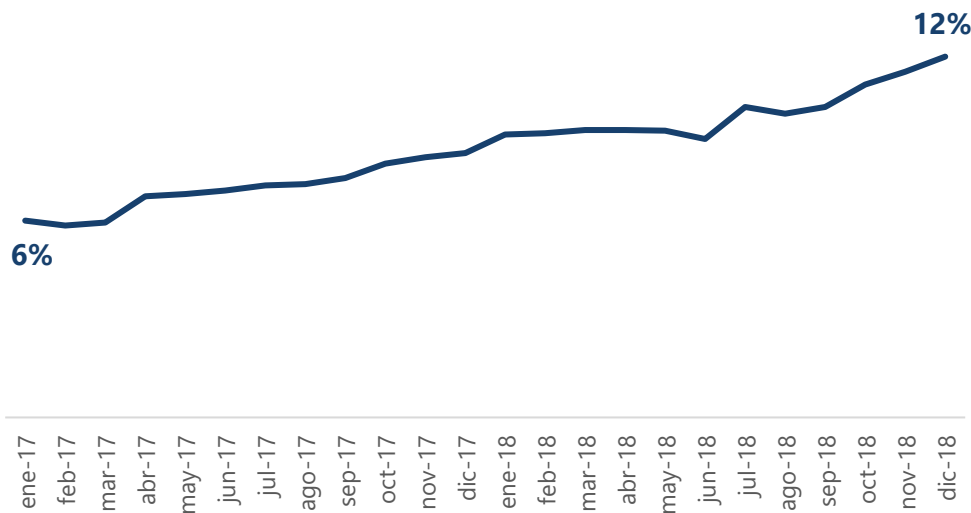
En estos días se conoció el cierre del ejercicio fiscal 2018. Como se preveía el gobierno logró la meta de déficit primario de 2,4%, que representa una reducción de rojo fiscal de 1,4 p.p. respecto de 2017. Sin embargo, **es importante destacar dos aspectos que hacen esta dinámica preocupante a futuro: el peso de los intereses de deuda y la espiral recesiva que comienza a hacer socialmente inviable la meta 2019.**

En relación con el primero de estos puntos, lo que 2018 nos ha dejado es un escenario en el que los intereses de deuda continuaron creciendo,

incluso ganando participación dentro del gasto total. Como advertimos desde hace varios meses, esta dinámica puede quedar oculta al mirar solo el déficit primario, pero termina por ponerse sobre la mesa al momento de asignar y reasignar las partidas presupuestarias. El año que acaba de terminar ha dejado claro que el pago de los intereses de deuda tiene mayor prioridad sobre otras partidas del gasto público, incluso respecto a aquellas comprendidas en el gasto social.

Los intereses de deuda duplicaron su relevancia en el presupuesto en los últimos dos años

Intereses netos en relación con el gasto total, acumulado 12 meses



Fuente: elaboración propia sobre la base de Ministerio de Hacienda

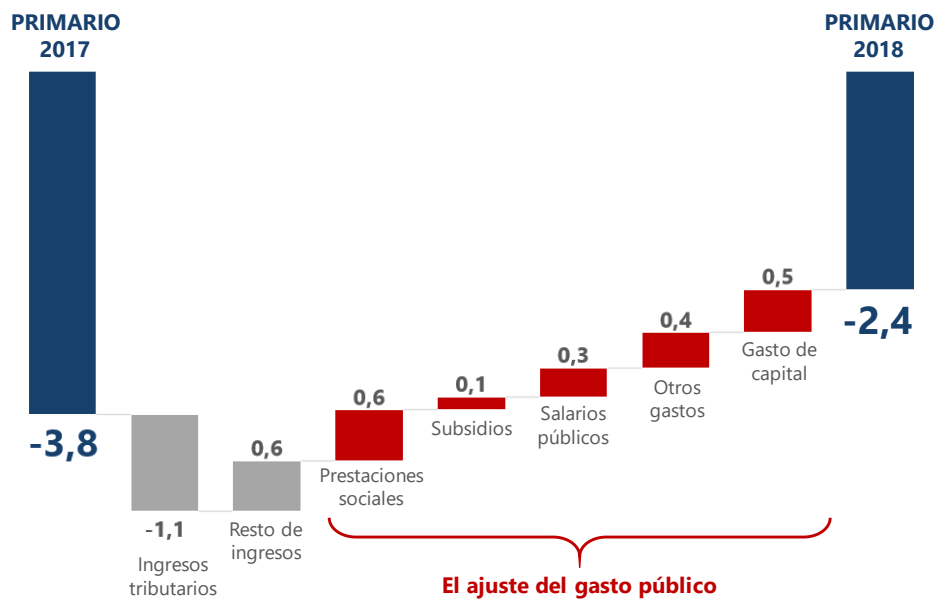
Por si alguna duda queda sobre este punto basta con analizar la participación de los intereses de deuda en el gasto público total en los últimos dos años. Ahí se puede ver cómo pasaron de representar el 6% del gasto a significar el 12%. **En un contexto en el que el total del gasto se viene reduciendo, esta dinámica de los intereses de deuda se torna aún más preocupante en la priorización de políticas públicas que atiendan los efectos más regresivos del programa de ajuste de Cambiemos y el FMI.**

La segunda señal de alarma que dejó el frente fiscal en 2018 tiene que ver con el doble esfuerzo que parece hacer el gasto público. **Esta particularidad es muy habitual en los programas de ajuste donde la contracción del gasto lleva a una caída de la actividad que hace luego necesario un mayor ajuste en el gasto para lograr la meta fiscal.**

Argentina entró definitivamente en este círculo vicioso durante 2018. La espiral recesiva producto de la obsesión por el equilibrio en las cuentas públicas quemó el motor de la recaudación a finales de año. Para dimensionar esto solo hace falta analizar en qué medida los ingresos y los gastos “contribuyeron” a lograr la meta fiscal del año que acaba de terminar.

El gasto público se tuvo que sobre ajustar por la caída de los ingresos

Contribución a la reducción del déficit en % del PIB



Fuente: elaboración propia sobre la base de Ministerio de Hacienda

Si bien la reducción del déficit primario fue de 1,4% del PIB, el gasto público tuvo que ajustarse en 1,9%. Esto se explica por la caída de la recaudación que terminó agravando el déficit primario y “corriéndole el arco” al ajuste del gasto necesario para alcanzar la meta.

Estas parecen ser las nuevas reglas de juego. Un ajuste fiscal que impacta sobre los recursos públicos y hace necesario un mayor ajuste. Sumado a este contexto, una dinámica de intereses de deuda que también presiona sobre el resto de las partidas del gasto público. La pregunta que comienza a resonar en el arranque de 2019 es hasta dónde un programa ortodoxo de estas características será socialmente tolerable por su impacto en los sectores más vulnerables de la población.

Veraneo en la city

El panorama cambiario luce distendido en las últimas semanas. En los últimos 30 días, siguiendo la tendencia de las monedas de la región, el peso mostró una visible apreciación respecto del dólar, lo cual llevó al tipo de cambio a acercarse e incluso perforar levemente la banda inferior de la zona de no intervención. Esto llevó al BCRA a intervenir como comprador de divisas por primera vez en la gestión Sandleris. De este modo, en lo que va del mes (hasta el 28 de enero), la cotización del dólar se ubicó entorno a \$/USD 37,4.

En lo que va del año, la estabilidad cambiaria estimuló una mejora de los activos en pesos, tanto de renta fija como de renta variable, lo cual se tradujo en una **reducción del riesgo argentino, que logró perforar el piso de 700 puntos básicos hacia mediados del mes de enero.**

Las metas monetarias de diciembre fueron cumplidas sin problemas luego del ajuste estacional de 6,3% para la Base Monetaria (BM), y en lo que va de enero la caída que mostró el agregado en la primera mitad del mes fue suficiente para compensar el arrastre del mes de diciembre. En simultáneo, **se siguió observando una caída de la tasa de política monetaria, que acumula una baja de unos 1.700 puntos básicos desde los máximos de octubre de 2018, y una caída de 250 puntos básicos en los últimos 30 días.**

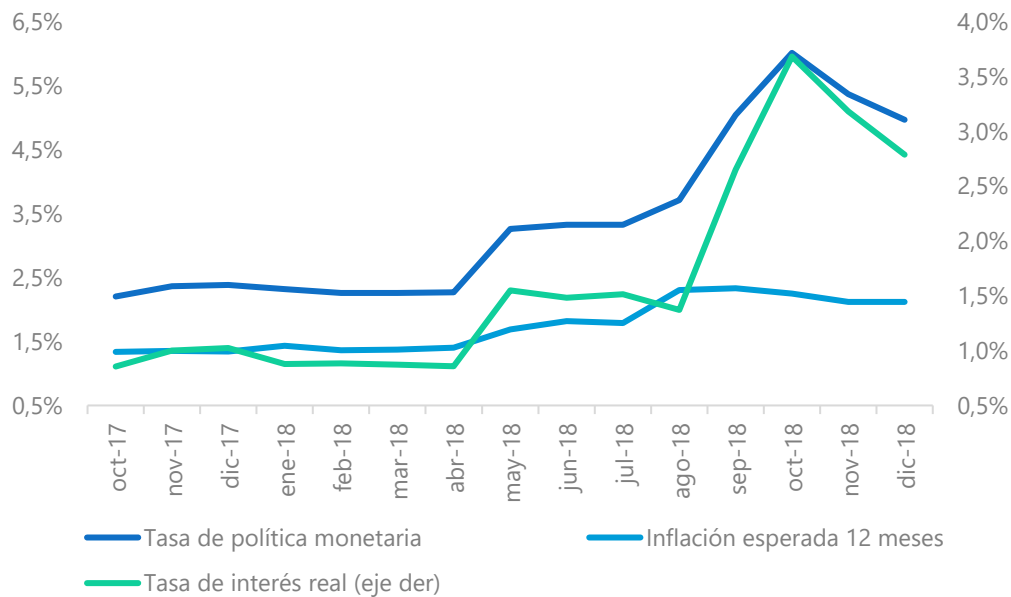
En el corto plazo, la inyección de liquidez que significaron las compras de dólares del BCRA (por el equivalente a unos \$16.400 millones hasta el 28 de enero) puede ser un factor relevante para explicar este nuevo retroceso en las tasas de interés⁴. Esta caída en la tasa de interés nominal se dio en simultáneo a una reducción poco significativa de las expectativas de inflación, de modo tal que la tasa de interés real también mostró una baja en los últimos meses⁵.

⁴ Recordar que, bajo el nuevo esquema del BCRA, el efecto monetario de las intervenciones del banco central en el mercado de cambios no es considerado a los fines del objetivo de BM.

⁵ Notar que, en lo que hace a la política monetaria, el sesgo realmente contractivo recién puede identificarse a partir de la segunda ronda devaluatoria (ocurrida en agosto del año pasado), dado que hasta ese momento la tasa de política monetaria se limitó en gran medida a "correr de atrás" a los sucesivos incrementos en las expectativas de inflación.

¿Un poco de aire para el crédito?

En % efectivos mensuales



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

A pesar de estos resultados de corto plazo, resulta evidente que la política monetaria está posada sobre un equilibrio delicado. Por un lado, el gobierno necesita sacar a la economía de su letargo para mejorar la credibilidad del programa fiscal, pero hacerlo demasiado rápido implica la posibilidad de volver a estimular la inestabilidad cambiaria, en un escenario particularmente sensible debido a la cercanía electoral, y bajo un entorno de desregulación cambiaria muy similar al que amplificó las tensiones del año pasado.

Sin embargo, dado que en el actual esquema monetario y cambiario hay un sendero preestablecido para la BM, **las herramientas con las que cuenta la autoridad monetaria para influir sobre el ciclo económico son escasas.** No solo eso, sino que las recientes modificaciones en el esquema de encajes reducen aún más el margen de maniobra del BCRA.

En efecto, con la Comunicación "A" 6616, el BCRA dio de baja a partir del 1° de febrero la posibilidad de integrar con LELIQ los requerimientos de liquidez que se desprendan del incremento de los plazo fijo, según había sido establecido por la Comunicación "A" 6575⁶. Esta nueva normativa busca homogeneizar los requisitos de liquidez para bancos de

⁶ Para un análisis detallado de esta normativa, ver [aquí](#).

características similares (lo cuál había sido modificado por la anterior comunicación), además de intentar alterar la estructura temporal de los depósitos a plazo, estableciendo un encaje igual a cero para las colocaciones de más de 90 días de plazo.

Si bien esto último muestra preocupaciones prudenciales que pueden ser válidas, también es cierto que le quita grados de libertad a la política monetaria: sin el recurso de “pisar” normativamente la BM, las modificaciones en los encajes que busquen influir en el crédito sin incumplir las metas monetarias, provocarán la pérdida de control de las tasas de interés de referencia, dejando “renga” a la política monetaria. Esto ocurre en un contexto en el cual **el BCRA debe hacerse de las herramientas necesarias para administrar el delgado equilibrio en el cual se encuentra la economía argentina.**

La estabilización de la inflación en zona de riesgo

El régimen de metas monetarias y zona de no intervención para el tipo de cambio implica que **las autoridades operan sin un objetivo explícito para el incremento de precios en 2019**. Para el consenso de bancos y consultoras del mercado, el incremento anual de precios sería de 40,8% en promedio y de 28,7% en diciembre de este año⁷.

Como quedó demostrado el año pasado, **cualquier escenario de inflación proyectada depende críticamente de cuál sea el tipo de cambio que se utilice como supuesto en el ejercicio**. A fin de evaluar este punto, en base a una versión actualizada del modelo presentado [acá](#), estimamos la dinámica de la inflación en 2019 bajo diferentes supuestos para la cotización del dólar.

En lo que va de enero, el precio de la divisa en el mercado mayorista promedió \$/USD 37,4 cuando la banda inferior de la zona de no intervención se ubica en \$/USD 37,5. De este modo, como primer ejercicio estimamos la dinámica de precios asumiendo que el dólar se mantiene en todo el 2019 sobre el piso de la banda (“Escenario Banda Inferior”).

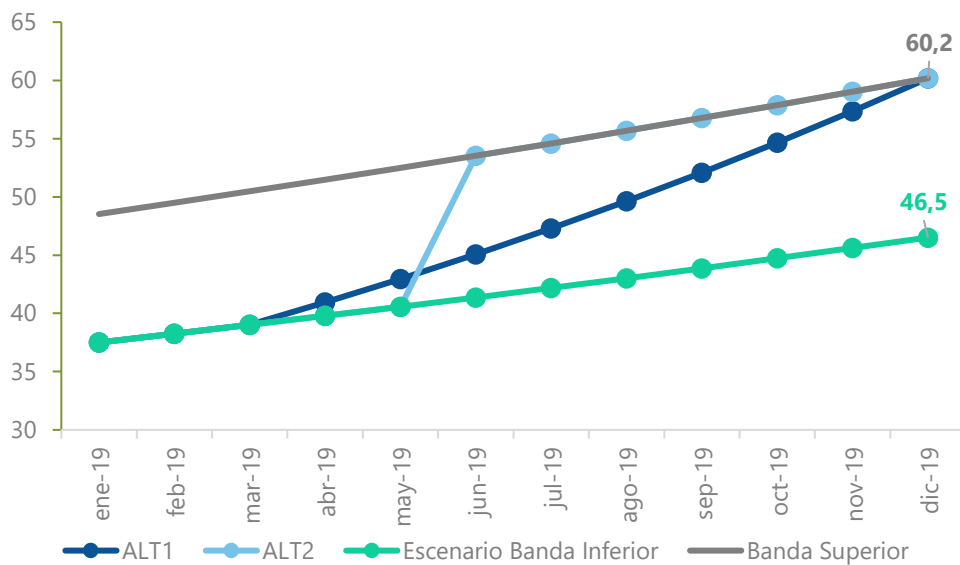
A continuación, realizamos dos ejercicios alternativos. Por un lado, suponemos que a partir de abril el dólar converge hacia fin de año al techo

⁷ Consultar el informe del Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM) [acá](#).

de la zona de no intervención ("ALT1"). Por el otro, se supuso que en junio el dólar salta de forma abrupta al techo de la banda (+32% en ese mes) para mantenerse en ese nivel hasta fines de año ("ALT2"). Nótese que ambos escenarios son consistentes con el sostenimiento del régimen cambiario actual y, al menos en principio, no suponen ninguna reacción en particular de parte del BCRA (al menos, en lo que hace a sus intervenciones en el mercado de cambios)⁸.

Simulando lo incierto

Tipo de Cambio Mayorista, \$/USD, Promedio por mes



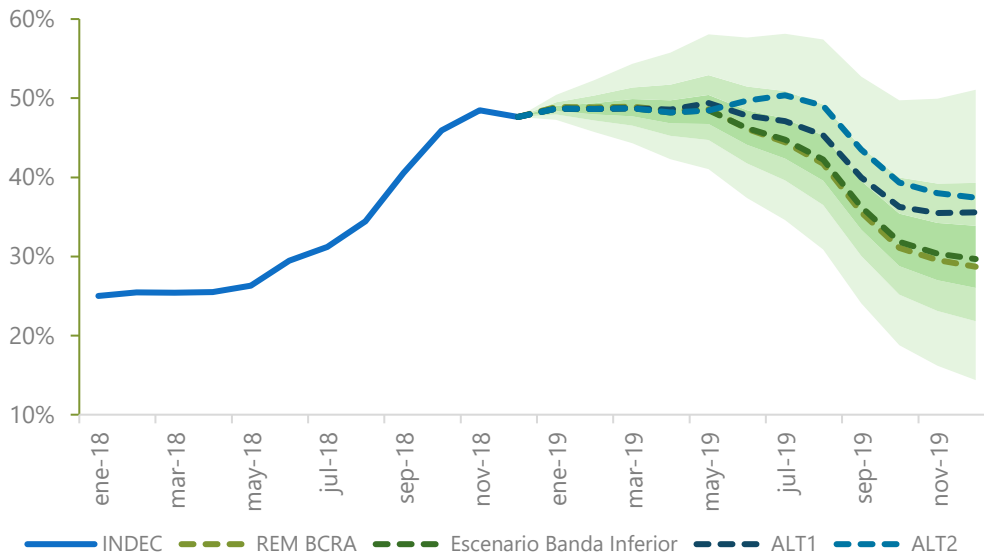
Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

El "Escenario Banda Inferior" registra una inflación promedio para el año próximo de 41,1%, muy en línea con el 40,8% que indica el REM. En otros términos, **la proyección que hoy es el consenso del mercado requiere que el BCRA logre mantener al dólar en valores cercanos al piso de la banda**. En este sentido, consultoras y bancos asumen que este será el caso más probable, alineando nuevamente sus proyecciones con "el mejor escenario" para la autoridad monetaria.

⁸ Para mayores detalles sobre la metodología empleada puede consultarse nuestra reciente [nota](#).

Escenarios de Inflación

Inflación Anual, Variación Porcentual



Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Por otro lado, el escenario ALT1, que supone una devaluación “suave” a lo largo del año, sugiere un incremento promedio en los precios de 43,6%, que trepa a 45,3% en el caso de devaluación “abrupta” a mitad de 2019 (ALT2).

Inflación 2019 según escenarios alternativos

Variación % Anual

	Inflación 2019	
	Promedio	Punta
WEO FMI	31,70%	20,20%
REM	40,80%	28,70%
Banda Inferior	41,10%	29,70%
ALT1	43,60%	35,60%
ALT2	45,30%	37,40%

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA

Como anticipamos, cabe remarcar que ninguno de estos escenarios está por fuera del régimen cambiario⁹. Es evidente que, **en una situación de**

⁹ En el caso ALT2, que supone un salto del tipo de cambio de 32% en junio, el *Pass Through* (PT) según el modelo estimado es cercano a 8%, es decir, se adicionan 2,5 p.p. de inflación en ese mes. Sumando los efectos de los tres meses siguientes, el PT se ubica en un entorno de 15%, similar a otras estimaciones de corto plazo (ver por ejemplo [aquí](#)).

mayor **disrupción en el tipo de cambio**, en la cual el dólar se mueva por fuera de las bandas establecidas, el incremento de precios será sensiblemente superior.

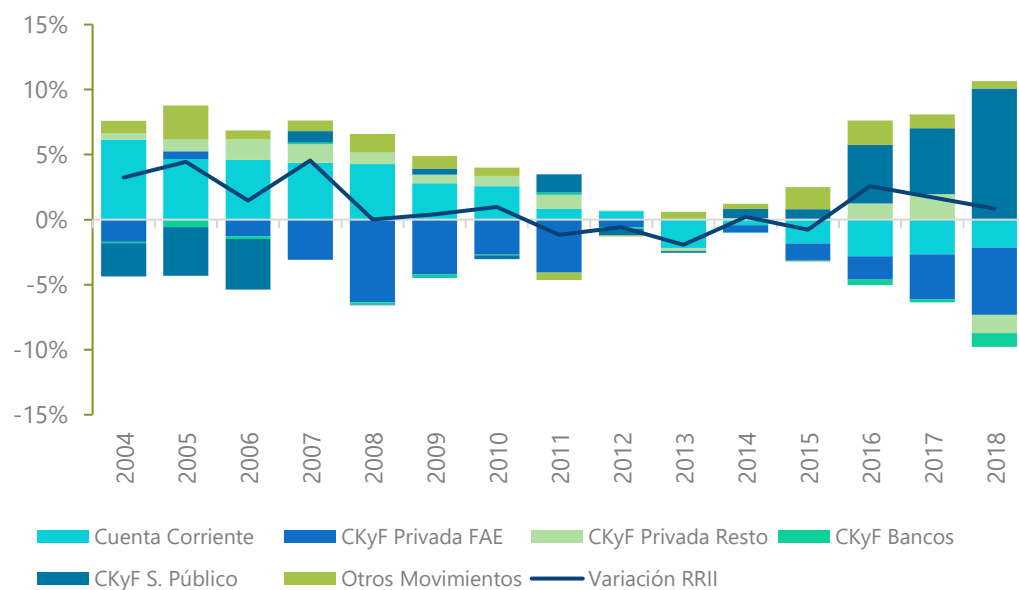
2019: el partido se juega en la cuenta capital

La **dinámica del sector externo a lo largo de 2018 expuso las inconsistencias manifiestas del modelo económico en curso**, dejando para 2019 un panorama de elevada incertidumbre.

En efecto, durante el año pasado los flujos privados de capitales mostraron una aguda reversión, que tuvo como contracara ingresos de deuda pública equivalentes a más de 10% del PIB, en un marco de fuerte devaluación del peso y la firma de un nuevo acuerdo *stand by* con el FMI. **Más deuda para tapar las inconsistencias y ganar un tiempo extra.**

(Des)balance externo

Balance cambiario, como % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

A principios de año, una de las principales señales de alerta era el **creciente déficit de Cuenta Corriente (CC)**, que había cerrado el 2017 en -2,7% del PIB y amenazaba con ir hacia -5% si la economía crecía cerca de 3%. La profunda recesión que experimentó el país, luego de la crisis

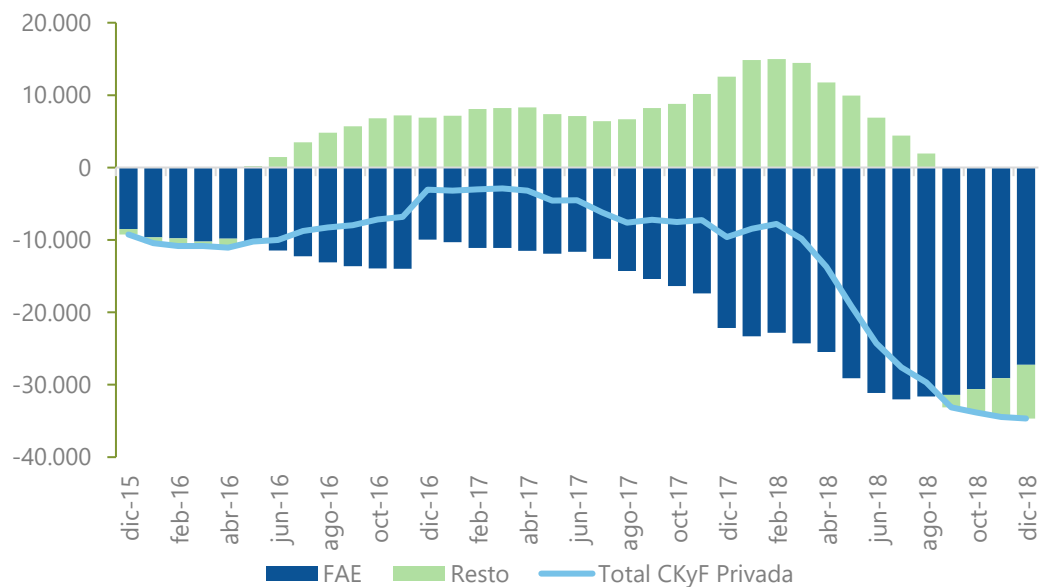
financiera iniciada en el segundo trimestre, tendió a poner un freno a este desequilibrio, que cerró el año en -2,1% del PIB.

Un párrafo aparte merece la cuenta de turismo y viajes. Según las últimas estadísticas del INDEC, en el acumulado a noviembre de 2018 la cantidad de turistas que viajaron al exterior por la vía aérea aumentó apenas un 0,3% anual, aunque este desempeño se explica en su totalidad por lo ocurrido en los primeros meses del año. En efecto, desde mediados de 2018 la cantidad de pasajeros se contrajo de manera muy marcada, hasta alcanzar un retroceso de un -19,8% anual en noviembre del año pasado.

Esto se reflejó en una fuerte caída en el egreso de dólares en concepto de turismo y viajes, con descensos de alrededor del -50% anual en los últimos meses de 2018. De este modo, en el acumulado doce meses, las salidas de dólares por turismo y viajes se ubican en el orden de USD 8.400 millones en diciembre del año pasado, retro trayéndose a los niveles de la segunda mitad de 2016.

Capitales golondrina

Cuenta Capital y Financiera Privada, En millones de USD, Acumulado 12 Meses



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Sin embargo, **esta corrección en la CC fue insuficiente para equilibrar por sí sola al sector externo,** ya que se agudizó el saldo negativo en la Cuenta Capital y Financiera (CKyF) privada, con un déficit en la Formación

de Activos Externos netos (FAE) de -5,2% del PIB y en el resto de la CKyF privada de -1,4%. Nótese que, en 2017, estas cuentas habían registrado un déficit de -3,5% y un superávit de 2,0%, respectivamente.

Probablemente, el mayor problema para la administración macrofinanciera provenga justamente de esta inestabilidad observada en los capitales privados, **en un marco institucional signado por la apertura y la desregulación del mercado de cambios.**

En efecto, durante 2018 la aceleración en el desequilibrio externo estuvo impulsada por la mencionada profundización en la FAE, pero también por un abrupto corte y luego reversión en el resto de los capitales privados (IED, Préstamos, Inversiones de Cartera, etc.), que pasaron de registrar, en el acumulado doce meses, ingresos por USD 15.000 millones hacia febrero pasado, para cerrar el año con un acumulado de salidas netas de USD 7.400 millones.

Paradójicamente, luego de septiembre la FAE comenzó a desacelerar el ritmo de salidas, pero esto se compensó con mayores egresos netos del resto de las partidas de la CKyF Privada, de forma tal que el déficit total acumulado doce meses se ubicó en USD 34.700 millones, lo que representa -6,6% del PIB, valor máximo para la serie desde 2004.

Así, de cara a 2019, persiste una fuerte incertidumbre sobre cómo responderá la CKyF en un año electoral de resultado incierto. En un escenario "favorable" para el gobierno, la FAE mantendría la tendencia a la desaceleración, que podría reforzarse con una reversión en las salidas por el resto de la CKyF, tal como se observó entre junio de 2016 y principios de 2018.

En un caso menos favorable, **si las salidas privadas se mantienen en los niveles de este año, los ingresos de deuda pública resultaran insuficientes para garantizar un equilibrio en los flujos externos,** reforzando las presiones sobre la economía en su conjunto.