

## **Escenario Macroeconómico 2016**

*Gustavo Reyes*

*Diciembre 2015*

En casi dos semanas de actividad, las nuevas autoridades económicas han comenzado a delinear múltiples medidas que evaluadas individualmente claramente no constituyen un plan integral. No obstante, en el caso que se continúe implementando otras medidas anunciadas pero aún no concretadas, las mismas evaluadas en conjunto sí podrían constituir un plan integral que ayude a la economía a normalizar su funcionamiento macroeconómico.

En estas líneas se analizan los efectos de corto y mediano plazo de las medidas hasta ahora tomadas y/o anunciadas por el gobierno en términos de distintos objetivos de política económica para luego, en función de este análisis, describir cómo las mismas podrían afectar la dinámica durante el 2016 de las variables macroeconómicas claves como son el nivel de actividad económica, la tasa de inflación, etc.

### **¿Medidas Sueltas o Plan Económico Encubierto?**

Muchas de las medidas implementadas y/o anunciadas se condicen con múltiples objetivos que van desde algunas metas intermedias como mejorar las cuentas fiscales y externas del país hasta los típicos de crecimiento económico, reducción de la inflación y mejora en el funcionamiento de la economía. No todas las medidas tomadas tienen igual impacto sobre dichos objetivos, en algunos casos determinadas políticas intentan morigerar el efecto de otras y en otros casos, los efectos de corto plazo son completamente diferente a los de mediano término.

Entre las principales medidas implementadas y/o anunciadas (y que probablemente se efectivicen en el corto plazo), pueden destacarse al menos 7 cambios importantes en la política económica del nuevo gobierno:

- ✓ corrección del atraso cambiario, salida del cepo y unificación del mercado de cambios,
- ✓ ajuste en el impuesto a las ganancias,
- ✓ reducción de Retenciones a las Exportaciones,
- ✓ eliminación de las Restricciones a las Exportaciones,
- ✓ nueva Cúpula del BCRA,
- ✓ inicio de conversaciones con los Holdouts y leve apertura del financiamiento del crédito
- ✓ anuncio de ajuste tarifario y reducción de subsidios energéticos.

Los efectos de cada una de estas medidas sobre los distintos objetivos de política económica son los que se discuten a continuación:

#### **a. Corrección del atraso cambiario, salida del cepo y unificación del mercado de cambios:**

Los problemas del atraso cambiario así como las dificultades que originó el cepo y las distorsiones que se originaron a partir de los múltiples tipos de cambio han sido largamente analizados en estos informes en los últimos 4 años. La rápida corrección de

estos problemas es claramente un avance muy importante no solamente, para el funcionamiento de la economía sino también, para la mejora en las cuentas externas tanto en el corto como en el mediano plazo e inclusive para las cuentas fiscales en el corto plazo dado el volumen esperado de liquidación atrasadas de la cosecha de soja (todavía con un alto nivel de retenciones).

Si bien estas medidas van a tener los beneficios descriptos anteriormente, las mismas también ejercerán efectos negativos en el corto plazo sobre la actividad económica y la tasa de inflación.

La historia de las distintas salidas de los atrasos cambiarios de nuestro país (desde mediados de los años 40 hasta la actualidad) muestra que el traslado a precios de una devaluación es cercana al 35% a lo largo de 12 meses. Esto implica que en los próximos meses probablemente se experimentará una aceleración de la inflación que, bajo un escenario optimista, podría ser transitoria en la medida que el gobierno logre anclar las expectativas inflacionarias luego de anunciar e implementar el futuro plan fiscal y monetario.

Por otro lado, como el Banco Central comenzó a absorber parte del excedente de pesos para que la salida del cepo esté acompañada por tranquilidad en el mercado de cambios, la tasa de interés subió fuertemente situándose por primera vez en más de 10 años en varios escalones por encima de la tasa de inflación actual. El aumento en las tasas de interés si bien reduce las presiones cambiarias en el corto plazo, deteriora fuertemente las cuentas del Banco Central y afecta muy negativamente el nivel de actividad económica que a su vez también se verá perjudicada por una probable caída en el corto plazo del poder adquisitivo de los salarios debido a la aceleración de la inflación analizada anteriormente.

	Crecimiento Económico		Reducción Inflación		Mejorar Cuentas Externas		Mejorar Cuentas Fiscales		Funcionam. de la Economía
	CP	MP	CP	MP	CP	MP	CP	MP	
Salida del Cepo									

#### **b. Anuncio de ajuste tarifario y reducción de subsidios energéticos:**

Si bien aún no se ha especificado ni la profundidad ni los destinatarios del ajuste tarifario y de la reducción de subsidios, funcionarios nacionales han dejado entrever públicamente que en el mes de enero probablemente se anuncie y se comience a implementar un cronograma del mismo.

Como se ha explicado en numerosas veces en estos informes, el tamaño y la dinámica de estos subsidios representa no sólo una de las principales causas de los desequilibrios fiscales del gobierno (y de la inflación) sino también ha generado enormes problemas de sustentabilidad económica en las empresas energéticas afectando seriamente la oferta de estos servicios.

De esta forma, comenzar a resolver el problema es sin dudas una muy buena noticia tanto para el funcionamiento de la economía como para las cuentas fiscales en el mediano plazo (ya que se espera que el ajuste de las tarifas y subsidios sea gradual en el tiempo) y como consecuencia para la tasa de inflación.



Los efectos adversos de estas medidas están dados por los efectos negativos sobre la tasa de inflación y el nivel de actividad económica. En el primer caso, el aumento de tarifas claramente profundiza la presión sobre los precios de la economía y por lo tanto, sobre el poder adquisitivo de los salarios lo cual afecta negativamente al nivel de actividad económica.

	Crecimiento Económico		Reducción Inflación		Mejorar Cuentas Externas		Mejorar Cuentas Fiscales		Funcionam. de la Economía
	CP	MP	CP	MP	CP	MP	CP	MP	
Aj. Tarifas / Subsidios									

**c. Ajuste en el impuesto a las ganancias:**

El reciente ajuste de los mínimos no imponibles del aguinaldo de fin de año constituye una baja en la presión impositiva que beneficia el funcionamiento de la economía y ayuda en el corto plazo a morigerar en parte los efectos adversos sobre el nivel de actividad económica derivado de las medidas anteriores.

	Crecimiento Económico		Reducción Inflación		Mejorar Cuentas Externas		Mejorar Cuentas Fiscales		Funcionam. de la Economía
	CP	MP	CP	MP	CP	MP	CP	MP	
Aj. Impuesto a las Gcias.									

**d. Reducción de Retenciones a las Exportaciones y eliminación de las Restricciones a las Exportaciones:**

Estas medidas claramente favorecen la dinámica del sector exportador (oferente de dólares) y son muy buenas noticias desde la perspectiva del funcionamiento de la economía, para las cuentas externas como así también para el nivel de actividad económica. No obstante, como las medidas se traducen en mayores precios para el sector exportador, los mismos juegan en el corto plazo en contra de la estabilidad de los precios. El otro efecto adverso de las menores retenciones esta dado por el mayor deterioro de las cuentas fiscales.

	Crecimiento Económico		Reducción Inflación		Mejorar Cuentas Externas		Mejorar Cuentas Fiscales		Funcionam. de la Economía
	CP	MP	CP	MP	CP	MP	CP	MP	
Reducción Retenciones									
Elim. Restr. Expo									

**e. Nueva Cúpula del BCRA:**

La nueva cúpula del BCRA además de ser imprescindible para la remoción exitosa del cepo, es clave para transformar a la autoridad monetaria en un organismo totalmente independiente del poder político y así, poder reasumir su principal rol que es el de cuidar el valor de la moneda doméstica. Más allá de los nombres y de las medidas que puedan tomarse en el corto plazo, la independencia del organismo se podrá evaluar recién en un mediano plazo como así también los efectos positivos sobre la inflación<sup>1</sup>.

	Crecimiento Económico		Reducción Inflación		Mejorar Cuentas Externas		Mejorar Cuentas Fiscales		Funcionam. de la Economía
	CP	MP	CP	MP	CP	MP	CP	MP	
Nueva Cúpula BCRA / Independ.)				😊				😊	😊

**f. Inicio de negociaciones con Holdouts y leve apertura del financiamiento del crédito:**

La muestra de diálogo con los holdouts junto con las gestiones para reforzar las reservas del BCRA<sup>2</sup> constituyen pasos muy importantes para comenzar una apertura del financiamiento externo que repercutirá en un mejor funcionamiento de la economía. Dada la escasez de financiamiento que tiene el país y el actual proceso de estancamiento en el nivel de actividad económica, mientras más rápido se acceda a estos mercados, mejor podrán mitigarse los efectos adversos de corto plazo de varias de las medidas descriptas anteriormente.

	Crecimiento Económico		Reducción Inflación		Mejorar Cuentas Externas		Mejorar Cuentas Fiscales		Funcionam. de la Economía
	CP	MP	CP	MP	CP	MP	CP	MP	
Acc. Financ./ Holdouts	😊	😊	😊						😊

**Las medidas y el impacto sobre las variables macro claves**

De acuerdo a lo analizado anteriormente, en el corto plazo (CP) y como puede observarse en el siguiente cuadro, sólo hay 1 carita contenta (y pequeña) para el objetivo de **inflación** frente a varias caritas tristes (en general más grandes). Esto significa que, es muy probable que la inflación se acelere en el corto plazo como consecuencia de la importante devaluación del peso, la suba tarifarias (cuando se produzcan), la baja en las retenciones y la eliminación de las restricciones a las exportaciones.

<sup>1</sup> La independencia del Banco Central en cierta medida también incentiva a mejorar las cuentas fiscales en el mediano plazo al prohibirle el financiamiento mediante emisión monetaria.

<sup>2</sup> Acuerdo con bancos, reactivación de desembolsos del BID, conversión a dólares de parte del swap Chino, etc.

Respecto a la actividad económica en el corto plazo, si bien hay más caritas contentas, las mismas son bastante más pequeñas que las 2 caritas enojadas. Esto quiere significar que el efecto adverso de la salida del cepo y del ajuste de tarifas (caída del poder adquisitivo del salario y fuerte aumento en la tasa de interés) probablemente prevalezca sobre el resto de las otras medidas compensatorias generando un complicado clima para el nivel de actividad económica en los primeros meses del 2016.

	Crecimiento Económico		Reducción Inflación	
	CP	MP	CP	MP
Salida del Cepo	😞	😊	😞	😊
Aj. Tarifas / Subsidios	😞	😊	😞	😊
Aj. Impuesto a las Gcias.	😊	😊	😞	😊
Reducción Retenciones	😊	😊	😞	😊
Elim. Restr. Expo	😊	😊	😞	😊
BCRA Independ.	😊	😊	😊	😊
Acc. Financ./ Holdouts	😊	😊	😊	😊

Estos efectos adversos de corto plazo de la salida del cepo y del aumento de tarifas sobre la actividad económica y la inflación, son necesarios para comenzar a normalizar la liquidación de exportaciones, mejorar la rentabilidad en estos sectores (junto con las economías regionales), facilitar la entrada de capitales (imposible que sucedieran al tipo de cambio anterior) y comenzar a reducir los desequilibrios fiscales y por lo tanto, enfrentar la raíz del problema inflacionario.

Con la eliminación del Cepo Cambiario, la brecha entre los tipos de cambio oficial y blue ha mostrado una importante caída. En particular la dinámica del tipo de cambio oficial, que comenzó en niveles cercanos a los 14 \$/u\$s, también ha mostrado una importante caída fruto del ascenso violento comentado anteriormente de las tasas de interés, del comienzo de una fuerte liquidación de exportaciones retenidas y de una demanda de importaciones aún contenida<sup>3</sup>.

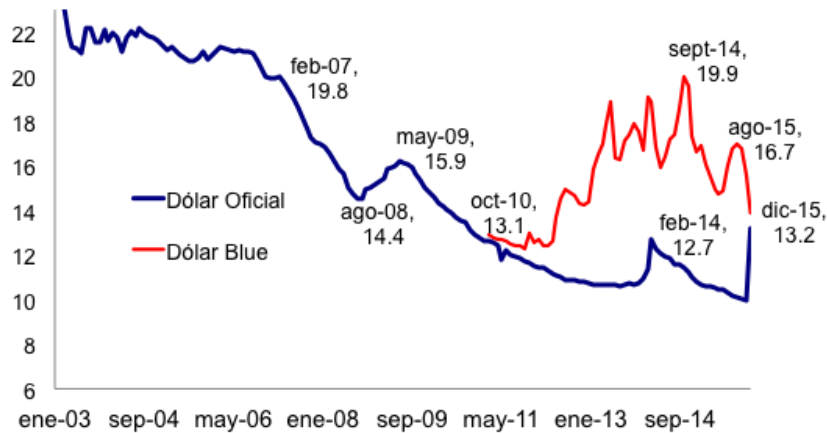
Más allá de estos factores, es preciso destacar que el nivel actual del dólar oficial es muy similar al del mes de octubre de 2010 (Ver Gráfico adjunto). Teniendo en cuenta la complejidad del escenario externo, la continuidad del proceso inflacionario y el actual nivel de las tasas de interés, difícilmente los valores actuales del tipo de cambio oficial puedan resultar sustentables en el tiempo.

<sup>3</sup> Si bien las famosas DJAI se eliminaron a partir del 16 de diciembre, el plazo entre la embarcación de las importaciones por el nuevo régimen y el pago de las mismas (solicitud de dólares al BCRA) es generalmente entre 60 y 90 días.



### Dólar: Tipo de Cambio Real

(ajustado por IPC Arg y USA - a precios de Dic. de 2015)



Como se explicaba anteriormente, la inflación en el mes de diciembre y durante los primeros meses del 2016 seguramente va a situarse en niveles superiores al de los últimos meses (2% mensual), pero más allá de estos primeros meses, su dinámica posterior va a depender fuertemente de los siguientes dos factores:

- ✓ que se especifique y cumpla un programa fiscal y monetario que muestre cómo los actuales desequilibrios fiscales van a ir reduciéndose en el tiempo. Este punto es fundamental para que la economía comience a tener un ancla de las expectativas inflacionarias y así poder guiar las negociaciones de las futuras paritarias.
- ✓ mientras más rápido se logre acceder a los mercados de crédito (previo acuerdo con Holdouts), más rápido podrá reducirse tanto el financiamiento monetario del déficit fiscal como el proceso inflacionario derivado de este último.

Claramente estos dos factores no son de implementación automática pero mientras más rápido se avance en ellos, antes podrá frenarse tanto la aceleración inflacionaria de los primeros meses como el complicado panorama del nivel de actividad económica de los primeros meses del próximo año. Un escenario optimista para alcanzar estos objetivos podría ser el segundo trimestre del 2016.

Si siguiendo la dinámica de este escenario optimista, en el segundo semestre del 2016, los mercados de crédito podrían estar abiertos y el gobierno debería poder empezar a sustituir la emisión monetaria por los mercados de capitales en la forma de financiar su déficit fiscal. En esta etapa, las exportaciones deberían comenzar a repuntar como consecuencia de la mejora en sus precios relativos y el país podría comenzar a recibir un mayor flujo de fondos externos mejorando los indicadores de inversión. De esta forma, la economía comenzaría a crecer nuevamente y la inflación a reducirse junto con las tasas de interés. Una economía que crece impulsada por las inversiones y las exportaciones permitirían expandir nuevamente el nivel de empleo que junto con el descenso de la tasa de inflación y de las tasas de interés terminarían también empujando una recuperación en los niveles de consumo.

Para iniciar esta última etapa claramente quedan muchas cosas y bastante difíciles por hacer y los riesgos sin duda son múltiples tanto del contexto externo (fortalecimiento del dólar, aumento del riesgo emergente, debilidad en el precio de commodities, desaceleración de países emergentes, Brasil con serios problemas) como interno (futuras paritarias, dinámica del ajuste tarifario, excedente de pesos y financiamiento



**BCM**  
BOLSA DE COMERCIO  
DE MENDOZA

del déficit fiscal, alta presión tributaria, etc.). No obstante, las primeras medidas tomadas por el equipo económico han ido claramente en la dirección correcta y su resultado por ahora ha sido más que satisfactorio.