

Escenarios Económicos para 2016:

¿Qué podemos esperar en actividad económica, dólar e inflación?

Gustavo Reyes
Economista Jefe IERAL Mendoza
Junio de 2015

El comienzo del segundo semestre se caracteriza en muchas empresas por empezar a trazar los grandes rasgos que pueden tener sus negocios durante el año siguiente. Para ello es clave tener en cuenta los distintos escenarios que pueden enfrentar las principales variables macroeconómicas como el nivel de actividad económica, la tasa de inflación y el tipo de cambio.

El punto de partida de este análisis se basa en cómo se esperan que terminen dichas variables el presente año. En este sentido, el 2015 probablemente finalizará con un nivel de actividad económica prácticamente estancado en promedio, la tasa de inflación anual hacia fines de año se ubicará en un rango entre el 25% y 30% y el tipo de cambio (oficial) finalizará el año con un importante y creciente atraso cambiario. Además de estos problemas, la economía terminará el 2015 con otros importantes desequilibrios¹ (muy relacionados a los anteriores) como son el cada vez mayor desfasaje en las cuentas públicas, el elevadísimo monto de subsidios económicos, el atraso en las tarifas públicas y el deterioro de las cuentas externas del país y del balance del Banco Central (fuerte expansión de sus pasivos).

Con respecto al contexto externo, el escenario más probable para el 2016 es que el mundo continúe creciendo a niveles similares a los de este año con Estados Unidos siguiendo este último patrón y con leves mejoras en la expansión de Japón y Brasil. Las perspectivas eran similares también para la zona del Euro pero teniendo en cuenta el importante traspié de la economía de Grecia en este último mes, seguramente habrá que monitorear en detalle el desarrollo de la crisis y sus implicancias. Respecto de China, se espera que su economía continúe en clara desaceleración pero aún con tasas de crecimiento importantes. Desde el punto de vista financiero, en Estados Unidos seguramente ya habrá comenzado el ascenso (lento pero continuo) de las tasas de interés

¹ Para más detalles ver, Informe de Coyuntura del IERAL, Editorial, 28 de mayo de 2015, Edición 919, Año 24, <http://www.ieral.org/noticias/inestabilidad-macro-detras-mejora-indicadores-claves--2786.html>

de corto plazo lo cual reforzará la actual tendencia de fortaleza del dólar en el mundo (probablemente acentuada con la crisis griega) con su contrapartida en la debilidad del resto de las monedas (presiones devaluatorias en emergentes) y en los precios de las commodities.

Con este panorama, se abren naturalmente múltiples escenarios para la economía de nuestro país en 2016. A efectos de simplificar este amplio espectro de posibilidades vamos a analizar tres de ellos (el resto podrían ser combinaciones de estos). El primero es el típico escenario pasivo donde se mantiene la actual tendencia. En los otros dos, el futuro gobierno comenzaría a enfrentar los desequilibrios macroeconómicos que presenta nuestro país pero con diferente “timing”: en un caso se asume que lo realiza de forma abrupta (shock) y en el otro, que lo hace en forma gradual.

- **El escenario pasivo:**

Bajo este marco, el próximo gobierno mantiene la actual tendencia de la economía asumiendo que la misma de a poco va mejorando ya que, comparando el 2015 con el 2014, si bien la actividad económica está prácticamente estancada, ya dejó atrás el proceso contractivo de 2014 (caída del 2.6%²) mientras que la tasa de inflación ha bajado un importante escalón (a fines del 2014 había alcanzado niveles cercanos al 40% anual).

Los problemas de este escenario son varios. La actual desaceleración en la tasa de inflación no es fruto de una mejora en la economía sino de la debilidad de la actividad económica (recesión y estancamiento) y del creciente retraso del tipo de cambio respecto de la inflación. El desafiante contexto externo analizado anteriormente sumado al atraso cambiario y a los fuertes desequilibrios en las tarifas públicas, en los subsidios económicos, en las cuentas fiscales, en el sector externo y en las cuentas del Banco Central, hacen muy difícil la sostenibilidad de este escenario en el mediano plazo. Por este motivo, es dable esperar que bajo este escenario el nivel de actividad económica probablemente vuelva a ser negativo en 2016, con una aceleración inflacionaria y fuertes presiones en los mercados cambiarios.

2 Indicador de Actividad Económica (IGA)– Fuente: Orlando Ferreres.

- **Escenario Gradual o Plan Honey Moon:**

En este marco, el nuevo gobierno afronta los desequilibrios analizados anteriormente con un plan económico basado en medidas que se aplican a lo largo del tiempo. Las tarifas públicas empiezan a ajustarse por encima de los niveles de inflación mientras que los salarios del sector público y las jubilaciones siguen creciendo pero a un ritmo menor que la recaudación. Con estas medidas, las cuentas fiscales reducen su continuo deterioro y comienzan a mejorar lentamente aunque se mantendría fuertemente la dependencia del financiamiento monetario y/o con deuda. Bajo este esquema es clave una rápida reactivación de la economía para cerrar lo más posible la brecha fiscal y reducir la dependencia del financiamiento monetario (inflación).

En este esquema, la brecha cambiaría no desaparecería rápidamente porque el ajuste del tipo de cambio también es gradual. Si bien se podría legalizarse el dólar “blue” para determinadas transacciones (¿turismo, exportaciones de economías regionales?), la brecha de este dólar con el actual dólar oficial no es probable que desaparezca rápidamente. De esta forma, el tipo de cambio si bien puede tener un pequeño salto al inicio del programa no es suficiente para eliminar el atraso cambiario actual. No obstante, a lo largo del año, la tasa de devaluación debería claramente superar a la tasa de inflación de forma de ir reduciendo gradualmente el atraso en el tipo de cambio real (poder adquisitivo del dólar).

Si bien este esquema es el ideal desde el punto de vista político porque suaviza a lo largo del tiempo la dinámica del ajuste también presenta serias dificultades.

Por un lado, en este tipo de planes es bastante difícil bajar la inflación rápidamente debido por un lado, a que las devaluaciones presentan un elevado “pass-through” a precios y por otro lado, a la necesidad de mantener el impuesto inflacionarios dada la gradual reducción de la brecha fiscal.

Otro gran problema que enfrenta este tipo de plan es que la rápida reactivación de la economía que requiere este tipo de planes puede encontrar un serio escollo que termine debilitando seriamente al plan. Este escollo es el nivel de la tasa de interés que tampoco puede bajar rápidamente. La razón por la cual en este tipo de planes es difícil bajar la tasa de interés se debe a lo siguiente:

Para que la gente mantenga sus activos en pesos (y no se dolarice), la tasa de interés en pesos debe superar a la devaluación esperada del tipo de cambio y ésta última debe ser a su vez superior a la tasa de inflación de la economía para que gradualmente vaya eliminándose el atraso cambiario. Por este motivo, si la tasa de inflación se mantiene alta, la devaluación esperada del tipo de cambio y a su vez la tasa de interés también se van a mantener elevada dificultando la reactivación de la economía.

Por estos motivos a este tipo de planes se le suele denominar planes “Honey Moon” ya que inicialmente al no tomar medidas abruptas de ajuste, la economía disfruta un período de luna de miel donde pueden entrar capitales y la economía comienza a reactivarse. Pero en la medida que la mejora en las cuentas fiscales se demora y la inflación y el atraso cambiario no bajan lo suficiente, este efecto puede comenzar a diluirse y con él la reactivación de la economía poniendo en peligro nuevamente la mejoría alcanzada en la denominada “luna de miel” (“Honey Moon”).

En la historia económica reciente de nuestro país se pueden citar varios ejemplos de gobiernos adoptaron este tipo de esquema intentando suavizar el costo del ajuste. Lamentablemente en todos los casos, dichos planes más tarde o más temprano fracasaron y el costo del ajuste resultó luego mucho más alto del que se trato de evitar inicialmente. Entre dichos casos, pueden citarse los siguientes:

- En enero del 2002 cuando Remes Lenicov intentó salir del 1 a 1 con una “pequeña” devaluación llevando al dólar de \$1 a \$1.4. El plan colapsó muy rápidamente y los mercados impulsaron al tipo de cambio a casi \$4 por dólar.

- En marzo del 2001, cuando Domingo Cavallo llega nuevamente al Ministerio de Economía, viendo el destino que había tenido su antecesor en el cargo (López Murphy), el autor del plan de Convertibilidad esta vez intentó realizar un plan gradual para estabilizar la situación a través de múltiples medidas como pequeñas devaluaciones fiscales, planes de competitividad, etc. A los pocos meses, Cavallo debió recurrir a otro plan, esta vez más de shock - plan de déficit cero – pero tampoco terminó dando los resultados deseados y la economía se encaminó a una de las mayores crisis registradas en nuestro país.

- A fines de 1999, cuando asume el gobierno de De la Rúa. Su ministro de economía José Luis Machinea intentó recuperar la confianza y mejorar la situación a través de un plan gradual que nunca permitió que la economía saliese del proceso recesivo y finalmente terminó cayéndose el plan en apenas un poco más de año después de implementarlo.

- En el tercer trimestre de 1988, a fines del gobierno de Alfonsín cuando el ministro Juan Sourrille implementó el Plan Primavera con el objetivo de llegar a las elecciones generales de 1989. A los pocos meses, este plan gradual también fracasó y condujo a la economía de nuestro país a su primer proceso hiperinflacionario.

De esta forma, la ventaja de este tipo de planes puede terminar transformándose en su principal riesgo: el lento ajuste de los desequilibrios es posible que termine jugando en contra generando situaciones más complicadas que las iniciales. En nuestro país aún no

tenemos ejemplos exitosos de este tipo de planes aunque sí existen buenas experiencias en otros países.

Más allá de estos riesgos, en este esquema el nivel de actividad económica para 2016 probablemente sea expansivo durante el primer semestre seguido de un crecimiento bastante menor en la segunda parte del año que es donde la luna de miel comienza a terminar en la medida que la tasa de inflación no baje lo suficiente a pesar del paso del tiempo y comience a estancarse la eliminación del retraso cambiario. En este escenario, la tasa de inflación se acelera un poco respecto del 2015 debido a la mayor tasa de devaluación del tipo de cambio pero podría continuar en niveles inferiores a los de fines del 2014. Con respecto al tipo de cambio, la mayor tasa de devaluación comienza a reducir el atraso cambiario respecto del 2015, pero no se elimina a lo largo del año. Este lento ritmo de eliminación del atraso cambiario podría deteriorar el proceso expansivo de la economía hacia fines del segundo semestre. Es en estos meses cuando la segunda

parte del adjetivo “Honey Moon” comienza a operar³ y por lo tanto, aumenta la probabilidad de posponer el ajuste de los desequilibrios con los riesgos consecuentes.

³ Pasó la etapa de la “miel” y viene la etapa más complicada – la oscura donde prevalece más la luna y menos la “miel”.

- **Escenario de Shock o Plan “Moon Honey”:**

En este marco, el nuevo gobierno afronta los desequilibrios analizados anteriormente mediante fuertes medidas que se implementan en el corto plazo. De esta forma, en este esquema es más probable la unificación del mercado cambiario que se produce con una fuerte devaluación inicial que es acompañada con un importante aumento de tarifas públicas (probablemente manteniendo los subsidios a familias con escasos recursos) y un férreo control del gasto público. En este contexto, las cuentas fiscales y externas podrían mejorar sustancialmente a lo largo del año y por lo tanto, el grado de dependencia del impuesto inflacionario podría bajar considerablemente.

Como antítesis del escenario anterior, a este tipo de esquema podría llamarsele “Moon Honey” ya que la etapa complicada está al principio y luego de pasar la misma viene el premio (“Honey”) una vez que los desequilibrios comienzan a corregirse.

Bajo este esquema, el primer semestre del 2016 es un período bastante complicado con caída en el nivel de actividad económica y fuerte ascenso de la inflación debido al salto cambiario (necesario para eliminar la brecha con el dólar blue) y al ajuste tarifario. Pasados estos complicados momentos, el tipo de cambio debería estabilizarse y la tasa de inflación bajar sustancialmente al tiempo que la economía comenzaría a recibir capitales externos y la economía volvería a expandirse nuevamente en el segundo semestre.

El año 2016 en promedio probablemente terminaría con una tasa de inflación superior a la de fines del 2014 pero con una inflación mensual en el último trimestre bastante baja. El atraso cambiario debería ser revertido en la primera parte del año y luego, con el retorno de los capitales externos, el problema sería cómo lidiar con el exceso de dólares.

Claramente en este escenario y a diferencia de los anteriores, la economía podría terminar el 2016 con excelentes perspectivas para el 2017.

El gran problema de este esquema son los riesgos a corto plazo del ajuste inicial tanto del tipo de cambio como de las tarifas. Un escenario de este estilo requiere previamente un fuerte apoyo desde diferentes sectores que garantice la sobrevivencia durante el período de ajuste. De esta forma, bajo este esquema es imprescindible el apoyo de los organismos internacionales de crédito para fortalecer las reservas del Banco Central (u\$s 15 o 20 mil millones?), del sector financiero para poder refinanciar buena parte de las obligaciones tanto del Banco Central como del Tesoro Nacional y

del arco político y sindical para sostener socialmente el importante ajuste en los salarios reales luego del ajuste cambiario y tarifario.

Los tres escenarios plantean evoluciones económicas muy diferentes para 2016 y por lo tanto, generan una alta incertidumbre. Esta falta de certeza es acrecentada aún más por las pocas definiciones sobre los problemas claves por parte de los candidatos a presidente. Teniendo en cuenta la cercanía de las elecciones y la probable dinámica de los diferentes escenarios es entendible que los distintos equipos económicos traten de evitar dar demasiadas precisiones sobre las políticas que planean aplicar para encauzar los actuales desequilibrios macroeconómicos. El dilema es tan grande que algunas de las definiciones que podrían realizar los actuales candidatos a presidentes podrían ser consideradas “no creíbles” y ocultar las “verdaderas” medidas hasta ganadas las elecciones ya que las mismas podrían jugarles en contra. Uno de los ejemplos históricos más notorios de este tipo de inconsistencias fueron las promesas electorales de Menen en 1989 y las medidas que luego adoptó durante su gobierno.

A pesar de todas estas incertidumbres, en cualquiera de los escenarios descriptos la tasa de devaluación del tipo de cambio y los niveles de inflación probablemente superen los niveles registrados en los últimos meses. Respecto del nivel de actividad económica, más allá de los distintos escenarios, resulta muy difícil esperar un fuerte repunte del mismo durante 2016.

De esta forma, en los distintos escenarios el 2016 probablemente sea un año difícil de transitar desde el punto de vista de la macroeconomía, la gran pregunta es si dicha dificultad será utilizada para comenzar a resolver los problemas de la macroeconomía de nuestro país o para agravar los mismos.