

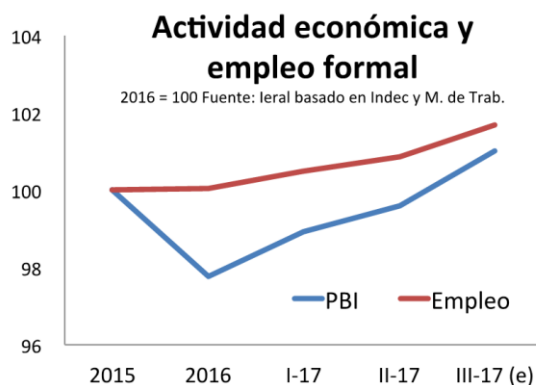
Economía de Argentina: situación actual, riesgos y perspectivas

Gustavo Reyes – Economista Jefe IERAL
Noviembre de 2017

Luego de las elecciones de mediano término el gobierno nacional lanzó una serie de reformas pensando en el mediano plazo. Estas medidas abarcan desde cambios en la política impositiva, laboral, previsional y en la relación impositiva con las provincias. Si bien muchas de ellas abarcan problemas estructurales de la economía, como se analizará a continuación, no todos los interrogantes de mediano plazo han sido atendidos y la economía continúa con importantes riesgos tanto en el corto como en el mediano plazo aunque la situación económica actual ha mejorado considerablemente. De esta forma, Argentina enfrenta importantes desafíos, muchos de éstos serán analizados a continuación y condicionan la evolución de la economía tanto en el corto como en el mediano plazo.

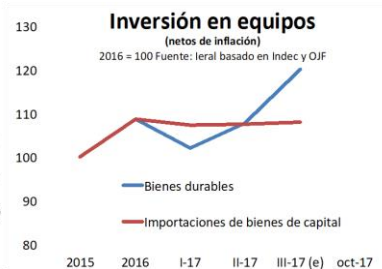
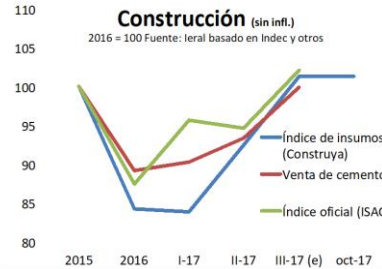
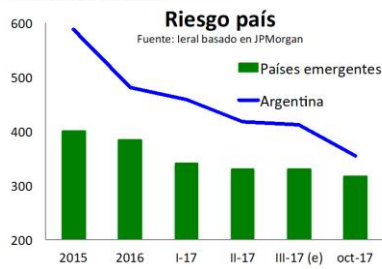
Corto Plazo: buenas noticias de la economía

Si bien la recuperación de la economía comenzó a fines del 2016, en los últimos trimestres los signos de reactivación mejoraron notablemente. Aún con cifras preliminares, en el tercer trimestre tanto el empleo (registrado) como el nivel de actividad (PBI) aceleraron su ritmo de crecimiento y podrían haber alcanzado tasas anualizadas de crecimiento (respecto del segundo trimestre) cercanas al 3% y 5% respectivamente.

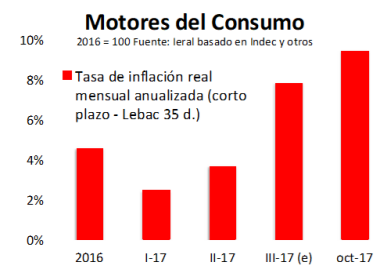
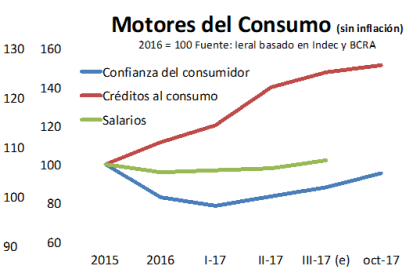
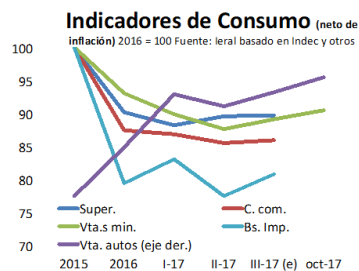


Dentro de esta recuperación económica, si bien los sectores más dinámicos son la Construcción y el Agro, la gran mayoría presenta tasas de crecimiento positivas respecto del 2016 (la excepción la constituyen los sectores relacionados con la Minería y con los servicios de Gas, Electricidad y Agua).

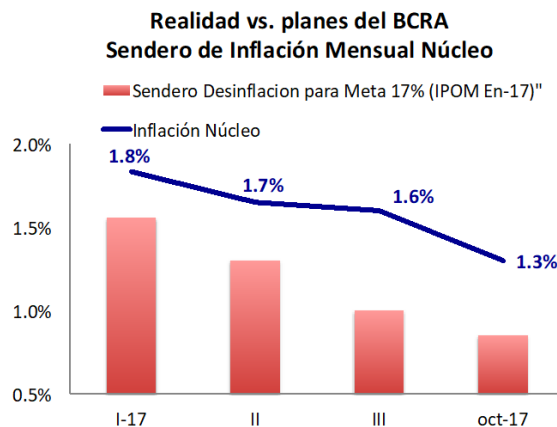
En términos de la demanda agregada, de la mano de una fuerte caída en la prima de riesgo país, la inversión continúa siendo el componente más dinámico como fruto de la expansión tanto de la construcción como de la adquisición de nuevos equipos durables por parte de las empresas.



A pesar de la suba en las tasas reales de interés de corto plazo impulsada por el Banco Central (BCRA), los indicadores de consumo privado también muestran una aceleración en los últimos meses básicamente influenciados por la mejora tanto del empleo, como del poder adquisitivo de los salarios, de los préstamos y de los indicadores de confianza del consumidor.

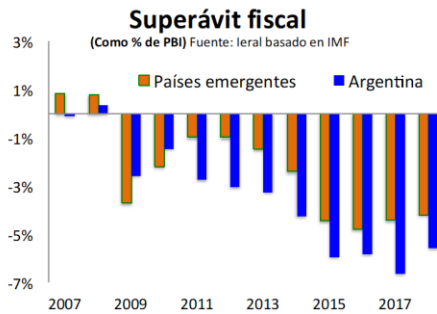
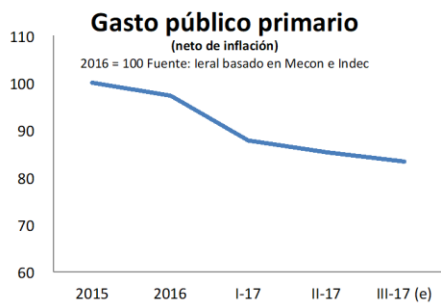


La otra buena noticia es que en octubre cayó un escalón más la tasa de inflación de inflación núcleo (no considera factores estacionales ni tarifas). No obstante, el sendero de la misma aún dista mucho de los planes que tenían las autoridades monetarias a principios de este año.

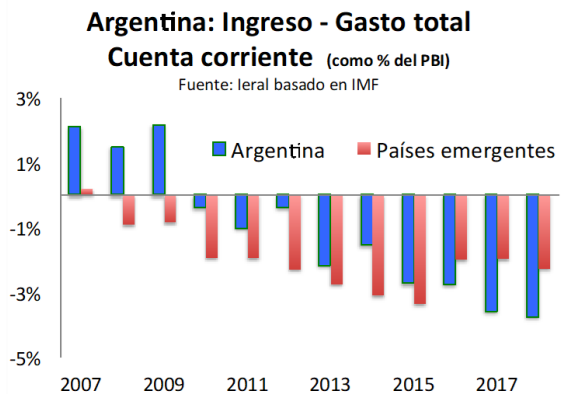
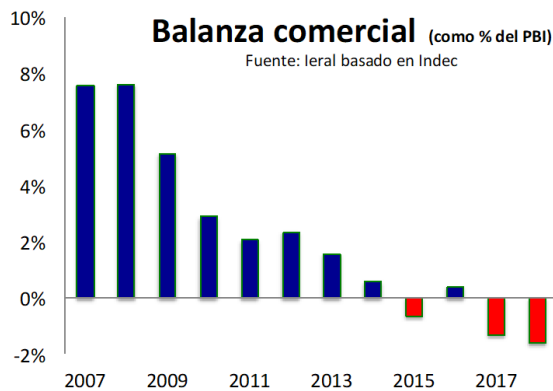
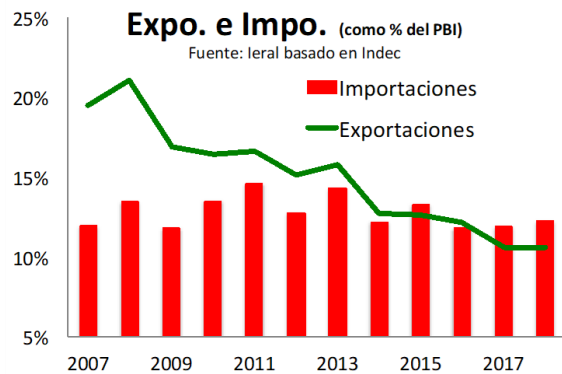
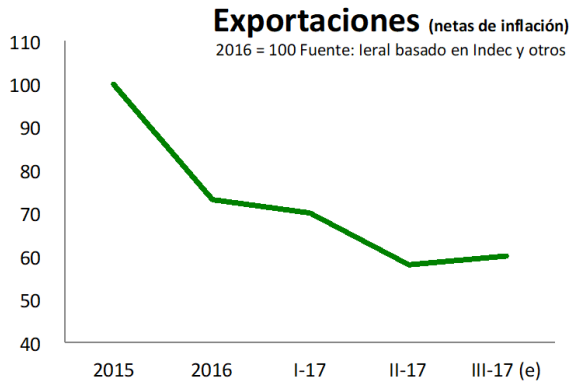


Las señales de alerta

La evolución del gasto público primario (sin intereses, ni inflación, ni estacionalidad) muestra que lentamente comienza a ajustarse aunque los niveles de déficit fiscal proyectados aún son muy elevados tanto para la historia argentina como para el contexto de países emergentes.



Por el lado de las exportaciones, también aparecen luces amarillas. Cuando a las mismas se las mide sin inflación ni estacionalidad, su tendencia resulta preocupante. Las proyecciones de la Balanza Comercial para este año y el siguiente muestran un déficit y un desbalance también negativo para la Cuenta Corriente (60% más alto que el promedio de los países emergentes).



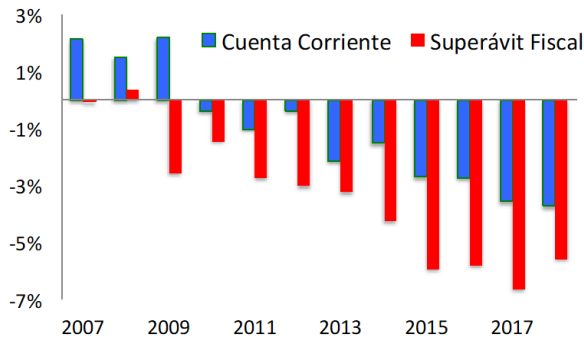
Si bien en las economías que crecen, es dable esperar que se deteriore la Cuenta Corriente por la expansión de la Inversión¹, en el caso de la Argentina, si bien la Inversión está creciendo a buen ritmo, el factor que más explica el déficit de Cuenta Corriente es el desequilibrio fiscal (“déficit gemelos”).

¹ Sibert, H., (1989), “The half and full debt cycle”, Institute for Weltwirtschaft, Kiel Working Paper No. 347.

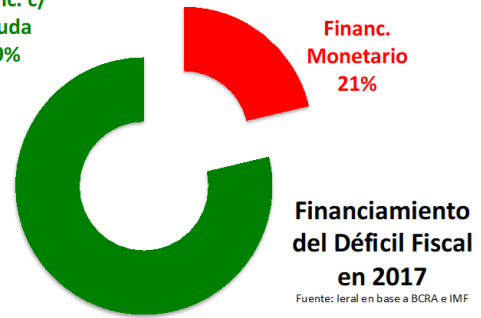


Deficits Gemelos en Argentina

(en términos del PBI) Fuente: Ieral en base a IMF



Financ. c/
Deuda
79%



Financiamiento
del Déficit Fiscal
en 2017

Fuente: Ieral en base a BCRA e IMF

Como puede observarse en uno de los gráficos anteriores, el desequilibrio fiscal del gobierno se financia una parte con emisión monetaria del BCRA y otra con endeudamiento (externo en su mayoría). Éste último es el que afecta negativamente al balance de Cuenta Corriente.

Los efectos del Déficit fiscal y su financiamiento son múltiples y afectan a la economía tanto en el corto como en el mediano plazo.

En el mediano plazo, un importante efecto del alto Déficit fiscal es que no permite que el gobierno reduzca sustancialmente la elevada carga impositiva. Esto explicaría la pequeña baja impositiva prevista en la reforma impositiva nacional presentada en las últimas semanas (se reduciría solamente 1.5 puntos porcentuales del PBI entre 2018 y 2022).

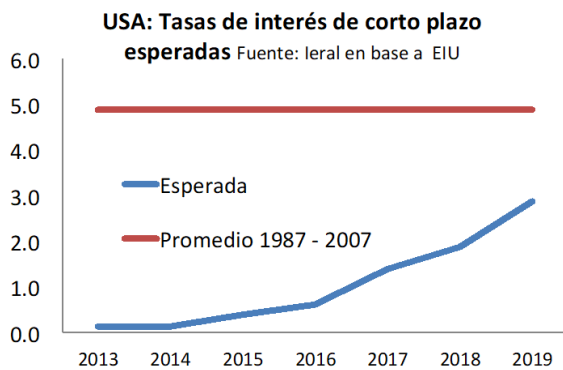
En el corto plazo, el financiamiento del Déficit fiscal también genera problemas. Por un lado, el financiamiento monetario le agrega presión al proceso inflacionario complicándole aún más la tarea al BCRA para cumplir con su meta inflacionaria y alimenta las expectativas de inflación de mediano plazo. La actualmente elevada tasa de interés de corto plazo fijada por la autoridad monetaria para encauzar el proceso inflacionario podría claramente ser más baja con un menor desbalance en las cuentas fiscales.

Por otro lado, estas elevadas tasas de interés junto con el financiamiento externo del resto del déficit fiscal aumentan la entrada de capitales al país afectando negativamente al Tipo de Cambio Real y por lo tanto a la dinámica del sector exportador.

Los riesgos de corto plazo

Uno de los principales riesgos de mantener un déficit de Cuenta Corriente es el financiamiento del mismo. Cualquier evento que encarezca o reduzca el acceso a los fondos externos (como el Efecto Tequila de fines de 1994, Crisis Internacional del 2008, etc.) puede complicar sustancialmente la dinámica de crecimiento de Argentina que actualmente es financiada en gran parte con fondos externos (el nivel de gasto agregado del país supera a su nivel de ingreso en la magnitud del déficit de Cuenta Corriente).

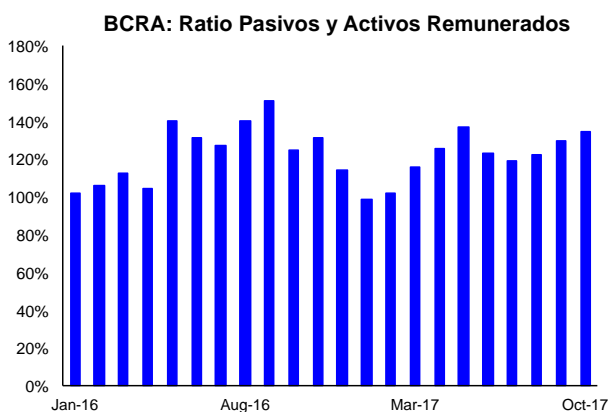
La buena noticia en este aspecto es que el escenario financiero esperado a nivel externo no prevé un cambio brusco en las condiciones de liquidez internacional. Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos se esperan que lentamente aumenten pero las mismas por algunos años permanecerían por debajo de sus niveles históricos.



Otro de los riesgos de corto plazo está representado por la alta tasa de interés real de corto plazo fijada por el Banco Central a través de las Lebac. Si bien estas altas tasas representan uno de los pocos instrumentos que tiene el BCRA para encauzar tanto el ritmo inflacionario como las expectativas a la meta fijada por la autoridad monetaria², los efectos nocivos de este instrumento no deberían ser ignorados.

El efecto nocivo más directo de las altas tasas reales de interés de corto plazo es la repercusión de sobre la dinámica del Consumo privado ya que, por un lado incentivan el ahorro y por otro lado, posiblemente afecten positivamente al resto de las tasas relevantes para el Consumo como son las del financiamiento con Tarjetas de Crédito, Préstamos Personales y Prendarios.

Otro de los efectos de las tasas altas de interés (Lebac) es la repercusión que tienen las mismas sobre la hoja de balance del BCRA. Por un lado, como estas tasas se pagan sobre deuda emitida por la autoridad monetaria, mientras mayores son las mismas, más rápido crecen los pasivos de la entidad. No obstante, como con una parte de la emisión de Lebac, el BCRA ha aumentado sus reservas internacionales, la clave es comparar la dinámica conjunta tanto de los Activos como de los Pasivos remunerados del Banco Central.



Como se observa en el gráfico anterior, la dinámica del ratio si bien ha subido en los últimos meses, la magnitud de la misma hasta ahora parece bajo control. No obstante, es clave monitorear que la misma no se vuelva explosiva en el tiempo.

Las altas tasas de interés no solamente pueden tener efectos nocivos sobre la dinámica del Consumo privado y sobre el Patrimonio Neto del BCRA sino también, al incentivar

² Ver: “La inflación lleva al Banco Central a una encrucijada”, Editorial Informe de Coyuntura del IERAL, Año 26, Edición Nro. 1077, 19 de octubre de 2017, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3695-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

la entrada de Capitales Externos, afectan negativamente la evolución del Tipo de Cambio Real y acentúan el atraso cambiario.

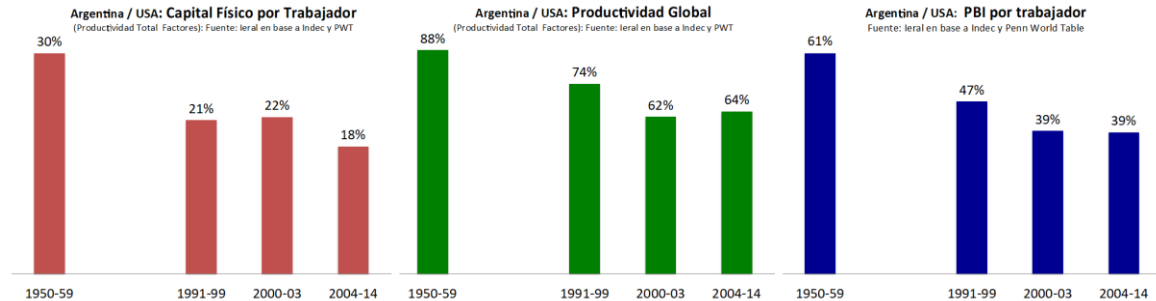
Todos estos efectos conjuntos pueden afectar la actual caída en la prima de Riesgo País y terminar reduciendo la buena dinámica actual del proceso inversor y por lo tanto, las perspectivas de crecimiento de mediano plazo y la tranquilidad en el mercado cambiario.

Los riesgos de mediano plazo

El principal riesgo de mediano plazo es que el desbalance de las cuentas fiscales no se reduzca fuertemente en los próximos años. Si esto no sucediese, el actual financiamiento mediante deuda dejaría de ser posible y con él, el proceso de desinflación no resultaría sostenible en el tiempo. Sin acceso al crédito, la magnitud del actual déficit fiscal requeriría un piso inflacionario cercano al 70% anual.

Otro de los riesgos de mediano plazo es que la economía continúe siendo cara con respecto al resto del mundo. Los tres principales factores responsables de este fenómeno³, son el atraso cambiario, la fuerte presión impositiva y la baja apertura de la economía argentina al comercio internacional. De estos tres factores, el gobierno, por la restricción fiscal, ha podido comenzar a atacar tímidamente solamente al segundo factor.

Por último, el tercer riesgo de mediano plazo es que la economía no mejore fuertemente su productividad y sus tasas de inversión (acumulación de capital físico). Sin una mejora importante en estas variables, las posibilidades de crecimiento de mediano plazo de nuestro país no diferirán sustancialmente de las históricas que claramente han sido muy bajas.



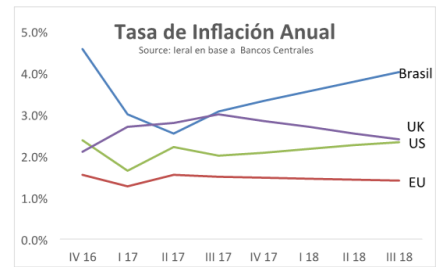
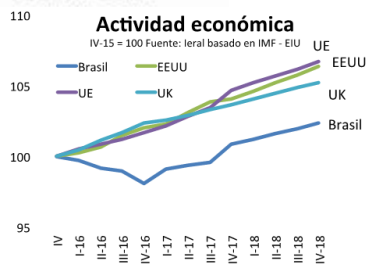
Perspectivas para el corto y mediano plazo

El marco internacional 2017 resultó mejor que el de 2016 ya que las principales economías del mundo relevantes para Argentina crecieron en general un poco más. Para 2018, se espera que todos estos países continúen su expansión a buen ritmo en un escenario de baja inflación. Estas bajas presiones inflacionarias esperadas para 2018 son las que permitirían estimar que en dicho año continúen las relativamente bajas las tasas de interés y en niveles elevados la liquidez internacional como se analizaba anteriormente.

³ Ver: “Después del salto del dólar, ¿Argentina está cara o barata?”, Editorial Informe de Coyuntura del IERAL, Año 26, Edición Nro. 1069, 7 de septiembre de 2017, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3673-Informe%20de%20Coyuntura.pdf



BCM
BOLSA DE COMERCIO
DE MENDOZA



El panorama económico para 2018 en nuestro país de acuerdo a las expectativas de mercado es el de un nuevo año de expansión económica en niveles similares a los del 2017, con un nuevo descenso de los niveles de inflación a tasas cercanas al 16% anual hacia fines del año.

A mediano plazo, varios factores juegan a favor y en contra del Tipo de Cambio Real. A favor jugarían el mayor ajuste de las cuentas fiscales (específicamente reducción del gasto público en términos del PBI), una menor tasa de interés real (cuando el sendero inflacionario y sus expectativas se encarrilen con las metas del BCRA), un paulatino ascenso de las tasas de interés internacionales y probablemente un mayor grado de apertura externa de la economía. En contra, jugaría el continuo endeudamiento del país necesario para financiar el ajuste gradual del desbalance fiscal y el mayor dinamismo del proceso de inversión (clave para poder mejorar la productividad de la economía). Dado el bajo nivel actual del Tipo de Cambio Real, es dable esperar un aumento del mismo en el mediano plazo probablemente influenciado por mejoras en la productividad de la economía.

Por otro lado, el fuerte compromiso evidenciado por el Banco Central en relación al sistema implementado de Metas de Inflación, hacen dable pensar que el proceso de desinflación de la economía continuaría en el mediano plazo aunque quizás a un ritmo menor que el esperado por las autoridades monetarias.

Por último, el nivel de Consumo privado en el mediano plazo también debería ir mejorando de la mano de un mayor poder adquisitivo de la masa salarial (fruto del aumento en las inversiones) y de la caída en las tasas de interés (luego que se encauce el proceso inflacionario). No obstante, es poco probable que se vuelva a experimentar un proceso de “boom” ya que aún bajando las tasas de interés, las mismas seguramente se mantendrán positivas en términos reales (por arriba de las tasas esperadas de inflación) de forma tal de estimular el ahorro interno y que no se descarrile el proceso de desinflación de la economía.