

## La dinámica del proceso recesivo y los posibles motores de la recuperación

*Gustavo Reyes – Economista Jefe IERAL*

*Agosto de 2018*

Después de 7 trimestres consecutivos de expansión económica a un ritmo promedio anualizado del 3.5%, las estimaciones privadas del II trimestre del 2018 muestran una importante contracción del nivel de actividad económica.



Si bien la caída de sólo un trimestre en el nivel de producción aún no permite hablar de recesión (se requieren al menos dos trimestres consecutivos), el deterioro del escenario macroeconómico de los últimos 5 meses, hacen prever que la economía de nuestro país ya estaría atravesando un nuevo proceso recesivo en el tercer trimestre.

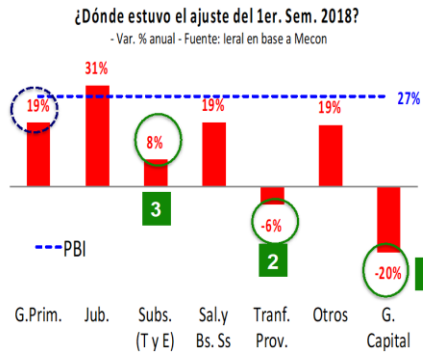
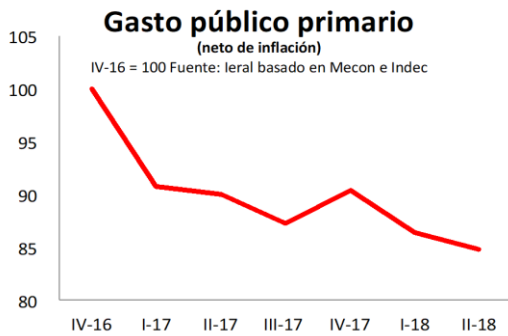
### Los motores de la actividad económica

Entre los principales “drivers” que tiene la economía en el corto plazo se pueden mencionar al menos seis. Todos ellos, como se analizará a continuación, han estado afectado negativamente al nivel de actividad económica en los últimos meses.

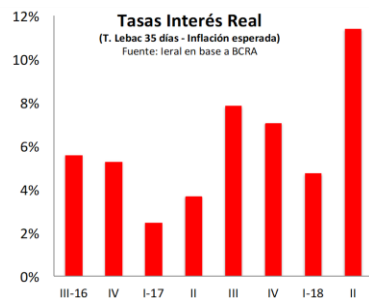
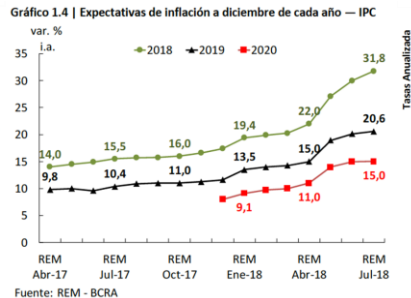
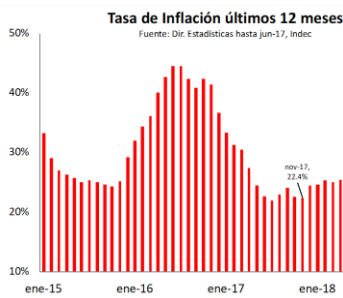
El primer factor negativo, que se conocía con antelación a la crisis de los últimos meses, es el **climático** que repercutió negativamente sobre la actual cosecha del **Agro** en la región pampeana. De acuerdo a estimaciones de Juan Manuel Garzón, economista Jefe del IERAL Córdoba, la pérdida en términos de dólares por esta mala cosecha es cercana a los u\$s 4.4 mil millones. Es decir, casi el 8% del total de las exportaciones del 2017 se perdieron por efectos de la mala cosecha en el presente año.

El segundo factor contractivo es la evolución de la **Política Fiscal**. Si bien el fuerte desequilibrio en las cuentas del gobierno requiere una urgente reducción del nivel del gasto público, en el corto plazo, dicha caída afecta negativamente al nivel de actividad económica. Como se observa en el siguiente gráfico, el gasto público nacional primario (sin estacionalidad) viene contrayéndose desde principios de 2017. Si bien, dicha caída se ralentizó a lo largo de dicho año, en el primer semestre de 2018 volvió a acelerarse.

Los principales rubros afectados por este recorte han sido la Obra Pública, las Transferencias discrecionales a las provincias y en menor medida, el gasto en subsidios económicos (Transporte y Energía).



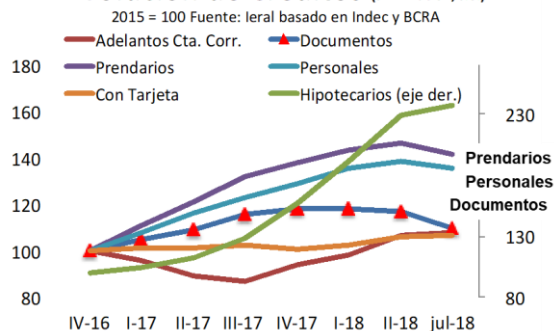
El tercer motor, también contractivo, está dado por la **Política Monetaria**. En un régimen de Metas de Inflación como el actual, el Banco Central debe elevar las tasas de interés cuando la inflación y las expectativas de la misma se aceleran más allá de los objetivos de la autoridad monetaria. Esta es la situación que ha ocurrido en los últimos tiempos y que llevó al Banco Central a elevar fuertemente el nivel de las tasas de interés de política monetaria generando tasas de interés muy por encima de la inflación esperada (tasas de interés reales positivas).



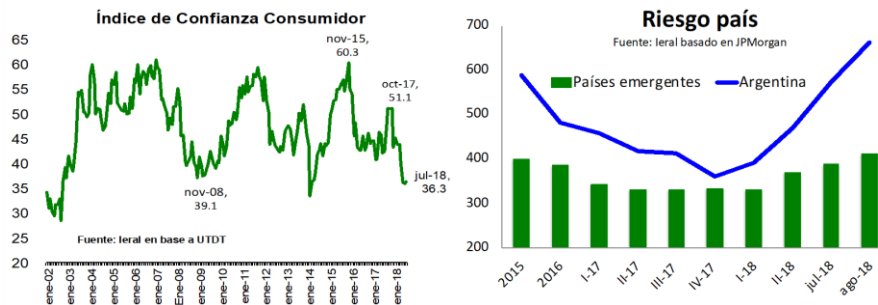
Los canales por los cuales las tasas de interés afectan el nivel de actividad son múltiples pero a efectos de simplificar el análisis comentaremos sólo dos de ellos.

- Un primer canal por el cual las altas tasas reales de interés afectan al nivel de actividad económica es a través de su efecto positivo sobre el nivel de ahorro. Por este canal, cuando suben las tasas de interés reales, aumenta el retorno del ahorro lo cual induce a posponer en el tiempo al consumo, repercutiendo negativamente sobre el nivel de actividad económica.
- El segundo canal es a través del encarecimiento de los créditos que, al reducir la demanda de los mismos, afecta también negativamente a la actividad económica. Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, la evolución del poder adquisitivo de la mayoría de los préstamos se desaceleró o directamente se redujo en los últimos meses.

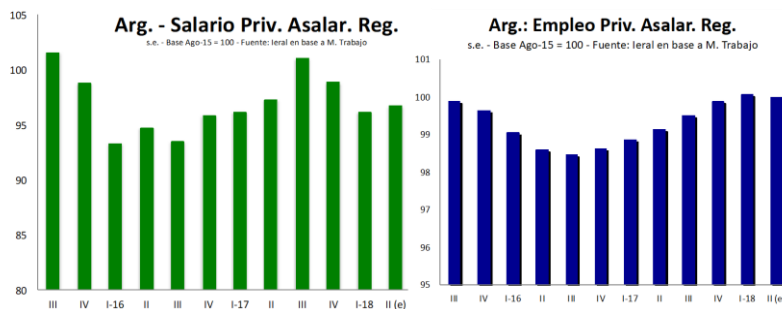
### Evolución de Créditos (sin inflación, s.e.)



Otro de los motores muy importantes para para cualquier economía es la **Confianza** de los agentes económicos. Si bien hay muchos indicadores que miden esta variable, los mismos pueden resumirse en solamente dos: el Índice de Confianza del Consumidor y la prima de Riesgo País (muy relevante para Inversores). En ambos casos, como puede apreciarse en los siguientes gráficos, se observa un importantísimo deterioro de los niveles de confianza de los distintos agentes económicos en los últimos tiempos afectando negativamente el nivel de gasto tanto en consumo como inversión de los agentes económicos.

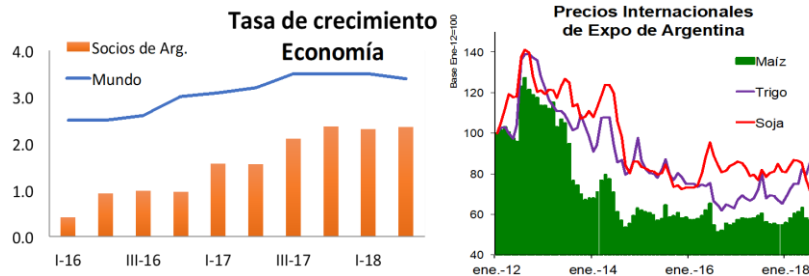


Otro de los motores con gran influencia sobre el Consumo es lo que sucede en el **Mercado Laboral** a través de la dinámica del empleo y del poder adquisitivo de los salarios. Los datos del mercado laboral del sector privado formal muestran que las remuneraciones han venido contrayéndose en términos de poder adquisitivo en los últimos tiempos mientras que el empleo recién habría caído muy levemente en el segundo trimestre del 2018. De esta forma, el menor poder adquisitivo de la masa salarial en su conjunto, también ha afectado negativamente al nivel de actividad económica.

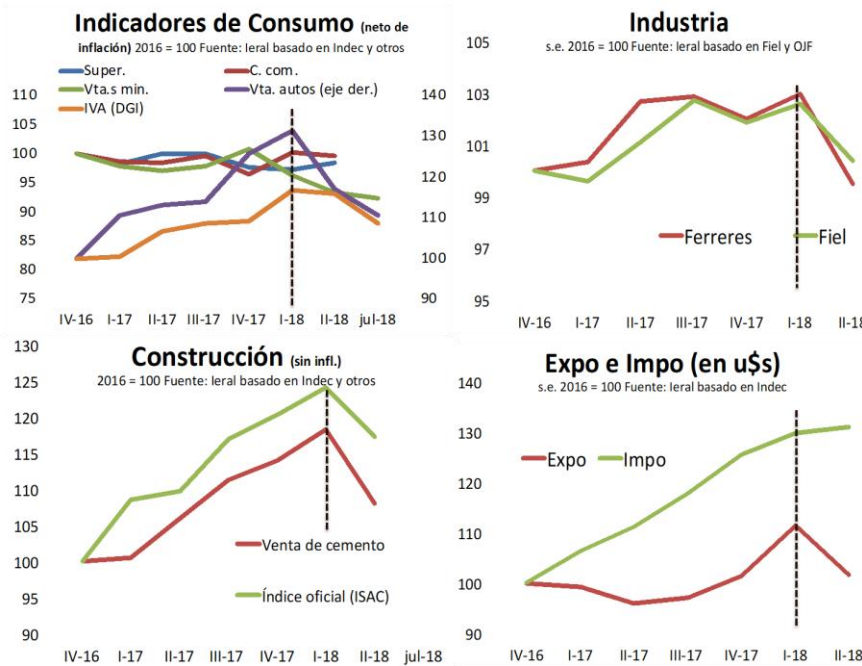


Por último, el otro motor pero también muy importante de la actividad económica es la evolución del **Sector Externo** y su inter-relación con nuestra economía. Si bien el crecimiento económico, tanto del promedio de los distintos países del mundo como de aquellas economías que son compradores de productos argentinos (“socios de Argentina”), se ha acelerado levemente respecto del 2017, esto ha sido más que compensado por tres factores negativos: la mala cosecha de granos, los menores precios de las commodities de Argentina (guerra comercial USA – China y fortaleza del dólar a nivel mundial) y por el importante atraso que experimentaba el tipo de cambio real en Argentina hasta hace algunos meses atrás. El efecto neto total de todas estas dinámicas resultó negativo para la actividad económica en Argentina en los

últimos tiempos ya que la Balanza Comercial duplicó su déficit pasando de u\$s 2.6 mil millones en el primer semestre de 2017 a u\$s 5.1 mil millones en el mismo período de 2018.

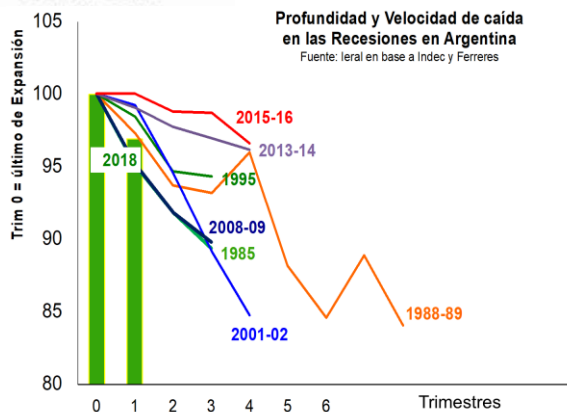


De esta forma, si los principales motores de la actividad económica (clima, política fiscal, monetaria, confianza, mercado laboral y sector externo) han sido contractivos en los últimos meses, no resulta sorprendente que los diferentes indicadores en materia de actividad económica también resulten negativos y que la economía se encuentre entrando a un nuevo proceso recesivo como se comentaba anteriormente.



**En términos históricos: ¿es profunda o leve la caída de la actividad económica?**

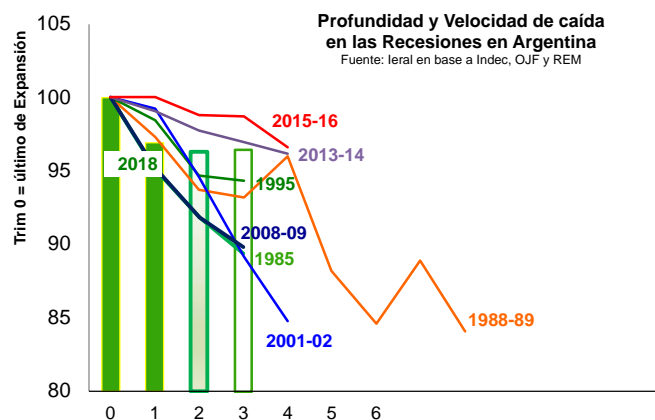
La simultaneidad contractiva de los principales motores de corto plazo de la actividad económica explica por qué la caída de la misma, en términos históricos, resulta bastante importante como puede apreciarse en el siguiente gráfico.



### Mirando hacia adelante: ¿mejora o se profundiza el proceso recesivo?

El hecho que la caída del nivel de actividad económica durante el II trimestre del 2018 haya resultado importante comparada con la evolución de las distintas recesiones experimentadas por Argentina en los últimos 40 años, no implica que en los próximos trimestres la misma mantenga necesariamente la misma dinámica.

De acuerdo al Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que elabora el Banco Central, en el tercer trimestre se desaceleraría el ritmo de contracción de la economía y la misma podría encontrar un piso en la última parte del año como puede observarse en el siguiente grafico (las barras sin colorear muestran la dinámica esperada de la economía para los últimos dos trimestres del año).



Más allá de estas predicciones realizadas por el promedio de economistas participantes en la encuesta del REM, la evolución que finalmente tendrá la actividad económica en los próximos trimestres dependerá de la dinámica e intensidad que tengan los distintos motores del nivel de actividad. Con la vista puesta en 2019, la dinámica cualitativa de los mismos podría ser la siguiente:

Con respecto al **Agro**, para el 2019 se espera una importante mejora en la cosecha de granos con el consiguiente aumento en la oferta de dólares producto de las mayores exportaciones de los mismos. En términos cuantitativos, esta mejora en las exportaciones debido a la mejor cosecha aportaría cerca de u\$s 5.4 mil millones adicionales en 2019 de acuerdo a las estimaciones de Juan Manuel Garzón, especialista del IERAL del sector agrícola.

En cuanto a la **Política Fiscal**, la misma debería mantener su rasgo contractivo tanto para seguir reduciendo el desequilibrio en las cuentas públicas como para cumplir con

las metas establecidas en el acuerdo con el FMI. No obstante, el grado de contracción para el gasto primario en 2019 establecido en las metas del acuerdo con el FMI (1.1% del PBI) podría resultar inferior al del 2018 (1.5% del PBI) y por lo tanto, el sesgo contractivo de la política fiscal en 2019 podría resultar menor que en 2018.

Con la **Política Monetaria (PM)** podría suceder algo similar a lo comentado anteriormente con la política fiscal. En caso de lograr estabilizar el mercado cambiario y que la tasa de inflación se acerque del actual 3% mensual a un rango entre el 2% y el 1% mensual, el Banco Central si bien seguirá manteniendo tasas de interés positivas en términos reales (sesgo contractivo de la PM), las mismas probablemente resultarán sustancialmente menores que las actuales. Por otro lado, dado que la crisis cambiaria no ha afectado la evolución de los depósitos del sistema financiero, la alta liquidez actual del sistema bancario podría generar una importante mejora de la oferta crediticia en la medida que se reduzca la actual volatilidad de las variables cambiarias y el nivel de las tasas de interés.

Con respecto al **Sector Externo**, si bien se espera que el mundo crezca un poco menos en 2019 (2.8%) que en 2018 (3%), y que continúe la fortaleza del dólar a nivel internacional (lo cual puede afectar negativamente a los precios internacionales de las commodities), la mejora del tipo de cambio real en Argentina sumada a la buena cosecha esperada para el agro, deberían impulsar las exportaciones permitiendo que el motor externo vuelva a traccionar positivamente sobre el nivel de actividad económico. En lo relativo al **Mercado Laboral**, si bien 2019 será un año eleccionario, no deberían generarse grandes expectativas de mejoras en este motor de la economía. Si bien, en la medida que el Banco Central logre reducir los enormes niveles inflacionarios actuales, el salario real probablemente pueda recuperar parte de lo perdido en 2018, es difícil esperar que el mismo tenga un gran avance en 2019 al igual que la creación de empleo dada justamente la incertidumbre que generará la contienda eleccionaria.

Por último, el otro gran motor de la economía que el gobierno debe esforzarse en mejorar, y mucho, es la **Confianza**. Mejorar la confianza tanto de Consumidores como de Inversores requiere avances en múltiples aspectos. Además de reducir los elevados niveles inflacionarios y la volatilidad del mercado cambiario, el gobierno debería alcanzar un importante apoyo en la aprobación del Presupuesto 2019 de forma tal de plasmar en acciones el grado de compromiso que tiene el poder político sobre el cumplimiento de las metas acordadas en el programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Por otro lado, también es importante que se despejen las dudas sobre la cobertura de las Necesidades Financieras del Gobierno en 2019 ya que, aún cumpliendo con las metas con el FMI, el financiamiento del mismo no resulta suficiente para afrontar en forma conjunta el déficit fiscal más las amortizaciones de la deuda pública en dicho año. Si bien todo esto es muy importante, también debe ser acompañado por un poco de buena suerte en el escenario externo. Dada la actual vulnerabilidad de la economía de Argentina, cualquier mala noticia en este frente (aumentos mayores a los esperados en las tasas de interés internacionales, un nuevo salto en las primas de riesgo de los países emergentes, una caída en los precios internacionales de nuestras principales commodities, problemas en la economía de Brasil, etc.), podría complicar sustancialmente el escenario macroeconómico para 2019.