

ITP

INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES

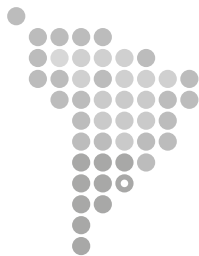
10/2018



ABECEB

hacemos más real la economía real





ITP

INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES

OCTUBRE 2018

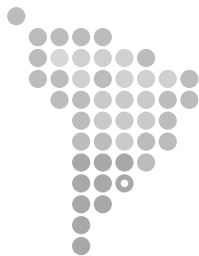
RESUMEN EJECUTIVO

Entre tantas dudas que sobrevuelan la macro local, una (no menor) ha quedado despejada, y es la capacidad del Gobierno de hacer frente a los vencimientos de la deuda pública al menos hasta 2019. Sumado a los nuevos fondos, el gobierno ha anunciado lo que parece un programa consistente en materia cambiaria, monetaria y fiscal, lo que puede ayudar a moldear favorablemente las expectativas, llevar la demanda de atesoramiento del insostenible nivel actual a otro menor y, de este modo, estabilizar el tipo de cambio, variable clave en la determinación de las expectativas de inflación.

De todos modos, el escenario por delante se presenta desafiante y no está exento de riesgos. En el corto plazo no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad cambiaria y financiera considerando que, una vez lanzadas las medidas correctivas y el programa, los procesos no son lineales y reconstruir confianza lleva tiempo. Además, la implementación del programa deriva en efectos colaterales negativos (en términos de recesión y conflictividad social) con los que habrá que lidiar. Al ajuste fiscal se le suma el impacto de una regla monetaria muy dura que implicará un mayor apretón en términos de menor liquidez en plaza y tasas de interés reales muy altas (y probablemente más volátiles) por un período de tiempo prolongado. Todo sugiere que previsiones de caída del PBI de 2.2% para 2018 y de 0.5% para 2019 podrían quedar algo cortas tras el nuevo acuerdo.

La administración política de los daños colaterales es entonces el principal riesgo al escenario de recomposición gradual del orden macro. Los últimos datos muestran que tanto la pobreza (27,3% en enero-junio) como la desocupación (9,6 en el segundo trimestre) han resentido, incluso antes de que llegue “lo peor” en términos de actividad, lo cual presagia un clima social tenso en un contexto en el cual esperamos una caída del salario real del 10% y una caída del empleo entre 1,5%-2% en el último trimestre del año. El gobierno deberá atesorar su reputación tanto o más que las reservas internacionales, intentando en paralelo administrar las consecuencias del proceso recesivo e inflacionario en el plano del empleo y la distribución del ingreso.

Incluso en un escenario de éxito del programa de estabilización, llegar a déficit primario cero es el inicio del camino y no el final. Argentina necesita tener superávit primario de al menos 1-1.5% del PBI y además crecer a tasas del orden de



2-3% para que el ratio deuda pública sobre PBI entre en un sendero estable. Una vez cumplida la agenda de lo urgente, habrá que retomar la postergada agenda de lo importante. Cuanto más rápido pueda pasarse del programa de estabilización al programa de crecimiento más rápido llegaran las reformas estructurales necesarias para dejar atrás el pobre rendimiento de los últimos años.

ITP

INFORME
TRIMESTRAL
DE PROYECCIONES

OCTUBRE 2018

ÍNDICE

01. Contexto internacional: Aumentan las vulnerabilidades en el frente financiero para países emergentes.

 PAG. 04

02. Contexto local: Nuevo intento para superar la crisis de confianza. El acuerdo revisado con el FMI ¿Tiene chances de ser exitoso?

 PAG. 08



ABCEB
hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

OCTUBRE 2018

01. CONTEXTO INTERNACIONAL: AUMENTAN LAS VULNERABILIDADES EN EL FRENTE FINANCIERO PARA PAÍSES EMERGENTES

Si bien anticipamos a lo largo del año que 2018 iba a venir con buenas noticias en términos de repunte de la demanda de nuestros principales socios comerciales y con algunas “pálidas” en materia financiera para los Emergentes, los tiempos de la reversión de capitales se aceleraron significativamente en los últimos meses. Si bien esto no decreta un cambio tendencial en los ciclos del capital financiero global, sí debe encender las alarmas de todos aquellos países en vías de desarrollo que siguen padeciendo de desequilibrios macroeconómicos fundamentales y que, por ello, siguen requiriendo de una entrada significativa de recursos externos. Claro está, Argentina cae dentro de este último grupo de economías. ¿Qué factores están detrás de estos “movimientos tectónicos”? ¿Qué efectos tuvieron sobre las economías emergentes? ¿Qué podemos esperar para lo que resta del año y para 2019?

El acelerado crecimiento que está mostrando la economía estadounidense y la fortaleza de su mercado laboral están dejando cada vez menos espacio para que la FED continúe con su sesgo “acomodaticio” de la política monetaria, esto es, que siga convalidando una expansión monetaria sustancial tirada por el crecimiento del crédito bancario. En el segundo trimestre de 2018, la principal economía del globo creció 4,2%, el mayor guarismo registrado desde el tercer trimestre de 2014. Y si bien se espera una leve desaceleración en lo que resta del año por los efectos colaterales de la guerra comercial con China, tanto los pronósticos privados como los públicos apuntan un segundo semestre con potencialidad de expansión en torno al 3%/3,5%. En el mismo sentido, la tasa de desempleo se ubica ya en 3,9%, un nivel que no se alcanzaba desde principios de los 2000 mientras que la cantidad de solicitudes para seguros de desempleo del último mes fue la más baja en casi 50 años.

En este contexto de bonanza en la economía real estadounidense, la FED ya ha sumado ocho subas en la tasa objetivo para los fondos federales (equivalente a nuestra tasa call o interbancaria), siendo el actual nivel, 2%-2,25%, el mayor desde octubre de 2008. A pesar de que estas tasas siguen siendo expansivas (están bastante por debajo de la tasa natural o neutral), han ejercido suficientes presiones sobre toda la estructura de tasas de la economía estadounidense, llevando el rendimiento de los bonos norteamericanos a 10 años a superar el 3%.

Este fenómeno ha tenido un doble impacto en los países emergentes. Por un lado, ha incrementado directamente el costo del financiamiento para dicho grupo de economías por tratarse de una suba de la tasa libre de riesgo, la base a partir de la cual se estructuran los rendimientos de las deudas de todos los Estados soberanos. Pero también hay efectos indirectos. Primeramente, dado que muchos países Emergentes siguen necesitando financiamiento externo o bien para cubrir rojos fiscales o bien



ABECEB
hacemos más real la economía real

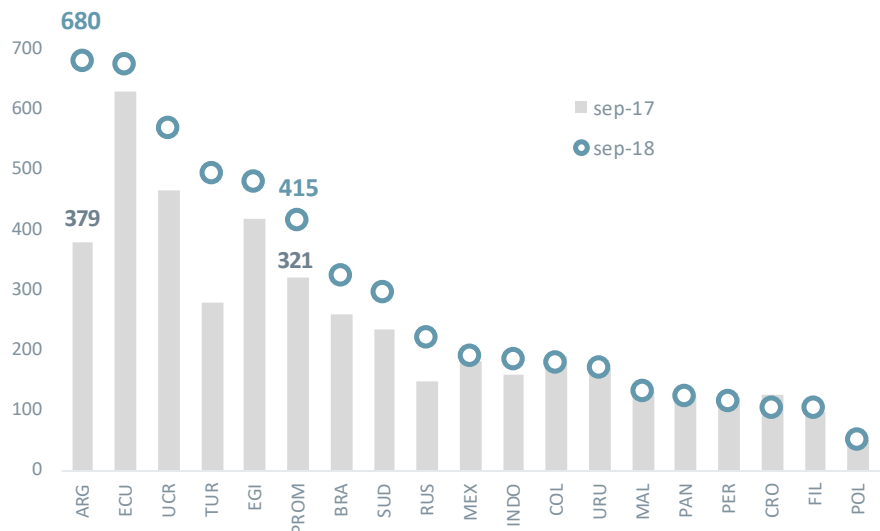
ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

OCTUBRE 2018

para financiar déficits en cuenta corriente, los inversores internacionales han comenzado a dudar sobre la solvencia intertemporal de dichas economías. Así, tal como puede apreciarse en el siguiente gráfico, el riesgo país (diferencial entre la tasa libre de riesgo y el costo que debe afrontar una economía emergente para endeudarse) ha crecido significativamente para los “peorcitos” del curso.

> Riesgo País en diversos Países Emergentes. En puntos básicos



En segundo lugar, los mayores rendimientos ofrecidos por los títulos estadounidenses en un contexto de creciente riesgo emergente generaron un quiebre en la direccionalidad de los flujos de capitales, transformándose Estados Unidos en un receptor neto de recursos del mundo. De enero a la fecha, el dólar index, un proxy del tipo de cambio real estadounidense creció nada menos que 9%. Si bien estamos lejos de una situación crítica, no debe perderse de vista que cada vez que el dólar se fortaleció sensiblemente, muchas economías emergentes trastabillaron (claro está, muchas con problemas estructurales de fondo):

- Desde 1982 hasta 1985 el dólar experimentó una apreciación fortísima producto de una política monetaria muy dura y México entró en default mientras que toda América Latina ingreso en un proceso de reestructuración de su deuda (“crisis de la deuda latinoamericana”).
- Hacia mediados de los 90’, el fortalecimiento del dólar provocó una estampida de crisis financieras a lo largo y ancho del mundo: Tequila en México en el 94, crisis asiática en el 97, devaluación rusa en el 98, devaluación brasileña en el 99, crisis financiera turca en el 2001 y la fatídica crisis de la convertibilidad argentina en 2001.



ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

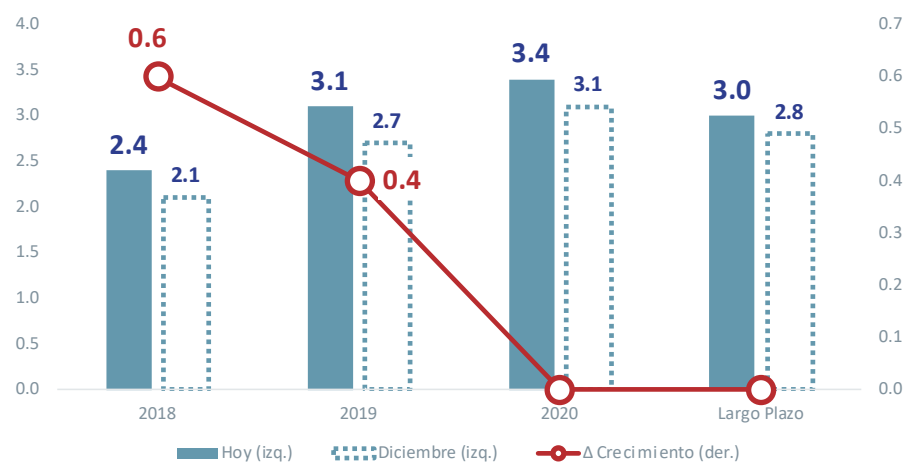
OCTUBRE 2018

La pregunta entonces es, ¿Vamos directo a una seguidilla de crisis financieras en el mundo emergente? Si bien la respuesta a esta pregunta sólo puede aspirar a ser una especulación sostenida en supuestos heroicos sobre el devenir de la economía global en los próximos años, creemos que existen razones para pensar que esta vez la normalización de la política monetaria estadounidense no será tan tormentosa. Básicamente, el nivel de endeudamiento tanto de las familias norteamericanas como del sector público nacional hacen inviable un aumento significativo del costo de (re) financiamiento. Mientras que en 1950 la deuda de los hogares representaba algo menos del 25% del PBI, actualmente dicho guarismo asciende al 80%. En el caso del sector público, la acumulación de pasivos es un fenómeno mucho más reciente: entre 2007 y 2017 la deuda pública neta de Estados Unidos pasó de un nivel equivalente al 44% del PBI a casi el 85%.

De hecho, ningún análisis apunta a un resurgimiento de la inflación estadounidense en el largo plazo ni un recalentamiento de su economía más allá de los efectos expansivos de la actual reforma tributaria impulsada por Trump.

En su última conferencia del día 26/09, el directorio de la FED estimó una tasa de los fondos federales de 2,4% para fin de año, 3,1% para fines de 2019, 3,4% para 2020 y de 3,0% como tendencia de largo plazo. En primer lugar, no puede dejar de remarcarse que estas proyecciones apuntan a una política monetaria más dura (o menos laxa) de lo esperado en diciembre último debido a que se espera un mayor crecimiento (0,6 p.p. mayor en 2018 y 0,4 p.p. en 2019). Sin embargo, las proyecciones de mediano y largo plazo no ven efectos permanentes en la política expansiva de la administración de Trump y por ello no existen razones a priori para augurar una tasa superior al 3%.

> Proyección de Tasa de los Fondos Federales de la FED y Crecimiento EE. UU.



Fuente: FED Board


ABCEB
 hacemos más real la economía real

Sin lugar a dudas, la velocidad de la normalización de la política monetaria de la FED será “el” factor a tener en cuenta a la hora de pronosticar la salud de las economías emergentes en el próximo lustro. Pero las condicionalidades impuestas por el contexto internacional en América

ITP

INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES

OCTUBRE 2018

Latina no se agotan ahí. Al menos hasta fin de año, las elecciones en Brasil y el desenvolvimiento de un nuevo flamante gobierno tras un escenario totalmente polarizado sumarán presiones en el frente financiero.

A escasos días de la primera vuelta, y viendo la evolución de la intención de voto entre los principales candidatos, la posibilidad de que un presidente resulte elegido el domingo 7 va convergiendo a cero. De ahí que el mercado ya ha empezado a “correr los números” para la segunda vuelta.

De acuerdo al último relevamiento de IBOPE, el derechista Jair Bolsonaro se haría con 27% de las adhesiones, manteniendo su ventaja del petista Fernando Haddad (21%) y relegando a buscar el milagro a Ciro Gomes (12%), Geraldo Alckmin (8%) y Marina Silva (6%). Descontando que los dos primeros son quien lleguen al segundo turno, resulta interesante ver que ambos candidatos arribarían al desempate con un porcentaje mayor de votantes que les rechazan que quienes le manifiestan su apoyo. Según la misma fuente, la adhesión “neta” al diputado del PSL es del -17% (44% de los encuestados no lo votarían en ningún caso), mientras que para el ex alcalde de San Pablo y delfín de Lula el saldo es negativo en 6 p.p. (27% de rechazo).

Las simulaciones de segunda vuelta de IBOPE también son favorables a Haddad, aunque dándole la victoria por un margen reversible. Habrá que ver que pesa más entre los votantes: la memoria de como el PT los llevo a la crisis económica más importante de la historia reciente o el espanto por el discurso autoritario e intolerante de Bolsonaro.

De lo que no hay dudas es de que, gane quien gane, las implicancias para la política económica dependerán de la capacidad de construir consensos. El PT tiene una base propia más amplia pero un enfrentamiento ideológico marcado con el establishment construido tras la destitución de Dilma. Bolsonaro cuenta con una estructura ínfima, lo que fácilmente entrará en colisión con su discurso crítico con las fuerzas políticas tradicionales, de las que necesitará apoyo para hacer política. Lo que si cuenta el Congresista de Rio de Janeiro es una vocación (agresiva, quizás) de solucionar los problemas fiscales de Brasil, el principal resquemor que sobrevuela a los inversores. Haddad no ignora el potencial costo del populismo, pero deberá hacer equilibrio para satisfacer a una base electoral de izquierda.

La buena noticia es que, con el impulso actual, y con un andar de política económica relativamente consistente, el rebote cíclico permitirá a la economía transitar al menos en el mediano plazo una senda expansiva. Nuestra proyección actual para 2019 se ubica en 2,5% (cerraría en 1,5% el 2018), aunque el corto plazo este escenario está minado de riesgos.

[»» Volver al índice](#)



ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

OCTUBRE 2018

02. CONTEXTO LOCAL: NUEVO INTENTO PARA SUPERAR LA CRISIS DE CONFIANZA. EL ACUERDO REVISADO CON EL FMI ¿TIENE CHANCES DE SER EXITOSO?

“Hay riesgos y costos para la acción. Pero son mucho menores que los riesgos y costos a largo plazo de la cómoda inacción” reza una frase de JFK, en un encuadre apropiado para definir la situación de la economía argentina, en vistas a que, ya revelada gran parte de la “letra chica” del nuevo acuerdo con el FMI, quedase definida la nueva hoja de ruta (fiscal, monetaria y cambiaria) para lo que resta del mandato actual de Mauricio Macri.

Entre tantas dudas que sobrevuelan la macro local, una (no menor) ha quedado despejada, y es la capacidad del Gobierno de hacer frente a los vencimientos de la deuda pública al menos hasta 2019. De hecho, con el adelantamiento de desembolsos (USD 18.600 millones) y asumiendo un escenario razonable de roll over de Letras del Tesoro (Letes) de 60%, el gobierno tendría los fondos para cubrir las necesidades de financiamiento que, bajo ese escenario prepararían a USD 34.000 millones. Más aún, en caso de lograr refinanciar la totalidad de las Letes, al Tesoro le sobraría un remanente de fondos de unos 6.600 Millones, sin recurrir a los mercados para poder usar en 2020.

> Programa Financiero. Año 2019.

Necesidades de Financiamiento	27,9	Fuentes de Financiamiento	34,5
Deficit Primario	0	Saldo de caja	5,4
Intereses (priv., IFIs, sector público)	14,1	Financiamiento FMI	22,8
Amortizaciones	9,5	Financiamiento Privado	1,7
Amortización IFIs	3,6	Mercado Internacional	0
Refinanciamiento neto de Letes (60% R.O.)	5,8	Mercado Doméstico	0
Letes USD	1,0	Repo	1,7
Letes ARS	2,8	IFI's (exFMI)	4,6

Adicionalmente una buena implementación del programa de estabilización servirá para moldear favorablemente las expectativas, llevar la demanda de atesoramiento del insostenible nivel actual a otro menor y, de este modo, estabilizar el tipo de cambio, variable clave en la determinación de las expectativas de inflación. Además, el acuerdo implica un avance en cuanto a mejorar la consistencia entre la política fiscal, monetaria y cambiaria, frente en el que el gobierno no había logrado resultados sustanciales hasta la fecha.

Al fuerte ajuste fiscal que ya conocíamos (déficit primario cero en 2019 y superávit primario de 1% del PBI en 2020) y a la ampliación del crédito original del FMI a USD 57.000 M con adelantamiento de desembolsos, se suma un nuevo esquema de política monetaria basado en el control de agregados monetarios (el “elegido” es la base monetaria que deberá crecer “cero” hasta junio de 2019) con el objetivo de recuperar un ancla



ABECEB
hacemos más real la economía real

ITP

INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES

OCTUBRE 2018

nominal para la economía y bajar la inflación. Adicionalmente, la meta monetaria se complementa con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria (entre \$34 y \$44) que se ajustarán a una tasa de 3% mensual hasta fin de año y se recalibrará al comienzo del año próximo. En la zona de no intervención el tipo de cambio flotará libremente. Por encima de la zona de no intervención el BCRA puede decidir intervenir frente a turbulencias (vendiendo hasta USD 150 millones por día) y si se encuentra por debajo tendrá la opción (pero no la obligación) de comprar. El BCRA no sólo puede intervenir en los mercados spot. De hecho, tras el anuncio de la nueva estrategia cambiaria, la entidad salió a “jugar fuerte” en el mercado de futuros, haciendo bajar la cotización del dólar.

Con un avance en materia de consistencia entre la política fiscal y monetaria y una regla cambiaria más clara, el acuerdo tiene chances de funcionar y luce factible que se logre recuperar umbrales mínimos de confianza. De hecho, el primer día de entrada en vigor del nuevo régimen monetario/cambiario el tipo de cambio se calmó retrocediendo 2,8% (claro está sobre la base de reforzar el apretón monetario con licitaciones de Leliqs a tasas del 65%).

De todos modos, el escenario por delante se presenta desafiante y no está exento de riesgos. En el corto plazo no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad cambiaria y financiera considerando que, una vez lanzadas las medidas correctivas y el programa, los procesos no son lineales y reconstruir confianza lleva tiempo. Además, la implementación del programa deriva en efectos colaterales negativos (en términos de recesión y conflictividad social) con los que habrá que lidiar. Al ajuste fiscal se le suma el impacto de una regla monetaria muy dura que implicará un mayor apretón en términos de menor liquidez en plaza y tasas de interés reales muy altas (y probablemente más volátiles) por un período de tiempo prolongado. Todo sugiere que previsiones de caída del PBI de 2.2% para 2018 y de 0.5% para 2019 podrían quedar algo cortas tras el nuevo acuerdo.

La administración política de los daños colaterales es entonces el principal riesgo al escenario de recomposición gradual del orden macro. Los últimos datos muestran que tanto la pobreza (27,3% en enero-junio) como la desocupación (9,6% en el segundo trimestre) se han resentido, incluso antes de que llegue “lo peor” en términos de actividad, lo cual presagia un clima social tenso en un contexto en el cual esperamos una caída del salario real del 10% y una caída del empleo entre 1,5%-2% en el último trimestre del año.

Con el calendario electoral “encima”, el Gobierno también verá una oposición más combativa, haciendo cualquier trámite legislativo más trabajoso. Solo hace falta recordar el veto presidencial a la famosa Ley Antidespidos de 2016 y ver como la incertidumbre electoral está afectando los índices bursátiles y el mercado de cambios en Brasil. Como



ITP

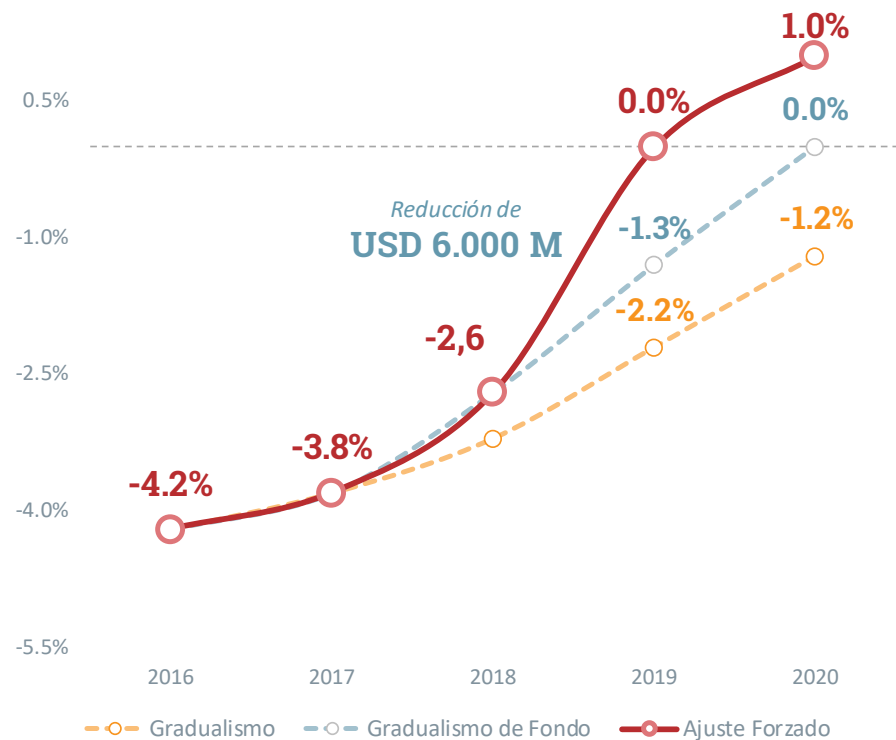
INFORME TRIMESTRAL DE PROYECCIONES

OCTUBRE 2018

buena noticia parecería que la aprobación del Presupuesto 2019, umbral mínimo de gobernabilidad, parece encaminada.

Una recesión más profunda de lo esperado también pone presión sobre la agenda fiscal: un desvío del 1% en la proyección de actividad económica haría caer en 30.000 millones de pesos la recaudación (alrededor de 0,2% del PBI) y dispararía la cláusula social, un gasto extra de 36.000 millones (otros 0.2 pp del Producto).

> Metas Fiscales Primarias. En % del PBI.



La implementación de un esquema de bandas cambiarias también puede acarrear desafíos. Si bien “arrancar” con un tipo de cambio real alto ayuda, no es cero la probabilidad de que la demanda de divisas no caiga lo suficiente (o la oferta de divisas no aparezca), el dólar supere el techo de la banda y el BCRA se vea obligado a intervenir. Tener que hacerlo durante varias jornadas consecutivas, con escaso poder de fuego y una promesa de venta de USD150 millones diarios, que no luce tan alta, podría obligar a redefinir bandas lo cual no sería una buena noticia para la credibilidad del Programa. Las sucesivas mediciones de inflación por venir, que cerraría el año en 45%, también pueden gatillar una inercia negativa en la demanda de pesos. Pero el riesgo también se da en la otra “punta” de la banda: es que si, por el contrario, se genera una recuperación de la confianza con influjo de capitales, lo cual pone presión a perforar el piso, esto tensionaría contra el objetivo de control de agregados monetarios ya que desprenderse de dólares para satisfacer la demanda implicaría que el BCRA inyecte pesos para sostener el tipo de cambio.



ABECEB
hacemos más real la economía real

ITP

INFORME
TRIMESTRAL DE
PROYECCIONES

OCTUBRE 2018

Nótese que si bien el nuevo Plan Monetario admite la posibilidad de expandir la base monetario con respaldo de reservas si el tipo de cambio perfora el piso de la banda (o sea no se violaría el compromiso asumido con el FMI), los mayores pesos inyectados podrían complicar la tarea de bajar la tasa de inflación, uno de los objetivos prioritarios que se trazó el BCRA.

En definitiva, lanzadas las medidas correctivas, lo que habrá que monitorear es la dinámica del ajuste. Cualquier plan de estabilización conlleva sus desafíos, pero las nuevas condiciones (y condicionalidades) implican un sendero muy estrecho, con poco margen para “banquinazos”. El gobierno deberá atesorar su reputación tanto o más que las reservas internacionales, intentando en paralelo administrar las consecuencias del proceso recesivo e inflacionario en el plano del empleo y la distribución del ingreso. Atreviéndonos a pensar en el mediano plazo, la buena noticia es que Argentina podría “salir de ésta” con un alineamiento simultáneo de las variables macro históricamente descuidadas (superávit fiscal, menos vulnerabilidad externa e inflación bien comportada). Aunque lo cierto es que la actual administración terminará su mandato “floja” de resultados y esto hace más incierto el rumbo después de 2019.

Incluso en un escenario de éxito del programa de estabilización, llegar a déficit primario cero es el inicio del camino y no el final. Argentina necesita tener superávit primario de al menos 1-1.5% del PBI y además crecer a tasas del orden de 2-3% para que el ratio deuda pública sobre PBI ingrese en un sendero estable. Una vez cumplida la agenda de lo urgente, habrá que retomar la postergada agenda de lo importante. Una agenda más amplia, que implica en parte desarticular medidas que la crisis obligó a implementar (retenciones, reintegros, freno a baja de impuestos) sumando propuestas ambiciosas en materia tributaria y laboral, con la competitividad en el centro de la discusión. Cuanto más rápido pueda pasarse del programa de estabilización al programa de crecimiento más rápido llegaran las reformas estructurales necesarias para dejar atrás el pobre rendimiento de los últimos años.

[>> Volver al índice](#)



ABECEB
hacemos más real la economía real

www.abeceb.com