



ITP

09/2019

Informe Trimestral de Proyecciones

ABECEB



RESUMEN EJECUTIVO

Lejos de atenuarse, los conflictos mundiales incrementaron sus tensiones en el tercer trimestre del año. La guerra comercial entre China y Estados Unidos, a pesar de sus tipes y aflojes, sigue más vigente que nunca. Siendo este el principal problema que afecta a todas las economías del globo, cada región cuenta también con sus propios focos de conflicto. La Eurozona sigue afectada por la decisión unilateral de partida del Reino Unido, Medio Oriente se ubicó en el centro de la escena por los ataques con drones a una de las principales reservas petroleras del mundo, y Latinoamérica se caracteriza por un flojo desempeño de Brasil y una crisis macroeconómica en Argentina.

Así las cosas, las proyecciones de crecimiento mundiales para 2019 y 2020 fueron todas corregidas a la baja en el último reporte de la OCDE. Para el año que viene, se espera que Estados Unidos crezca un 2,0% (-0,3 p.p. respecto a mayo de este mismo año), la Unión Europea 1,0% (-0,4 p.p.), China 5,7% (-0,3 p.p.), la India 6,3% (-1,1 p.p.) y Brasil 1,7% (-0,6 p.p.), lo que deja claro que la desaceleración alcanza a todas las regiones.

Para contrarrestar el proceso, las respectivas autoridades monetarias tomaron nota y actuaron en consecuencia. De esta manera, la reducción de tasas de interés se volvió moneda corriente a lo largo del 2019, particularmente en estos últimos meses. Comenzando por la Reserva Federal de Estados Unidos, que redujo su tasa -0,5 puntos porcentuales, se sumaron a la tendencia países como Brasil (-1,0 p.p.), México (-0,5 p.p.), Australia (-0,25 p.p.), India (-0,35 p.p.), la Eurozona (-0,1 p.p.) y Rusia (-0,25 p.p.), por citar unos ejemplos y entre muchos otros países con menor peso en la economía mundial. China se muestra reacia a disminuir su tasa de referencia, pero si bajó la tasa de crédito, con el fin de incentivar la economía mediante una reducción en el costo de los préstamos.

Resulta todavía muy pronto para evaluar el impacto de las políticas expansivas en la economía global. Lo que sí está claro es que la tendencia a la baja del crecimiento está preocupando a todos los países, independientemente de su tamaño e inserción en los mercados internacionales. En el futuro cercano, se espera que los bancos centrales continúen adoptando una política agresiva, en pos de un futuro con mayor crecimiento.

En el plano local, la dinámica de la macroeconomía ha estado totalmente subsumida por el devenir de las elecciones primarias celebradas el 11 de agosto pasado cuando el peronismo derrotó al oficialismo por una contundente diferencia de 17 puntos porcentuales. El shock electoral se tradujo inmediatamente en una devaluación cercana al 30% y en una venta masiva de activos locales que colocó al riesgo país por encima de los 2000 puntos básicos.

En vistas de una dinámica explosiva para las reservas del BCRA, el gobierno lanzó un reperfilamiento de la deuda de corto y mediano plazo a fin de aumentar el

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

poder de fuego de la autoridad monetaria y así poder controlar el mercado cambiario pero las dudas sobre su eficacia y su aprobación en el Parlamento sumadas a la postergación del desembolso del FMI estipulado para septiembre terminaron obligando al oficialismo a recurrir al último de los recursos: restricciones cambiarias.

En este contexto, la economía se encuentra transitando un periodo de máxima incertidumbre en donde los costos de la última devaluación recién se están empezando a notar. La inflación de septiembre se aceleró a 4% en tanto los precios mayoristas hicieron lo suyo al avanzar 11,2% mientras que se espera que la actividad haya vuelto a ingresar en una fase recesiva luego de un segundo trimestre de leve recuperación.

Asumiendo que las restricciones cambiarias se endurecerán como reacción a cualquier aumento significativo de la demanda de dólares, esperamos que el tipo de cambio cierre el año en torno a USD 62,5 en tanto la inflación acumulada en el año rondaría el 53,5%. Por su parte, la actividad, que se esperaba caiga en promedio 1,7% en 2019, profundizaría su retracción en el tercer y cuarto trimestre para cerrar en -3,1%.

Queda claro que el punto de partida para la próxima administración será verdaderamente desafiante y requerirá de un programa consistente que le permita a la economía recuperar algo de la confianza perdida en los últimos años. Si bien aún estamos lejos de la transición política y las definiciones por parte de Alberto Fernández son escuetas, su actual referente en economía, Matías Kulfas, ha dado algunos indicios de qué tiene en mente el espacio peronista en la materia.

En términos generales, los lineamientos expuestos por el ex-gerente general del BCRA apuntan a replicar algunas de las condiciones que se verificaron durante la etapa de crecimiento a “tasas chinas” de 2003-2007 entre las cuales destacan un tipo de cambio competitivo y superávits gemelos. La forma propuesta para poder conciliar esos objetivos con la expresa necesidad de recomponer ingresos reales y, así, aliviar la situación social sería a través de un acuerdo económico y social que buscará coordinar las acciones y expectativas de todos los actores relevantes mientras que se plantea la necesidad de renegociar el acuerdo con el FMI y la deuda con privados y lanzar un programa productivo que estimule las exportaciones.

En vistas de esta hoja de ruta propuesta por el eventual próximo oficialismo y de los cuantiosos obstáculos que tendrán por delante, vemos para 2020 una economía que seguirá estando caracterizada por una elevada incertidumbre y una conflictividad social que podría ir *in crescendo*. Así, nos inclinamos por un escenario base de caída en el primer semestre y lenta recuperación hacia el segundo en el que las restricciones cambiarias seguirán a la orden del día, aunque dependiendo del éxito del programa para convencer al mercado se podrían relajar algo sobre las personas jurídicas. Dado el tipo de cambio competitivo de partida, esperamos una depreciación de la moneda local que iría en sintonía con la inflación esperada (45%).

ITP

Informe
Trimestral de
Proyecciones

Septiembre 2019

ÍNDICE

01. Contexto Internacional: La economía global pisa el freno

Tiempo de lectura: 5' 30''



PÁG. 05

02. Contexto local y perspectivas 2020

Tiempo de lectura: 8' 00''



PÁG. 10



ABCEB

01. Contexto Internacional: la economía global pisa el freno

Habiendo transcurrido tres cuartas partes del año 2019, se puede asegurar que el contexto internacional de este año estará lejos de ser recordado como uno de paz y tranquilidad.

Sin lugar a duda, el mayor disparador fue la guerra comercial entre China y Estados Unidos, caracterizada por reiterados tira y afloje por parte de ambos líderes, Donald Trump y Xi Jinping. La incertidumbre respecto de la (no) resolución del conflicto se propagó a lo largo de todo el globo y trajo aparejadas consecuencias de desaceleración en el volumen de comercio mundial, que cayó un -0,3% interanual en el primer trimestre y un -0,7% en el segundo, según los datos del World Trade Monitor elaborado por CPB (centro de estadísticas de Holanda).

Más allá de este mal mayor que afecta a todos, otras regiones principales del mundo también cuentan con sus propios focos de conflicto y transcurren problemas que terminan por afectar el bienestar de la economía mundial. El Brexit en la Unión Europea, ataques a pozos petroleros en Medio Oriente y el mal desempeño económico de dos de los principales países de Latinoamérica (Brasil y Argentina) son tan solo algunos de los hechos que agravan la situación.

En el viejo continente aflora uno de los líderes populistas, que junto con Trump en Estados Unidos y Bolsonaro en Brasil, representan una nueva forma de hacer política, con una menor importancia de los aspectos diplomáticos, y su nombre es Boris Johnson.

El flamante Primer Ministro de Gran Bretaña, en reemplazo de Theresa May que renunció a su cargo con una imagen desgastada por su fracaso en acordar la salida de la Unión Europea, puso como objetivo personal la desvinculación del bloque a toda costa, haya o no resuelto el acuerdo de salida. Sin embargo, tanto la Cámara de los Comunes como la Cámara de los Loes les propiciaron un duro revés a las intenciones de Johnson con dos leyes. Por un lado, sancionaron la ley del *no deal*, que impide al Reino Unido irse del bloque europeo sin acordar previamente. De esta manera, si las partes no se ponen de acuerdo antes del 19 de octubre (lo cual parece muy poco probable), la fecha del *Halloween Brexit* quedará en el olvido y será pospuesta para el 31 de enero de 2020. Por el otro lado, también falló en contra de la propuesta del Primer Ministro de adelantar las elecciones al 15 de octubre, con el afán de revalidar su poder justo antes de la fecha de salida y poder así llevar a cabo la separación a toda costa.

Cabe destacar que Johnson cuenta con el apoyo público del presidente de los Estados Unidos Donald Trump. Luego de reunirse en el G7 llevado a cabo a fines de agosto en la ciudad de Biarritz, Francia, el mandatario norteamericano anunció la inminencia de un acuerdo bilateral de comercio entre EE. UU. y el Reino Unido una vez concretada la salida, fomentando su partida y mitigando los miedos por el posible impacto económico de la misma.

ITP

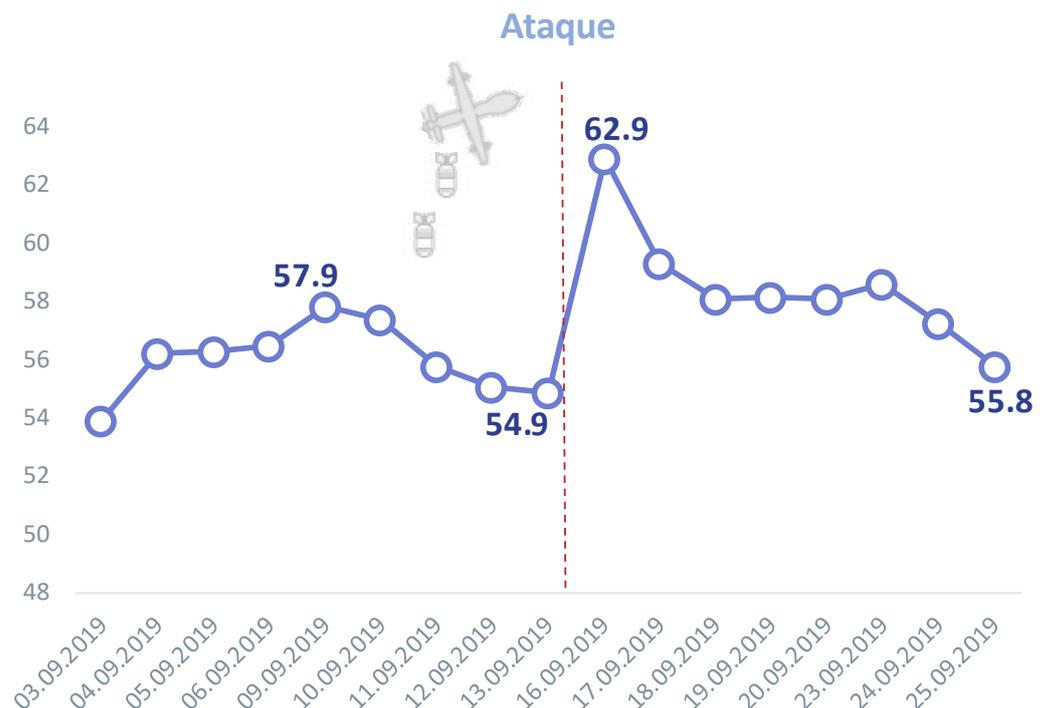
Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

Más allá del Brexit, el continente europeo se encuentra con una actividad frágil y una inflación que no repunta. Así las cosas, Lagarde dejó su posición como directora gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), en la cual fue reemplazada por la búlgara Kristalina Georgieva, para tomar las riendas del Banco Central Europeo (BCE). Su principal objetivo será el de retornar al continente a la senda de un mayor crecimiento y precios que se acomoden a la meta del 2%.

Más al Este, el ataque de drones a uno de los pozos de uno de los mayores productores internacionales de petróleo, Arabia Saudita, tuvo efectos inmediatos en el precio del petróleo a nivel mundial, incrementando el precio del barril un 14,6% en tan solo un día, aunque posteriormente el anuncio de aumento de producción de Estados Unidos para compensar la caída contribuyó a un retroceso en el precio, que se estabilizó levemente por encima del valor pre-ataque. Actualmente, Irán es el mayor apuntado como responsable de los ataques, y su canciller ya amenazó con una “guerra total” en caso de una respuesta bélica por parte de Estados Unidos o el propio Arabia Saudita.

Futuros Petróleo Crudo WTI - En USD por barril



La incertidumbre mundial produce que los capitales mundiales regresen de economías emergentes con mayor rentabilidad a títulos más seguros, como los del Tesoro de Estados Unidos, en un proceso comúnmente denominado *fly to quality*. En la búsqueda de que la moneda estadounidense no se aprecie, perdiendo competitividad en los mercados internacionales, el presidente Donald Trump presionó a la Reserva Federal de Estados Unidos para que baje la tasa de interés.

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

Si bien este es uno de los motivos principales, puede también mencionarse que la economía estadounidense sufre una suerte de desaceleración respecto a los años anteriores. Aunque transita un largo período ininterrumpido de crecimiento, la creación de empleo en los primeros ocho meses de 2019 estuvo un -29,3% por debajo del mismo período del año pasado. A pesar de haber creado 130 mil nuevos puestos de trabajo durante el mes de agosto, se esperaba una cifra de 150 mil, que igual resultaba considerablemente menor a los 282 mil del octavo mes del 2018. Además, el índice de precios al consumidor de agosto dio un acumulado de 1,6% en los últimos doce meses, 0,4 puntos porcentuales por debajo de la meta de 2%, y alcanzando ocho de los últimos doce meses con una inflación menor a la buscada.

Estas son algunas de las razones que llevaron a la Fed a bajar su tasa de interés en 25 puntos básicos en dos reuniones consecutivas (acumulando una baja de 0,5 puntos porcentuales), y llevándola a su nuevo rango anual de entre 1,75% y 2%. Aún más importante resulta el aparente cambio de “ajuste de mitad de ciclo” a una política monetaria más expansiva de cara al futuro. El presidente de Estados Unidos no estuvo del todo satisfecho con la decisión, y sigue presionando por futuras reducciones de tasa.

La decisión anunciada por Jerome Powell, titular de la Fed, otorgó cierto margen de maniobra a países de todo el mundo que se encuentran bajo distintas problemáticas locales, en el marco de conflictos mundiales a flor de piel. Por eso, numerosos bancos centrales tomaron la decisión de bajar su tasa de interés, optando por que la política monetaria expansiva tenga consecuencias positivas en el nivel de actividad y puedan acelerar nuevamente las tasas de crecimiento.

Algunos países que ya se sumaron a la tendencia de reducciones de tasas en este 2019 son Brasil (-1,0 p.p.), México (-0,5 p.p.), Australia (-0,25 p.p.), India (-0,35 p.p.), la Eurozona (-0,1 p.p.) y Rusia (-0,25 p.p.), por citar unos ejemplos y entre muchos otros países con menor peso en la economía mundial.

China se mantiene reacio a adoptar una reducción de su tasa de interés de referencia, a pesar de que el presidente del Banco Popular Yi Gang admitió una presión mundial a la baja. Aunque el gigante asiático creció un 6,4% y un 6,2% en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente, esta es la menor tasa de crecimiento en los últimos 27 años. De hecho, según el Banco Mundial, de no mediar un paquete de reformas estructurales su tasa de crecimiento convergería al 2% para 2030, mientras en el mes de agosto de este año las exportaciones cayeron un 1% interanual, con una producción industrial en su ritmo más débil en 17 años. Lo que sí hizo fue reducir la tasa de interés de crédito a un año hasta el 4,2%, en un intento por reavivar la economía mediante una reducción en el costo de los préstamos.

En cuanto a la economía brasileña, el comienzo del 2019 trajo aparejado una renovación de las esperanzas tras la asunción de un nuevo presidente con el compromiso de realizar las reformas estructurales necesarias para, de una vez por todas, dejar atrás la crisis atravesada durante el período 2015-2016. Sin embargo, el gobierno de Jair Bolsonaro encontró mayores obstáculos de los esperados para retornar a Brasil al sendero del crecimiento. Por el lado interno, la demora en la

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

aprobación de la reforma previsional hizo reinar la incertidumbre e incrementar la desconfianza del sector privado en el capital político del flamante presidente. Por el lado externo, el contexto global tampoco ayudó: la escalada de la guerra comercial entre EE. UU. y China afectó a todas las monedas emergentes (Brasil incluido), mientras que Argentina, principal socio comercial, se encuentra atravesando una importante crisis macroeconómica.

Hoy por hoy, las cosas parecerían estar acomodándose, allanando el camino para comenzar el 2020 con mayor crecimiento y una mejora de las condiciones. Si en algún momento se dudó acerca de la posibilidad real de aprobarse la Ley de Reforma Previsional, hoy las cosas parecen estar más claras: a pesar de que la opinión pública se encuentra dividida acerca de la necesidad de la reforma (47% a favor versus un 44% en contra según los datos de Datafolha), los resultados en la Cámara de Diputados fueron contundentes, con 379 votos a favor versus 131 en contra en la primera votación y 370 a 124 en la segunda, muy por encima de los 308 votos necesarios. La aprobación por parte del Senado parece ser inminente, dentro de la primera quincena de octubre.

Luego de varios meses con caídas en las proyecciones de crecimiento, las mismas parecen haberse finalmente estabilizado. El PBI volvió a crecer en el segundo trimestre del año, luego de caer en el primero por primera vez desde la crisis del período 2015-2016. Además, la baja de tasas de las principales economías del mundo dio margen al Banco Central para bajar la tasa e incentivar la actividad, a la par de subir la inflación que se encontraba por debajo de la meta.

Lo que es una realidad es que las proyecciones de crecimiento mundiales, tanto para el 2019 como para el 2020, fueron corregidas paulatinamente a la baja. Según el último informe de la OCDE, las estimaciones de crecimiento de las principales economías del mundo fueron todas reducidas respecto a mayo de este mismo año. Así, se espera que Estados Unidos crezca en 2020 un 2,0% (-0,3 p.p. respecto a mayo), la Unión Europea 1,0% (-0,4 p.p.), China 5,7% (-0,3 p.p.), la India 6,3% (-1,1 p.p.) y Brasil 1,7% (-0,6 p.p.).

Tasa de Crecimiento

Dato 2018, proyecciones 2019 y 2020 (en %) y variación vs. mayo 2019 (en p.p.)

País/Región	2018	2019	vs May	2020	vs May
Mundo	3,6%	2,9%	-0,3	3,0%	-0,4
Estados Unidos	2,9%	2,4%	-0,4	2,0%	-0,3
Unión Europea	1,9%	1,1%	-0,1	1,0%	-0,4
China	6,6%	6,1%	-0,1	5,7%	-0,3
India	6,8%	5,9%	-1,3	6,3%	-1,1
Brasil	1,1%	0,8%	-0,6	1,7%	-0,6
Argentina	-2,6%	-3,1%	-1,4	-1,0%	-4,0

Fuente: Elaboración propia en base a OCDE

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

Habrá que esperar para ver si las políticas expansivas alcanzan para corregir la tendencia, o si el 2019 finaliza de esta forma, caracterizada por una constante desaceleración de la economía mundial y con el surgimiento de conflictos políticos, diplomáticos y hasta bélicos en distintas partes del mundo. Por el momento, las respectivas autoridades monetarias parecen ser conscientes de la situación, y ya se pusieron manos a la obra para revertir la aparente fragilidad. Sin la ayuda del sector político y diplomático, parece difícil que resulte del todo exitosa.

[Volver al  ndice](#)

02. Contexto local y perspectivas 2020

2019 y el punto de partida para el próximo gobierno

Desde el shock electoral del 12 de agosto cuando la fórmula Alberto Fernández – Cristina Fernández de Kirchner logró una ventaja cercana a los 15 puntos porcentuales respecto al oficialismo y quedó a un paso de ser elegida formalmente en las generales de octubre, la economía ha vuelto a ingresar en una fase de inestabilidad financiera debido a que el mercado descuenta la irreversibilidad del resultado. A las pocas horas de conocidos los resultados el tipo de cambio se disparó cerca de 30% en tanto los ahorristas internos y externos iniciaron una venta masiva de activos argentinos que terminó disparando el riesgo país a niveles no vistos desde 2005 y se sucedieron pérdidas bursátiles cercanas al 50% para el conjunto de papeles privados cotizantes.

En este contexto, el gobierno se enfrentó en este último mes a tres grandes desafíos: administrar los costos de la devaluación sobre los sectores de ingresos fijos y en pesos, contener el alza del dólar para evitar una nueva suba y hacer frente a vencimientos de deuda de corto plazo con el mercado por cerca de USD15.000 millones (46% denominada en moneda dura)

En cuanto al primer desafío, a los pocos días de conocido el resultado el gobierno lanzó una batería de medidas tendientes a morigerar la pérdida del poder adquisitivo y aliviar las cargas financieras que recaen sobre las PyMEs tras el endurecimiento de la política monetaria. El universo de beneficiarios fue el más amplio posible puesto que abarca a trabajadores formales, informales, desocupados, empleados públicos y estudiantes universitarios y el monto total estimado del desembolso asciende a los \$40.000 millones (0,2% del PBI). Adicionalmente se anunció a las 48 horas la eliminación total del Impuesto al Valor Agregado (IVA) a los productos de la canasta básica alimentaria hasta fin de año. Por último, en esta semana el propio gobierno anunció que llegó a un acuerdo con la cúpula de la CGT y las cámaras empresariales a partir del cual se impulsaría el pago de un bono para trabajadores del sector privado por alrededor de \$5.000 a cuenta de las próximas paritarias.

Si bien se ha visto un comportamiento activo por parte del gobierno para torcer el rumbo recesivo que la demanda agregada interna retomó tras las elecciones y llegar a octubre en condiciones competitivas, lo cierto es que las medidas sólo pueden servir como un paliativo habida cuenta de la fuerte devaluación del peso, el elevado traslado a precios (la inflación minorista se aceleró a 4% en agosto luego del registro de 2,2% de julio) y la (aun no confirmada por la evidencia empírica) mayor velocidad de destrucción de puestos de trabajo. En buena medida por ello, nuestras previsiones para las elecciones generales de octubre apuntan a una brecha similar.

Los otros dos desafíos están intrínsecamente relacionados desde el momento en que (i) el Tesoro no tiene un stock significativo de recursos dolarizados y el *roll-over* de su deuda de corto plazo fue nulo en la primera licitación tras las elecciones y (ii) el BCRA, única fuente de dólares al momento, tiene reservas de libre disponibilidad limitadas (calculadas al a fines de agosto en alrededor de USD15.000 millones y

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

actualmente en algo más de USD 11.000 millones) para intervenir directamente en el mercado cambiario. Así, el gobierno rápidamente se encontró con un típico problema de “sábana corta”: utilizar los dólares del Central para hacer frente a la creciente demanda de atesoramiento o para hacer frente a los vencimientos de deuda con el sector privado.

Con el objetivo de preservar ese patrimonio, el gobierno optó primeramente por la primera de las opciones y el 28 de agosto el Tesoro lanzó un reperfilamiento de la deuda que comprende una extensión compulsiva de los vencimientos de LETES, LECAPS, LELINK y LECER (el primer instrumento denominado en moneda extranjera y el resto en moneda local) y un reperfilamiento voluntario de bonos bajo legislación local y extranjera.

Desde un punto de vista macroeconómico, lo relevante del caso es si con el reperfilamiento propuesto alcanza para despejar el horizonte fiscal hacia adelante, única condición sine qua non para que el mercado pueda volver a recobrar, al menos parcialmente, la confianza en Argentina. Mirando el próximo ejercicio fiscal 2020, el Tesoro se podría ahorrar pagos de vencimientos de capital por unos USD9.000 millones, pero todavía le faltaría cubrir otros USD12.000 millones provenientes del déficit fiscal primario y el pago de intereses, más los USD15.000 M que vencen de las letras corto plazo reperfiladas en 2019. Suponiendo que el FMI desembolse los USD4.850 millones restantes del acuerdo junto con préstamos de otros organismos internacionales por USD3.000 millones, aun faltarían cubrir USD 20.000 millones.

En vistas de estas dudas y el limitado alcance del reperfilamiento (sólo opera efectivamente para deuda de corto en tanto el aplazamiento del pago de bonos deberá esperar su tratamiento parlamentario), tras un viernes 30 de agosto “negro” para los mercados y las reservas, donde el Banco Central perdió casi USD2.000 millones en el día, y en una movida que se juzgaba inexorable por buena parte del mercado, finalmente el gobierno decidió imponer por Decreto de Necesidad y Urgencia (DNU 609/2019), publicado en el Boletín Oficial del domingo 01/09, una serie de restricciones cambiarias con el objetivo de preservar las reservas e intentar frenar la escalada del dólar con mayores costos en términos de actividad e inflación:

- Límite a la compra de dólares y transferencias al exterior para atesoramiento de USD 10.000 para personas humanas,
- Autorización previa del BCRA para atesoramiento y giro de utilidades de las empresas (aunque no habrá restricciones para pagar deudas e importaciones al exterior).
- Obligación a los exportadores de liquidar divisas provenientes de la exportación en los nuevos plazos definidos: un máximo de 5 días hábiles después del cobro o 180 días después del permiso de embarque (lapso que se reduce a 15 días para el caso de los principales commodities).

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

El espíritu de la medida ha sido imponer restricciones “light” sobre particulares y más duras sobre las empresas, dejando pocos canales dentro del mercado oficial de cambios acceder a dólares y/o transferirlos al exterior sin conformidad previa del BCRA.

La medida, claro está, significó el último recurso que el gobierno tenía disponible para sostener el valor de la moneda local, pero con él se disipan las (ya muy bajas) probabilidades de que la economía evite ingresar nuevamente en terreno recesivo en tanto la incertidumbre del sector privado escaló significativamente por desconocerse hasta el momento hasta dónde llegarán las restricciones. Como en cualquier contexto de controles cambiarios, las cotizaciones informales y/o paralelas emergieron inmediatamente y la brecha con el tipo de cambio oficial escaló sistemáticamente hasta el 30% actual, un guarismo que ya comienza a preocupar en tanto podría comenzar a percibirse como una medida del atraso cambiario actual y pasara a ser una referencia parcial para la determinación de precios y costos.

Así las cosas, de aquí hasta el recambio presidencial del 10 de diciembre la economía seguirá desenvolviéndose en un entorno de muy elevada incertidumbre, con controles cambiarios que podrían ir *in crescendo* en caso de que la demanda de divisas siga excediendo su oferta y un panorama social complejo producto de la aceleración inflacionaria y el ingreso a un nuevo ciclo recesivo.

Concretamente, estimamos que el tipo de cambio podría cerrar el año en torno a AR\$/USD 62, siendo directamente proporcional la relación entre mayor incertidumbre y mayores controles cambiarios sumado a intervenciones puntuales que el BCRA podría efectuar para suavizar el sendero devaluatorio. No obstante, la extrema volatilidad de esta variable nos lleva a desconfiar incluso de nuestro pronóstico, máxime cuando su evolución dependerá de decisiones de política económica íntegramente discrecionales.

En cuanto a la inflación, tras conocerse el dato de agosto (4%), difícilmente se registre durante el mes corriente un aumento inferior al 5,5%/6% debido al elevado arrastre estadístico del mes pasado (la aceleración se dio a partir de la segunda quincena) para luego converger durante el último trimestre a una tasa de 3,5% promedio y finalizar el año con un acumulado de 53,5%. Aun cuando el tipo de cambio logre sostenerse cerca de nuestro escenario de dólar planchado a base de cepo, la última devaluación provocó un alza de 11,2% en el Índice de Precios Mayoristas (proxy de los costos de producción) sólo en agosto y se espera una suba en torno a 6% para este mes. Este incremento de costos se trasladará paulatinamente a los consumidores de manera inexorable.

Por último, la actividad cerraría 2019 con una caída de 3,1% frente a nuestra estimación pre-PASO de -1,7%. Es que tanto el consumo privado como la inversión están sufriendo los coletazos de la devaluación y el pico de incertidumbre: todas las decisiones de gasto de familias y empresas será pospuesto hasta 2020 a la espera de un programa económico creíble que logre calmar las aguas y brindar algo de certidumbre.

Por el lado del activo, la economía ingresará a 2020 con fundamentos bastante más alineados con valores que pueden considerarse de “equilibrio”. Tanto el déficit fiscal como el déficit en cuenta corriente han disminuido sustancialmente desde sus picos en 2017 y hoy estamos en condiciones de afirmar que las cuentas fiscales cerrarán con el rojo más bajo desde 2011 (-0,6%/-0,8% del PBI, en función de la sensibilidad que la recaudación muestre a la caída del nivel de actividad) mientras que la brecha externa podría llegar a un nivel equivalente al 1% del PBI gracias a un superávit comercial cercano a los USD12.500 millones, el mayor desde 2009.

La economía albertista: ¿apuesta por la política o una simple quimera?

El punto de partida heredado por el próximo gobierno tendrá muchos desafíos por delante, todos de una envergadura extraordinaria. Sin embargo, aún no conocemos a ciencia cierta dicho punto debido a que faltan tres largos meses hasta que el recambio presidencial se haga efectivo. La calidad de la transición dependerá en buena medida del tipo de interacción que el actual oficialismo y el peronismo mantengan de aquí a diciembre, abriéndose la posibilidad de un “equilibrio cooperativo” en el que ambas partes logren sentar puntos de encuentro que brinden certidumbre a los mercados o de un “equilibrio confrontativo” donde la comunicación entre ambos sea mínima y se disputen la distribución de los costos de la actual crisis en lugar de bregar por una solución común a los problemas de fondo que aquejan a la economía local. Si bien hasta el momento la dinámica política ha coqueteado con ambas opciones, lo cierto es que, una vez consumadas las elecciones de octubre, a ninguna de las partes le convendrá no cooperar. Tanto Macri como Fernández serían claros perdedores en caso de que la economía ingrese en una crisis institucional por motivos que a esta altura son obvios: el primero tiene grandes posibilidades de instalarse como líder opositor de cara a 2020 (Vidal y Larreta son también candidatos a ese rol, pero ello no cambia la lógica argumental) en tanto el peronismo deberá gobernar en un contexto de severas restricciones que no le permitirán dar muchas buenas noticias a la ciudadanía en el corto plazo. Un escenario de crisis tiraría por la borda las intenciones de los dos espacios.

A pesar de que el camino hasta diciembre es largo y todo lo asumido aquí en cuanto a la política económica del eventual gobierno peronista puede pasar a ser prehistoria de la noche a la mañana, lo cierto es que en los últimos tiempos se han manifestado algunas definiciones por parte de ese espacio que conviene analizar a los fines de evaluar su factibilidad, considerando que la intención verdadera de cumplirlas o no se revelará bastante más adelante.

Por estas horas quien parece haber tomado la posta como vocero oficial en materia económica (entendiendo esta agenda de manera integral, habida cuenta de que muchos técnicos ya suenan para carteras específicas como Guillermo Nielsen y Martín Redrado) y, así, como posible ministro de economía albertista es Matías Kulfas. En sus últimas presentaciones públicas el ex gerente general del BCRA dio varias pistas sobre la visión económica de su espacio y definió lo que él denomina “las 6 reglas de la economía albertista”, a saber:

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

- 1) Tipo de cambio competitivo y estable
- 2) Superávit comercial
- 3) Superávit fiscal
- 4) Acumulación de reservas
- 5) Desendeudamiento
- 6) Bajar la inflación

Estas 6 reglas vendrían a formar el *core* del programa que Fernández tiene en mente. A simple vista, los lineamientos lucen inobjetable: (1) un tipo de cambio competitivo y estable alienta nuestras exportaciones y brinda protección natural a la producción local frente a la competencia extranjera, (2) lograr sostener el actual superávit comercial garantiza un flujo permanente y genuino de divisas que nos restaría dependencia de la entrada de capitales financieros (hoy ningún capital está ingresando a la Argentina ni planea hacerlo en el corto plazo, pero aun cuando imaginemos un escenario donde sí ingresen capitales, ya aprendimos -a los golpes- que su volatilidad puede desembocar en una crisis financiera), (3) alcanzar el tan ansiado superávit fiscal es una condición necesaria para estabilizar la macroeconomía especialmente cuando el canal del endeudamiento dejó de ser una opción y la única forma de financiar un rojo fiscal en los próximos años sería imprimiendo billetes, (4) el patrimonio del BCRA se ha debilitado sensiblemente desde el inicio de las turbulencias financieras en 2018 y su recomposición se vuelve un objetivo ineludible a la hora de pensar una política cambiaria creíble, (5) los ojos del mercado están puestos sobre la insostenibilidad de la deuda soberana argentina y la reversión de esta situación debe estar en el tope de cualquier agenda seria y (6) en cuanto al último punto no hacen falta aclaraciones acerca de sus bondades.

Ahora bien, el grueso de la discusión pasa por la forma en la que se pueda llevar adelante un programa económico que siga estas seis reglas y, a la vez, no socave el capital político del FdT en su primer año de gestión. Es que perseguir todos esos objetivos a la vez supone continuar la senda de ajuste iniciada en 2018 y alejarse kilómetros y kilómetros del slogan que llama a “ponerle dinero en el bolsillo a la gente”. El meollo de la cuestión podría sintetizarse de la siguiente manera: la economía necesita volver a crecer para darle sustentabilidad política y social al nuevo programa, pero todo lo que hay que hacer para darle sustentabilidad a ese crecimiento atenta contra la actividad en el corto plazo.

Las exposiciones de Kulfas tratan de mostrar la hoja de ruta que podría alinear tantos objetivos contradictorios con tantas restricciones económicas y políticas. Concretamente, confían plenamente en las siguientes jugadas:

- **Acuerdo Económico y Social:** ya establecido como un viejo conocido entre los argentinos, este instrumento tendría la capacidad de aportar a la coordinación necesaria para habilitar una recomposición parcial del poder adquisitivo de los salarios sin que ello devenga inmediatamente en más inflación. La idea central es sentar en la misma mesa a las cámaras empresariales, los sindicatos y el propio Estado para planificar conjuntamente el ritmo de crecimiento de

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

la nominalidad de la economía, esto es, pactar aumentos de salarios y precios de manera tal que al final del día existan mejoras reales en el bolsillo de los trabajadores. **A nuestro entender, puede resultar una herramienta útil si y sólo si se la aplica como un complemento a un programa de estabilización consistente. Caso contrario, estará destinado al fracaso como muchos otros acuerdos que se firmaron a lo largo de nuestra historia.**

- **Nuevo acuerdo con el FMI:** tal como se viene advirtiendo hace tiempo, el Fondo se ha transformado en un virtual socio de la Argentina y no puede ni debe prescindirse de una recomposición de nuestra relación. Aquí encontramos trabas políticas evidentes en tanto el peronismo apunta a una flexibilización del acuerdo que permita aplicar una política fiscal y monetaria más laxa durante un primer periodo de transición para “encender la llama” de la economía y del otro lado del océano hay un *Board* entero conformado mayoritariamente por el gobierno estadounidense y diversos funcionarios representantes de Europa bastante comprometido frente al (segundo) fracaso del acuerdo con Argentina.

El problema es que Argentina irá a la mesa de negociación con muchas pretensiones y poco para aportarle al Fondo: más laxitud fiscal y monetaria, renegociación del cronograma de pagos y ninguna reforma estructural relevante no parecen ser objetivos que puedan alcanzarse al mismo tiempo. Por el contrario, Fernández volverá de Washington con alguno de ellos en el bolsillo o con un poco de cada uno. Una de las posibilidades que se evaluó seriamente es la de transformar el actual acuerdo “Stand-By” en uno denominado “Extended Fund Facility” puesto que este último permite dilatar el periodo de reembolso hasta 10 años. El único de detalle es que, tal como se puede ver simplemente ingresando en la página web del FMI, este tipo de acuerdos están centrados ya no en el ordenamiento de las cuentas públicas sino en reformas estructurales. De una u otra manera, el próximo gobierno deberá elegir sus prioridades, pero no podrá escaparse por completo de la agenda impuesta por el FMI.

- **Reperfilamiento de la deuda:** el propio Fernández se encargó de comunicar que se buscará avanzar en una renegociación que implique extender los plazos de pagos sin que se vean afectados ni el capital ni la tasa de interés cargada sobre la deuda. Desde ya, pagar lo mismo en un plazo superior disminuye el valor presente de cualquier pasivo y en ese sentido sí se verían afectados los intereses de los acreedores, pero se trata de la alternativa más “light” dentro del catálogo de reestructuraciones de deuda. Al parecer, la musa inspiradora sería el caso de Uruguay en 2003. Pero las diferencias con el caso uruguayo parecen ser lo suficientemente grandes como para, al menos, poner en duda la eficacia de esta estrategia: el gobierno oriental aplicó en paralelo un fortísimo ajuste fiscal que llevó el superávit primario a un nivel equivalente al 3% de su PBI tras una devaluación del 100% y un impuesto a los salarios públicos y privados del 10%. Estas medidas extremas fueron las que permitieron que un simple reperfilamiento sea suficiente para volver sostenible el sendero de la deuda pública uruguayo y es lo que nos lleva a pensar que difícilmente el próximo gobierno pueda evitar una reestructuración algo más agresiva de la deuda.

- **Plan de desarrollo productivo:** con foco en el fortalecimiento de las PyMEs y las economías regionales, se buscará crear nuevos instrumentos de estímulos financieros para brindar apoyo a la inversión. Sin espacio fiscal para llevar adelante esta empresa, Kulfas adelantó que volverían las regulaciones al sistema bancario a partir de las cuales las entidades deben colocar una porción determinada de su cartera en proyectos de inversión productiva, un instrumento que fue abandonado en 2016 con la llegada de Sturzenegger al BCRA.
- **Modelo exportador:** el peronismo identifica a la escasez de divisas como el nudo gordiano de la economía argentina, un obstáculo que nos llevó a recurrentes crisis de balanzas de pagos a lo largo de nuestra historia moderna. La gran apuesta es Vaca Muerta, una plataforma exportadora que, según cálculos del equipo de Kulfas, podría incrementar sus ventas al exterior en USD35.000 millones en un periodo de 5 años (a nuestro entender más que optimista, una ilusión: para aspirar a ello habría que esperar por lo menos 15/20 años y ello asumiendo un marco regulatorio super friendly para el sector). A esto se sumaría el apoyo a las exportaciones mineras, industriales, servicios basados en conocimiento y agroindustriales, cuyo aporte agregado implicaría duplicar nuestras exportaciones en el mediano plazo. Dada la dinámica reciente de nuestras exportaciones, la ausencia de una política de integración en puerta y la inestabilidad macroeconómica imperante, la meta luce sobredimensionada por donde se la mire.

De lo dicho hasta aquí se desprenden dos premisas que se vuelven fundamentales para pensar y repensar la economía post-2019. La primera es que todos los desafíos que el FdT tiene por delante tienen un trasfondo político sustancial y es en ese terreno en el que se deberán dirimir muchos de los conflictos que se avecinan. Un acuerdo económico y social bien puede ayudar a eliminar o debilitar la contradicción entre la búsqueda de un mayor poder adquisitivo y desinflar la economía o una renegociación exitosa con el FMI disiparía buena parte de la incertidumbre que el mercado tiene sobre el devenir de la economía local. Pero, como comentamos más arriba, se necesitará de una cintura política muy movizada para que de dichas negociaciones emerjan acuerdos de tipo win-win que no terminen minando la base de sustentación política del peronismo.

La segunda premisa es que el estado de las cuentas públicas será más determinante que nunca para el éxito o el fracaso de la política económica, siendo que un superávit primario o un sendero de mejora que nos lleve a ese superávit al cabo de 2 o 3 años (si imaginamos un 2020 de transición con un permitido para expandir algo el gasto) se revela como una condición sine qua non. Con un rojo fiscal permanente nos deberemos olvidar de lograr tener un tipo de cambio competitivo y estable, la quita de deuda necesaria para hacer sostenible nuestra deuda podría ser excesivamente antipática para los mercados y su rechazo generalizado nos llevaría a seguir estando aislados de los mercados financieros internacionales, la emisión necesaria para financiarlo socavaría las chances de éxito de cualquier acuerdo social multipartito y la renegociación del acuerdo con el FMI debería incluir un paquete de reformas estructurales indigerible hacia el interior del peronismo.

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

Coincidimos plenamente en que la política es una herramienta (quizás la única) capaz de torcer el rumbo decadente de las últimas décadas, pero para que este nuevo proyecto económico no caiga en contradicciones irresolubles se deberá basar en un esquema de disciplina fiscal exigente.

Pensar un escenario base para el año próximo en medio de tan elevada incertidumbre nos obliga a realizar un ejercicio de simulación a partir de una serie de supuestos cuya ocurrencia se vuelve crucial a la hora de sostener las distintas proyecciones macroeconómicas. En base a lo analizado hasta aquí y en función de nuestra visión sobre la factibilidad del boceto del programa económico peronista, nuestros supuestos para el escenario son los siguientes:

- Alberto Fernández renegocia los términos del acuerdo con el FMI, pero no rompe relaciones con el organismo, dadas las restricciones y los escasos grados de libertad que enfrenta.
- No hay retorno al populismo en su versión original en tanto las condiciones iniciales que habilitaron su existencia a partir de 2007 ya no se verifican: no existen stocks, el precio de los commodities no nos volverán a dar una mano como en 2008-15 y nuestros socios comerciales lejos de crecer de manera acelerada lo están haciendo a un ritmo cada vez menor.
- La renegociación de los términos del acuerdo con el FMI supondrá cierta relajación de la política fiscal y monetaria en 2020 para darle algo más oxígeno a la economía y un nuevo cronograma extendido de pagos de la deuda con el Fondo. No obstante, ningún acuerdo factible con el Fondo significará laxitud fiscal o monetaria, sino que sólo se tratará de un menor grado de ajuste. En ese sentido, el nuevo programa económico que surja de la renegociación será de características similares al actual en el plano de políticas macroeconómicas.
- Difícilmente se desarmen las nuevas regulaciones cambiarias en el corto plazo, pero sí esperamos cierta relajación en los controles sobre las personas jurídicas que hoy están afectando su funcionamiento corriente. Sin embargo, sí esperamos un viraje desde restricciones cuantitativas a una regulación vía precio, esto es, encareciendo el acceso a divisas para ciertos sectores o actividades a través de algún impuesto particular o un desdoblamiento cambiario explícito. Se descuenta la aplicación de regulaciones macroprudenciales como lo son los encajes al ingreso de capitales para evitar la volatilidad de corto plazo que suponen los inlujos financieros en tanto las restricciones a las personas humanas seguiría aplicándose, al menos durante el primer año de gestión. Por su parte, en un contexto en que el retorno a los mercados de capitales globales será sólo progresivo y paulatino, probablemente el gobierno tenga que usar reservas para atender algunos pagos de deuda, hecho por el cual no se espera una recomposición de su stock.
- Política tarifaria en materia de servicios públicos: Se buscaría que las tarifas residenciales se ajusten en línea con la inflación más o en línea con la inflación, pero con un período inicial de ajustes por debajo (probablemente en el primer semestre de 2020) para ayudar a apuntalar el poder de compra del salario,

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

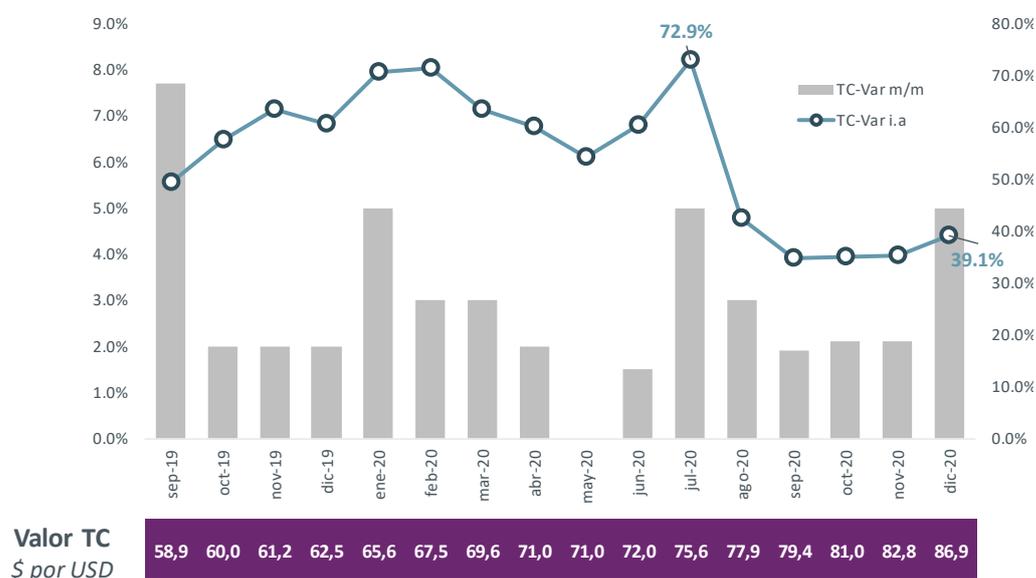
Septiembre 2019

aunque el congelamiento de tarifas no se descarta en el marco del acuerdo social antedicho.

- El principal obstáculo que tendrá el nuevo gobierno es reencauzar la deuda pública en un sendero sostenible en el tiempo. Para ello, creemos que será necesario redoblar la apuesta del reperfilamiento y avanzar sobre una reestructuración algo más agresiva que no sólo afecte plazos, sino que también el capital adeudado y la tasa de interés cargada sobre los pasivos. Si bien aún no hay certezas, el precio actual de los bonos soberanos ya internaliza un proceso de reestructuración de esas características.
- Las reformas estructurales por el lado de la oferta no serán una prioridad (no habría una reforma laboral, ni probablemente tributaria integral o una profundización de la integración de Argentina en los flujos comerciales globales). Sin embargo, todo dependerá del resultado de la negociación con el FMI y de lo dispuesto que esté Fernández a encarar un ajuste fiscal más agresivo al que tiene en mente.

De este modo, la economía ingresaría a 2020 sin un nuevo programa aprobado con el FMI y una renegociación de toda la deuda soberana con el sector privado en marcha. Ello implica que las fuentes de incertidumbre no estarán totalmente disipadas y, por tanto, la nominalidad de la economía seguirá presentando una volatilidad extraordinaria, al menos hasta bien entrado el segundo trimestre del año. Habida cuenta de la persistencia de controles cambiarios para la compra de dólares para atesoramiento y suponiendo que el mercado “compra” parcialmente el nuevo programa, el tipo de cambio cerraría 2020 con un incremento en torno al 40%, manteniendo casi la totalidad de la competitividad cambiaria ganada con la devaluación de 2019.

Tipo de Cambio Minorista - Var m/m, i.a y nivel



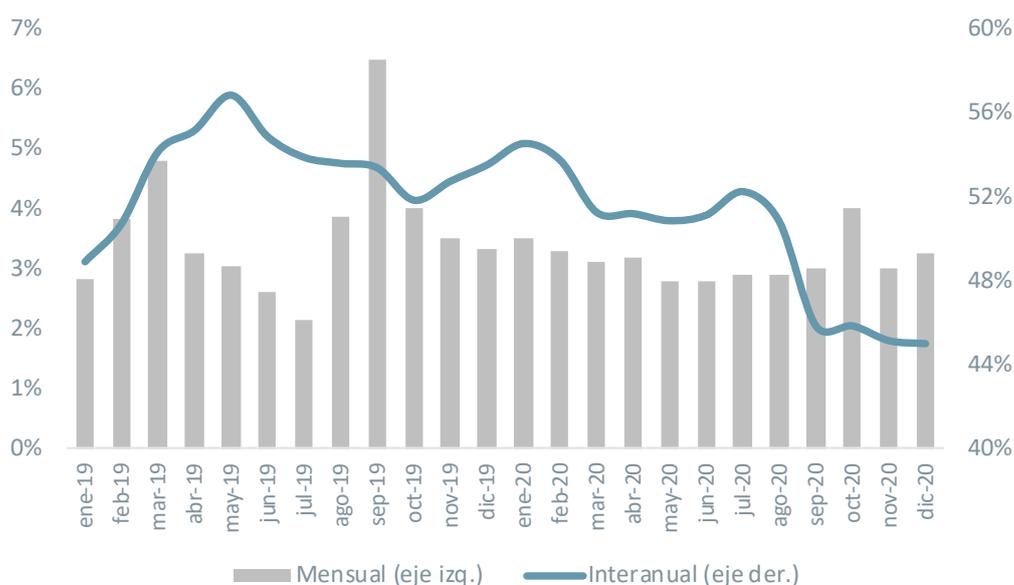
ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

En cuanto a la dinámica de los precios internos, la misma estará determinada por la evolución cambiaria, tarifaria, salarial e inercial. Con un tipo de cambio que estará controlado con restricciones cuantitativas/desdoblamiento cambiario y que, por tanto, no experimentará saltos bruscos, una política tarifaria orientada a recomponer poder adquisitivo en lugar de propiciar la convergencia de tarifas a costos energéticos y salarios que no avanzarán sustancialmente por el contexto recesivo, el único componente que tirará hacia arriba la nominalidad de la economía será el componente inercial: 2019 cerrará con una inflación reprimida que estimamos rondaría el 10%/15% (costos que no pueden ser trasladados por las empresas pero que se irán traduciendo en mayores precios a los consumidores con el transcurrir de los meses). Así, la inflación mensual durante 2020 decrecerá lentamente, aunque a un ritmo bastante inferior al deseado (3,1% promedio mensual) para finalizar el año en 45%.

Índice de Precios al Consumidor - Var. % i.a. y Var. % m/m



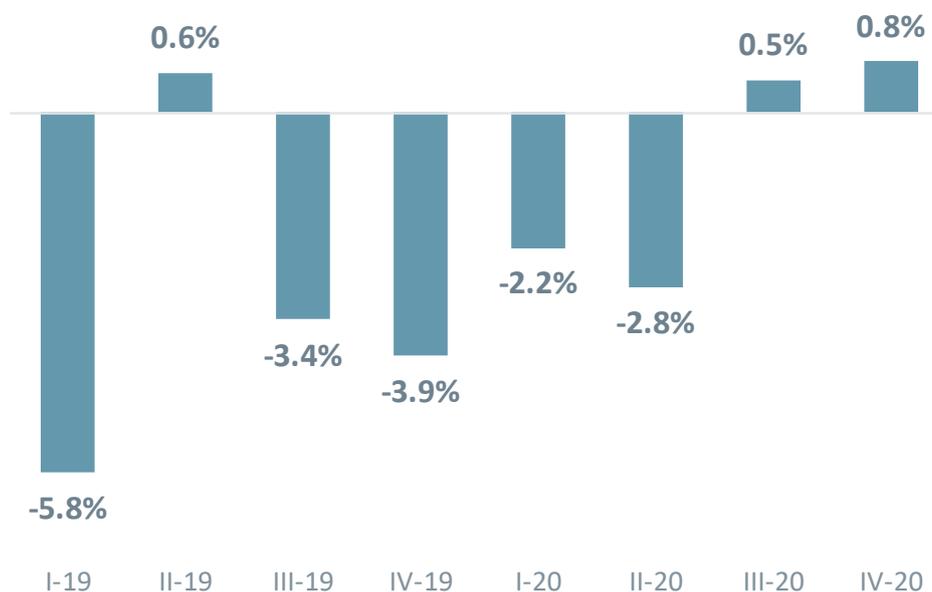
Finalmente, la actividad de 2020 se vería seriamente afectada por el arrastre negativo de 2019 (calculado en 1,5%) mientras que el punto de inflexión del ciclo, esto es, el momento a partir del cual la economía dejará de caer para comenzar a recuperarse lo ubicamos en el segundo o tercer trimestre. No obstante, el ritmo de dicha recuperación será muy acotado habida cuenta de la necesidad de proseguir con el ajuste fiscal y monetario en el marco del acuerdo con el FMI y la elevada incertidumbre que seguirá primando durante el primer año de gestión del peronismo. Aun cuando el nivel de actividad repunte en dicho momento, recién comenzaremos a ver números positivos en la comparación interanual hacia el último cuarto de 2020, siendo la caída promedio esperada de 1,0%. Por el lado de la demanda, la retracción estaría explicada por una caída de 0,6% del consumo privado y del 5% de la inversión interna (50% de la misma es construcción, un sector seriamente golpeado por la devaluación y las restricciones cambiarias que apunta a cerrar 2019 con un nivel de operaciones equivalente al de 2010).

ITP

Informe Trimestral de Proyecciones

Septiembre 2019

Producto Bruto Interno (PBI) - Var. % i.a. trimestre a trimestre



Proyecciones Escenario Base

	2019	2020
 Actividad PBI Real Var. % i.a.	- 3,1%	- 1,0%
 Inflación Var. % i.a. dic.	53,5%	45%
 Tipo de Cambio Prom. Dici AR\$/USD Var. % i.a.	62,5 60,8%	86,9 39,0%
 Inversión IBIF Real Var. % i.a.	-19,3%	-5,4%
 Consumo Priv. Var. % i.a.	- 7,2%	- 0,8%
	IVT19 /IVT17:	
	-13,6%	

[Volver al índice](#)

www.abeceb.com