

ABECEB

hacemos más real la economía real

La macroeconomía argentina: balance 2017 y perspectivas 2018



Juana Manso 555 Piso 5 Of. A
Puerto Madero - CABA - Argentina
+5411 4312-0811
www.abeceb.com

La macro del 2017

Luego de un 2016 en el que la actividad económica marcó un retroceso y en el que la inflación se aceleró hasta tocar un pico de 44% producto de necesarios cambios de precios relativos (tipo de cambio y tarifas públicas), 2017 se mostró como un año no sólo de recuperación, sino, y fundamentalmente, de consolidación, tanto desde un punto de vista político como económico.

En el plano político, el gobierno se consolidó definitivamente como primera fuerza nacional luego de una performance concluyente en sus primeras elecciones legislativas, no sólo por la gran adhesión a nivel nacional, sino que también por la victoria que logró en la Provincia de Buenos Aires donde el candidato de Cambiemos se enfrentó a la ex-presidente Cristina Fernández de Kirchner. Así, las perspectivas del oficialismo para las próximas elecciones presidenciales lucen muy positivas, más aún si se tiene en cuenta que el Peronismo sigue siendo una fuerza debilitada y muy dividida luego de la histórica derrota en 2015.

Yendo al plano económico, pero en total conexión con lo anterior, 2017 fue un año bisagra en materia de reformas estructurales: el gobierno avanzó decididamente luego de las elecciones en una batería de medidas tendientes a alterar el patrón de crecimiento de la economía argentina en pos de hacerlo sostenible en el mediano plazo. En tan sólo unos meses se aprobaron en el Parlamento una reforma tributaria, una reforma previsional y se firmó con el conjunto de las provincias un pacto de responsabilidad fiscal. Así las cosas, el empujón de las urnas le permitió al gobierno pasar del dicho a los hechos en un campo que había sido postergado desde el inicio de gestión.

En cuanto a la tarea de la estabilización macroeconómica, lo cierto es que 2017 empezó de una manera muy distinta a cómo terminó: mientras que a comienzos de año las grandes dudas estaban posicionadas en la factibilidad de una recuperación que se escape del mero rebote estadístico y los precios parecían encauzarse hacia la meta oficial (máximo 17%), en el segundo semestre la economía local creció a una tasa superior al 4% pero con una inflación desalineada del objetivo de la autoridad monetaria por 7 puntos porcentuales. Quizás, en uno de los campos donde no hubo incertidumbre a lo largo del todo el año fue en el fiscal, donde el cumplimiento de las metas nunca se trató de un objetivo difícil de cumplir.

La actividad tardó más de lo que se esperaba en 2016 en crecer. Satisfactoriamente, el famoso “segundo semestre” llegó con algo de demora, pero llegó al fin. La economía tuvo una trayectoria de crecimiento con una velocidad más que interesante: 4,2% en términos interanuales en el tercer trimestre del 2017 y 3,6% anualizado en el margen. Por otro lado, de ser tan sólo unos pocos los sectores que traccionaron a la economía a principios de 2017 (básicamente el Agro, la Construcción y, ligados a éstos últimos dos, Transporte y Comunicaciones), la difusión del crecimiento tomó visibilidad: de los 15 sectores analizados por INDEC dentro de su EMAE, tan sólo Electricidad, Gas y Agua mostró una tasa de crecimiento interanual negativa hasta octubre (-0,5%). Aún más, 13 de los 15 sectores crecieron en los primeros diez meses de 2017 respecto a igual periodo de 2016.

Otro factor alentador que da cuenta del cambio de régimen es el protagonismo que tuvo la inversión como motor de la economía local que, según el INDEC, dicha variable se aceleró en el tercer trimestre al incrementarse un 13,9% i.a., ratificando el liderazgo obtenido a inicios del año. Ahora bien, de acuerdo a estimaciones de ABECEB, la IBIF podría haber crecido cerca del 13% en el cuarto trimestre del año, un guarismo algo inferior al periodo anterior, aunque todavía muy significativo. De todos modos, falta un largo trecho por recorrer: la inversión cerrará 2017 en el mismo nivel exhibido en 2013 y 4,4% inferior al de 2011.



De acuerdo a estimaciones de ABECEB, la economía habría vuelto a repetir una muy buena *performance* en el último cuarto del año (+4,4% i.a.), lo cual determinaría un crecimiento agregado de la actividad de 3,0% a lo largo de 2017.

En cuanto al segundo frente, ya existiendo un consenso amplio respecto al origen fiscal que tienen los desequilibrios macro, uno de los mayores logros del año ha sido el de asegurar el puntapié inicial hacia la consolidación fiscal, tanto en el plano Nacional como el Provincial. Vale aclarar que, si bien la meta de un déficit primario equivalente al 4,2% del PBI resultaba desde el inicio poco ambiciosa, esto sucedió en un contexto de elecciones donde el gobierno se jugaba buena parte de su suerte en orden de darle consenso a las reformas que estaban por venir. De esta manera, con datos computados hasta noviembre, el rojo primario acumuló una suma equivalente al 2,8% del PBI (0,7 puntos porcentuales inferior a lo registrado en igual periodo de 2016), por lo que se descarta un sobrecumplimiento de la meta de al menos 0,2 p.p.

En claro contraste con el gradualismo fiscal, la política monetaria ha sido, desde el comienzo de la gestión Sturzenegger, muy exigente en términos de la temporalidad deseada para la desinflación. Dada la compleja naturaleza del actual proceso inflacionario (inercia inflacionaria, ajuste de precios relativos y aumentos de segunda ronda –cost-push-, y dominancia fiscal), la búsqueda del cumplimiento de las metas oficiales redundó en tasas de interés reales muy elevadas. A esto se le suma la escasa efectividad que tiene este instrumento cuando se lo utiliza en soledad en una economía con una escasa penetración del crédito y con un fuerte aumento de precios regulados (insensibles a movimientos en el costo del dinero). Teniendo esto en mente, es posible entender por qué la economía cerró el año con una inflación de 24% aun con tasas reales cercanas al 10%.

Sin embargo, donde sí operó fuertemente la tasa de interés es en el mercado cambiario, donde sirvió de precio fundamental de arbitraje entre activos locales y externos. La imposición de tasas de interés tan elevadas fue uno de los principales factores que explicaron la apreciación real del peso argentino a lo largo del año. El otro factor explicativo se trató del endeudamiento en divisas, no sólo del Tesoro nacional, sino que también de las administraciones provinciales y de las empresas radicadas en el país. En conjunto, ambos factores han determinado una tasa de devaluación en torno al 12% i.a. (promedio diciembre), un guarismo notablemente inferior al de la evolución del nivel general de precios.

Si bien es indudable que el atraso cambiario puede ser una herramienta potente para combatir la inflación, sus efectos adversos sobre las cuentas externas pueden ser significativos. De hecho, la economía habría cerrado el año con un déficit en cuenta corriente en torno al 5% del PBI, un guarismo que aumenta la vulnerabilidad de la economía frente a posibles shocks internos o externos que puedan desatar una reversión de capitales. De esta manera, cualquier análisis de costo/beneficio marca que la descoordinación entre la política monetaria (dura) y la política fiscal (gradual) resultó más dañina de lo que se esperaba a principios de año.

Perspectivas 2018

El gran reto del año que acaba de comenzar es el de darle sustentabilidad al proceso de crecimiento iniciado en 2017. No debe olvidarse que buena parte del crecimiento del año pasado fue producto de la baja base de comparación que significó el periodo recesivo de 2016. En este sentido, el proceso de normalización de la economía (desinflación, consolidación fiscal y ajuste de tarifas) está a mitad de camino y seguirá estando en el centro de la escena puesto que el paquete de reformas aprobadas, dada su naturaleza gradual, comenzará a dar frutos significativos y palpables en el mediano plazo.



Así las cosas, el desafío consiste en gestionar las múltiples tensiones que son comunes a cualquier proceso de estabilización gradual, como las elevadas tasas de interés y el atraso cambiario. La buena noticia es el gobierno tomó nota del asunto y se está intentando torcer el rumbo hacia un esquema de políticas más coordinado que permita minimizar los costos de la normalización macroeconómica.

La primera señal se emitió a horas de comienzo de año cuando el conjunto del equipo económico nacional anunció un “recalibramiento” de las metas de inflación. Básicamente, el Ejecutivo decidió extender el plazo de desinflación en un año: se apuntará a una inflación de 15% en 2018, 10% en 2019 y 5% en 2020. En sencillas palabras, se intenta ajustar la velocidad de la política monetaria a la impuesta por la política fiscal a fin de poder transitar los próximos años con una tasa algo más baja y un tipo de cambio más competitivo.

Si bien el cambio de la meta para el 2018 implicaría, manteniendo constante todas las demás variables relevantes, un sesgo algo menos contractivo para la política monetaria (menores tasas), no debe dejarse de tener en cuenta que este relajamiento podría impactar en las expectativas inflacionarias del sector privado y, por tanto, el BCRA podría no encontrar argumentos para reducir su tasa de política en el corto plazo (o, mejor dicho, convalidar la baja de tasas que ya se efectivizó en el mercado secundario de LEBACs). De hecho, desde ABECEB esperamos que la inflación cierre en 18,5% en diciembre de este año.

Si bien descontamos cierta relajación, la tasa de interés real fijada por el BCRA (aquella que descuenta la desvalorización de la moneda) no perforará el 7% u 8% a lo largo del año, con lo cual seguirá ingresando mes a mes un volumen importante de divisas en concepto de Inversiones en Cartera por operaciones de carry-trade (“dólares financieros”), a lo que se suman los casi USD 15.000 millones que el Tesoro colocará este año en el exterior para financiar su déficit. De ahí que ABECEB no espere un ritmo de depreciación cambiaria mayor al de la inflación (18,1% vs 18,5%).

En materia de actividad, tras haber vuelto a los niveles pre recesión, el principal desafío de aquí en más implicará transformar este “rebote” en un crecimiento sostenible en el tiempo. Esto es así dado que el 2017 jugó con la ventaja de disponer de una base de comparación baja, con lo cual, el 2018 se caracterizará por cimentar las bases de crecimiento en búsqueda de romper el fenómeno de crecer tan solo en los años impares (y electorales).

Para esto será necesario que persista el predominio de la inversión en las cuentas nacionales, seguida del consumo privado (aunque con cierto rezago). Por otro lado, resultará imprescindible que otros jugadores “salgan a la cancha”. La potencial implementación de la Participación Público – Privada incluida en la Ley de Presupuesto 2018 implicará para el gobierno no solo diferir gastos en infraestructura (lo cual es crucial cuando existen limitaciones fiscales), sino que se beneficiará de la experiencia del sector privado y le transferirá una parte sustancial de los riesgos asociado al desarrollo de los proyectos. De esta manera, si bien el objetivo luce algo ambicioso, el gobierno estima duplicar las erogaciones de capital hasta alcanzar un equivalente al 3,5% del PBI.

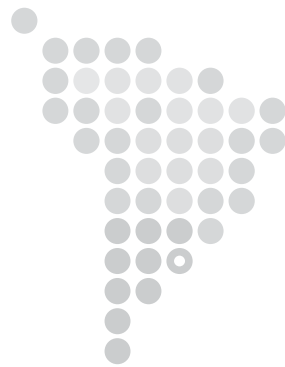
En lo que respecta a las arcas fiscales, el objetivo de disminuir el déficit primario en un punto del PBI (de máxima) resulta aún más desafiante. Si bien el ahorro obtenido por la reforma previsional aporta 0,4 puntos del producto, los fondos que cede la Nación a partir del Consenso Fiscal (Fondo del Conurbano, bono a provincias y el financiamiento de las cajas provinciales) aminoran este esfuerzo, por lo que resulta inexorable avanzar con la reducción de otras partidas del gasto.



La estrategia de contraer los subsidios energéticos seguirá siendo clave (entre enero y noviembre cayeron 21,3% i.a.), aunque cada vez contribuirá menos a la baja del déficit. Vale advertir que para el año que viene, el usuario ya estará pagando el 82% y 77% del costo real de la luz y el gas, mientras que esas cifras en 2014 supieron ser del 18% y 23%, lo cual implica que esta estrategia ya se está agotando. De esta manera, los últimos anuncios en materia de tarifas de transporte constituyen un avance, dado que convalidan la propuesta explicitada en el Presupuesto 2018 al reducir los subsidios al transporte en 0,2 p.p. del PBI.

En suma, a la espera del cambio estructural producto de las reformas, el año entrante se caracterizará por la consolidación final del gradualismo, con la ventaja de estar mejor preparado para combatir los riesgos que ello conlleva tras la decisión del gobierno de consolidar una mayor coordinación de las políticas públicas. De esta manera, aunque todavía quedan varios obstáculos por enfrentar, los augurios para 2018, a priori, son positivos.





ABECEB

hacemos **más real** la economía real