



IERAL

Fundación
Mediterránea

Revista Novedades Económicas

Año 41 - Edición N° 972 – 28 de Enero de 2019

Una economía no apta para impacientes

Jorge Vasconcelos

jvasconcelos@ieral.org

Edición y compaginación
Karina Lignola y Fernando Bartolacci



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Una economía no apta para impacientes¹

Jorge Vasconcelos

Los fundamentos de la economía argentina han mejorado en forma significativa, haciendo que los déficits gemelos apunten en 2019 a recortarse a una cuarta parte (el externo) y a dos tercios (el fiscal, incluyendo intereses) respecto de 2018, habiéndose revertido el exceso de pesos que complicó el manejo de la macro desde 2015, fenómeno que se expresa en un tipo de cambio reptando en torno a la banda inferior. Del otro lado, se tiene, en el sector real de la economía, una caída del PIB que en el cuarto trimestre de 2018 habría sido de 6 % interanual, y la influencia negativa de las elevadas tasas reales de interés. Sin embargo, el ajuste no ha sido en vano, ya que la desaceleración de la inflación está ayudando a una mejora en las expectativas, permitiendo pensar en un piso más firme para la caída del consumo. Se sabe que la inversión será en 2019 un lastre para el nivel de actividad pero, con su trayectoria ascendente, las exportaciones apuntan a jugar su rol compensador.

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley N° 11723 - N° 2328, Registro de Propiedad Intelectual N° 5353931. ISSN N° 1850-6895 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2° piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba., Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

1

Una versión resumida de este artículo fue publicado originalmente en el diario La Voz del interior el 27 de Enero de 2019

Una economía no apta para impacientes

Jorge Vasconcelos

Los fundamentos de la economía argentina han mejorado en forma significativa, haciendo que los déficits gemelos apunten en 2019 a recortarse a una cuarta parte (el externo) y a dos tercios (el fiscal, incluyendo intereses) respecto de 2018, habiéndose revertido el exceso de pesos que complicó el manejo de la macro desde 2015, fenómeno que se expresa en un tipo de cambio reptando en torno a la banda inferior. Del otro lado, se tiene, en el sector real de la economía, una caída del PIB que en el cuarto trimestre de 2018 habría sido de 6 % interanual, y la influencia negativa de las elevadas tasas reales de interés. Sin embargo, el ajuste no ha sido en vano, ya que la desaceleración de la inflación está ayudando a una mejora en las expectativas, permitiendo pensar en un piso más firme para la caída del consumo. Se sabe que la inversión será en 2019 un lastre para el nivel de actividad pero, con su trayectoria ascendente, las exportaciones apuntan a jugar su rol compensador.

Los números rojos habrán de seguir inundando todo el primer trimestre en la comparación interanual de los datos del PIB y de la industria. Pero, lo que importa es encontrar señales que puedan corroborar o desmentir la idea de un punto de inflexión para la secuencia mes a mes. Un anticipo positivo viene desde los mercados financieros, de la mano de la suba de las acciones, baja del riesgo país y descenso de las tasas de interés locales, con el dólar por debajo de la línea de la zona de no intervención.

Ese movimiento, común a otros emergentes, en el plano local es reforzado por un incipiente cambio de percepción de la población. Así, el Índice General de Expectativas Económicas, elaborado por la consultora Kantar TNS, pasó de 68 a 73 entre noviembre y diciembre pasados, con un repunte de 4 puntos en la percepción laboral actual y futura.

Empresas vinculadas al sector de consumos básicos confirman que las ventas de enero estarían marcando un piso a la caída, luego de un último bimestre con "datos horribles": el Emae de noviembre marcó un descenso de 7,5 % interanual, luego de la merma de 4 % de octubre, por lo que el PIB podría haber caído un 6 % interanual en el cuarto trimestre de 2018.

Sin embargo, las condiciones de arranque de aquel período son muy distintas a las del primer trimestre. Hacia fin de setiembre el dólar superaba los 40 pesos, la tasa de inflación estaba en 6 % mensual, la fuga de capitales no se había frenado, caían los depósitos y la tasa de interés (Leliq) superaba el 70 % anual. En enero, todas esas variables se encuentran en un terreno más propicio y, aunque la tasa de interés todavía

se ubica por encima del 55 %, la clave para que el consumo deje de caer es el comportamiento de la inflación. Con guarismos algo por encima de 2,5 % para diciembre y enero, se configura una transición que podría desembocar en un escenario en el cual, en el margen, los salarios comiencen a ganarle a la inflación, aunque esto ocurra por decimales.

Argentina: exportaciones

	Diciembre 2018		Año 2018	
	Mill US\$	Var a-a	Mill US\$	Var a-a
Primarios	1.479	36,9%	14.008	-5,4%
MOA	1.756	11,8%	22.906	1,5%
MOI	1.778	9,9%	20.514	9,3%
Combustibles y energía	268	-13,5%	4.192	69,2%
Total	5.282	15,4%	61.620	5,1%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Respecto de la tasa de interés, existe la posibilidad de acelerar la tendencia bajista, pero el Banco Central prefiere el gradualismo. Con un mercado cambiario vendedor, el BCRA podría aumentar las compras diarias, de 50 millones de dólares, de modo de inyectar más pesos en la economía. Las reservas han aumentado 340 millones de dólares por esta vía, y la cuota diaria de compras podría ampliarse en febrero, pero de forma modesta, ya que la prioridad sigue siendo el proceso de desinflación.

Enfatizando esta visión, el Banco Central acaba de cuestionar el rol del crédito como instrumento reactivador, afirmando que es el mayor nivel de actividad el que deriva en un aumento de la demanda de préstamos, y no a la inversa. Es cierto que en la Argentina el ratio crédito/PIB es minúsculo, pero la tasa de interés es un "costo de oportunidad", que puede adelantar o posponer decisiones de compra. Además, en el país es importante el crédito entre particulares a través de los cheques diferidos, cuyo stock se devalúa en términos de valor presente cada vez que la tasa de interés sube, y se valoriza cuando ésta baja.

Más allá de ese debate, en año electoral la gran cuestión es lo que ocurra con el dólar a medida que nos acerquemos a octubre.

Ya se ha subrayado aquí como la división del peronismo reconfigura todo el panorama. Pero también es cierto que las fugas de capitales están asociadas a estos períodos. La pregunta es si la amenaza de la política a la economía es un riesgo a contemplar o si constituye el "escenario base", dominante. En caso de ser un "riesgo", no puede ser ignorado, pero el foco vuelve a ser puesto en lo profundo de la corrección de los desequilibrios que afectaban a la Argentina.

Una consecuencia es que el déficit externo esperado para 2019 sea de 1,2 % del PIB, versus 4,5 % en 2018. Este gap es financiable con los desembolsos del FMI, quedando margen para una suba de las reservas, por lo que es compatible con la recuperación gradual del nivel de actividad, teniendo en cuenta que las exportaciones de bienes y servicios podrían crecer a tasas de dos dígitos. Al tiempo que, “bombas” como las Lebac de 2018 han quedado desactivadas, ya que las reservas externas multiplican por tres el monto de los pasivos remunerados del Central, cuando no alcanzaban a cubrirlo doce meses atrás.



Fuente: BCRA

Estas bases más genuinas no alcanzan para evitar turbulencias, pero si permiten acotar los márgenes esperados de volatilidad. Y si el escenario político no llegara a ofrecer garantías, es inútil pensar que algún artilugio técnico pueda ser suficiente para estabilizar la economía. Los fundamentos de la economía argentina han mejorado en forma significativa, haciendo que los déficits gemelos apunten en 2019 a recortarse a una cuarta parte (el externo) y a dos tercios (el fiscal, incluyendo intereses) respecto de 2018, habiéndose revertido el exceso de pesos que complicó el manejo de la macro desde 2015, fenómeno que se expresa en un tipo de cambio reptando en torno a la banda inferior. Del otro lado, se tiene, en el sector real de la economía, una caída del PIB que en el cuarto trimestre de 2018 habría sido de 6 % interanual, y la influencia negativa de las elevadas tasas reales de interés. Sin embargo, el ajuste no ha sido en vano, ya que la desaceleración de la inflación está ayudando a una mejora en las expectativas, permitiendo pensar en un piso más firme para la caída del consumo. Se

sabe que la inversión será en 2019 un lastre para el nivel de actividad pero, con su trayectoria ascendente, las exportaciones apuntan a jugar su rol compensador.

Los números rojos habrán de seguir inundando todo el primer trimestre en la comparación interanual de los datos del PIB y de la industria. Pero, lo que importa es encontrar señales que puedan corroborar o desmentir la idea de un punto de inflexión para la secuencia mes a mes. Un anticipo positivo viene desde los mercados financieros, de la mano de la suba de las acciones, baja del riesgo país y descenso de las tasas de interés locales, con el dólar por debajo de la línea de la zona de no intervención.

Ese movimiento, común a otros emergentes, en el plano local es reforzado por un incipiente cambio de percepción de la población. Así, el Índice General de Expectativas Económicas, elaborado por la consultora Kantar TNS, pasó de 68 a 73 entre noviembre y diciembre pasados, con un repunte de 4 puntos en la percepción laboral actual y futura.

Empresas vinculadas al sector de consumos básicos confirman que las ventas de enero estarían marcando un piso a la caída, luego de un último bimestre con "datos horribles": el Emae de noviembre marcó un descenso de 7,5 % interanual, luego de la merma de 4 % de octubre, por lo que el PIB podría haber caído un 6 % interanual en el cuarto trimestre de 2018.

Sin embargo, las condiciones de arranque de aquel período son muy distintas a las del primer trimestre. Hacia fin de setiembre el dólar superaba los 40 pesos, la tasa de inflación estaba en 6 % mensual, la fuga de capitales no se había frenado, caían los depósitos y la tasa de interés (Leliq) superaba el 70 % anual. En enero, todas esas variables se encuentran en un terreno más propicio y, aunque la tasa de interés todavía se ubica por encima del 55 %, la clave para que el consumo deje de caer es el comportamiento de la inflación. Con guarismos algo por encima de 2,5 % para diciembre y enero, se configura una transición que podría desembocar en un escenario en el cual, en el margen, los salarios comiencen a ganarle a la inflación, aunque esto ocurra por decimales.

Respecto de la tasa de interés, existe la posibilidad de acelerar la tendencia bajista, pero el Banco Central prefiere el gradualismo. Con un mercado cambiario vendedor, el BCRA podría aumentar las compras diarias, de 50 millones de dólares, de modo de inyectar más pesos en la economía. Las reservas han aumentado 340 millones de dólares por esta vía, y la cuota diaria de compras podría ampliarse en febrero, pero de forma modesta, ya que la prioridad sigue siendo el proceso de desinflación.

Enfatizando esta visión, el Banco Central acaba de cuestionar el rol del crédito como instrumento reactivador, afirmando que es el mayor nivel de actividad el que deriva en un aumento de la demanda de préstamos, y no a la inversa. Es cierto que en la Argentina el

ratio crédito/PIB es minúsculo, pero la tasa de interés es un “costo de oportunidad”, que puede adelantar o posponer decisiones de compra. Además, en el país es importante el crédito entre particulares a través de los cheques diferidos, cuyo stock se devalúa en términos de valor presente cada vez que la tasa de interés sube, y se valoriza cuando ésta baja.

Más allá de ese debate, en año electoral la gran cuestión es lo que ocurra con el dólar a medida que nos acerquemos a octubre.

Ya se ha subrayado aquí como la división del peronismo reconfigura todo el panorama. Pero también es cierto que las fugas de capitales están asociadas a estos períodos. La pregunta es si la amenaza de la política a la economía es un riesgo a contemplar o si constituye el “escenario base”, dominante. En caso de ser un “riesgo”, no puede ser ignorado, pero el foco vuelve a ser puesto en lo profundo de la corrección de los desequilibrios que afectaban a la Argentina.

Una consecuencia es que el déficit externo esperado para 2019 sea de 1,2 % del PIB, versus 4,5 % en 2018. Este gap es financiable con los desembolsos del FMI, quedando margen para una suba de las reservas, por lo que es compatible con la recuperación gradual del nivel de actividad, teniendo en cuenta que las exportaciones de bienes y servicios podrían crecer a tasas de dos dígitos. Al tiempo que, “bombas” como las Lebacs de 2018 han quedado desactivadas, ya que las reservas externas multiplican por tres el monto de los pasivos remunerados del Central, cuando no alcanzaban a cubrirlo doce meses atrás.

Estas bases más genuinas no alcanzan para evitar turbulencias, pero si permiten acotar los márgenes esperados de volatilidad. Y si el escenario político no llegara a ofrecer garantías, es inútil pensar que algún artilugio técnico pueda ser suficiente para estabilizar la economía.