

IEEM

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

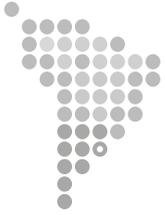
10/2018



ABECEB

hacemos más real la economía real





ASÍ LO PENSAMOS...

OCTUBRE 2018



SOLEDAD PÉREZ DUHALDE
DIRECTORA DE OPERACIONES

Argentina ¿Qué podemos aprender de Brasil de cara al año electoral?

Salvando las diferencias, que sin dudas existen y son significativas, la situación política y económica de Brasil puede aportar elementos útiles para el análisis de la transición política y económica de la Argentina en 2019 considerando la presencia de algunas similitudes entre ambos vecinos.

Un primer elemento común a considerar es que ambos países llegan a la elección con la figura principal de una de las principales fuerzas políticas que va a competir debilitada por su involucramiento en casos de corrupción: Lula y Cristina Fernández de Kirchner. En Brasil, la prisión de Lula, que no le permitió participar en los comicios, obligó a su partido a reemplazarlo por otro candidato que sufrió un duro revés en la primera vuelta electoral frente al disruptivo Bolsonaro. En este contexto, no puede descartarse que en la Argentina el avance de las investigaciones judiciales contra la ex - Presidente tenga un impacto negativo sobre el Frente para la Victoria y debilite aún más sus chances electorales, aun cuando ella no llegue a estar en prisión y siga bajo la protección de los fueros parlamentarios.

Otra similitud es el magro desempeño económico con el que llegan ambas economías a la elección, que viene de largo pero que las actuales administraciones no han podido revertir. En la era Temer, el PBI de Brasil apenas aumentó 1% en 2017 y mostraría una suba de sólo 1.4% en 2018 pese a venir de una prolongada fase recesiva que se inició en 2014. En la era Macri, la economía se contrajo 1.8% en 2016, repuntó 2.9% en 2017, no superó la “maldición de los años pares”, ya que caería entre 2.2% y 2.5% en 2018 en un contexto de fuerte depreciación cambiaria, aceleración inflacionaria y programa de estabilización respaldado por el FMI y en 2019 tampoco tendría la “bendición del año impar”.

En Brasil, el hastío del electorado con el sistema político y el debilitamiento de la economía favoreció la aparición de un candidato como Jair Bolsonaro. En la Argentina, la economía pinta con ser más un pasivo que un activo para el oficialismo. La diferencia por ahora es que aquí, faltando menos de un año para las elecciones primarias, la oposición sigue enormemente fragmentada y no ha



emergido aún un candidato competitivo que atraiga al 40% del electorado que no es leal ni a Cristina ni a Cambiemos. De no aparecer el “Bolsonaro argentino”, o una tercera figura atractiva, las chances del oficialismo de imponerse en una batalla electoral muy polarizada se mantienen. Aún sin acompañamiento de la economía.

SOLEDAD PÉREZ DUHALDE
Gerente de Análisis Económico

IEM

INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL

OCTUBRE 2018

ÍNDICE

01. La marcha de la economía tras el acuerdo revisado con el FMI

Con el nuevo acuerdo con el FMI como hoja de ruta de la política económica, comienzan a surgir las primeras señales favorables que sugieren que hay chances de empezar a recuperar umbrales mínimos de confianza y superar las turbulencias que afectaron el desempeño de la economía en 2018. De todos modos, los efectos colaterales negativos de la crisis de confianza son inexorables y la economía deberá transitar en el corto plazo un sendero desafiante con riesgos que habrá que seguir monitoreando de cerca.

Tiempo de lectura: 5'30"

 PAG. 04

02. Golpe de tablero

Las elecciones del domingo 7 le terminaron de quitar el poder de las manos al PT, al tiempo que relegaron a roles secundarios a sus principales opositores en la última de década. Ahora, casi descontado el triunfo de un outsider en la segunda vuelta, Brasil encara bajo una conducción impredecible un futuro no exento de riesgos. En el corto plazo la coyuntura impulsará el crecimiento del vecino, y eso son buenas noticias para Argentina. Pero hacia el mediano se asoman riesgos asociados a un programa que se muestra liberal en los papeles, pero con una economía política detrás que estará plagada de tensiones.

Tiempo de lectura: 4'30"

 PAG. 09



ABCEB
hacemos más real la economía real

IEM

INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL

OCTUBRE 2018

01. LA MARCHA DE LA ECONOMÍA TRAS EL ACUERDO REVISADO CON EL FMI

Tras el intento fallido para restablecer la confianza que significó el primer acuerdo con el FMI del mes de junio pasado, las autoridades debieron renegociar una revisión de dicho acuerdo ante la persistencia de fuertes tensiones cambiarias. **Sin dudas, el nuevo acuerdo es significativo por cuanto marca la “hoja de ruta” en materia de política económica que guiará el camino al menos hasta el final de la actual administración.**

Con el nuevo acuerdo se amplió el financiamiento para la Argentina desde USD50,000 M a USD57,100 M y se adelantó crédito por casi USD 19,000 M para lo que resta de 2018 y 2019, a cambio de lo cual las autoridades se comprometieron a implementar un programa de estabilización macroeconómica basado en tres ejes:

1. **Una meta fiscal de CERO déficit primario en 2019**, que implica una baja de unos USD6,000 M en las necesidades de financiamiento y una reducción de 2.6 puntos del PBI en el desbalance primario respecto de 2018 sobre la base de un esfuerzo balanceado entre aumento de ingresos (+1.3% del PBI) y reducción del gasto público (-1.3%). El acuerdo prevé además que la mejora fiscal continúe en 2020, año en que la Argentina deberá exhibir un superávit primario de 1% del PBI.
2. **Una meta monetaria de CERO crecimiento de la base monetaria hasta junio de 2019** (sólo con un permitido de expansión estacional de 6.3% en diciembre y de 1.7% en junio del año que viene), que implicará restricciones de liquidez y tasas de interés elevadas por un período prolongado de tiempo, con el objetivo de reducir la inflación y contener tensiones cambiarias.
3. **Un esquema de flotación cambiaria con bandas móviles que delimitan una zona de no intervención** (inicialmente entre \$34 y \$ 44) **y otra en la que el BCRA queda facultado a intervenir** vendiendo dólares de las reservas (por hasta USD150 millones diarios) si se excede el techo o comprando dólares y acumulando reservas si se perfora el piso (no se ha definido regla en este caso).

En nuestra opinión, el nuevo acuerdo, constituye un avance en el sentido de despejar las dudas **remanentes sobre la capacidad del Gobierno de hacer frente a los vencimientos de la deuda pública. Además**, al establecer una regla monetaria/cambiaria en un marco de austeridad fiscal, **sienta las condiciones 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. De hecho, desde que entró en vigencia operativamente la nueva regla monetaria y cambiaria en octubre, el tipo de cambio nominal reaccionó favorablemente registrando una caída nominal



ABCEB
hacemos más real la economía real

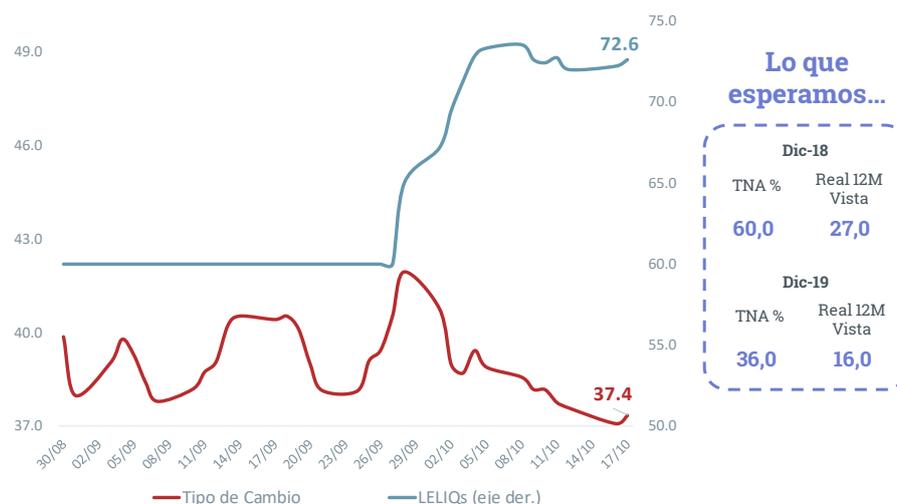
IEM

INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL

OCTUBRE 2018

de 11.5% (claro está a costa de tasas muy elevadas). Y, **lo más importante desde el punto de vista de un programa de estabilización, el acuerdo implica un avance en cuanto a mejorar la consistencia (al menos en el corto plazo) entre la política fiscal, monetaria y cambiaria, frente en el que el gobierno no venía logrando resultados sustanciales hasta la fecha.**

> **Tipo de Cambio Nominal y Tasa de Referencia - En ARS/USD y TNA (%)**



Fuente: ABECEB en base a BCRA

Adicionalmente, otro aspecto positivo del programa es que, pese a las dificultades que conlleva lograr los exigentes objetivos fiscales y monetarios, **las autoridades se han reservado algunas válvulas de escape que le dan cierto margen de maniobra.** En materia fiscal, está la posibilidad de utilizar 0.4% del PIB del Fondo de Garantía Solidario para pagar parte de los egresos asociados a la reparación histórica, lo que implica en la práctica que el déficit primario puede dar 0.4% del PIB en 2019. En materia monetaria, como la meta se fija en función de la Base (que no incluye las Leliq), cabe la posibilidad de que el Banco Central pueda modificar la composición entre encajes remunerados -Leliq- y no remunerados para abastecer un eventual aumento de la demanda de crédito y de todos modos cumplir con la meta. En materia cambiaria, el hecho de haber partido de un tipo de cambio real competitivo (junto con la recesión) eleva las chances de una reducción rápida del déficit externo que Argentina necesitaba perentoriamente corregir. A ello se suma que como el Tesoro recibirá del FMI más dólares de los que necesita para hacer frente a sus vencimientos en moneda extranjera, podrá vender divisas en el mercado cambiario ayudando a robustecer la oferta y descomprimir tensiones. **En definitiva, los primeros indicios sugieren que el Acuerdo está funcionando y que hay chances de que se empiecen a recuperar umbrales mínimos de confianza.**



ABECEB
hacemos más real la economía real

De todos modos, no debe perderse de vista que subsisten algunos riesgos que habrá que monitorear. A un ajuste fiscal inédito (de 2.6% del PBI en año

IEM

INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL

OCTUBRE 2018

electoral), que nunca se practicó en la Argentina y ni siquiera se intentó, se le suma un fuerte apretón monetario que se manifiesta en tasas de interés de las Leliq muy elevadas (hoy en 72% interanual) que no resultan sostenibles más allá del corto plazo. Por un lado, de persistir tasas de interés exageradamente elevadas **por un período muy prolongado de tiempo el riesgo es que ahonden las presiones recesivas y se desplome el crédito, se resienta el financiamiento del capital de trabajo de las firmas y se corte la cadena de pagos. Una caída más profunda del nivel de actividad, a su vez, elevaría el riesgo de incumplimiento de un programa fiscal que, ya de por sí, era desafiante. A ello se suma que una profundización de la recesión elevaría los riesgos derivados de una intensificación de la puja distributiva en el marco de una creciente conflictividad social.** Pero también existe un riesgo adicional asociado a la persistencia de tasas tan elevadas que tiene ver con el Banco Central y la credibilidad de su política antiinflacionaria. Es que con tasas tan elevadas y Leliqs muy cortas (capitalizando a 7 días), el déficit cuasifiscal crecería exponencialmente. Como mayor déficit cuasifiscal suele ser equivalente a la promesa de mayor emisión futura, el riesgo es que frente a ello las expectativas de inflación no bajen y la política monetaria contractiva termine resultando inefectiva. De ahí que es clave consolidar la reciente mejora de la confianza de modo de poder bajar la tasa más temprano que tarde y así también apuntalar la consistencia intertemporal de la política monetaria.

En definitiva, todo sugiere que transitamos por un camino estrecho, con muy poco margen para “banquinazos”. El acuerdo parece haber comenzado a dar sus primeros resultados favorables y es probablemente que ese efecto se refuerce con la llegada de buenas noticias en términos de mejora en las cuentas fiscales y externas (ya el turismo está reaccionando a la baja, al igual que las importaciones y la dolarización de portafolios también). Pero las buenas noticias en esos frentes aparecerán sólo gradualmente. De ahí que probablemente el riesgo país tarde en bajar de modo significativo. Lamentablemente, reganar confianza es un proceso trabajoso, no lineal, que no se logra de un día para otro y que suele ser costoso en términos económicos y sociales.

¿Cómo queda entonces delineado el escenario base de cara a lo que resta para 2018 y 2019? En el marco de un programa económico de mucha austeridad, pero asumiendo que se consolidan los primeros resultados positivos en materia de confianza de las últimas semanas, la economía argentina parece encaminarse a cerrar el año con una retracción interanual de la actividad en torno a 4% en el tercer trimestre del año y entre 4.0% -5.5% en el cuarto. Así, el 2018 concluiría con una caída del **PBI en promedio de entre 2.2% y 2.5%**. De cara a 2019, prevemos cierta recuperación en el margen de la actividad agregada a partir del segundo trimestre de 2019 (en buena medida asociada al rebote del agro producto de la reversión del efecto sequía), lo cual permitiría que al PBI exhibir un recorte de la caída interanual a 1.6%



ABCEB
hacemos más real la economía real

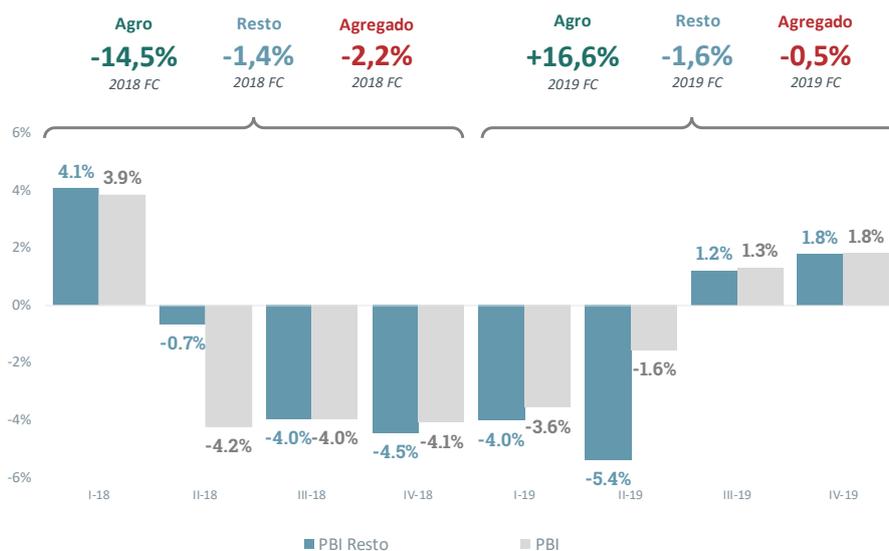
IEM

INFORME ECONÓMICO MENSUAL

OCTUBRE 2018

en dicho trimestre para comenzar a mostrar una ligera suba interanual en torno a 1.5% en el segundo semestre del año. Con todo el 2019 cerraría con una ligera contracción promedio del PBI agregado de 0.5% respecto de 2018, con un PBI agrícola creciendo en torno a 17% pero un PBI no agrícola con un desempeño peor retrayéndose en torno a 1.6% en 2019.

> PBI Agregado y Neto de Agro - Variación interanual (%)



Fuente: ABECEB en base a BCRA

En cuanto a la **inflación**, tras el fegonazo inflacionario de septiembre y octubre, meses en los que la inflación se ubicará en 6.5% y 4.5% respectivamente, la **misma descendería en noviembre y diciembre en un contexto de mayor tranquilidad cambiaria, para cerrar el año en torno a 44% interanual** (versus diciembre de 2017), guarismo que resulta casi 20 puntos por encima del registro verificado el año previo (25%). Este escenario asume que se llegará a fin de año con un tipo de cambio ligeramente por encima de \$40, que implicaría una devaluación nominal acumulada de 123%, que contrasta sensiblemente con el 12% de 2017. Nótese que en términos relativos a otros episodios de depreciación del peso como 2014 y 2016, en esta oportunidad el pass-through del ajuste cambiario a los precios es menor, aún con fuerte corrección en las tarifas de los servicios públicos, producto principalmente de rol compensador que está ejerciendo las presiones recesivas en un contexto de ajuste fiscal.

Para 2019, nuestras previsiones apuntan a una la tasa de inflación todavía elevada de 26% (dada la persistencia de inercias inflacionarias y de ajuste de tarifas aún pendientes) **pero que tenderá a desacelerarse en un contexto de menor tasa de devaluación esperada (24.4%) y fuerte contracción monetaria y fiscal. Este pronóstico supone un tipo de cambio nominal a fin de 2019 en torno a \$/USD 50 y una devaluación esperada ligeramente por debajo de la inflación, considerando que probablemente el mercado cambiario funcione**



ABECEB
hacemos más real la economía real

IEM

INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL

OCTUBRE 2018

con algo más oferta de dólares que este año (por más exportaciones y alguna oferta adicional de dólares del sector público provenientes de la liquidación de los desembolsos del FMI para atender pagos en pesos) **y algo menos de demanda** (por caída del gasto en importaciones, turismo y una merma de la dolarización de portafolios respecto de los valores récords registrados en 2018). De todos modos, no pueden descartarse **episodios de tensión el mercado de cambios y mayor volatilidad en los meses previos a la elección como suele suceder en los meses pre-electorales, máxime si la encuestas de intención de voto resultan apretadas.**

[>> Volver al índice](#)



ABECEB

hacemos **más real** la economía real

IEM

INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL

OCTUBRE 2018

02. GOLPE DE TABLERO

Pasaron poco más de cuatro años desde aquel domingo que consagró a Jair Bolsonaro como resultado electo Estado de Rio de Janeiro, consiguiendo así su séptimo mandato consecutivo. Incluso en aquel entonces, difícilmente el ex paracaidista del ejército se hubiera imaginado que las siguientes elecciones generales lo ubicarían prácticamente a un suspiro del Palacio de Planalto. Independientemente de lo que pase el domingo 28, el fenómeno Bolsonaro ya constituye un hito resonante en la joven democracia brasileña.

La popularidad de figuras **anti-establishment** como la de Bolsonaro suelen estar inversamente correlacionadas con la confianza en las instituciones tradicionales. No es para menos: la **economía no crece** por encima del crecimiento poblacional hace cinco años, el desempleo no logra romper el piso del 12% y las pocas vacantes que se crean son en su mayoría informales. Además, el *Mensalão* y el *Lava Jato* han hecho evidente un inmenso grado de corrupción que era tolerado en un contexto de abundancia, pero que se volvió insoportable en el contexto de crisis. La violencia también está en alza: los casi 64.000 asesinatos de 2017 son récord histórico.

Así, un eventual triunfo del excapitán **supone una profunda reconfiguración de la tradición política de los últimos treinta años**, una tradición en decadencia que viene profundizándose desde el retorno a la democracia, y que lejos estuvo de sanar con la salida del poder del Partido de los Trabajadores. Tras el impeachment de Dilma Rousseff, la “ilusión” de una transición ordenada a una social democracia institucionalista ha quedado reducida al irrisorio 4% de Geraldo Alckmin, candidato del ahora jurásico PSDB. No es anecdótico que los partidos tradicionales que intentaron posicionarse como los depuradores del sistema político tras años de manejos cuestionables del PT hayan ocupado roles de reparto en la carrera electoral que concluye en los próximos días.

Tampoco resulta anecdótico que el PT, concebido casi como el “**pecado original**” del sistema político, emerja de las elecciones siendo el único partido tradicional que atravesó con relativa entereza el sufragio. Aún con su candidato más popular impedido, el frente de izquierda se alzó con más de treinta millones de votos, que tuvieron correlato en una votación hegemónica en la región nordeste y el bloque de diputados más numeroso de la próxima legislatura.

Aún así, salvo que ocurra una sorpresa mayúscula el 28, el mando del ejecutivo brasileño quedara en manos del hasta ahora ignoto PSL. Una victoria que se explica casi totalmente por su credibilidad en el compromiso de poner fin *tomá-lá-dá-cá* de la corrupción y mano dura frente a la inseguridad. No obstante, su programa de gobierno, que hasta aquí se perfila como una **conjugación de conservadurismo político y liberalismo económico**, es una incógnita. Esto es un dato no menor: con el bastón presidencial Bolsonaro recibirá un Estado fuertemente deficitario (el rojo fiscal orbitando el 8% del



ABCEB

hacemos más real la economía real

IEM

INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL

OCTUBRE 2018

PBI), una economía maltrecha que en dos años ha cosechado crecimientos magros, que no pudieron empardar siquiera el crecimiento de la población, incluso en el “rebote” de la peor crisis de la historia del vecino país. La deuda en ascenso vertiginoso, la competitividad en baja, el mundo cortando la canilla de financiamiento barato y el Congreso dividido. No cuesta ver que un excesivo optimismo es desmedido.

Resulta lógico entonces que candidato del PLS haya *comprado* “como a quien le ofrecen casa, comida y ropa lavada” el programa de ajuste clásico del Chicago Boy Paulo Guedes, un banquero de prestigio en la escena económica que propone dejar atrás la economía *digirista* heredada del régimen militar. Bajo la conducción de Guedes, el PSL **apostarí por una acelerada consolidación fiscal, la privatización de empresas públicas, liberalización de mercados históricamente intervenidos por el Estado y la articulación de reformas para apuntalar la competitividad**. En el centro de la agenda de política económica se encuentra la reforma previsional, promesa trunca de Temer y considerada fundamental para la sostenibilidad de las cuentas públicas brasileñas. Guedes prefiere un modelo de capitalización (frente al actual sistema de reparto) aunque reconoce la dificultad de transicionar de uno a otro en el delicado panorama fiscal de Brasil.

El desempeño por encima de lo esperado por parte de los aliados de Bolsonaro (el PSL pasó de 0 a 4 senadores y de 1 a 52 diputados) y de la derecha en general en las elecciones legislativas, implica que la reforma de las pensiones y otras están al alcance, aunque seguirá siendo necesaria una coexistencia relativamente armoniosa en el Congreso para empujar las iniciativas prometidas. Aún así, al mando de un programa que no es propio y con un apoyo que surge de la plataforma política y no del plano económico, el compromiso con la ejecución del programa puede entrar en tensión a medida que se traduzca en la erosión del poder político. Con una izquierda con una base de apoyo amplia y que se augura combativa, no será fácil la construcción de consensos.

La gobernabilidad estará bastante repartida. La bancada más grande (la del PT) cuenta con 57 bancas, es decir, el 11 por ciento del total de diputados, el Senado no tendrá mayorías absolutas y gobernaciones repartidas según regiones con solo un Estado ganado por el partido de Bolsonaro. Hasta aquí estas voluntades dispersas eran captadas por reparticiones y contraprestaciones cuestionables que Bolsonaro jura eliminar, por lo que la construcción de consensos se muestra como un factor de riesgo inminente en el horizonte de la próxima presidencia de Brasil. Aquí es que muchos analistas plantean dudas sobre la voluntad de un Ejecutivo poblado por militares para acatar los límites impuestos por las instituciones. Una transgresión de la legalidad democrática puede tensionar por ambos lados: en el plano político, despertando el poder de movilización del PT, en el económico, amenazando las necesarias inversiones al hacer cuestionable la seguridad jurídica.



ABCEB
hacemos más real la economía real

IEM

INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL

OCTUBRE 2018

Aun así, los vientos en el corto plazo soplarán a favor del ex Agulhas Negras. El rebote ciclo le pondrá un piso al crecimiento del año que viene que rondará el 2% del PBI. El mercado de cambios y la Bolsa de San Pablo han reaccionado positivamente a su delantera, lo que permite augurar cierto margen de maniobra financiero mientras avanza con la prometida depuración de las finanzas públicas. Pero más allá del punto de partida, la letra chica de la gestión Bolsonaro solo se verá con el tiempo

La semejanza con el Trumpismo (elogiado por miembros del equipo del militar) y a posible instrumentación de una lógica más bilateral que multilateral puede llevar alboroto al frente en la política externa, donde las intenciones de avanzar con negociaciones ágiles y Brasil-orientadas puede chocar con la propia agenda del Mercosur. Habrá que ver aquí también como Bolsonaro decide administrar las tensiones, aunque la realidad es que **Brasil en principio no tendría demasiados incentivos para romper con el Mercosur**. Por un lado, porque si quiere avanzar con en la celebración de acuerdos de integración, ni las administraciones de Argentina, ni de Paraguay, ni de Uruguay lucen como un impedimento. Además, Brasil es una economía bastante cerrada y proteccionista sin incentivos para efectuar un cambio del modelo de integración tan radical, y tampoco debe perderse de vista que, sin Argentina, Brasil también pierde poder de negociación en la arena internacional.

Si de todos modos, Brasil decidiera “romper con el Mercosur”, los efectos para la Argentina serían negativos en el corto plazo. Es que dada nuestra baja competitividad, debiendo pagar aranceles se complicará la colocación de manufacturas de origen industrial a nuestro principal destino de exportación (el 30% de las MOI se exporta a Brasil). Y sustituir a Brasil como destino no es simple en el corto plazo. A su vez, si bien la industria automotriz se rige por acuerdo bilateral entre ambos países, el debilitamiento del Mercosur va a imponer desafíos al debilitar la integración de ambos países. En el largo plazo argentina podría beneficiarse de “desatarse” de Brasil en la política externa (quizás adhiriéndose a otro bloque, como la Alianza del Pacífico) aunque el efecto incertidumbre (sirve ver el caso mexicano con el riesgo al NAFTA) y los costos de transición primarían y el cambio se da de forma abrupta.

De todas formas, el principal canal a monitorear sigue siendo el real. No hay mejor tracción para Argentina que un Brasil en crecimiento, y en un entorno de alboroto financiero, mayor estabilidad en el gigante sudamericano puede ayudar a anclar expectativas en la plaza local. Habrá que seguir monitoreando como se dan los hechos. Lo cierto es que, a pesar de una ventaja de 20 puntos en las encuestas, nada está escrito en piedra. De ganar, el PSL cargará sobre sus hombros una pesada carga. Bolsonaro promete depurar la política y traer orden a las calles. Guedes, terminar con el “paraíso de los rentistas y el infierno de los emprendedores”. En frente, la



ABCEB
hacemos más real la economía real

IEM

INFORME
ECONÓMICO
MENSUAL

OCTUBRE 2018

oposición estará al pie del cañón para enfrentar cualquier avasallamiento de los derechos (y privilegios) conseguidos con Lula. Evidentemente habrá un margen de tolerancia (manifiesto en las urnas, que decidieron hacer la vista gorda al espinoso prontuario del ex militar) con tal de que Bolsonaro logre ejecutar al menos en parte el programa que promete y una porción mayoritaria de la sociedad ve como necesaria. Pero el riesgo es claro. La fragilidad política y económica de Brasil no da lugar a una nueva decepción.

[>> Volver al índice](#)



ABCEB

hacemos más real la economía real

www.abeceb.com