

ARGENTINA

CONTENIDO

Resumen

La política monetaria

Fuerte baja de la tasa de inflación

Las tasas de interés frenan la devaluación del Peso

Las altas tasas reales de interés acentúan la recesión

El riesgo país sigue siendo muy elevado, sin tendencia clara a la baja.

Aún con menor tasa de inflación, si no bajan la tasa de riesgo país y la tasa de las LETES, es muy difícil que la economía se reactive.

Resumen

La política monetaria acordada con el FMI a fines de septiembre, que el Banco Central está implementando rigurosamente, ha logrado revertir la tendencia a la depreciación acelerada del Peso. Es muy claro que, desde principios de octubre, el tipo de cambio responde a los cambios en la tasa de interés de la LELIQs y que la mayor estabilidad del precio del dólar ha ayudado a acentuar la baja de la tasa mensual de inflación.

Medida por los precios online, en noviembre, la tasa de inflación promedio mensual se ubica en el 2% y la de los últimos 30 días en menos del 1%. Esto significa que es posible que desde diciembre en adelante, la tasa mensual de inflación fluctúe entre 1 y 3 %, como lo hizo entre marzo de 2016 y abril de 2018.

Pero las altas tasas de interés que el Banco Central debe admitir para cumplir con su meta monetaria (base monetaria constante) acentúan la recesión que comenzó a partir de la crisis cambiaria del mes de mayo. Esto se percibe claramente en los indicadores del nivel de actividad económica disponibles hasta octubre y hay fuertes indicios de que el fenómeno se acentuó en noviembre.

El Gobierno está consiguiendo cumplir con la meta fiscal para 2018 y probablemente logrará cumplirla también durante 2019. Pero tanto la contracción fiscal, que se está dando preponderantemente por aumento de la presión impositiva y caída en los gastos de capital, tiene efectos recesivos adicionales a los de la política monetaria.

El gobierno argumenta que la baja de la tasa de inflación permitirá que se reactive la economía a partir del segundo semestre del año próximo. Pero es muy difícil que esto ocurra si es que no baja significativamente la tasa de riesgo país y, en particular, las tasas de rendimiento que exigen los financistas para comprar LETES y otros títulos en dólares por plazos cortos. Lamentablemente, la tendencia reciente de esas tasas no es precisamente a la baja.

El comportamiento, tanto de la tasa de riesgo país como de las tasas de rendimiento de las LETES y los bonos en dólares de corto plazo, siguen reflejando que la expectativa de default, antes o inmediatamente después de las elecciones, se mantiene muy elevada.

La política monetaria

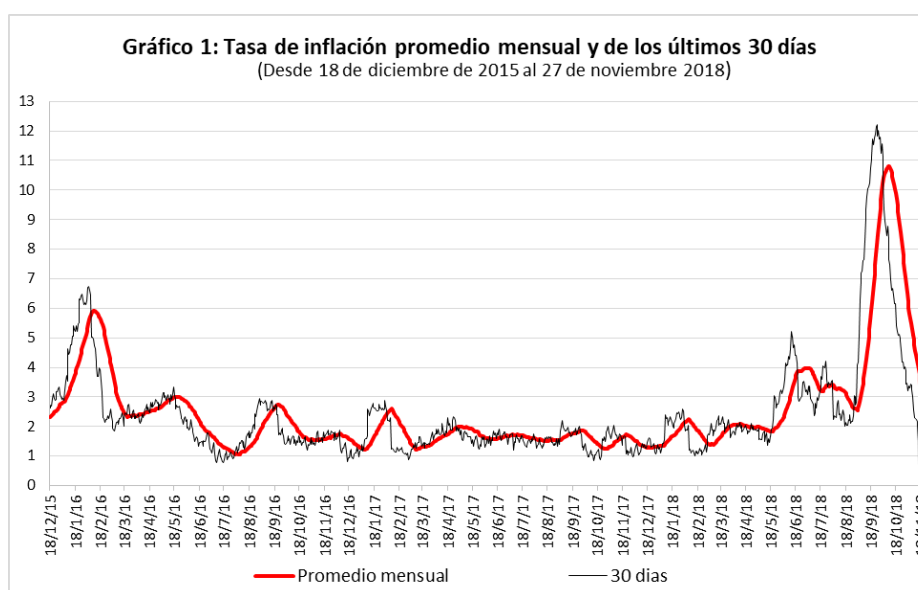
El gobierno está conduciendo la política monetaria, tal como lo anunció al asumir el nuevo presidente del Banco Central. Esto se ve claramente en el cuadro 1

Cuadro 1: Mercado de dinero				
	3Q18	Promedio oct y nov	Stock al 23-nov	Proyectado a dic 2018
Miles de millones de pesos				
Base monetaria	1.250	1.248		1.250
Circulación monetaria	753	744		750
Encajes en el banco central	496	505		500
Factores de Variación	249		383	249
Compra de divisas	-411		-411	-400
Sector Público	-1		-37	-40
Pases y Redescuentos	-327		-407	-420
Títulos	948		1.226	1.089
Otros	40		12	20
Otros agregados monetarios				
M1	1.256		1.246	1.170
M1 sector privado	1.002		963	1.000
M2	1.827		1.743	1.682
M2 sector privado	1.515		1.386	1.450
M3	3.127		3.301	2.780
M3 sector privado	2.363		2.383	2.365

Por supuesto, para lograr cumplir con la meta de base monetaria constante, las tasas de interés en los próximos meses se tendrán que mantener por arriba del nivel que tenían a fines de setiembre.

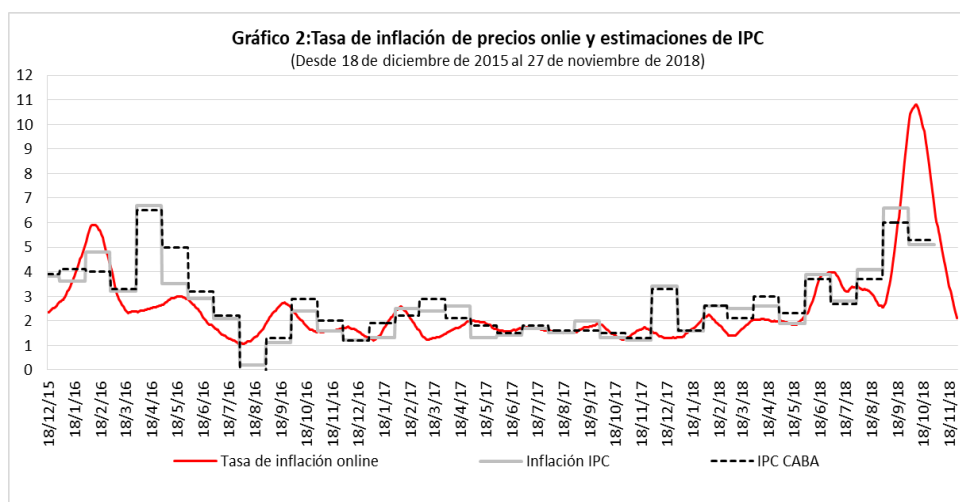
Fuerte baja de la tasa de inflación

La tasa de inflación, que había aumentado peligrosamente en setiembre, comenzó a bajar en octubre y prácticamente se desplomó en noviembre. Esto puede verse en el gráfico 1 para el caso de los precios online, es decir, de los bienes y servicios que se transan en mercados libres.



La tasa de inflación promedio mensual de los precios online bajó al 2% y la de los últimos 30 días a menos del 1%. Es probable que la tasa del índice de precios al consumidor (IPC) que mide el INDEC resulte algo mayor, porque en los dos meses previos el aumento de los precios regulados (y de los servicios privados que se ajustan con una frecuencia menor a la mensual, como los de educación y salud) han aumentado menos que los precios online. Esta tendencia puede haberse revertido en noviembre y, seguramente, se terminará de revertir en diciembre y enero. En otros términos, cabe esperar que en noviembre, diciembre y enero, la tasa medida por INDEC, probablemente esté algo por arriba de la anticipada por la medición online.

La relación entre la tasa de inflación del IPC y la que resulta de seguir los precios online, se muestra en el gráfico 2.



¿Qué pasará con la tasa de inflación en los próximos meses? Más allá de que la tasa del INDEC volverá a ubicarse por arriba de la inflación de los precios online por las razones antes expuestas, el curso futuro de la tasa de inflación resultará de lo que ocurra con el precio de los bienes y servicios que se comercializan libremente en los mercados, es decir, con la tasa de inflación de los precios online.

Si, como ocurrió a partir de febrero de 2016 hasta abril de 2018, esta tasa de inflación disminuyera y fluctuara entre el 1 y el 3% mensual, sería posible que la tasa anual de inflación vuelva al entorno del 24% anual (o 1,8% mensual) en el que estuvo entre julio de 2016 y abril de 2018. Esto es lo que parece esperar el gobierno cuando se observan las proyecciones macroeconómicas del presupuesto para 2019. Pero, ¿hay chances de que pase algo parecido a lo que ocurrió entre julio de 2016 y abril de 2018?

En el nuevo acuerdo con el FMI se argumenta que al reemplazarse la estrategia de metas de inflación (control de la tasa de interés) por la del control de la cantidad de dinero (crecimiento cero de la base monetaria), mejorará la efectividad de la política monetaria en la lucha contra la inflación.

Luego de anunciado el nuevo acuerdo con el FMI los macroeconomistas se entretuvieron discutiendo si el control de los agregados monetarios (en particular de la base monetaria) que reemplaza al control de la tasa de referencia del Banco Central (o a la tasa de LEBACs y LELIQs) será o no una herramienta más eficaz en la lucha contra la inflación. En mi opinión, esta discusión es irrelevante.

Sea que la contracción monetaria se implemente controlando algún agregado monetario o controlando la tasa de interés, los resultados van a ser los mismos. **Lo relevante es discutir que va a ocurrir con el tipo de cambio.**

Las tasas de interés frenan la devaluación del Peso

Como puede observarse en el gráfico 3, después de la fuerte devaluación que siguió a la eliminación de los controles de cambio, hasta marzo de 2016, la inflación subió al ritmo del aumento del precio del dólar. Cuando al principio de marzo el Banco Central decidió subir fuertemente la tasa de interés (es decir, decidió una vigorosa contracción monetaria dentro del esquema de metas de inflación), la tasa de inflación comenzó a bajar, sobre todo a partir de junio, pero lo hizo porque el precio del dólar bajó de 16 a 14 pesos en los tres meses siguientes.

Luego, a pesar de que el tipo de cambio volvió a subir, siempre lo hizo menos de lo que aumentaban los precios. La tasa de inflación mensual se mantuvo fluctuando alrededor del 1,8% mensual, pero el precio del dólar estuvo permanentemente rezagado en relación al aumento de los precios de los bienes y servicios, es decir, el peso se estuvo apreciando en términos reales (y el tipo de cambio se mantuvo por debajo del tipo de cambio de paridad del poder adquisitivo del dinero). Este efecto monetario sobre el tipo de cambio, producido por la entrada de capitales de corto plazo (atraídos por la diferencial entre la tasa interna de interés y el ritmo esperado de devaluación) es el que permitió que se reactivara la demanda interna y el PBI real creciera a tasas positivas.

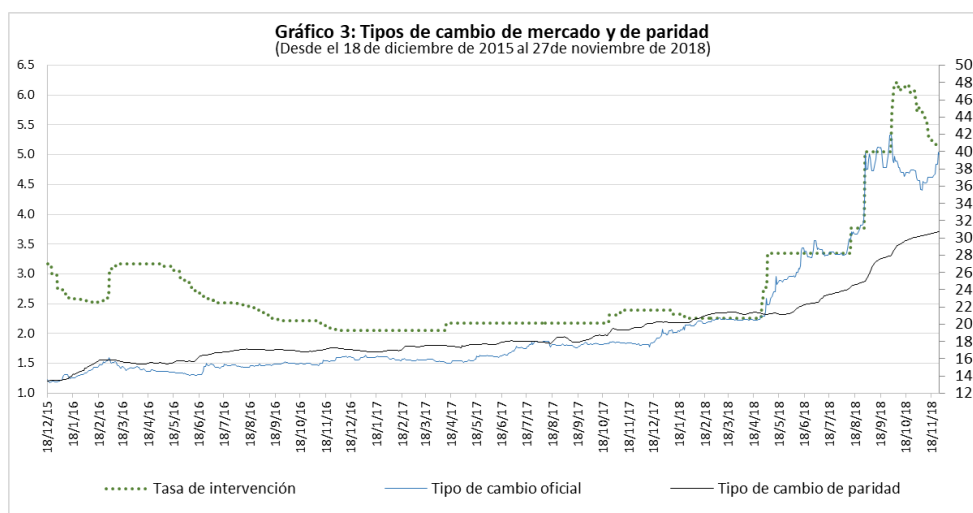
Pero cuando, a partir de mayo de 2018, se interrumpió la entrada de los capitales financieros de corto plazo y comenzó un período de fuerte salida del ahorro local al exterior, el tipo de cambio nominal (y real) saltó como un resorte, provocando, al mismo tiempo, una fuerte recesión del mercado interno y una aceleración de la inflación. Obviamente, en esta segunda etapa, la política monetaria se mostró totalmente inefectiva, a pesar de que el aumento de la tasa de interés fue muy marcado.

Finalmente, a partir del comienzo del mes de octubre, el fuerte aumento de la tasa de interés, enderezado a mantener constante la base monetaria, provocó una reversión de la tendencia a la depreciación del Peso. El tipo de cambio, medido como pesos por dólar, tendió a bajar durante varias semanas.

Desde fines de setiembre, el precio del dólar declinó a algo menos de 36 pesos. Luego, cuando la tasa de interés comenzó a acercarse al nivel del que había arrancado a fines de setiembre, el tipo de cambio volvió a subir y se aproximó nuevamente a 40 pesos por dólar. En los últimos días parece ubicarse más cerca de 39 que de 40, pero es claro que existe una estrecha relación entre el comportamiento de la tasa de interés y el tipo de cambio. Esto se percibe claramente en el gráfico 3, particularmente en el comportamiento de ambas variables durante octubre y noviembre.

A pesar de la fuerte contracción monetaria, comparada con el tipo de cambio de paridad, los rangos 34 a 44 para la banda de flotación y 38 a 42 para el tipo de cambio esperado por el gobierno para el período octubre 2018 a diciembre 2019, se ubican claramente en la zona de subvaluación del Peso, lo que debería ayudar a producir un superavit comercial y una cuenta corriente de la balanza de pagos más cercana al equilibrio, dos metas secundarias del programa acordado entre el FMI y el gobierno.

El gobierno espera que con la nueva política monetaria, el tipo de cambio se ubicará en promedio alrededor de 40 pesos por dólar a lo largo del año 2019. Nuestro pronóstico no contradice esta expectativa, pero va de la mano de un período largo de altas tasas de interés prolongarán el clima fuertemente recesivo que se vive desde el comienzo del tercer trimestre.



Las altas tasas reales de interés acentúan la recesión

Los indicadores disponibles del nivel de actividad económica para el mes de octubre muestran claramente una acentuación de la recesión. Esto se puede apreciar en el cuadro 2.

Cuadro 2: Algunos indicadores de nivel de actividad económica				
	Fuente:	Datos disponibles hasta:	Variación acumulada durante el año con respecto al mismo período del año anterior	Variación último mes respecto mismo mes del año anterior
Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	septiembre	-1.5%	-5.9%
Índice General de Actividad	OJF	septiembre	-0.6%	-5.9%
Inversión Bruta Interna Mensual	OJF	septiembre	-0.7%	-19.5%
Actividad de la Construcción	INDEC	septiembre	6.4%	-4.1%
Producción de Cemento	PORTLAND	octubre	0.6%	-10.3%
Índice Construya	CONSTRUYA	octubre	-1.6%	-17.3%
Ventas Reales Supermercados	INDEC	septiembre	-3.0%	-6.8%
Ventas Reales Shoppings	INDEC	septiembre	-2.8%	-16.4%
Ventas Automóviles	ADEFA	octubre	-16.0%	-50.0%
Impuestos ligados nivel de actividad	MECON	octubre	8.2%	5.3%
Estimador Mensual Industrial	INDEC	septiembre	-2.4%	-11.5%
Índice de Producción Industrial	FIEL	octubre	-1.9%	-3.6%
Producción Automóviles	ADEFA	octubre	4.0%	-11.8%
Importaciones	INDEC	octubre	3.2%	-18.2%
Exportaciones	INDEC	octubre	3.3%	1.4%
Salarios Reales	INDEC	septiembre	-3.9%	-11.7%
Salarios Reales Sector Privado Registrado	INDEC	septiembre	-3.6%	-10.7%
Salarios Reales Sector Privado No Registrado	INDEC	septiembre	-3.4%	-14.0%
Salarios Reales Sector Publico	INDEC	septiembre	-5.0%	-12.3%

Las metas fiscales se van a cumplir, pero tendrán efectos recesivos adicionales a los de la política monetaria.

La comparación de las cuentas fiscales durante los 10 primeros meses de 2018 con las proyecciones para todo el año que presentamos en nuestro informe al 31 de octubre, permiten predecir que el gobierno cumplirá con las metas fiscales para este año y, creemos también, que logrará cumplirlas para el año próximo.

Cuadro 3: Cuentas Fiscales 2018, presupuesto, acumulado octubre y proyecciones propias para fin de año				
	Presupuesto	Acumulado octubre	Proyecciones propias para fin de año	Proyecciones propias para fin de año en % del PBI
En miles de millones de pesos				
Sector Público Nacional				
Ingresos Totales	2625	2117	2688	19,4%
Ingresos tributarios	1473	1147	1533	11,1%
Sistema de Seguridad Social	923	747	989	7,1%
Ingresos no tributarios	223	211	160	1,2%
Ingresos de capital	6	12	6	0,0%
Gasto total	3389	2685	3453	24,9%
Gasto primario	2989	2294	3052	22,0%
Gastos de operación	520	416	515	3,7%
Remuneraciones	0	314	400	2,9%
Bienes y Servicios	0	102	115	0,8%
Pensiones	1311	1023	1506	10,9%
Transferencias al sector privado	853	629	802	5,8%
Otros gastos	73	61	30	0,2%
Gastos de capital	232	165	200	1,4%
Intereses	401	391	401	2,9%
Balance fiscal primario Nacional	-364	-177	-364	-2,6%

Fuente: Elaboración propia en base a MECON.

Pero un análisis detenido de que está ocurriendo con los distintos componentes del gasto lleva a concluir que este ajuste fiscal está produciendo efectos recesivos adicionales a los de la política monetaria.

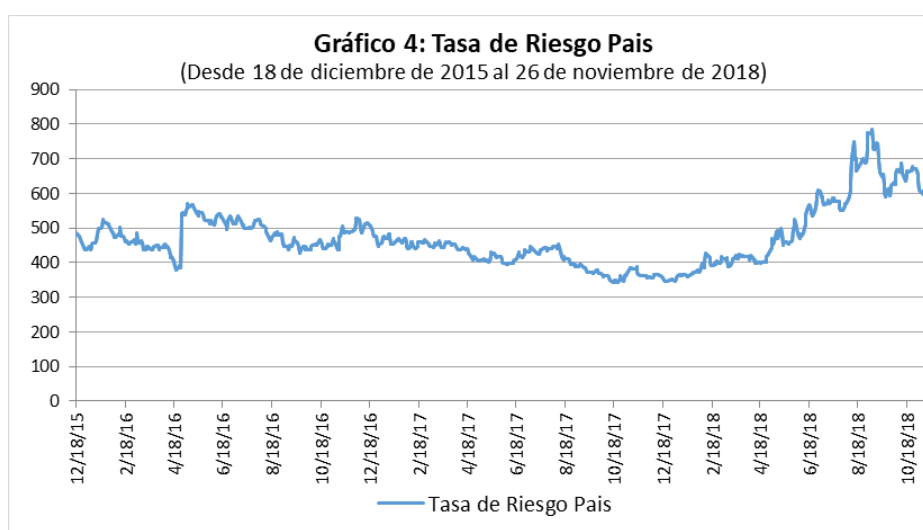
En el Cuadro 4 se puede ver que el 28% de aumento de los gastos totales se consigue con una caída del 8% en los gastos de capital que amortigua al 31 % de aumento de los gastos corrientes. Como componente de los gastos corrientes están los intereses pagados por el Tesoro que aumentan 74%. Los intereses pagados por el Tesoro no son ingresos de las familias con alta propensión a consumir. Por consiguiente, el efecto recesivo de la caída absoluta en los gastos de capital no será compensado por aumentos de la demanda de los consumidores cuyos ingresos netos crecen a un ritmo muy inferior al crecimiento de los precios.

El único efecto expansivo de la contracción fiscal podría venir de una mejora substancial del crédito público, es decir de una caída significativa del riesgo país. Lamentablemente no es esto lo que está ocurriendo.

Cuadro 4: Incrementos de las cuentas fiscales nacionales durante los diez primeros meses de 2016, 2017 y 2018			
	Incremento durante los diez primeros meses de 2016 con respecto al mismo período de 2015	Incremento durante los diez primeros meses de 2017 con respecto al mismo período de 2016	Incremento durante los diez primeros meses de 2018 con respecto al mismo período de 2017
Gastos totales	35%	29%	28%
Gastos de Capital	6%	20%	-8%
Gastos Corrientes	38%	29%	31%
Intereses pagados por el Tesoro	65%	75%	74%
Gastos Primarios (se sustraen los intereses)	32%	24%	21%
Ingresos Fiscales sin transferencias del Banco Central ni de ANSES	27%	31%	29%
Déficit fiscal primario	63%	-4%	-21%
Déficit fiscal	64%	22%	24%

El riesgo país sigue siendo muy elevado, sin tendencia clara a la baja.

La tasa de riesgo país, que se ubicó alrededor de 500 puntos básicos durante 2016 y bajó a menos de 400 puntos básicos durante 2017, desde agosto de 2018 fluctúa alrededor de los 700 puntos básicos. Se trata, sin lugar a dudas, de una tasa de riesgo país que no sólo encarece la colocación de nueva deuda pública y privada, sino que desalienta fuertemente la inversión productiva.



La alta tasa de rendimiento que exigen los financistas para comprar LETES y otros bonos en dólares para plazos cortos, a veces incluso más alta que la tasa de riesgo país, pone de manifiesto que la expectativa de default durante el año 2019 o principios del 2020 se mantiene muy elevada. Lamentablemente, es muy difícil que este fenómeno no tienda a acentuarse en los meses previos a la contienda electoral del año próximo.

DFC ASSOCIATES
 Domingo Cavallo
domingo@cavallo.com.ar
joseluis@cavallo.com.ar
 Tagle 2810
 Buenos Aires, Argentina
 +54-11-48040862
 +1-646-290-8779

