

ARGENTINA

CONTENIDO

Resumen

La marcha de la economía durante julio

Un bosquejo de lo que puede ser la evolución económica si Macri es reelecto

¿Y si gana la fórmula

Fernández-Kirchner?

Apéndice: Pronóstico para GlobalSource Partners al inicio del tercer trimestre de 2019

En las PASO se juega el futuro económico de la Argentina

Resumen

Durante julio la economía evolucionó conforme lo habíamos previsto en nuestro informe anterior. La inflación mensual se ubicó alrededor del 2%, los indicadores de actividad confirmaron que la recesión parece haber tocado fondo y el comercio exterior sigue sin demostrar vigor exportador sostenible en el tiempo.

Este clima económico aumenta las chances de que el Presidente Macri resulte reelecto y pueda gobernar durante los próximos cuatro años. Pero las encuestas no son concluyentes y recién después de las PASO se podrá predecir, con menor margen de error, el posible resultado final.

Si de la interpretación del resultado de las PASO aumenta la probabilidad de un triunfo de la fórmula Mauricio Macri-Miguel Ángel Pichetto, es probable que la inflación se mantenga en el entorno del 2% mensual y la lenta reactivación de la economía continúe, con el precio del Dólar moviéndose desde 45 a 50 pesos en lo que resta del año.

Si Macri triunfa, se abren para 2020 posibilidades de crecimiento con continuidad del proceso de desinflación. Pero si no se introducen cambios significativos en el régimen monetario y no se pone mucho empeño en eliminar el sesgo anti exportador de la economía, no puede esperarse un crecimiento superior al 1% y una inflación por debajo del 25% anual. En este caso, será muy difícil que el gobierno logre apoyo popular y político para las complejas reformas previsional y laboral que el FMI considera imprescindibles para mantener su programa.

No está cerrada la posibilidad de que el gobierno de Macri, reelecto, decida llevar a cabo una buena reforma del régimen monetario y cambiario, en la dirección del sistema bimonetario de Perú (o la dolarización completa de la economía) y, al mismo tiempo, elimine de cuajo el sesgo anti exportador de la economía, aún con un cierto relajamiento de las metas fiscales. En este caso, el crecimiento puede llegar a ser del 3% y la inflación del orden del 18%, resultados que darían al gobierno apoyo popular y político como para aprobar las tres reformas, la previsional, la laboral y la del Estado, que son imprescindibles para transformar a la estabilidad y el crecimiento en fenómenos permanentes.

Si el resultado de las PASO insinúa un posible triunfo del Kirchnerismo en las generales, es posible que se produzca una corrida cambiaria antes de las elecciones de octubre, lo que acentuará las posibilidades de triunfo para la fórmula Alberto Fernández-Cristina Kirchner. Si triunfa el kirchnerismo, se haya producido o no antes la corrida cambiaria y explosión inflacionaria, el precio del Dólar trepará todo lo necesario para producir una licuación de las deudas en pesos del sector público y del sector privado. Para que la licuación alcance a las LETEs y a los depósitos en dólares es probable que se decrete una pesificación compulsiva de los contratos en dólares suscriptos bajo ley argentina,

El nuevo gobierno tratará de que la gente interprete que la explosión devaluatoria e inflacionaria, con su consecuente efecto de deterioro del ingreso real de trabajadores y jubilados, es responsabilidad del gobierno anterior que endeudó al sector público.

Los estrategas económicos del kirchnerismo piensan que luego de esta explosión devaluatoria e inflacionaria, será posible implementar un plan de estabilización y crecimiento como el que aplicó Lavagna a partir del segundo semestre de 2002.

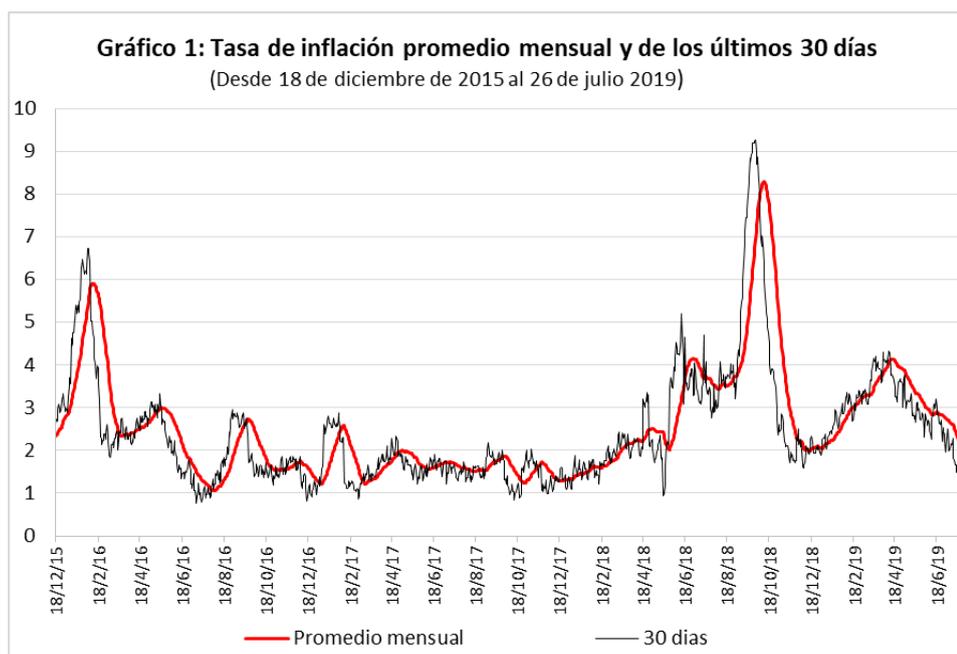
Se utilizarán controles de precios, controles cambiarios, congelamiento de tarifas y restricciones cuantitativas tanto a las importaciones como a las exportaciones, procurando, a la vez, detener el traslado a precios de la devaluación inicial y controlar el ritmo subsecuente de devaluación.

Las substanciales diferencias entre la situación de la economía a principios de 2020 con la que existía a principios de 2002, permiten anticipar que la reiteración de las políticas aplicadas entonces, en las actuales circunstancias, llevarán rápidamente a la hiperinflación.

La marcha de la economía durante julio

Como ya es habitual en estos informes, en el gráfico 1 se presentan los últimos datos disponibles de la tasa mensual de inflación estimadas en base a los precios on-line, es decir, los precios de los bienes y servicios que se comercializan en mercados libres y que se conocen a través del internet.

Al 26 de julio, la tasa de inflación promedio mensual (equivalente a la que mide el INDEC) y la de los últimos 30 días, coincidieron en 2,1%. Es posible que, fluctuando el tipo de cambio alrededor de 44 pesos por dólar, con perspectiva de que hacia fin de año llegue gradualmente a no más de 50 pesos, la tasa de inflación vuelva a ubicarse en el entorno del 2% mensual, no muy diferente del promedio en el que se ubicó desde junio de 2016 hasta la crisis cambiaria de mayo de 2018.



En general, si bien la mayoría de los indicadores de actividad económica presentados en el cuadro 1 siguen en terreno negativo, las caídas con respecto al mismo mes del año anterior son para mayo y junio inferiores a las registradas para los tres primeros meses del año. El estimador mensual de actividad económica del INDEC ya ha pasado en mayo al territorio positivo, con un aumento del 2,6% con respecto al mismo mes del año anterior.

Las exportaciones", que hasta mayo eran el único indicador que estaba en territorio positivo, muestran en junio un resultado algo decepcionante. Mientras que en los primeros seis meses crecieron un 2,4%, el crecimiento durante junio, en comparación con el mismo mes del año anterior fue de sólo el 1,9%.

Cuadro 1: Algunos indicadores del 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	mayo	-3,1%	2,6%
Índice General de Actividad	OJF	mayo	-3,6%	-0,2%
Actividad de la Construcción	INDEC	mayo	-8,9%	-3,4%
Producción de Cemento	PORTLAND	junio	-7,5%	-10,8%
Índice Construya	CONSTRUYA	junio	-15,6%	-13,9%
Ventas Reales Supermercados	INDEC	mayo	-7,2%	-7,7%
Ventas Reales Shoppings	INDEC	mayo	-18,0%	-18,1%
Ventas Automóviles	ADEFA	junio	-55,6%	-34,1%
Impuestos ligados nivel de actividad	MECON	junio	-9,6%	-10,4%
Estimador Mensual Industrial	INDEC	mayo	-9,8%	-7,0%
Índice de Producción Industrial	FIEL	junio	-8,3%	-5,8%
Producción Automóviles	ADEFA	junio	-33,6%	-39,3%
Importaciones	INDEC	junio	-27,9%	-23,5%
Exportaciones	INDEC	junio	2,4%	1,9%
Salarios Reales	INDEC	abril	-11,2%	-11,9%
Salarios Reales Sector Privado Registrado	INDEC	abril	-10,7%	-11,5%
Salarios Reales Sector Privado No Registrado	INDEC	abril	-13,7%	-15,4%
Salarios Reales Sector Publico	INDEC	abril	-10,1%	-9,9%

El aumento observado en las exportaciones se origina en las de productos primarios, de sus manufacturas y de las exportaciones de combustibles y energía. Estos aumentos no se explican por la evolución del tipo de cambio sino por la reversión del fenómeno climático que afectó a las exportaciones agropecuarias durante 2018 así como de las reformas estructurales que el gobierno logró implementar en el sector energético.

Por lo tanto, si el aumento del tipo de cambio real hubiera tenido algún efecto positivo en las exportaciones, el mismo tendría que haberse reflejado en el comportamiento de las exportaciones de manufacturas de origen industrial. Pero, como lo muestra el cuadro 2, se acentuó la caída de las exportaciones de manufacturas de ese origen. Este comportamiento pone de manifiesto que la fuerte devaluación del período abril 2018 a abril de 2019 no tuvo el efecto esperado por quienes argumentan que el tipo de cambio es el principal determinante de la competitividad exportadora del país.

Cuadro 2: Variación anual de las exportaciones por grandes rubros					
	Variación anual 2001 con respecto a 1989	Variación anual 2015 con respecto a 2001	Variación anual 2018 con respecto a 2015	Variación acumulada durante los seis primeros meses de 2019 con respecto al mismo período del año anterior	Variación junio 2019 respecto mismo mes del año anterior
Precios corrientes					
Total	8,9%	5,6%	2,8%	2,4%	1,9%
Productos Primarios	9,8%	5,8%	1,8%	14,4%	0,3%
MOA	5,1%	8,5%	-0,5%	1,4%	12,1%
MOI	8,3%	6,8%	4,5%	-7,5%	-11,9%
Combustibles y energía	24,3%	-5,2%	23,2%	13,0%	33,6%
Precios constantes					
Total	9,9%	0,7%	2,0%	10,4%	13,5%
Productos Primarios	11,5%	1,0%	1,2%	19,2%	11,2%
MOA	6,3%	3,2%	-1,4%	16,8%	33,1%
MOI	8,5%	1,7%	5,2%	-3,6%	-6,8%
Combustibles y energía	20,9%	-9,9%	10,6%	15,7%	58,5%

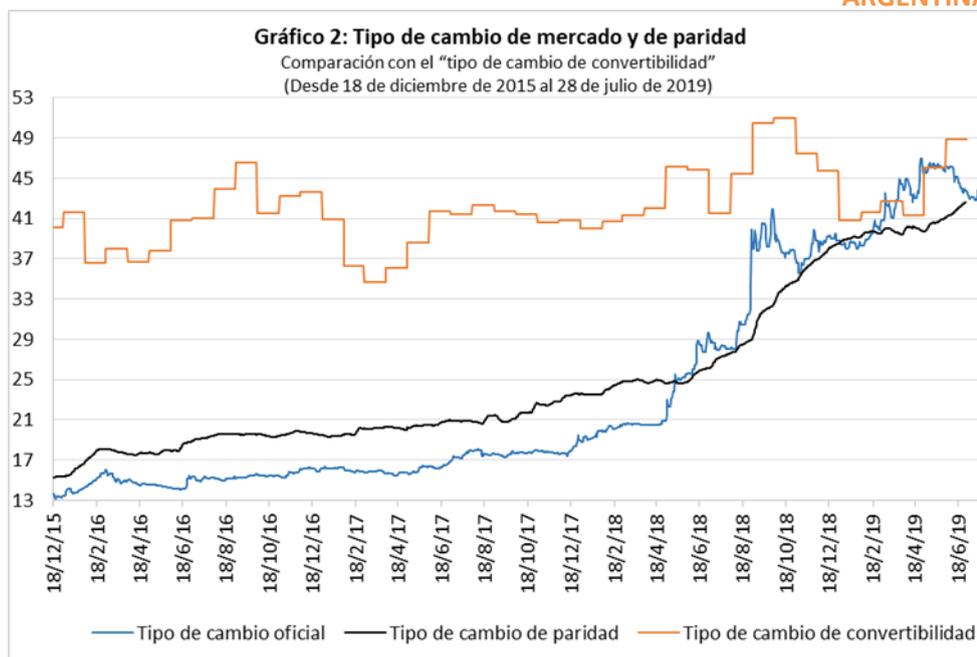
La comparación de las columnas del cuadro 2 que registran las variaciones anuales en las exportaciones a precios corrientes y a precios constantes en los sucesivos períodos (1989- 2001 con convertibilidad, 2002-2015 con un tipo de cambio promedio bastante más alto que el de la convertibilidad y 2016-2018 con un tipo de cambio real parecido al del período 2002-2015), pone de manifiesto que la mejor performance exportadora, para todos los rubros, se produjo en el período de la convertibilidad (1989-2001).

El crecimiento de las exportaciones durante el período 2002-2015 fue significativamente inferior al del período de la convertibilidad. Durante los tres años del gobierno de Macri, 2016 a 2018, se produjo una tenue recuperación con respecto a los años del Kirchnerismo, salvo en lo que respecta a las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario que sufrieron los efectos de la sequía de 2018. Este fenómeno se está revirtiendo rápidamente en 2019, tal como lo muestran los porcentajes de variación durante los primeros 6 meses y, en particular, para el mes de junio.

A pesar de estas claras evidencias de que el tipo de cambio real no es el determinante fundamental de la performance exportadora, el principal argumento de quienes temen que se produzca un atraso cambiario de raíz electoral, sigue siendo que, para alentar el aumento de las exportaciones, se necesitarán nuevas devaluaciones fuertes luego de las elecciones.

Este razonamiento es equivocado porque no advierte que el gran problema que afecta a las exportaciones no es el atraso cambiario sino el fuerte sesgo anti-exportador que caracteriza a la economía argentina desde 2002 y que se ha acentuado durante el año 2018 y lo que va del 2019.

La comparación entre el tipo de cambio de mercado y los tipos de cambio de paridad y de convertibilidad permite argumentar que no hay indicios de atraso cambiario.



Un bosquejo de lo que puede ser la evolución económica si Macri es reelecto

En el apéndice aparece la traducción del informe que preparé hace pocos días para Global Source Partners, con un pronóstico de las principales variables económicas para lo que resta de 2019 y para 2020. El pronóstico se limita al caso de resultados favorables a "Juntos para el Cambio", la coalición electoral que lleva de candidatos a Macri y Pichetto. Aun cuando el pronóstico se circunscribe a este caso, para 2020 se presentan dos escenarios posibles.

Uno, denominado de "continuidad" que supone políticas monetarias y fiscales no muy diferentes a las aplicadas hasta acá, sin cambios estructurales significativos durante 2020.

Otro, en el que se suponen reformas estructurales importantes desde el inicio mismo de 2020. En particular, se destacan la reforma del régimen monetario y la eliminación del sesgo anti exportador de la economía.

Con respecto a la reforma del régimen monetaria, se supone que tenderá a parecerse al sistema bimonetario que tanto éxito ha tenido en países como Perú y Uruguay. (O, como lo quieren los que son definitivamente pesimistas sobre la habilidad del Banco Central para implementar políticas sostenidamente anti-inflacionarias, hacia la convertibilidad con tipo de cambio fijo o la dolarización completa de la economía). En el informe al 31 de mayo describí con cierto detalle las principales características de estas reformas, aunque debo reconocer que, por el momento, no hay indicios de que el gobierno esté pensando en aplicarlas.

Con respecto a la eliminación del sesgo anti exportador de la economía, en el informe al 30 de junio sostuve que se trata de la reforma estructural que no puede demorarse, si es que se quiere empalmar la reactivación con un crecimiento vigoroso de las exportaciones, imprescindible para asegurar el crecimiento sostenido de toda la economía.

En el escenario de continuidad, la economía crecería sólo el 1% durante el año 2020 y la inflación sería del orden del 25%, similar a la de 2015 y 2017. Con estos resultados, el panorama hacia adelante no se presentará muy diferente al que el gobierno de Macri enfrentó a principios de 2018. No será fácil conseguir apoyo popular y político para llevar adelante las reformas previsional y laboral que el FMI considera imprescindibles para continuar brindando su apoyo.

En el escenario de reforma del régimen monetario y eliminación de cuajo del sesgo anti exportador, el crecimiento podría elevarse al 3% y la inflación ser del 18%, resultado claramente superior al de los años anteriores y que sería percibido como un éxito estabilizador, como lo fue en 1991, el lanzamiento del plan de convertibilidad. Este resultado podría marcar, sin lugar a dudas, el comienzo de un promisorio proceso de crecimiento con estabilidad.

La consolidación de un proceso de crecimiento sostenido con estabilidad permanente requerirá de la implementación de otras reformas, tales como la del aparato estatal, la previsional y la laboral. Pero en un contexto en el que ya se habrán conseguido éxitos iniciales, será mucho más fácil concitar el apoyo popular y político para llevar a cabo estas reformas tantas veces demoradas.

¿Y si gana la fórmula Fernández-Kirchner?

Un futuro gobierno kirchnerista, si accede al poder, impulsará un gran cambio en materia de política exterior y de política comercial externa. En política exterior, reemplazará la relación privilegiada con los Estados Unidos, Europa y la América Latina no bolivariana, por la búsqueda de apoyo político, comercial y financiero en Rusia y en China.

Consecuente con esta política exterior, en materia de política comercial externa se abandonará la idea de abrir la economía e integrarla a la economía global. Esto es lo que pregonan los denominados "economistas mercado internistas" y los industriales que siempre demandan proteccionismo frente a la competencia de las importaciones (de los que Ignacio de Mendiguren es el mejor símbolo),

Aumentos diferenciados en los aranceles de importación, mayores restricciones cuantitativas a las importaciones, aumento de las retenciones agropecuarias, mineras y energéticas e, incluso, restricciones cuantitativas a las exportaciones, pasarán a ser instrumentos de política económica habituales y muy importantes. Junto a los controles de precios y de cambios y los congelamientos de tarifas, las restricciones al comercio pretenderán controlar a la vez el aumento de los precios y la balanza comercial externa, dos frentes en los que las políticas enderezadas a promover el aumento del consumo interno, seguramente van a encontrar severas complicaciones.

En segundo lugar, se abandonaría la política de estabilización del programa negociado con el FMI que se basa en la restricción monetaria y el ajuste fiscal, para impulsar el consumo interno mediante una recomposición de los ingresos de los trabajadores y de los jubilados. En esta materia se notan grandes coincidencias con las propuestas de Lavagna.

Dado que el sólo anuncio de esta política provocará una fuerte corrida cambiaria, las declaraciones más recientes de Alberto Fernández apuntan a que la corrida se produzca entre las PASO y la primera vuelta de octubre, de tal forma que el gobierno de Macri termine con una fuerte devaluación y el consecuente deterioro adicional de los salarios reales y las jubilaciones. Si no fuera así, no se entendería que hable a la vez de aumentos adicionales de salarios y jubilaciones y de fuerte devaluación. Cualquiera iniciado en economía sabe que es imposible conseguir ambos efectos simultáneamente: las fuertes devaluaciones siempre provocan caídas de los ingresos reales de los trabajadores y jubilados.

Los kirchneristas querrían que al momento del cambio de gobierno el precio del Dólar sea mucho más alto que el actual y que la caída de los salarios, de las jubilaciones y del consumo, en términos reales, sea bastante mayor a la que ya se ha producido como consecuencia de las fuertes devaluaciones ocurridas desde mayo de 2018 hasta abril de 2019. Sólo así, podrían luego decir, que lograrán una recuperación del poder adquisitivo de trabajadores y jubilados, echando manos, sin complejos, a los controles de cambio para evitar que las devaluaciones continúen.

Si la corrida no se produce antes de las elecciones y el gobierno logra mantener el tipo de cambio entre 45 y 50 pesos, la probabilidad de un triunfo de la fórmula Alberto Fernández Cristina Kirchner disminuye, pero si llegaran a ganar la elección, no tendrían otra alternativa que enfrentar la corrida como primer paso de su gobierno y echarle la culpa de la fuerte devaluación inicial a la herencia del gobierno anterior. Por supuesto, en ese caso iniciarían el gobierno provocando una caída adicional del salario real, de las jubilaciones y del consumo, tal como ocurrió con el gobierno de Duhalde a partir de enero de 2002. Pero los kirchneristas confían que, en ese caso, podrán convencer a la gente que se trata de la consecuencia ineludible de la política del gobierno de Macri, tal como Duhalde logró asignarle la responsabilidad al gobierno de De La Rúa.

Las declaraciones de Alberto Fernández afirmando que se podrán financiar los aumentos de jubilaciones y otros beneficios sociales con los recursos que ahora el Banco Central destina a pagar los intereses de las LELIQs deben ser interpretados en el sentido de que su gobierno no piensa financiar el déficit fiscal con endeudamiento, sino que recurrirá lisa y llanamente a la emisión monetaria.

Las LELIQs, como las LECAPs y las LETES son formas alternativas que el gobierno utiliza para financiar el déficit fiscal sin emisión monetaria. En principio, si no hubiera un problema de stock, el financiamiento monetario del déficit provocaría una inflación acotada que se puede estimar en el cociente entre el déficit fiscal y la base monetaria.

Pero la existencia de un stock inicial de LELIQs, LECAPs y LETES plantea un riesgo inflacionario mucho más serio. Si no se desea seguir pagando las tasas de interés que demanden los tenedores de estos títulos para proceder a su renovación, la única alternativa será pagarlas con emisión monetaria y utilizar la explosión inflacionaria subsecuente como mecanismo "licuador" de todas las deudas en pesos tanto del sector público como del sector privado.

Para el caso de las LETES, como para el caso de los depósitos en dólares en el sistema bancario, el mecanismo "licuador" operaría previa pesificación compulsiva, tal como se lo hizo en enero de 2002. Por supuesto que todo este proceso se daría como respuesta a la corrida cambiaria inicial y se trataría de responsabilizar de su emergencia a las políticas de endeudamiento del gobierno de Macri.

Quienes piensan en este tipo de "solución" inicial al problema del endeudamiento público, estiman que luego de la explosión inflacionaria será posible evitar que ella se transforme en hiperinflación descontrolada. Para ello se piensa recurrir a congelamiento de tarifas, controles de cambio y controles de precios. Los controles de cambio aparecerán en forma simultánea a la pesificación compulsiva de LETES y depósitos en dólares y generarán, de inmediato un mercado paralelo para el dólar que inicialmente estará muy alejado de la cotización oficial.

La expectativa con la que se manejan es la del proceso de estabilización y reactivación que consiguió Lavagna a partir del segundo semestre de 2002, luego de la explosión devaluatoria e inflacionarias provocada por la pesificación compulsiva de enero de aquel año.

Esta expectativa es totalmente infundada. En 2002 la economía venía de un periodo previo de 10 años sin inflación, no existía indexación y la economía, si bien en estado de fuerte recesión, estaba muy bien capitalizada y contaba con capacidad instalada abundante en los sectores claves de la economía. El default de las deudas internas y externas eliminó por completo el déficit fiscal, porque a lo largo de los 10 años de estabilidad, el déficit primario había sido cero. El déficit primario cero que se espera lograr en 2019 es el resultado de un ajuste fiscal que el kirchnerismo promete revertir.

Además, los términos del intercambio externo se tornaron francamente favorables a partir del segundo semestre de 2002. A partir de ese momento, el Dólar comenzó a perder valor frente a todas las monedas del mundo, revirtiendo una tendencia inversa iniciada en 1999

y que había sido la principal causa de la recesión del final del gobierno de Menem y de los dos años del gobierno de De la Rúa. Nada parecido es esperable ahora en relación a la economía global.

Mi pronóstico es que las políticas que pueden deducirse de las declaraciones de Alberto Fernández, llevarían al país a la hiperinflación. No tengo ninguna base para predecir cuales serían las consecuencias políticas, pero no es descartable que en tales circunstancias el kirchnerismo responsabilice a Alberto Fernández del descalabro, alegando que aplicó políticas neoliberales y promueva su renuncia para que asuma la presidencia Cristina Kirchner con un ministro de economía de la escuela de Kicillof.

DFC ASSOCIATES

Domingo Cavallo

domingo@cavallo.com.arjoseluis@cavallo.com.ar

Tagle 2810

Buenos Aires, Argentina

+54-11-48040862

+1-646-290-8779

Apéndice

Pronóstico para GlobalSource Partners al inicio del tercer trimestre de 2019

Domingo Cavallo

Julio 23, 2019

(Originalmente escrito en inglés y traducido al castellano por Agustín Cavallo. Para leer la versión en inglés recurrir a https://www.globalsourcepartners.com/posts/lower-inflation-and-incipient-recovery-improves-economic-prospects/teaser?utm_campaign=elts&utm_medium=social&utm_source=social)

Inflación más baja y recuperación incipiente mejoran las perspectivas económicas

Durante el segundo trimestre de 2019, la inflación mensual bajó del 4,7% en marzo al 2,7% en junio. Los primeros indicadores basados en los precios online sugieren que la inflación mensual puede terminar cerca del 2% en julio. Al mismo tiempo, los indicadores de actividad económica, aunque todavía son negativos en comparación con 2018, muestran mejoras con respecto al primer trimestre de 2019. Esto sugiere que la economía real ha tocado fondo y se está recuperando lentamente.

Estas tendencias surgieron del clima de baja volatilidad cambiaria alcanzado desde abril, cuando el Banco Central, con el apoyo del FMI, anunció una mayor preocupación por la estabilidad del mercado cambiario.

En la práctica, el tipo de cambio se ha convertido en un objetivo intermedio de política monetaria, complementario de la estabilización de la Base Monetaria. Este último había sido el objetivo intermedio exclusivo de la estrategia monetaria anunciada a fines de septiembre de 2018, simultáneo a un compromiso de limitar severamente la intervención del Banco Central en el mercado de divisas.

En el cuarto trimestre de 2018 y en el primer trimestre de 2019, la extrema inestabilidad del tipo de cambio y la aceleración de la inflación a pesar de la contracción monetaria, convencieron a las autoridades del Banco Central y al staff del FMI, de que debían abandonar esa limitación.

Puede parecer demasiado optimista pronosticar una mejora en las perspectivas económicas para el resto de 2019 y 2020 a solo 20 días de la crucial elección PASO (primarias abiertas simultáneas obligatorias). Pero el mejor clima económico aumenta las posibilidades de un triunfo del presidente Macri en las próximas elecciones presidenciales y esta posibilidad refuerza la tendencia hacia una recuperación incipiente y una tasa de inflación que fluctúe alrededor del 2% mensual durante el resto de 2019.

El círculo vicioso que comenzó en mayo de 2018, cuando el deterioro de las condiciones económicas creó incertidumbres políticas disruptivas, asociadas con el posible regreso del kirchnerismo al poder, parece haberse transformado en un círculo virtuoso de mejores perspectivas económicas desde mayo de este año y mejores posibilidades de reelección para el presidente Macri.

Al mismo tiempo, la experiencia de su primer mandato en el poder convenció a Macri de la necesidad de ampliar las fuentes de apoyo político dirigidas a los peronistas republicanos no kirchneristas. Esta actitud política aumenta las posibilidades de obtener el apoyo del Congreso para las reformas estructurales muy necesarias en materia fiscal, laboral y de la seguridad social.

Proyecciones para el resto de 2019 y 2020

Basados en estas consideraciones, confirmamos en gran medida nuestros escenarios de proyecciones trimestrales anteriores para 2020 y modificamos nuestro pronóstico para 2019 solo ligeramente. Nuestros nuevos pronósticos se muestran en la Tabla 0 (para facilitar la comparación, continuamos con la numeración de tablas y cifras de nuestro informe trimestral anterior).

Bajamos el pronóstico en la caída del crecimiento del PIB durante 2019 de -2% a -1.7%; aumentamos la tasa de inflación anual (diciembre de 2019 en comparación con diciembre de 2018) en solo 1 punto porcentual (37% a 38%) y reducimos la tasa de devaluación esperada de 36% a 32%, lo que significa un tipo de cambio al fin de año de 50 pesos por dólar.

Tabla 0: Resumen de proyecciones para 2019 y dos escenarios para 2020		2018	2019p	2020cont	2020ref
Crecimiento PBI (estimaciones propias)	var. %	-2,5%	-1,7%	1,0%	3,0%
Inflación (CP f.d.p)	var. %	48%	38%	25%	18%
Tasa de cambio del tipo de cambio (f.d.p)	var. %	102%	32%	20%	0%
Salario sector privado registrado (f.d.p)	var. %	26%	33%	23%	23%
Tasa de interés efectiva anual pagada por Lebacs 30d (promedio)	% anual	50%	73%	40%	32%
Tipo de cambio (f.d.p.)	ARS/USD	37,8	50,0	59,9	50,0
Balance fiscal primario gob federal	% de PBI	-2,3%	0,1%	1,0%	0,0%
Balance fiscal gob federal	% de PBI	-5,0%	-3,2%	-2,0%	-3,0%
Balance fiscal gob federal (*) + provincias	% de PBI	-5,2%	-3,4%	-2,3%	-3,3%
Balanza comercial (X-M)	USD MM	-3,8	4,9	7,9	5,2

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y BCRA.

Como describimos en nuestro pronóstico trimestral anterior, para 2020 presentamos dos escenarios, ambos bajo el supuesto de que Macri es reelecto.

Uno de ellos supone la continuidad del programa actual sin cambios significativos. Cualesquiera sean las reformas estructurales que planea el gobierno de Macri, en este escenario consideramos que no comenzarán en 2020. A esto lo llamamos, el "escenario de continuidad" y sus números se muestran en la Tabla 0 bajo el título 2020cont.

El otro escenario para 2020, supone que para estimular la economía y reactivar el crecimiento, el gobierno decide cambiar sus políticas monetarias y cambiarias y, al mismo tiempo, introduce un cambio significativo en la política fiscal desde el comienzo de 2020. Es decir, el gobierno decide eliminar todos los impuestos distorsivos y los subsidios económicos, e introduce una drástica desindexación de la economía a través de una reforma monetaria que permita que el dólar desempeñe el papel de la moneda más importante para todo tipo de transacciones domésticas. Llamamos a esto, el "escenario de reforma" y sus números se muestran bajo el título 2020ref.

Los cambios en la proyección para 2019 y una reevaluación del impacto de las políticas dan lugar a algunos cambios en las proyecciones para 2020: el crecimiento del PIB aumenta del 0% al 1% en el escenario de continuidad y se mantiene en el 3% para el escenario de reforma, que, por las razones ya mencionadas, se ha vuelto más probable después de la ampliación del espectro político de la coalición original "Cambiemos" transformada ahora en "Juntos para el Cambio".

La devaluación se ha mantenido sin modificaciones en los dos escenarios, al igual que la variación salarial, la tasa efectiva anual pagada sobre la deuda del Banco Central a 30 días y las balanzas fiscales y comerciales. Solo los tipos de cambio de fin de período se modifican de acuerdo con el cambio introducido para el nuevo pronóstico de 2019. La tasa de inflación para el escenario de continuidad en 2020 se ha incrementado a 25% debido a una reevaluación del efecto de inercia de la inflación de 2019. Por la misma razón, y suponiendo la introducción de

un mecanismo para romper la inflación inercial como parte de las reformas estructurales tempranas, reducimos el pronóstico para el escenario de reformas en 2020 al 18%.

Si el presidente Macri es reelecto, el único factor que puede descarrilar este curso prometedor de la economía, es que el inversor privado nacional y extranjero continúe negando el financiamiento para la renovación de las deudas existentes y el pago de la factura de intereses. Para evitar este fracaso, el Gobierno y el FMI deberán aclarar, inmediatamente después del final del período electoral, su compromiso mutuo para evitar una nueva reestructuración forzada de la deuda o, alternativamente, implementarla sin demora, negociando con los acreedores, como lo hizo Uruguay en 2002.

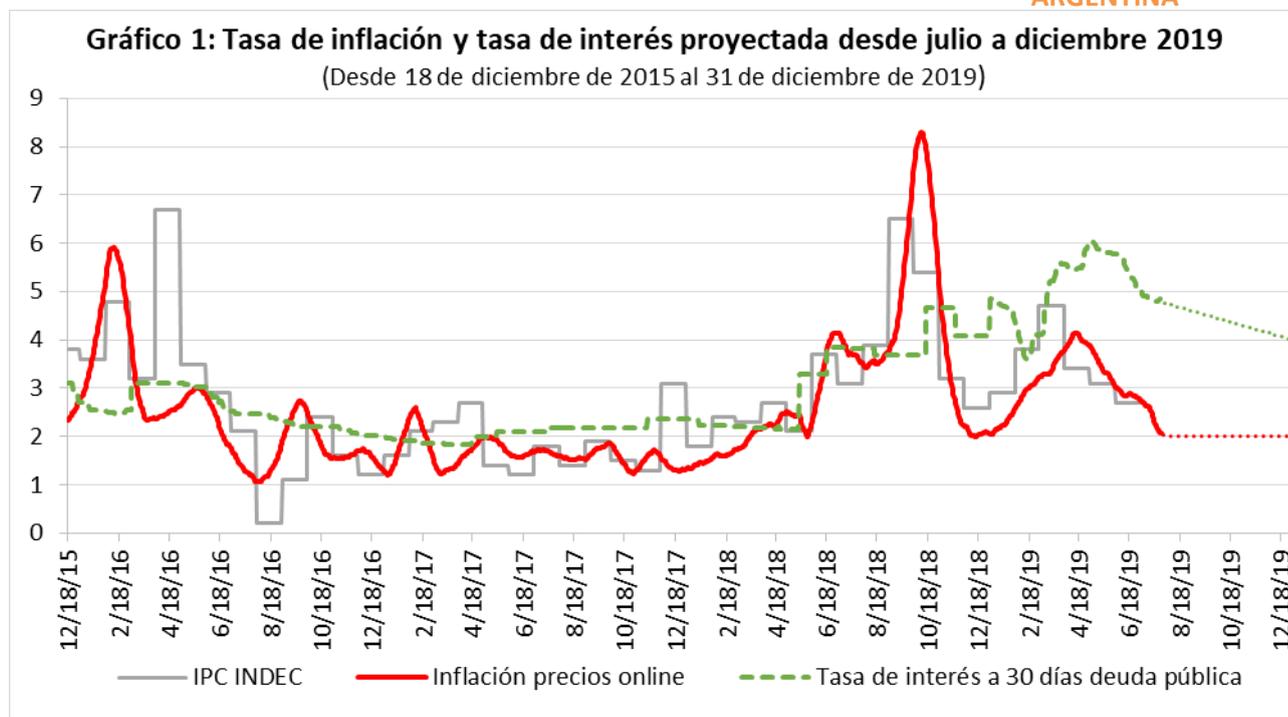
Tasa de inflación y de interés

El gráfico 1 muestra el curso pasado de la tasa de inflación medida por el INDEC y estimada, como un indicador más temprano, por los precios online. También muestra la tasa de interés pagada por el Banco Central en su deuda de 30 días.

El estimador de precios en online para los primeros 19 días de julio indica que, para fin de mes, la tasa de inflación mensual puede estar cerca del 2%. En nuestro pronóstico asumimos que durante los meses restantes de 2019 se moverá alrededor de esa tasa.

La tasa de interés pagada por el Banco Central por su deuda a 30 días ha estado entre 100 y 200 puntos básicos por encima de la tasa de inflación mensual. Proyectamos que terminará siendo 4% mensual para fin de año. Una tasa de interés tan alta, que casi duplica la tasa de inflación, es el resultado de la estrategia de fijar la base monetaria (que no incluye los pasivos en pesos del Banco Central que pagan intereses) como la principal herramienta contra la inflación. Esta estrategia no cambiará durante el resto de 2019 y su continuidad durante 2020 es la característica principal del "escenario de continuidad".

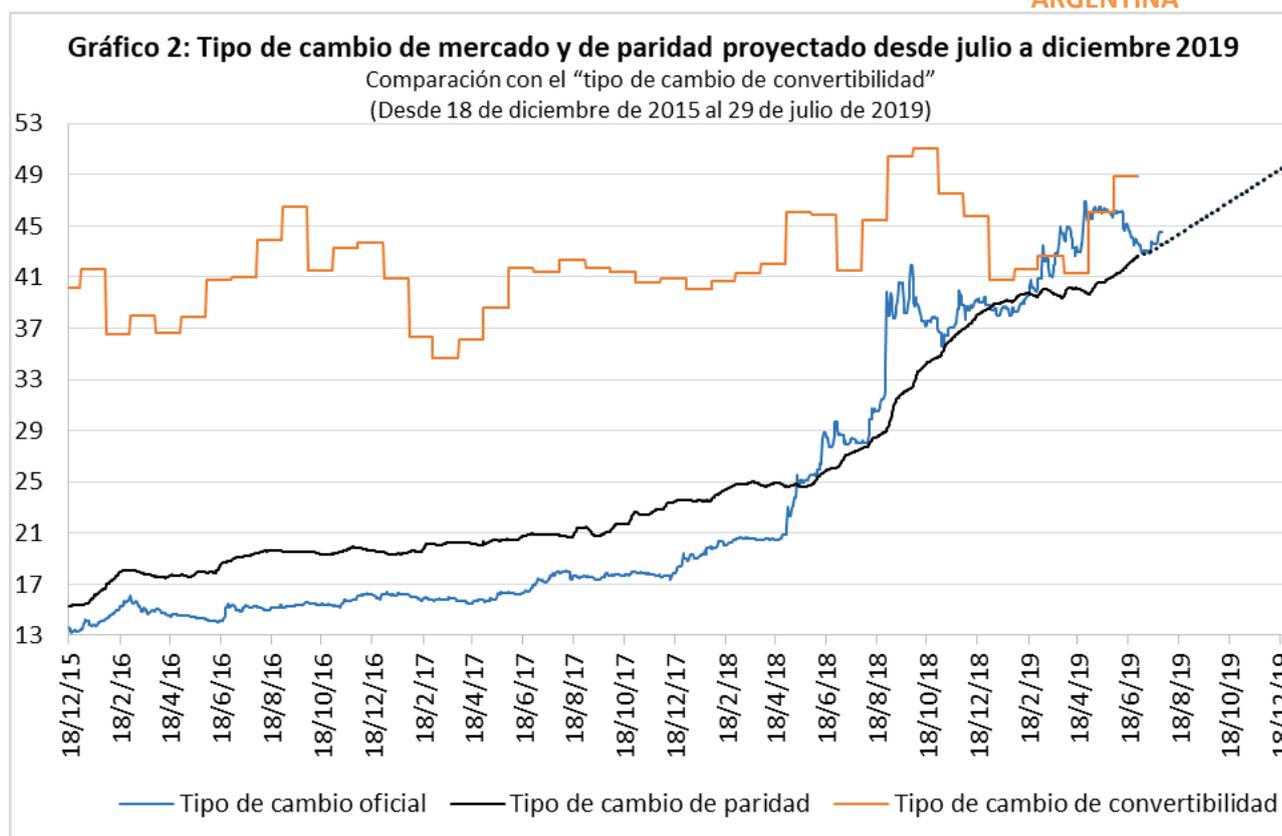
Las reformas de los regímenes monetario y cambiario y las reformas estructurales descritas en la sección anterior deberían permitir una reducción significativa en la tasa de interés pagada por el Banco Central durante 2020. Esta es la diferencia clave entre el "escenario de continuidad" y el "escenario de reforma".



El tipo de cambio

El gráfico 2 muestra que el mercado y los tipos de cambio de la paridad del poder adquisitivo (PPP) (este último, obtenido de las comparaciones de precios para una muestra de 300 bienes en los EE. UU. y Argentina), casi se han igualado a mediados de julio, a 44 pesos por dólar. Este es el resultado de la apreciación del peso que siguió al anuncio del Banco Central, con el apoyo del FMI, de la eliminación de la limitación para intervenir en el mercado de divisas. Incluso sin ninguna intervención real, el precio del dólar comenzó a caer. No proyectamos que esta tendencia a la apreciación continuará. En cambio, pronosticamos una aproximación gradual de la PPP y los tipos de cambio del mercado, a 50 pesos por dólar para fines de 2019.

El tipo de cambio de "convertibilidad", que resulta de comparar los pasivos en pesos del Banco Central con el stock de reservas extranjeras, ya está cerca de 50 pesos por dólar.



Programa financiero 2019 y 2020

No introducimos cambios en nuestro pronóstico anterior para el programa financiero de 2019, pero en lugar de incluir un pronóstico con nuestra metodología para 2020, decidimos utilizar las cifras oficiales publicadas por el Ministerio de Hacienda. Este último excluye las transacciones financieras asociadas con la deuda mantenida por las instituciones del sector público, es decir, se refiere solo a la deuda con el sector privado y las instituciones financieras internacionales. Nuestras previsiones anteriores exageraron el tamaño de las necesidades financieras relevantes al incluir también las transacciones que involucran a tenedores de deuda del sector público.

La tabla 8 (para facilitar la comparación, mantenemos la numeración de nuestro informe trimestral anterior) muestra las estimaciones oficiales de los planes financieros para 2019 y 2020.

El plan para 2019 parece cumplible. La principal duda sobre el plan para 2020 se relaciona con el suministro de financiamiento por parte del mercado local en 16,5 mil millones de dólares, teniendo en cuenta que el financiamiento del mercado local fue 0 en 2019. La mayor parte de esta fuente de financiamiento significa obtener refinanciación de la deuda local que vence durante 2020.

En el peor de los casos, si el Ministerio de Hacienda encuentra dificultades para una refinanciación voluntaria, el Gobierno con el apoyo del FMI puede tener que recurrir a una reestructuración ordenada de la deuda contraída dentro de la legislación local. Si este es el

caso, una negociación amistosa con los acreedores, del tipo diseñado por Uruguay en 2002, será la clave para reducir al mínimo su efecto perturbador sobre el crédito público.

No pronosticamos que la reestructuración ordenada de la deuda sea inevitable. Es posible que el gobierno de Macri después de ganar las elecciones, con el apoyo del FMI, pueda recuperar la credibilidad del mercado que disfrutaba hasta marzo de 2018. Esto es particularmente probable en el "escenario de reforma". Por cierto, éste es otro argumento para que el gobierno emprenda, a principios de 2020, la reforma del régimen monetario y cambiario y otras reformas estructurales que pueden acelerar el crecimiento y reducir la inflación en un corto período de tiempo.

Tabla 8: Programa financiero para 2019 y 2020

USD MM	2019		2019
Necesidades (excl. Letes)	23,7	Fuentes (excl. Letes)	35,8
Déficit primario	0,0	Saldo inicial de caja	4,7
Plan Gas 2017	0,6	Refinanciación Sector Público 1T	3,8
Intereses (privado, IFIs, sector público fin)	11,6	FMI	22,5
Vencimientos de principal (privados)	8,5	Financiamiento Privado	0,5
Bonos internacionales	2,8	Mercado internacional	0,0
<i>Global '19</i>	2,8		
Bonos domésticos	2,8	Mercado doméstico	0,0
<i>Bonar '24</i>	1,1		
<i>ARGDUO '19</i>	1,5		
<i>Otros</i>	0,2		
Repo	2,9	Repo	0,5
Vencimientos de Principal IFIs	3,0	IFIs (ex - FMI)	4,3
<i>BID + Banco Mundial + CAF</i>	1,3	<i>BID + Banco Mundial + CAF</i>	4,1
<i>Otros</i>	0,1	<i>Otros</i>	0,2
<i>Club de París</i>	1,6	<i>Club de París</i>	0,0
Letes (privados)	19,3	Letes (privados)	7,8
Letes en USD	9,9	Letes en USD	4,5
LECAPs y LECERs (ARS)	9,4	LECAPs y LECERs (ARS)	3,3

USD MM	2020		2020
Necesidades (excl. Letes)	27,3	Fuentes (excl. Letes)	27,3
Déficit primario	-5,2	Saldo inicial de caja	0,6
Plan Gas 2017	0,6		
Intereses (privado, IFIs, sector público fin)	15,2	FMI	5,9
Vencimientos de principal (privados)	13,7	Financiamiento privado	17,8
Bonos internacionales	0,4	Mercado internacional	0,0
<i>CHF Bond '20</i>	0,4		
Bonos domésticos	11,1	Mercado doméstico	16,3
<i>Bonar '24</i>	1,1	<i>Refinanciación</i>	11,1
<i>Bonar '20</i>	2,5	<i>Nuevas colaciones</i>	5,2
<i>Bopoma '20</i>	2,0		
<i>ARGDUO '20</i>	1,6		
<i>Bogato '20</i>	1,1		
<i>Boncer '20</i>	0,5		
<i>Bonte 2020 (solo bancos)</i>	2,0		
<i>Otros</i>	0,3		
Repo	2,2	Repo	1,5
Vencimientos de principal IFIs	3,0	IFIs (ex - FMI)	3,0
Letes (privados)	9,5	Letes (privados)	9,5
Letes en USD	4,5	Letes en USD	4,5
LECAPs y LECERs (ARS)	5,0	LECAPs y LECERs (ARS)	5,0

Fuente: Ministerio de finanzas

https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/investor_presentation_april_5_2019.pdf