

Informe

Macroeconómico

4to Trimestre 2017



San Luis 2255 Piso 2 of A CP 3300, Posadas – Misiones

TE (0376) 4408500 / 4408530

www.carles.com.ar

El cierre estadístico de esta edición fue el 18/01/2018

Dólar: \$19,2	Euro: \$24,3	Real: \$6,4	UVA: \$21,36
Oro: USD 1.340,6	Petróleo USD 64,0	Soja: USD 356,0	Reservas: USD 63.746MM
Plazo Fijo a 30 días: 21,5%	BADLAR: 23,1%	Tasa Política Monetaria: 28,0%	Riesgo País: 360PB



SITUACION ACTUAL

Hasta el 28 de diciembre de 2017, el gobierno había dejado bien en claro que subordinaría lo que sea en su lucha contra la **inflación**. Esto fue así, aun cuando el mismo presidente del BCRA, a fin de 2016 se confió y relajó las tasas de interés sufriendo las consecuencias en el primer cuatrimestre de 2017, lo cual fue el inicio y gran parte del fracaso en pos de cumplir la meta del año (**17%**) con casi 8 puntos por arriba de la misma que cerró finalmente en **24,8%**. Sin embargo, el gradualismo fiscal que mantuvo el ministro **Dujovne** luego de reemplazar a Prat Gay, fue sin dudas el mayor responsable de que el BCRA salga a pelear una guerra desinflacionaria con balas de salva. Y es que el esfuerzo que le pone a la economía una tasa tan alta, se diluye con un gasto que no cede y que obliga no solo al endeudamiento externo sino también a seguir emitiendo generando el efecto contrario al buscado, esto sin mencionar el déficit cuasi fiscal de 1,7% del PBI que generan los intereses de las LEBACs. Y así, con la conferencia de prensa de ese jueves 28, se pretendió por parte de la jefatura de gabinete controlar al BCRA a fin de abandonar el objetivo fundamental que se había trazado este gobierno en búsqueda de un crecimiento en el nivel de actividad ayudado con tasas más bajas, una forma sin dudas bastante extraña de relacionar mayor inflación con mayor crecimiento.

Si bien el kirchnerismo dejó el gobierno emitiendo a un tasa anual del 45%, el 2017 igualmente cerrará en un elevado 25%, que sumado a los ajustes de tarifas, combustibles prepagas y colegios, le ponen un piso muy alto a la inflación de 2018 aun con nuevo objetivo (dejó de ser meta) del 15%. Inclusive si analizáramos la inflación núcleo, aquella que no tiene en cuenta los precios regulados y estacionales, la misma se ha mantenido en niveles de 1,5% mensual promedio. Y así, este año a pesar de las elecciones de medio término, se mantuvo una fuerte contracción a través de la tasa de interés que cierra en 28,75%. Pero sin embargo, este nivel de tasas es consecuencia de los bajísimos niveles de ahorro de nuestro país que es uno de los más bajos de la región.

Por otro lado, en **materia fiscal** el gobierno anunció que se sobre cumplió la meta fiscal 2017 con **-3,9% del PBI** (era de -4,2%). Si bien es cierto que desde 2004 los recursos no crecían más que los gastos, esa meta fiscal es primaria, es decir que no contempla los intereses de la deuda, que es el pilar de la financiación de este gobierno, por lo que ciertamente no parece un dato de color tan positivo. El déficit financiero que incluye esos intereses creció de 5,9% a 6,1% del PBI. Los intereses de la deuda crecieron 73% respecto a 2016, 46% en términos reales, es decir descontada la inflación anual y representan un 2,2% del PBI. Si además de los intereses de la deuda, sumamos el déficit de las provincias que es de 1% del PBI y el cuasi fiscal producto de los intereses que generan las lebac que cerrará en 1,7% del PBI, nos da un déficit fiscal total consolidado de 8,8% del PBI y ese el número que se debe mirar y atacar en forma urgente.

El año también marcó que por el **gradualismo**, nos endeudamos en USD 35.000 millones de dólares, lo cual lleva la emisión de deuda pública bruta de la gestión oficialista a **USD 342.000 millones, un 56% del PBI** (10 puntos más que en diciembre 2015). Si bien aún no representa todavía un monto preocupante en términos de PBI, la velocidad del endeudamiento y su impacto en el pago de intereses, ya encendieron luces amarillas sobre todo porque la **reserva federal de los EUA** comenzó un proceso de suba de tasas que puede complicar las futuras emisiones y encima el país no genera dólares comerciales ni por el lado de bienes ni por el lado de servicios a la vez que tiene una salida importante a través de importaciones y turismo con un déficit de cuenta corriente que cerrará cercano al 4,2% del PBI. En consecuencia, y a pesar de no reformar el estado, el gobierno lanzó algunas reformas luego de su victoria en las elecciones legislativas a fin de mostrar un giro respecto a los dos años previos de gestión en los cuales se dedicó más a buscar gobernabilidad, normalizando algunos frentes complicados, varios de ellos heredados.

Al mismo tiempo, el **tipo de cambio** se despertó el último mes del año tanto por cuestiones estacionales como por decisión política de dejar correr un poco al dólar al no renovar el 21% de las **LEBACs** en la última licitación de 2017, y lo que llevó a cerrar el año en niveles cercanos a **\$19** pero habiéndose movido sólo un 17% en el año, 8 puntos por

Dólar: \$19,2

Euro: \$24,3

Real: \$6,4

UVA: \$21,36

Oro: USD 1.340,6

Petróleo USD 64,0

Soja: USD 356,0

Reservas: USD 63.746MM

Plazo Fijo a 30 días: 21,5%

BADLAR: 23,1%

Tasa Política Monetaria: 28,0%

Riesgo País: 360PB



debajo de la inflación. Si bien es cierto que rige un sistema de cambio flotante donde el precio lo establece la oferta y la demanda, el fuerte ingreso de divisas que producen las emisiones de deuda fortalecieron al peso, que ayudado por la tasa del **BCRA**, permitieron obtener retornos mayores al 9% en dólares, aun con el cimbronazo previo a las **PASO** donde el tipo de cambio se movió muy fuerte para luego caer considerablemente.

Por otro lado, ya con la victoria que marcaron las PASO, se aceleraron algunas promesas de **inversión** que seguían de cerca la posibilidad de que el kirchnerismo vuelva a tomar protagonismo, lo que finalmente no ocurrió. Si bien los niveles de **10% del PBI** con el que cerrarían el año siguen siendo bajos respecto de los promedios de la región por lo que las reformas tributarias y laborales apuntan hacia esa dirección. Sin embargo el gobierno allí se encuentra en una encerrona. Es que el alto endeudamiento deprime el tipo de cambio lo que desalienta a exportar, obligando a buscar rentabilidad solo en el mercado interno y la alta tasa de financiamiento local pone una vara muy alta tornando inviable cualquier proyecto, que para colmo hoy se ve más tentado a entrar a entrar y salir rápidamente de una rendidora opción financiera gracias al “carry trade” (mientras el USD estaba quieto), en lugar de montar una fábrica, tomar empleados, pagar impuestos y asumir riesgos. En consecuencia, el desafío del gobierno para lo que resta de su gestión y sobre todo en 2018 es desarmar la burocracia de regulaciones que entorpecen al emprendedor a la vez que deberá aliviar la carga impositiva y no abandonar la lucha contra la inflación. Y para ello necesita ser menos gradualista con el tratamiento de la política fiscal a fin de no desfinanciarse y acelerar las mejoras, algo que hasta ahora se escuchó más en el discurso que lo que se ha visto en las acciones reales.

PERSPECTIVAS

El gobierno ha retrasado un año su objetivo de inflación en un solo dígito por lo que el frente fiscal será muy monitoreado. Con la **meta fiscal** primaria cumplida, se va a buscar un **3,2% en 2018** apoyado en el crecimiento de la economía. Para lograrlo se congelará el gasto en términos reales esperando que la mejora en la recaudación licue fuertemente ese gasto, algo más atado a la suerte que al esfuerzo real. El único ajuste que el gobierno plantea es una nueva baja en subsidios económicos del orden del 16%, lo que implica que podemos esperar nuevos incrementos en tarifas de servicios públicos sobre todo en el primer cuatrimestre donde quizás veamos la mitad de la inflación de 2018. Las metas fiscales, sin embargo, son engañosas pues el gobierno insiste en observar el déficit fiscal primario sin mirar el consolidado. Al incluir el déficit de las provincias y los intereses que se van sumando con la nueva deuda, el déficit fiscal real resulta al 9% del PBI, al punto de poner dudas sobre la sustentabilidad del modelo económico. No sólo eso, además asume que el contexto macroeconómico seguirá ofreciendo crédito externo a tasas bajas que permita financiar ese hueco, lo que implica asumir riesgos innecesarios. Sin embargo el temor a la suba de tasas lo llevo a tomar ya en los primeros días de enero un tercio de la deuda que se piensa tomar en todo el año a fin de asegurarse tasas actuales.

Luego de reconocer que el BCRA no podrá cumplir la meta inflacionaria en 2017, ya se prevé un nivel de **inflación de 20% para 2018**. Si bien se está corrigiendo el problema, el esfuerzo es sublime debido al gradualismo. La inflación cae, pero no por la vía del ajuste del sector público que sigue sobredimensionado, sino por reemplazar su monetización por endeudamiento. Es decir que la tasa de inflación no baja como se pretende porque el BCRA emite por encima del crecimiento de la oferta de bienes y servicios y de la de la demanda de moneda y mayormente para comprar los dólares que ingresan por la toma de deuda. Y el principal fundamento del gobierno consiste en mantener un **PBI del 3,5% en 2018** que es probable pueda cumplirla. Y para lograr este crecimiento el gobierno propone incrementar gradualmente la **inversión**, que podría alcanzar **un 17% del PBI en 2018**, aún lejos de nuestros países vecinos. Sin embargo La apuesta por mantener el crecimiento vía mayor inversión es demasiado optimista dado el nivel de déficit fiscal, inflación, presión tributaria y deuda que sostiene Argentina, y la poca o más bien gradual voluntad del gobierno de corregirlos en el mediano plazo.

Dólar: \$19,2

Euro: \$24,3

Real: \$6,4

UVA: \$21,36

Oro: USD 1.340,6

Petróleo USD 64,0

Soja: USD 356,0

Reservas: USD 63.746MM

Plazo Fijo a 30 días: 21,5%

BADLAR: 23,1%

Tasa Política Monetaria: 28,0%

Riesgo País: 360PB



Teniendo en cuenta, la suba del **tipo de cambio** sobre el final del año, el promedio de \$19.3 que prevé el presupuesto supone un precio por **arriba de \$20 para fin de 2018**. Este incremento en la cotización del dólar estaría por debajo de la inflación esperada. Así, se puede afirmar que se acelerará el atraso cambiario, que responde desde luego a la mayor oferta de dólares que produce el endeudamiento que en 2018 se prevé ronde los USD 30.000 millones. Esto deberá ser atendido de inmediato puesto que las exportaciones necesitan ser dinamizadas a fin de ayudar al crecimiento de la inversión que no puede sostenerse únicamente apostando al consumo interno sino que debe mirar el mercado externo para crecer en serio y generar empleo.

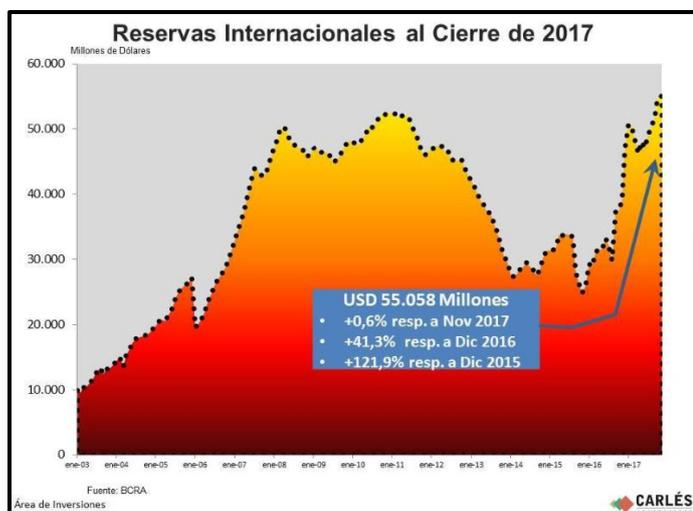
El problema hoy y que repercute para adelante es **tanto el déficit fiscal como el déficit en cuenta corriente**. Pero un buen análisis económico nos enseña que el segundo también se explica por el primero. El problema central sigue siendo el déficit fiscal, la madre de nuestra historia de crisis económicas y hasta tanto no entendamos eso, repetiremos errores. El 2018 por suerte volverá a pasar el tren, está en nosotros subir y cambiar este rumbo.

GRAFICOS DE CIERRE 2017

#Dólar



#Reservas



Dólar: \$19,2

Euro: \$24,3

Real: \$6,4

UVA: \$21,36

Oro: USD 1.340,6

Petróleo USD 64,0

Soja: USD 356,0

Reservas: USD 63.746MM

Plazo Fijo a 30 días: 21,5%

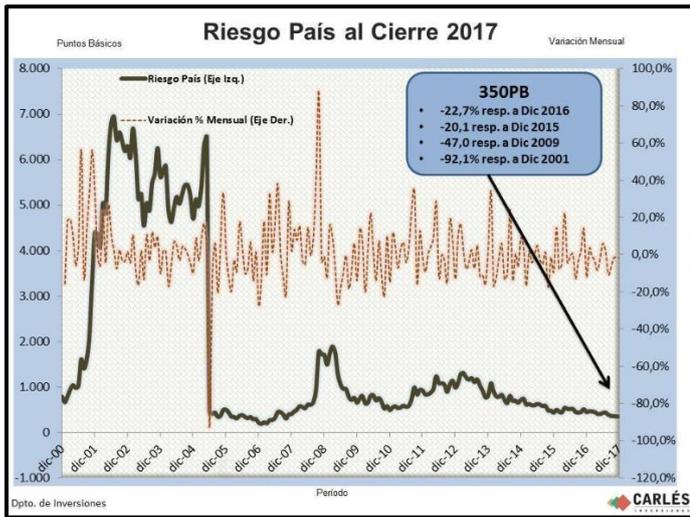
BADLAR: 23,1%

Tasa Política Monetaria: 28,0%

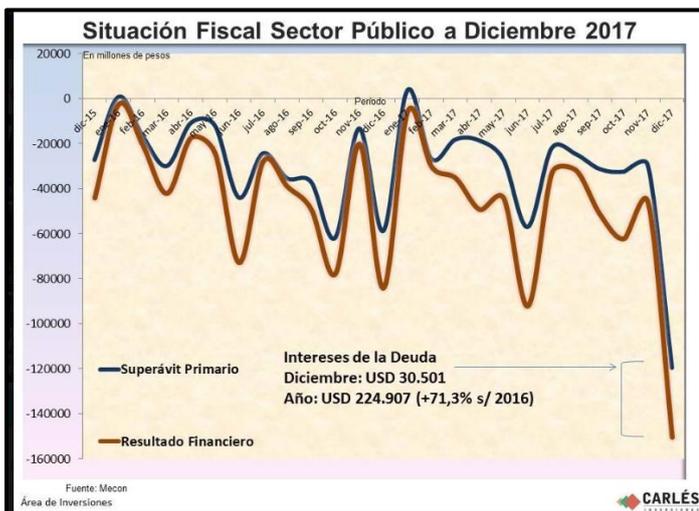
Riesgo País: 360PB



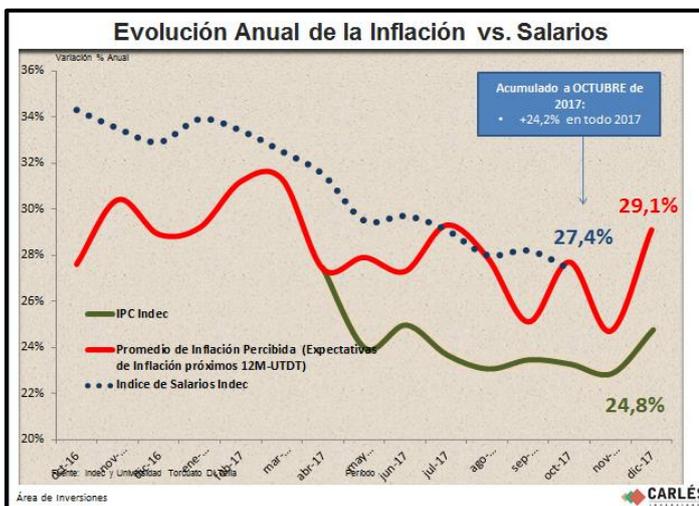
#RiesgoPaís



#DéficitFiscal



#Inflación



Lic. Alejandro Rodríguez

@alerod31