

Lectura  
vacacional

lcg.

# Las claves para el 2018

## *La Macroeconomía de nuevo en el centro de la escena*

Informe mensual

2 de enero de 2018

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862 8992  
[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)  
contacto: [info@lcg.com.ar](mailto:info@lcg.com.ar)  
Twitter: @LCGmedia

lcg.  
labourcapitalgrowth

# Resumen: la Macroeconomía de nuevo en el centro de la escena

## La novedad para el 2018

- ✓ Un frente que estaba abierto se despejó ayer: **el gobierno tomó nota de que el atraso cambiario puede ser muy nocivo.**
- ✓ Con la excusa de un cambio en las metas de inflación (todavía muy exigentes) **se permite bajar tasas de interés para posibilitar suba en el tipo de cambio.**
- ✓ **Vemos con buenos ojos la decisión de atender los desequilibrios externos**

## Variables clave para monitorear

- Actividad
- Importaciones
- Paritarias
- Precios / Dólar
- Tasas de interés internacionales

## Las preguntas que dispara

- ¿El BCRA va a intervenir en el mercado de cambios para moderar expectativas?
- La decisión de estimular una suba en el tipo de cambio es buena, pero ¿cómo será el impacto sobre precios? Pass-through menor, ¿pero cuánto menor?
- ¿Cuál será el impacto en las demandas salariales? ¿Cuán grande será la “inflexibilidad de precios relativos”?
- **¿Será suficiente el deslizamiento cambiario como para aminorar déficit externo?**
- En el mediano plazo, un tipo de cambio más alto es indispensable para un crecimiento sostenido, pero ¿cuál será el impacto sobre la actividad económica en el muy corto plazo? **¿La incertidumbre compensará los efectos positivos?**

# La herencia de 2017

- **Punto de partida macroeconómico**

- Recuperación económica / consolidación política del oficialismo
- Déficit fiscal primario descendente con metas (se sobrecumplen en 2017 y esfuerzo para el 2018)
- Déficit comercial y de servicios creciente por atraso cambiario y recuperación, que alcanza niveles “peligrosos” (déficit de cuenta corriente superará al peor de la Convertibilidad)
- Nivel de deuda bajo pero creciente por déficit
- Inflación (descendente) y dilemas de política monetaria (precios, actividad, atraso cambiario)

- **Esta combinación puede ser sostenible o no, ¿dependiendo de qué?**

- Fundamentalmente, de la posibilidad de financiar las brechas fiscal y externa. **La primera se financia con deuda pública; la segunda, con dólares.**
- Muchas veces las dos brechas están vinculadas, sobre todo con pleno empleo: un déficit fiscal elevado induce presión sobre los precios internos y genera apreciación real del tipo de cambio, lo que induce déficit comercial.
- Si bien ambos déficit coinciden en magnitud, eso no significa necesariamente que uno esté causando al otro en la Argentina de 2016/2017. Tampoco quiere decir que no se pueda intentar corregir el déficit comercial sin corregir abruptamente el déficit fiscal. El déficit/superávit privado también puede permitir equilibrar o desequilibrar los otros dos.
- **De hecho, vamos a un contexto de tipo de cambio un poco más alto con las mismas metas fiscales de antes.**

# Última novedad

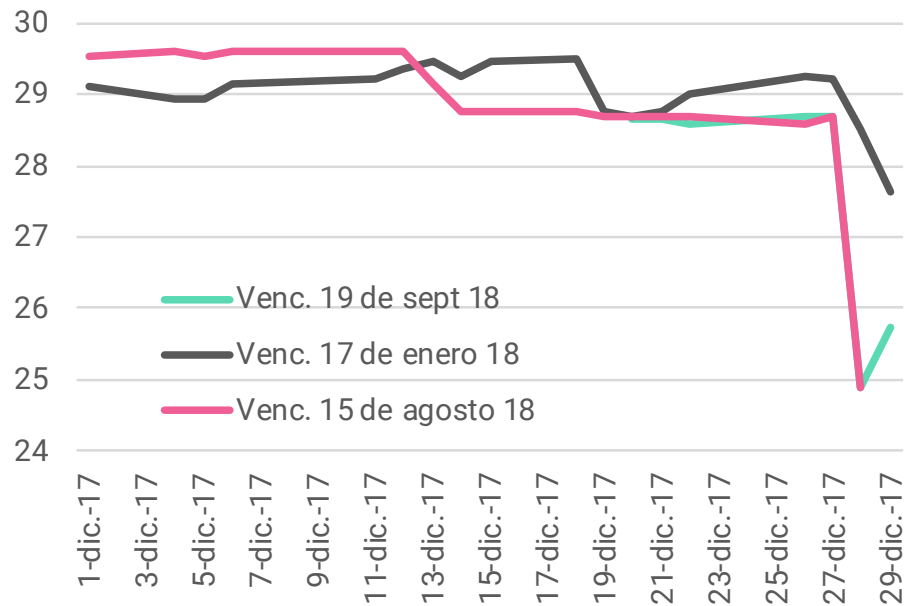
- Buena noticia: el gobierno **tomó nota de los peligros de un tipo de cambio demasiado bajo** y de un déficit comercial demasiado elevado
- **Nuevas metas de inflación no son un gran cambio** respecto de las anteriores (techo de 12% pasa a meta puntual de 15%), pero implica en los hechos la confirmación de que el BCRA **buscará tasas de interés en un nivel más bajo.**
  - Como el 15% de inflación todavía es exigente, no descartamos nuevas tensiones: lograr ese 15% podría requerir en el futuro tasas más altas, no más bajas... Tener en cuenta que el ajuste de tarifas contribuirá en 5 p.p. en la tasa de inflación de 2018, aproximadamente.
- El mercado anticipa un tipo de cambio más elevado en el futuro y se posiciona ya mismo para cubrirse, adelantando la suba en el tipo de cambio. Las tasas de interés de Lebacs en el mercado secundario también bajan (con BCRA poniendo puntas vendedoras exageradamente bajas el jueves).
- Todavía persiste la **incertidumbre**
  - *sobre el nivel de intervención en el mercado de cambios del BCRA;*
  - *sobre el impacto en precios (pass-through menor, ¿pero cuánto menor?);*
  - *sobre el impacto en demandas salariales (¿inflexibilidad de precios relativos?);*
  - *sobre si será suficiente el deslizamiento cambiario como para aminorar déficit externo?;*
  - *sobre impacto en actividad económica.*

# El efecto inmediato del anuncio

- ¿Sobrerreacción de política? Reducción de 400 puntos básicos en el tramo largo de lebac (mercado secundario)
- El dólar subió fuertemente el jueves (no hubo intervención), recortando levemente el viernes

## LEBAC Mercado Secundario

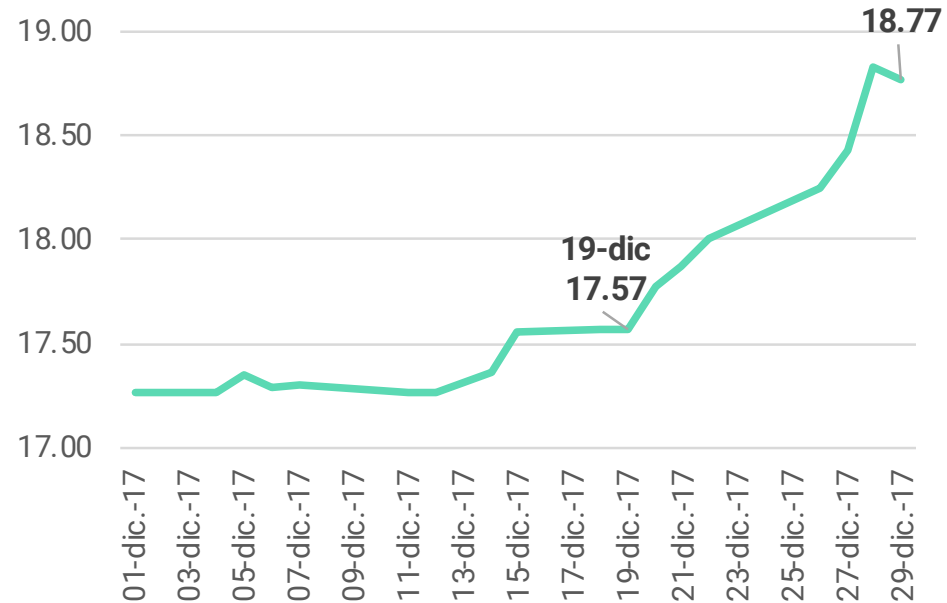
TNA %



Fuente: LCG en base a MAE

## Tipo de cambio nominal

AR\$/US\$



Fuente: LCG en base a BCRA

# Última novedad (cont.)

## Cómo debería leerse esta decisión de política

- Se sugiere que el déficit externo es consecuencia directa del déficit fiscal. Aun reconociendo el vínculo entre ambos, no vemos una situación de causalidad tan clara en este contexto de recuperación económica tibia (excepto construcción, agro y energía, más dinámicos). El atraso cambiario lo vemos como un resultado de una evaluación y priorización demasiado extrema por parte del BCRA. En ese sentido, ***la corrección cambiaria no debe leerse como una decisión de acelerar la reducción del déficit fiscal. Pero un tipo de cambio y pagos de deuda dolarizada más elevados podrían requerir una reducción más acentuada del déficit para estabilizar la deuda (en términos de PBI) de manera oportuna.***
- Sobre-estimación de los “problemas de coordinación entre la política fiscal y monetaria”: las altas tasas en pesos en realidad no incidieron mucho en las tasas de endeudamiento externo en dólares. Lo que había simplemente es la percepción oficial de que el sesgo monetario/cambiario debía ser severo para combatir la inflación y se confió en su eficacia. ***Ahora el gobierno asume que el sesgo monetario/cambiario no era el adecuado para el crecimiento presente y futuro.***
- La medida no surge de las dificultades que enfrentará el gobierno para cubrir la brecha de financiamiento en los mercados internacionales. Esa dificultad sin dudas disparará una menor oferta de dólares y una suba en el tipo de cambio, pero el comunicado de ayer ***pretende tomar una posición activa en la administración del tipo de cambio independientemente de las restricciones futuras.*** De todos modos, tasas en pesos más bajas tendrán un impacto positivo en las cuentas fiscales en la medida que el financiamiento interno en moneda local gane participación.
- **No creemos que la nueva meta de inflación sea “creíble”,** al ser todavía demasiado exigente.
- 6 **Pensamos que esa fue la *excusa para permitir reducir tasas de interés y elevar la paridad cambiaria.***

# Diagrama de opciones para el 2018

## Un escenario macroeconómico virtuoso

- El optimismo por el resultado electoral permite financiar cualquier brecha sin mayores costos, dentro de un contexto político de necesidades mutuas entre Provincias y Nación y de acuerdos parlamentarios
- A pesar del anuncio de ayer, el atraso cambiario persiste, aún cuando se induce una paulatina reducción de tasas de interés en términos reales y mayor deslizamiento cambiario.
- Renovada presión sobre precios en un contexto de inflexibilidad de precios relativos (parte no virtuosa de este escenario); impacto en déficit comercial muy leve (mayor competitividad cambiaria compensada por mayores importaciones por crecimiento)
- Corolario: **consolidación del crecimiento, inflación descendiendo más gradualmente que lo definido en las metas, mayor deuda, continúa el desequilibrio externo**

## Un escenario macroeconómico complicado

- La necesidad de acudir al endeudamiento externo para cubrir la brecha fiscal, en un contexto de retiro (gradual) de liquidez en algunas economías de primer mundo (junto con algunas subas de tasas), pueden tensionar el frente financiero: exposición a “riesgo argentino” por parte de inversores internacionales encontrará un límite, poniendo un piso a los rendimientos de los activos locales.
- Eso significará un límite a la entrada de dólares para compensar el déficit comercial. **Presión a la depreciación, que puede ser desordenada.** Depreciación puede aumentar incertidumbre en el corto plazo y aceitar alzas de algunos precios. Reacción de la política monetaria también incierta.
- El financiamiento pasará a ser interno en un contexto de reducción del ahorro nacional: competencia por recursos financieros internos (bancarios y mercado de capitales). Presión de mercado a la suba de tasas en pesos, que el BCRA no debería convalidar: coordinación para nuevas Letras del Tesoro reemplacen gradualmente stock de Lebacs (¿cambios normativos?)
- Una evolución económica menos robusta podría desembocar en actitudes políticas más especulativas (y menos consensuadas) con renovado impacto en expectativas y crecimiento.



# Escenario base LCG 2018

- Nuestro escenario base tiene condimentos del escenario complicado de la página anterior (límite al financiamiento externo), pero con probabilidad de ser manejado de manera ordenada:
  - Ajuste de precios relativos (tarifas + dólar) con impacto directo e indirecto sobre inflación. Estimamos **18,6% a dic-2018, (22% promedio)**. Asumimos  **aumentos salariales del 18% en el año**.
  - Nivel de atraso actual es piso para el Gobierno y tratará de corregirlo: proyectamos **TCRM 6% más alto en diciembre 2018**; asumimos una depreciación del 25% anual consistente con tipo de cambio (de referencia) de **\$ 23,5 para fin del año que viene**.
  - Sector externo no conseguirá revertir el aporte negativo de este año. Estimamos un **déficit comercial de US\$ 10 MM (exportaciones +4% ia e importaciones +6% ia)**; desequilibrio de cuenta corriente de 5,1% del PBI.
  - Se cumplirán metas fiscales (déficit primario de 3,2% del PBI), **el impulso fiscal también volverá a ser negativo**.
  - **Poder de compra resentido** por ajuste en subsidios (transporte, electricidad, gas y agua) y por impacto inicial de depreciación del tipo de cambio
  - **Estimamos crecimiento de 2% anual para 2018** sostenido en recuperación del crédito y cierto aporte de la inversión fundamentalmente en no transables (la corrección del atraso no será suficiente para hacerla masivamente extensiva también a sectores transables)



# Escenario base LCG 2018 (cont.)

	2016	2017	2018
PBI real, a/a	-2,2%	2,8%	2,0%
PBI nominal, \$ MM	\$ 8.050	\$ 10.239	\$ 12.723
PBI nominal, a/a	37,5%	27,2%	24,3%
Inflación, a/a prom.	37,7%	25,4%	22,2%
Inflación, a/a dic.	36,3%	24,1%	18,6%
Deflactor PBI, a/a	40,6%	23,8%	21,9%
Tipo de cambio, prom.	14,79	16,56	21,19
Tipo de cambio, prom. a/a	59,6%	11,9%	28,0%
Tipo de cambio, dic.	15,85	18,83	23,54
Tipo de cambio, dic. a/a	21,9%	18,8%	25,0%
TCRM dic, dic-01=1	1,30	1,30	1,39
TCRM dic, a/a	-4,6%	0,2%	6,5%
Exportaciones, US\$ MM	57,9	58,6	61,2
Exportaciones, a/a	1,9%	1,3%	4,4%
Importaciones, US\$ MM	55,9	67,3	71,5
Importaciones, a/a	-6,1%	20,4%	6,3%
Superávit comercial	2,0	-8,7	-10,3
Cuenta corriente, % PBI	-2,7%	-5,0%	-6,4%
Reservas internac., US\$ MM	37,9	56,0	55,0

	2016	2017	2018
Empleo, a/a	1,0%	0,8%	0,9%
Tasa de desempleo, % PEA	7,6%	8,1%	8,0%
Salarios formales, a/a diciemb	30,9%	26,9%	18,8%
Salarios formales, a/a real dic.	-3,9%	2,3%	0,2%
Salarios formales, a/a en dólar	7,4%	6,8%	-5,0%
Prést. al S. Priv. (\$+US\$), a/a	29,0%	51,5%	27,0%
Depósitos priv. en \$, a/a	23,8%	24,4%	20,0%
Depósitos priv. en US\$, a/a	127,0%	16,3%	1,2%
Tasa Badlar, % anual (dic)	19,9%	24,3%	19,2%
Tasa Lebac 35 días, % anual	24,8%	28,8%	23,3%
Tasa de referencia, % anual	24,8%	28,8%	23,3%
Recaudación tributaria, \$ MM	2.070	2.599	3.158
Recaudación tributaria, a/a	34,6%	25,6%	21,5%
Recaudación tributaria, % PBI	25,7%	25,4%	24,8%
Gasto primario, \$ MM	1.973	2.417	2.815
Gasto primario, a/a	38,2%	22,5%	16,5%
Gasto primario, % PBI	24,5%	23,6%	22,1%
Déficit primario, % PBI	-4,3%	-4,1%	-3,2%
Déficit Financiero, % PBI	-5,9%	-6,4%	-4,9%

# Las Claves Principales para el 2018

- Se tensionan los límites al endeudamiento externo. Seguimiento: tasas y liquidez internacional, y tasas de colocaciones argentinas.
- Endeudamiento interno compite con crédito doméstico. Coordinación con BCRA: para no subir tasas de interés, se requiere que el BCRA vaya desarmando stock de lebacks al tiempo que se van emitiendo Letras del Tesoro. ¿Requerirá modificaciones normativas por parte del BCRA?
- **Importante: como venimos insistiendo durante el año, ese “swap” no tiene nada de “mágico”; al contrario de lo que algunos colegas afirman, el cambio LETE x LEBAC (financiamiento interno vs. externo) no tiene particular incidencia en la presión bajista del dólar o en la política anti-inflacionaria. Es sólo una cuestión de necesidad, y lo relevante será, otra vez, la decisión política del BCRA (nivel de tasas y nivel de interv. en mercado de cambios).**
- Resultado de financiamiento interno vs. financiamiento externo: BCRA menos apalancado (menor reservas, menos lebacks). Menor oferta de dólares por menor endeudamiento externo implicará menor aumento o caída de reservas internacionales.
- Inflexibilidad de precios relativos: que el cambio en el tipo de cambio nominal se traduzca en un cambio en el tipo de cambio real. Seguimiento: primero de precios (pass-through); luego, de paritarias y salarios.

# Contenido detallado

## Índice

- I. Atraso cambiario y déficit externo: algo hay que hacer
- II. Desinflaciones, acá y en el mundo: no ser más papistas que el Papa
- III. Necesidades de financiamiento público: habrá competencia por la liquidez mundial
- IV. La necesidad de acudir a la liquidez interna... en un contexto de reducción del ahorro interno

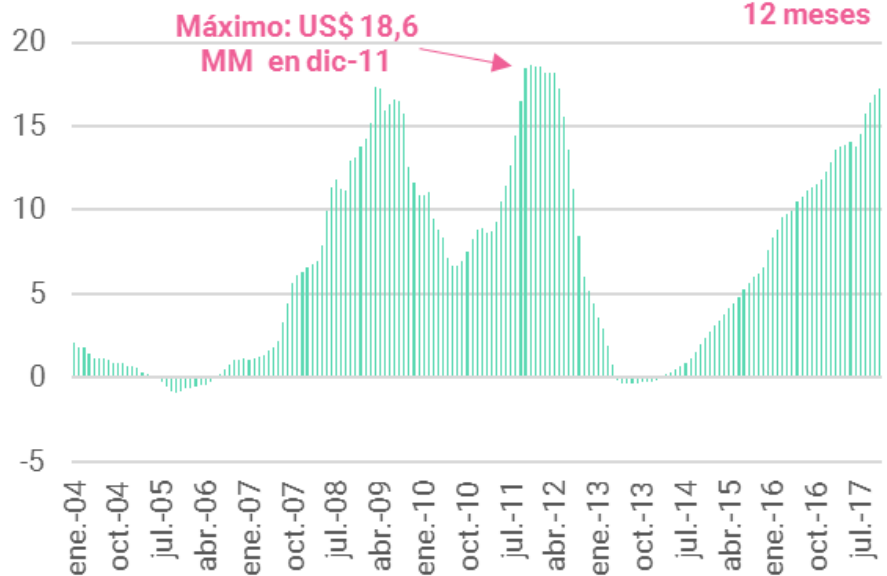
# Atraso cambiario afecta desequilibrio externo...

- Aumenta desequilibrio en comercio de bienes y servicios
- Al 3T-17 déficit acumulado de US\$ 22,5 MM (+US\$ 7,8 MM vs. 2016). -3,7% del PBI



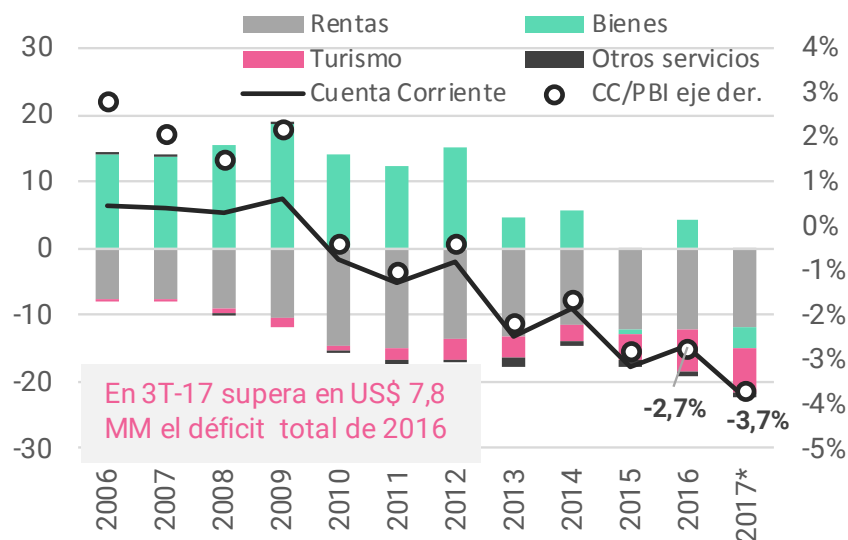
## Dolarización

En US\$ MM. 12 meses móvil



## Cuenta Corriente

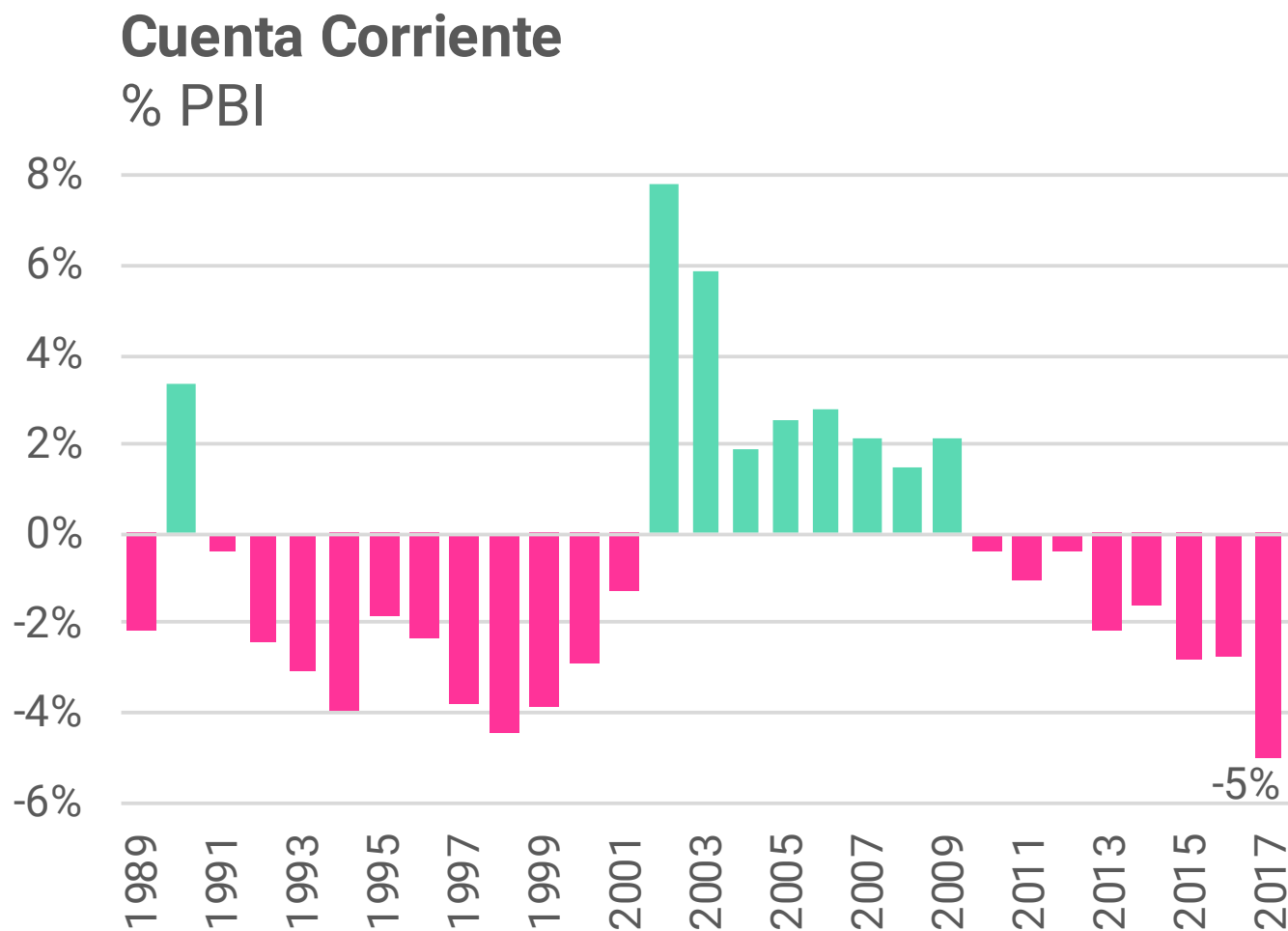
En US\$ MM y % PBI



Fuente: LCG en base a INDEC  
\* Acumulado al 3T-17

- Dolarización en niveles pre-cepo

# ... que alcanza máximos históricos

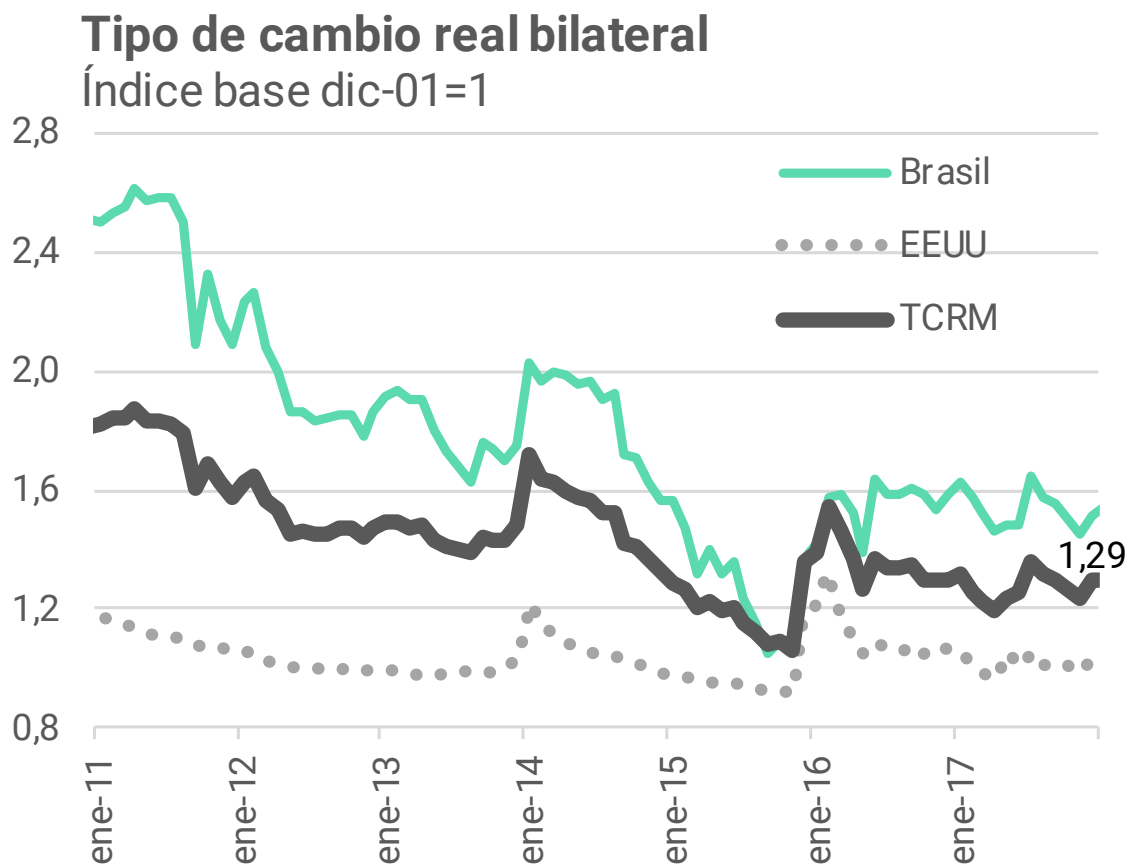


Fuente: LCG en base a INDEC.

\* 2017 estimado

# El deslizamiento del TC solo corrige marginalmente el nivel de atraso

- Por “salto” de fin de año, 2017 cierra con 5% de depreciación real
  - Pero en promedio el TCRM estuvo 7% más apreciado que en 2016,
- Inflación + ajuste de precios relativos licuaron la 1/2 de la mejora de competitividad derivada de la devaluación de principios de 2016
- **Nivel de TCRM previo a Navidad (1,22 base dic-01=1) había activado intervenciones cambiarias del BCRA en mayo de 2017.**



Fuente: LCG en base a BCRA

# ¿Cuál es la magnitud del atraso cambiario?

Corrección cambiaria necesaria para recuperar los niveles de competitividad MULTILATERAL previos

Para recuperar un TCRM de ...		El TCN (\$/US\$) debe ser...	
dic-01=1	Período	\$/US\$	Depreciación
2,37	2006/2007	34,3	82%
2,03	2007/11	29,4	56%
1,88	2010	27,2	44%
1,76	2011= Ene-14	25,5	36%

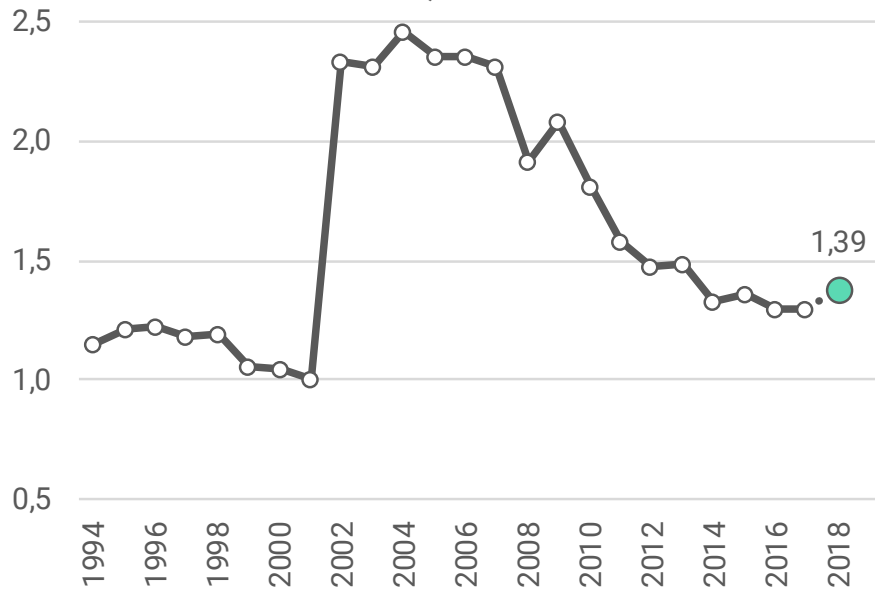


# Nuestro escenario base: “una salida ordenada”

Proyectamos una **depreciación real del 6%** a fin de 2018, consistente con un **ajuste nominal del 25%** y un tipo de cambio de **\$/US\$ 23,5 en diciembre 2018**.

## Tipo de cambio real multilateral

Índice base dic-01=1; Diciembre de c/ año



Fuente: LCG en base a BCRA

- Como la corrección cambiaria real no va a ser significativa a pesar de señalar un cambio de actitud y de tendencia, **el impacto sobre el desequilibrio externo será más bien tenue.**
- Estimamos **un déficit comercial de US\$ 10 MM** vs. US\$ 9 MM en 2017, y **un desequilibrio de cuenta corriente equivalente a 5,1% del PBI.**

# Inflación:

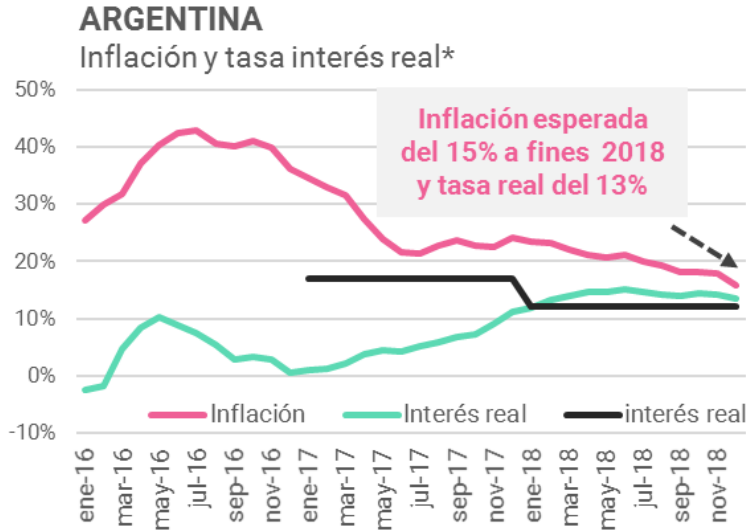
## las nuevas metas no harán la diferencia

- Expectativas **convergen gradualmente** (y a un ritmo MUCHO más lento que el deseado) a niveles más bajos.
  - **2017 cerrará con inflación del 24% ia (diciembre)**, 7 pp por encima de la meta del 17% ia.
  - Ajuste de tarifas (electricidad, gas y agua) agregó 4 pp de inflación en 2017. Faltó transporte
- **Nuestro escenario base 2018 prevé inflación del 18,6% (dic/dic)**, (22% ia promedio). Determinado por:
  - ***Pass-thorough más acotado que media histórica.***
  - *Negociaciones paritarias que asumen **suba del salario formal del 18,8% en 2018 (dic/dic).***
  - *Nuevo aumento de tarifas (electricidad, gas y transporte): + 5 pp de inflación*

**La corrección gradual del atraso cambiario permitirá reflejar cuán ancladas estás las expectativas de inflación**

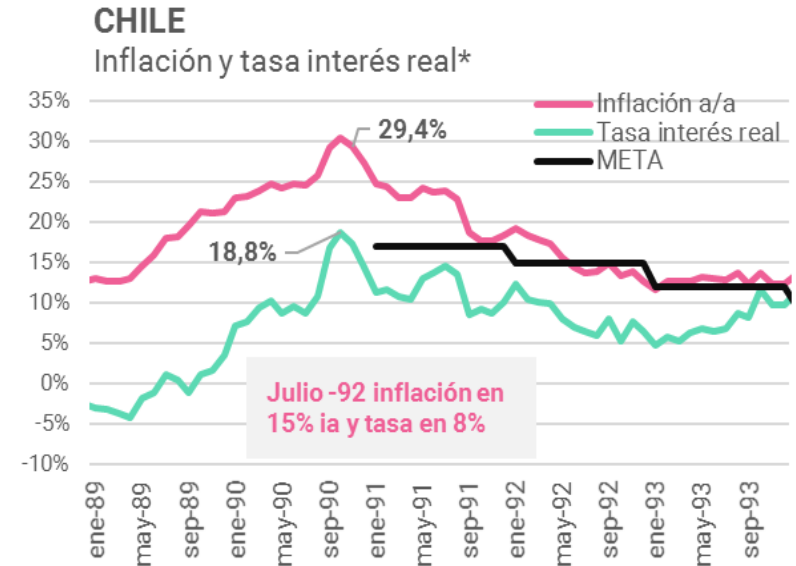
**Riesgos de precios relativos poco flexibles no deben descartarse**

# Metas de Inflación en Chile y Argentina



Fuente: LCG en base a BCRA

\* 1 año vista. Según expectativas REM

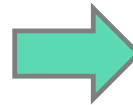


Fuente: LCG en base a BCCh

\* 1 año vista

## Esquema de METAS era muy agresivo y ambicioso

- Reducir casi 20 pp la inflación en 1 año (de 36% a 17%). Y converger al 5% en apenas 3 años.
- Chile redujo 10 pp el primer año (del 27% a 17%) y llegó al 5% recién en el 8vo año.



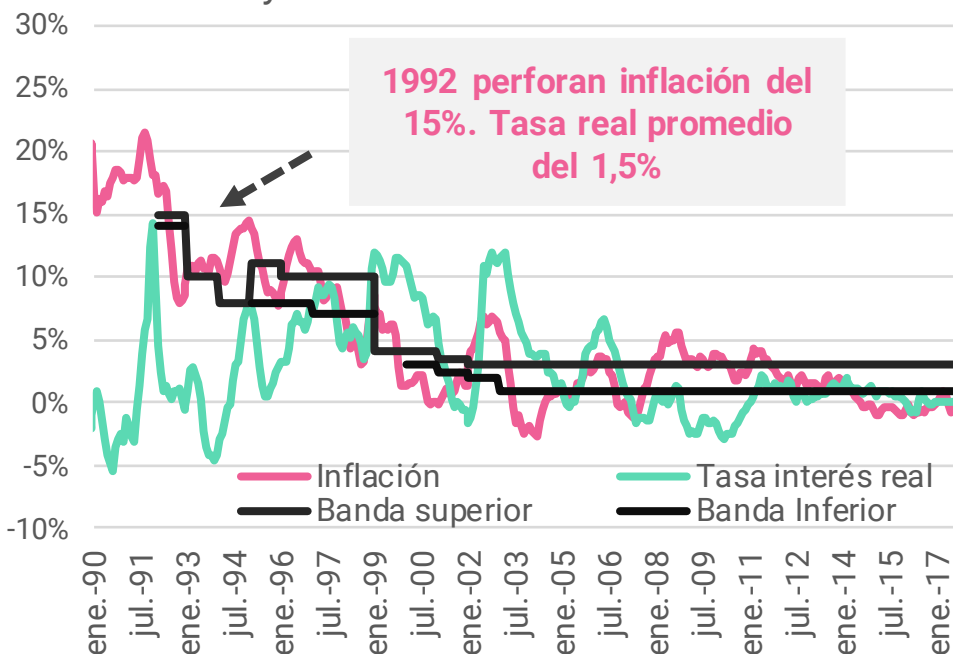
## Demanda tasas de interés más elevadas:

- Inflación del 15% ia implica tasa real del 13% en Argentina. En Chile del 8%.

# En Israel tampoco sobreactuaron las tasas de interés

## ISRAEL

Inflación y tasa interés real



Fuente: LCG en base a Banco Central de Israel

Las metas inflacionarias no fueron agresivas.

Aunque Israel tuvo cinco años con déficit de cuenta corriente por arriba del 3% del PBI (de 1993 a 1997). No vemos que eso pueda ser factible para Argentina (límite al endeudamiento externo sin tensiones).

# Puntos de partida diferentes..

## Metas de Inflación: puntos de partida

	Argentina Inicio 2017	Chile Inicio 1991
TCR	6% <b><u>menos</u></b> competitivo que en los 5 años previos. Corrección de precios relativos a medio camino	7% <b><u>más</u></b> competitivo que los 5 años previos. Corrección de precios relativos hecha previamente
Cuenta Corriente	<b><u>Déficit</u></b> de 2,7% del PBI año previo	<b><u>Déficit</u></b> de 1,5% del PBI año previo
Resultado financiero	<b><u>Déficit</u></b> de 6% PBI año previo	<b><u>Superávit</u></b> de 1,5% PBI año previo
Nivel de actividad (brecha producto)	Sin crecimiento desde 2011	1986 y 1990 PBI acumuló <b><u>crecimiento del 18%</u></b>

Fuente: LCG

# Panorama fiscal: sin sorpresas

- **Las metas se cumplirán**
  - Reforma previsional permite ahorro de 0,5 pp del PBI (0,4 pp en jubilaciones; 0,1 en demás planes sociales).
  - Reducción progresiva de subsidios: -0,8 % PBI
  - Ajuste en obra pública: -0,1% PBI
  - Ajuste en transferencias a provincias: -0,1% PBI
  - Recorte demás componentes del gasto (pe operativo -0,3% PBI)
- **Estamos a favor del gradualismo de las metas, pero si la actividad económica se fortalece se debería acelerar la reducción del déficit a 2,8% de PBI en 2018.**
- Dólar más alto también requiere menor déficit para estabilizar deuda

<b>Sector público nacional</b>				
% PBI	2015	2016	2017	2018
<b>Ingresos (netos de rentas)</b>	<b>20,6%</b>	<b>20,2%</b>	<b>19,5%</b>	<b>19,0%</b>
Tributarios y Seg. Soc.	19,3%	17,7%	17,7%	17,5%
Ingresos por blanqueo*		1,3%	0,4%	
Otros	1,3%	1,2%	1,4%	1,4%
<b>Gasto primario</b>	<b>24,4%</b>	<b>24,5%</b>	<b>23,6%</b>	<b>22,1%</b>
<b>Automático</b>	<b>16,1%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,9%</b>	<b>16,5%</b>
Salarios y operación	5,4%	5,1%	5,2%	4,8%
Jubilac. + Otros Anses	10,4%	10,9%	11,6%	11,5%
Jubilaciones y pensiones***	8,2%	8,1%	9,0%	8,9%
Demás prest. Sociales*	2,3%	2,8%	2,6%	2,6%
Coparticipación soja	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
<b>Discrecional</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,6%</b>
Subsidios**	4,3%	3,7%	2,7%	1,9%
Energía	2,9%	2,2%	1,6%	1,1%
Transporte	1,0%	0,8%	0,9%	0,7%
Otros	0,4%	0,7%	0,2%	0,1%
Discrecional a pcias.	1,4%	1,5%	1,3%	1,2%
Obra pública nacional	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%
Resto	1,6%	2,1%	1,7%	1,6%
<b>Resultado primario</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-3,2%</b>

Fuente: LCG

\* Incluye AAFF, AUH, Pens.no contributivas, Progresar, Arg. trabaja, etc

\*\* Corrientes y de capital

\*\*\* Incluye PRH

# Necesidades financieras del Tesoro

- Aun cumpliendo la meta fiscal (3,2% del PBI), el Gobierno **necesitará conseguir financiamiento por 4,8% del PBI, US\$ 27 MM**

## Programa financiero

Estimación 2018, % PBI

NECESIDADES		FUENTES		GAP (Necesidades - Fuentes)	Emisión deuda
<b>EN PESOS</b>	<b>4,5%</b>	<b>EN PESOS</b>	<b>1,3%</b>	3,2%	3,5%
Déficit primario	3,2%	BCRA	1,1%		3,2% para cerrar brecha
Vencimientos mercado*	1,1%	Desarme FGS	0,2%		0,3% por intereses bono GAP
Capital	0,3%				
Intereses	0,8%				
PRH-Juicios	0,2%				
<b>EN DOLARES</b>	<b>1,3%</b>	<b>EN DOLARES</b>	<b>0,0%</b>	1,3%	1,3%
Vencimientos mercado*	1,3%	Org. Internacionales	-		
Capital	0,4%				
Intereses	0,9%				
<b>TOTAL NECESIDADES</b>	<b>5,8%</b>	<b>TOTAL FUENTES</b>	<b>1,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,8%</b>

Fuente: LCG

\* Asume renovación total de vencimientos de las Letras del Tesoro

**US\$ 27 MM**

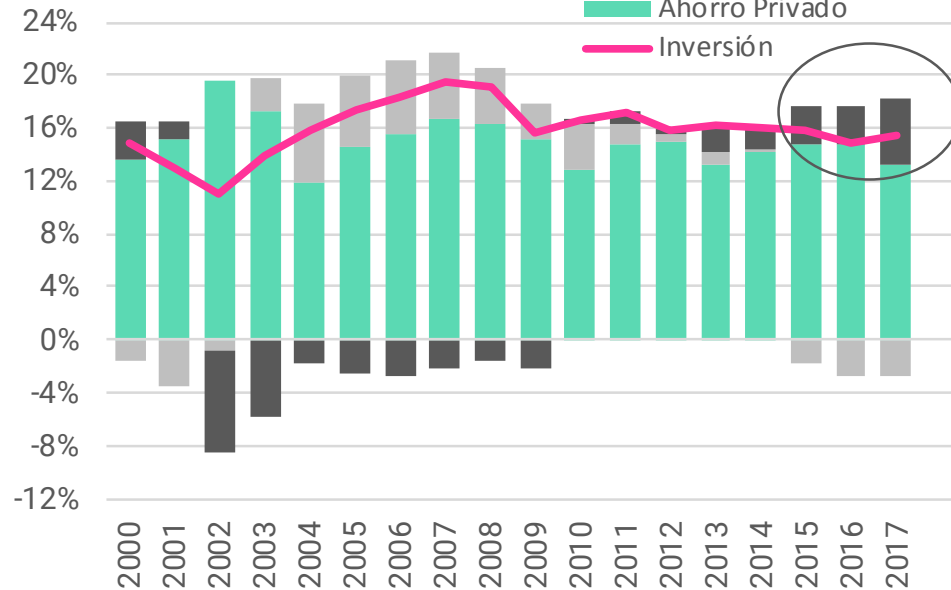


# De dónde surgirán fondos frescos

- **A nivel local el margen es acotado**
  - *El ahorro interno es reducido.*
  - *Genera déficit de cuenta corriente (ahorro externo) aun con un nivel bajo de Inversión.*
  - ***Si quisiéramos una inversión de 20% del PBI (hoy en 15%), ¡¡el déficit de cuenta corriente debería ser 10% del PBI!! En países como el nuestro, el ahorro interno se maneja con herramientas cambiarias.***

## Ahorro- Inversión % PBI

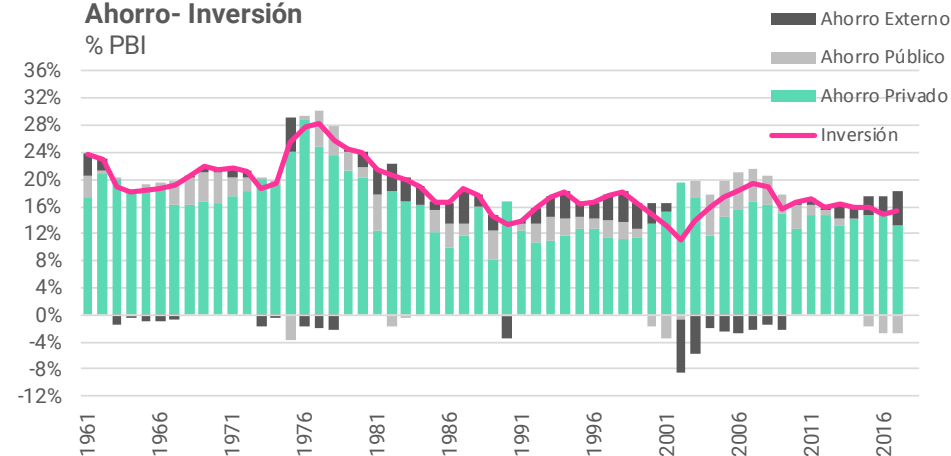
Ahorro Externo  
 Ahorro Público  
 Ahorro Privado  
 Inversión



Fuente: LCG en base a Indec

Ahorro interno no alcanza para financiar la inversión y cubrir necesidades del sector público

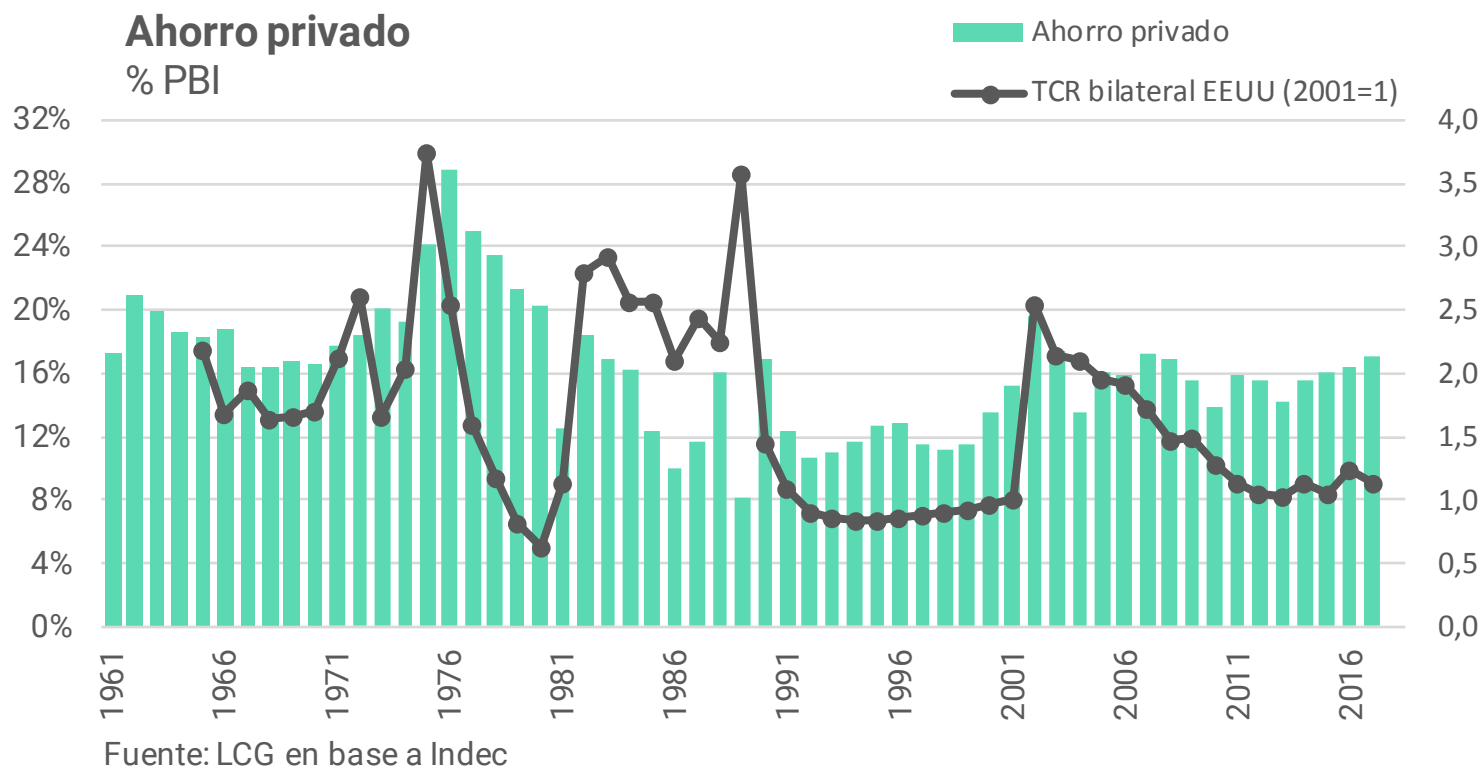
## Ahorro- Inversión % PBI



Fuente: LCG en base a Indec

# Ahorro interno y tipo de cambio

- Años con mayor ahorro asociado con TCR más competitivo
- Excepción: Convertibilidad. Pero en las actuales circunstancias, no vemos un escenario en dónde inversores internacionales financien impávidamente, por varios años, déficits importantes de cuenta corriente. El “stop” aparecerá más temprano que tarde, incluso con las mayor robustez política del oficialismo después de las últimas elecciones.



# Mayor exposición al riesgo externo

Con ahorro privado reducido, **es elevada la dependencia de financiamiento externo** para garantizar aumento de la inversión y, además, cubrir la brecha fiscal.

El desafío será importante incluso con un panorama interno y externo tranquilo, **pero generará restricciones adicionales si se dan alguno de estos escenarios:**

## 1. Contexto internacional más restrictivo:

Nuestro escenario base prevé cierta recuperación de Brasil, reventas de activos y suba de tasas de la FED todavía graduales, y BCE privilegiando el crecimiento).

Pero ante cualquier reversión **el refinanciamiento de deuda y el financiamiento del déficit y de la inversión privada se encarecerían y podrían surgir algunos problemas de liquidez.**

*Un "stop" en la disponibilidad de financiamiento activaría mecanismo de crowding out (redireccionando ahorro privado destinado a financiar la inversión a financiar al sector público)*

## 2. Depreciación más vigorosa:

Las metas fiscales permiten la estabilización de la deuda pública en el año 2020 en un 60% del PBI (37% la deuda con privados y organismos).

Pero al estar **corto en dólares**, esas mismas metas no serán suficientes para la estabilización si el tipo de cambio real sube un 10% en 2018, 20% en 2019 y 30% en 2020.

*La **dinámica puede mostrarse como "insostenible" frente el público inversor, con lo que se deberán acentuar los esfuerzos para la reducción del déficit (afectando más a la actividad económica).***

*Atenuante fiscal: tipo de cambio más alto implica más ingresos por aranceles, IVA DGA, retenciones.*

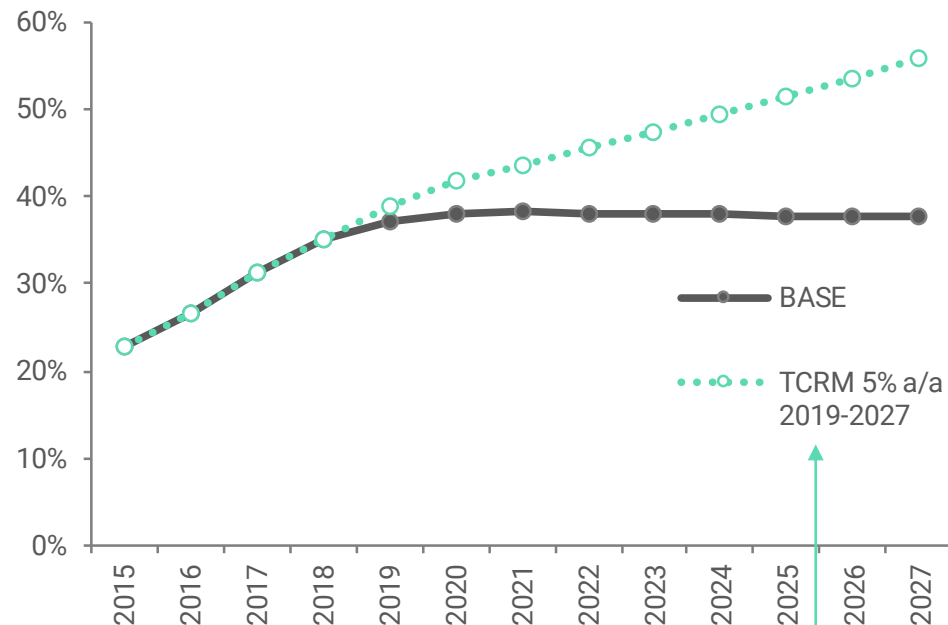
# El nivel de deuda es muy sensible a movimientos en el tipo de cambio.

- Estabilizar los niveles de deuda en un escenario de menor atraso cambiario demandaría, consecuentemente, un esfuerzo fiscal todavía mayor.

- Sería necesario registrar más temprano que tarde un **superávit primario** y, además, creciente.

- Esta lógica relacionada con la sostenibilidad de la deuda está en línea con una lógica de sostenibilidad macroeconómica: *un tipo de cambio real más alto requiere necesariamente de un superávit fiscal más elevado para evitar generar presiones inflacionarias.*

Deuda pública: Mercado + Organismos  
En % del PBI



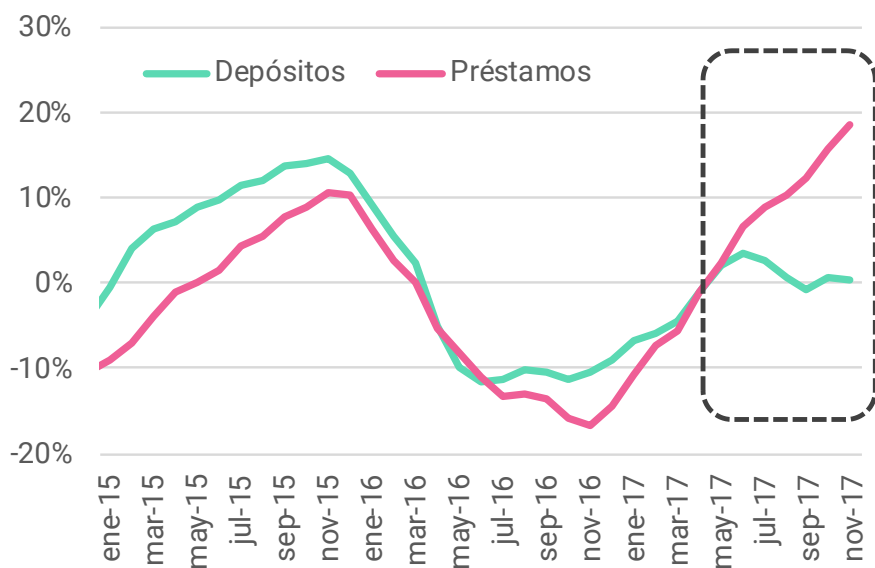
Fuente: LCG

Permitiría alcanzar TCR  
bilateral con EEUU de 2007  
recién en 2027

# Contracara del bajo ahorro interno: Liquidez interna en baja

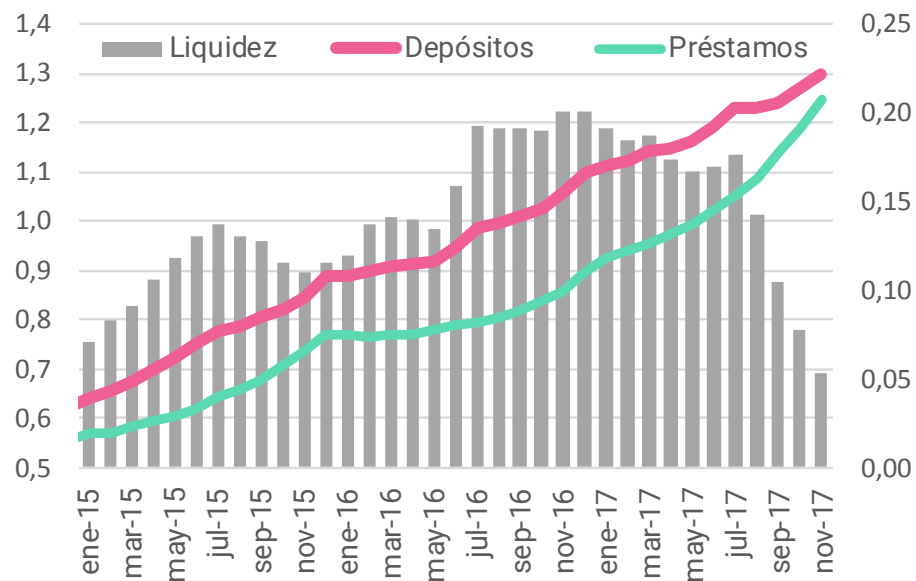
- **Créditos suben, depósitos no:** 19% y 0% ia real en nov-17, respectivamente
- La liquidez se achica >>> **Las tasas tenderían a subir.**
- Esto **podría ser síntoma de recalentamiento** y la suba de tasas permitiría reencontrar el equilibrio, **pero no vemos escenario de recalentamiento.**
- **Esta situación se da en un contexto donde el Tesoro deberá financiar su brecha en parte en el mercado local.**

### Préstamos y Depósitos Privados en \$ a/a real



Fuente: LCG en base a BCRA

### Préstamos y Depósitos En \$ MM



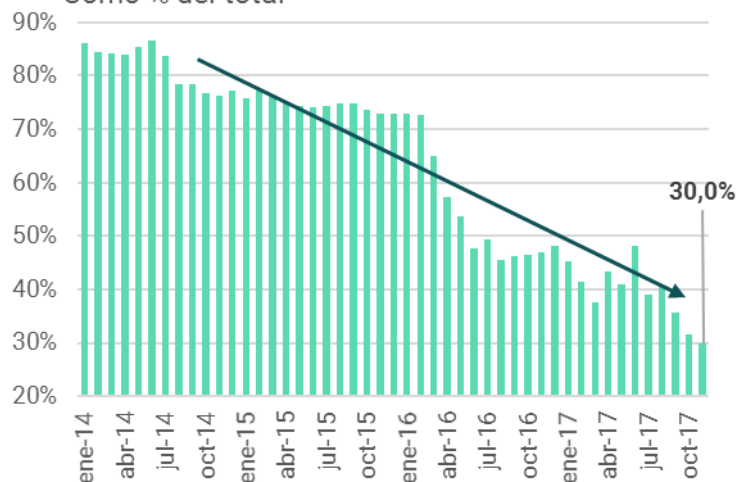
Fuente: LCG en base a BCRA

# Escenarios de suba de tasa no deseables

- **Préstamos financian a importaciones** >> la suba de tasas no sería deseable
- **Ahorro no se canaliza por medio de depósitos bancarios**, sino por otros canales (LEBACs): el ahorro es mayor al que muestran los balances bancarios

LEBACs en Bancos

Como % del total



Fuente: LCG en base a BCRA

**Si el escenario no es el de recalentamiento, el BCRA deberá estar atento a permitir una reducción en el stock de Lebac en manos de los bancos para poder mantener o reducir el nivel de tasas.**

**Más atento deberá estar en caso de financiamiento público en mercado local: Coordinación para el "swap" LETE x LEBAC**

**Con una economía débil se puede bajar tasas y subir el tipo de cambio, incluso con déficit fiscal previsto. Si la economía consolidara y profundizara crecimiento, se requeriría reducir más rápido el déficit**

# Dinámica política

- Como es habitual, **el desempeño económico dependerá en parte de la dinámica política**
- Hasta ahora triunfo político a partir de la aprobación de Reforma Previsional, Reforma Tributaria, Consenso Fiscal, Ley de Responsabilidad Fiscal y Presupuesto 2018.
  - Queda pendiente: Reforma Laboral
- Con la actual configuración parlamentaria, los **escenarios posibles** son diversos y **podrían propiciar o dificultar alcanzar un esquema político y económico más virtuoso.**
  - *Sin un referente claro de la oposición con pretensiones nacionales, los gobernadores (y senadores) podrán privilegiar consolidar su poder regional facilitando **acuerdos en pos de la gobernabilidad y de solucionar restricciones estructurales** que está soportando el país, mostrando mayor voluntad negociadora en el parlamento. En fondo, una buena gestión regional les podría abrir la puerta a una proyección nacional. Esta situación podría ser aprovechada por el gobierno para avanzar con la agenda estructural. **ES LO QUE PASÓ HASTA AHORA Y SIGUE SIENDO LO MÁS PROBABLE***
  - *Una evolución económica menos robusta podría desembocar en actitudes políticas más especulativas (y menos consensuadas) con renovado impacto en expectativas y crecimiento. **NO PUEDE DESCARTARSE***



# Impacto en la actividad

- La corrección del atraso cambiario sólo moderará el **aporte negativo del sector externo** pero no será suficiente para revertirlo.
  - Estimamos **exportaciones creciendo 4% ia** e **importaciones desacelerando a 6% ia** por menor crecimiento de la demanda agregada y como consecuencia de un tipo de cambio menos atrasado
- Además, esta corrección cambiaria **difícilmente alcance para alentar masivamente decisiones de inversión también en sectores transables**
- Por la necesidad de reacomodar las cuentas fiscales, **el impulso fiscal también volverá a ser negativo.**
- **El ajuste del gasto en subsidios (transporte, electricidad, gas y agua) restará poder de compra**, que indudablemente volverá a impactar sobre la dinámica del consumo.
- Incluso inicialmente el **deslizamiento del tipo de cambio podría tener un sesgo contractivo** sobre el consumo.
- El empleo seguirá recuperándose a paso lento y los salarios, aun cerrando con aumentos del 18,8%, en el promedio anual volverán a caer en términos reales.

**Nuestra proyección de crecimiento para 2018 es 2% anual.**

Se sostiene en la recuperación del crédito y cierto aporte de la inversión apalancada en un Gobierno políticamente más sólido, que comenzó a avanzar en un proceso de reformas estructurales.