

## Drivers de crecimiento y escenario base 2018

Equipo LCG

### *Acuerdo con el FMI y desequilibrios*

**El acuerdo con el FMI por un monto mucho mayor al esperado es, de por sí, una muy buena noticia** porque probablemente frene, en el corto plazo, las inquietudes respecto de variables financieras al poder cubrir potencialmente toda la brecha financiera en lo que resta del año y el año que viene. No se conoce el detalle de la Carta de Intención que se enviará, pero sí algunas líneas preliminares, y **tenemos dudas respecto de la consistencia macroeconómica que trae aparejada**. En líneas muy generales, el acuerdo implica consolidación fiscal (lo vemos bien), flotación cambiaria, y una renovada priorización de las metas inflacionarias. Nos llama la atención el orden de prioridades elegido, al no referirse a la cuestión del déficit externo, para nosotros principal escollo para el crecimiento sostenido y fuente principal de la turbulencia reciente. **El haber puesto como prioridad inmediata la inflación (por un año y ya desde julio, debe ser del 22%) antes que la corrección fehaciente y previa del déficit externo, implicará que todo el esfuerzo para la reducción de este último se concentrará en el marco recesivo (menor demanda de importaciones por menores ingresos) y no cambiando precios relativos (menor demanda de importaciones por tipo de cambio más alto).**

Las exportaciones no crecen desde 2011 afectadas no solo por la paridad cambiaria sino también por mayor presión tributaria, menor productividad relativa y un acceso a mercados más dificultoso. Las importaciones lo hacen fuertemente a partir de la liberalización y de una situación de mayor atraso cambiario. Como mencionamos en nuestro último informe mensual, reequilibrar la balanza comercial de bienes y servicios demanda un dólar cercano a \$ 34 (\$ 39 a diciembre). La brecha es tan grande que creemos que tarde o temprano, aun con el generoso arreglo con el FMI, la paridad cambiaria vigente será vista como insuficiente y obligará a una reconfiguración rápida las expectativas de depreciación.

Nuestro escenario base contempla, por ende, un menor nivel de actividad económica como consecuencia de la consolidación fiscal y el apretón monetario necesario para reducir inflación. A pesar de un nuevo marco de tasas altas e incentivos para mantener posiciones en pesos, nuestro escenario concibe que eventualmente el mercado desconfiará de la estabilidad del nivel cambiario vigente, propiciando la dolarización de carteras y su deslizamiento. Será interesante ver cómo reaccionará el BCRA frente a una disyuntiva de este tipo, dado que tanto las ventas de dólares para contener su precio como el rebrote inflacionario que surgiría de un dólar más alto les estarán vedados. Como el deslizamiento se dará en contra de lo buscado por la política pública, su timing es impreciso y puede ocurrir de manera desordenada.

### *Recalculando (nuevamente) nuestro escenario base para 2018*

Seguimos sosteniendo la imposibilidad de mantener un dólar a \$25/ \$26 incluso con acuerdo con el FMI. Como mínimo, y para evitar un escenario disruptivo, debería acompañar la dinámica de los precios. Esperamos una **inflación cercana al 30%** bajo nuestra estimación del *pass-through* que se ha mantenido estable en los últimos años en un valor al 30% (ahora con un rezago mayor), incluso considerando una actividad económica más fría. Así, esperamos **el dólar en \$ 29 hacia fin de año, lo que permitiría conservar la paridad real actual**.

El apretón monetario que implicará mantener la tasa en los niveles actuales nos obligó **recortar aún más nuestra proyección de crecimiento para este año ubicándola en 0,6% ia promedio (mostrando caída entre puntas de 2,2% dic/dic)**.

Así, al efecto de la sequía, se sumará la contracción del consumo a partir de la caída del ingreso real, menor dinamismo del crédito y un mercado laboral más inestable. Además, el mayor ajuste fiscal exigido para cumplir las metas tendrá un impulso negativo en términos de actividad que difícilmente pueda ser compensado por la reactivación de las exportaciones (máxime cuando el crecimiento brasileño vuelve a moderarse) y por un mayor flujo de inversiones que entendemos podría quedar latente a la espera de confirmar que los márgenes de rentabilidad (en el caso de los sectores transables, directamente asociados al TCR), como mínimo, no vuelvan a deteriorarse.

En este contexto de corrección parcial del atraso cambiario, las exportaciones de bienes y servicios crecerían 4,5% ia (promedio) y las importaciones terminarían reflejando una caída del 1,7% ia. El déficit comercial se reduciría de US\$ 15,3 MM en 2017 a US\$ 10,5 MM en 2018. Pero **el desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos descendería marginalmente a 4,6% del PBI (0,2 pp ia) y el riesgo de tensiones en la balanza de pagos no se habría disipado**.

En materia fiscal **la meta de déficit primario de 2,7% del PBI impuesta para este año podrá alcanzarse**. El ajuste se concentrará en el gasto discrecional que incluye Subsidios, transferencias a las provincias y obra pública entre las variables más relevantes. Sobre estas partidas esperamos un recorte total de 1,3 pp del PBI con relación a 2017. Pero también ayudará la licuación del gasto automático que

se da en un contexto de aceleración de la inflación. Paritarias acordadas a mitad de año con aumento del 15% (en cuotas) y la nueva fórmula de movilidad previsional que contempla la dinámica inflacionaria, pero con un rezago de 6 meses, e incide sobre el 70% del gasto automático, permiten reducirlo en 0,7 pp del PBI. Este esfuerzo en materia de gasto compensa la baja de recursos que sufre la Nación a partir de las concesiones tributarias ofrecidas (pe baja gradual de retenciones a la soja), la cesión de recursos a las provincias (por el Acuerdo de Fortalecimiento Fiscal y por el nuevo esquema de distribución del IIGG) y por no contar ya con ingresos adicionales del Sinceramiento Fiscal; -1 pp del PBI en total.

## 2019

**Para 2019 la meta fiscal se vuelve mucho más exigente.** Se prevé reducir el déficit primario a 1,3% del PBI, pero a priori algunas cosas ya juegan en contra. Por lo pronto, la Nación seguirá perdiendo recursos a manos de las provincias por la devolución gradual de la detracción del 15% de la coparticipación a favor de la ANSES (-0,2% del PBI) y por la baja gradual de las retenciones (-0,1% del PBI). Y, de confirmarse el sendero de desaceleración de la inflación que prevé el BCRA, la fórmula de movilidad jugará en contra de la moderación del gasto al permitir a jubilados y beneficiarios mejorar sus ingresos en términos reales (0,1% del PBI). Así, el esfuerzo en el recorte del gasto deberá ser mayor.

Vale decir, que el Gobierno pretende aumentar sus ingresos en 0,4% del PBI en 2019, moderando así parte del ajuste necesario sobre el gasto (solo requeriría bajarlo 1% del PBI). Pero no especifica cómo lo lograría. Con una actividad que difícilmente pueda crecer a ritmo vigoroso, con las exportaciones como único componente traccionador de la demanda agregada, es difícil que la elasticidad ingreso de la recaudación logre mostrar esa mejora. ¿Se suspenderá la baja gradual de los derechos de exportación a la soja? ¿subirá otros impuestos? No obstante, asumimos que la meta se cumplirá.

Crecimiento moderado para el año, con desequilibrio externo mayor al fiscal. Ganancia marginal en competitividad cambiaria y presión tributaria todavía alta pondrán un límite a las decisiones de inversión. **PBI +1.7%; TCRM +3.1%, IPC Dic-dic 20%.**

## El largo plazo

ESCENARIO BASE	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>PBI real (en millones de \$ de 2004)</b>	<b>708.338</b>	<b>728.624</b>	<b>733.165</b>	<b>745.831</b>	<b>764.476</b>	<b>787.411</b>	<b>811.033</b>	<b>835.364</b>
Var. % anual	-1,8%	2,9%	0,6%	1,7%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>PBI nominal (en millones de \$)</b>	<b>8.084.035</b>	<b>10.558.497</b>	<b>13.782.683</b>	<b>17.509.178</b>	<b>21.014.444</b>	<b>24.273.483</b>	<b>26.801.521</b>	<b>28.985.845</b>
Var. % anual	38,1%	30,6%	30,5%	27,0%	20,0%	15,5%	10,4%	8,2%
<b>PBI nominal en US\$ (en millones de US\$)</b>	<b>545.920</b>	<b>637.207</b>	<b>565.809</b>	<b>544.939</b>	<b>553.213</b>	<b>563.475</b>	<b>573.888</b>	<b>585.366</b>
Var. % anual	-13,5%	16,7%	-11,2%	-3,7%	1,5%	1,9%	1,8%	2,0%
<b>Deflactor (índice base 2004=1)</b>	<b>11,4</b>	<b>14,5</b>	<b>18,8</b>	<b>23,5</b>	<b>27,5</b>	<b>30,8</b>	<b>33,0</b>	<b>34,7</b>
Var. % anual	40,7%	27,0%	29,7%	24,9%	17,1%	12,1%	7,2%	5,0%
<b>IPC (prom, índice base dic-16=100)</b>		<b>113</b>	<b>145</b>	<b>179</b>	<b>210</b>	<b>235</b>	<b>252</b>	<b>265</b>
Var. % anual			28,1%	23,8%	17,1%	12,1%	7,2%	5,0%
<b>IPC (dic, índice base dic-16=100)</b>	<b>100</b>	<b>125</b>	<b>162</b>	<b>194</b>	<b>223</b>	<b>245</b>	<b>258</b>	<b>271</b>
Var. % anual	40,6%	24,8%	29,6%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%
<b>Tipo de cambio (\$/US\$, promedio anual)</b>	<b>14,8</b>	<b>16,6</b>	<b>24,5</b>	<b>32,1</b>	<b>38,0</b>	<b>43,1</b>	<b>46,7</b>	<b>49,5</b>
Var. % anual	59,6%	11,9%	48,2%	30,7%	18,4%	13,4%	8,4%	6,0%
<b>Tipo de cambio (\$/US\$, diciembre)</b>	<b>15,9</b>	<b>18,8</b>	<b>29,0</b>	<b>35,1</b>	<b>40,8</b>	<b>45,3</b>	<b>48,1</b>	<b>51,0</b>
Var. % anual	21,7%	18,4%	54,5%	21,2%	16,1%	11,1%	6,0%	6,0%
<b>TC real multilateral (dic-01=1, promedio anual)</b>	<b>1,35</b>	<b>1,27</b>	<b>1,46</b>	<b>1,50</b>	<b>1,55</b>	<b>1,60</b>	<b>1,65</b>	<b>1,70</b>
Var. % anual	13,5%	-6,5%	15,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,2%	3,0%
<b>TC real multilateral (dic-01=1, diciembre)</b>	<b>1,30</b>	<b>1,30</b>	<b>1,48</b>	<b>1,52</b>	<b>1,57</b>	<b>1,61</b>	<b>1,66</b>	<b>1,71</b>
Var. % anual	0,0%	0,2%	13,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>Exportaciones bienes (US\$ MM)</b>	<b>57,88</b>	<b>58,43</b>	<b>62,32</b>	<b>67,31</b>	<b>70,00</b>	<b>72,80</b>	<b>75,72</b>	<b>78,74</b>
Var. % anual	1,9%	0,9%	6,7%	8,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Importaciones bienes (US\$ MM)</b>	<b>55,91</b>	<b>66,90</b>	<b>68,25</b>	<b>71,66</b>	<b>74,53</b>	<b>77,51</b>	<b>80,61</b>	<b>83,83</b>
Var. % anual	-6,1%	19,7%	2,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
<b>Superávit comercial</b>	<b>1,97</b>	<b>-8,47</b>	<b>-5,92</b>	<b>-4,35</b>	<b>-4,52</b>	<b>-4,71</b>	<b>-4,89</b>	<b>-5,09</b>
<b>Cuenta corriente (% PBI)</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-4,8%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-1,5%</b>
<b>Reservas internacionales (US\$ MM)</b>	<b>39,31</b>	<b>55,06</b>	<b>64,58</b>	<b>45,00</b>	<b>45,68</b>	<b>46,53</b>	<b>47,39</b>	<b>48,34</b>
Var. % anual	1,9%	40,1%	17,3%	-30,3%	1,5%	1,9%	1,8%	2,0%
<b>Recaudación (% PBI)</b>	<b>25,6%</b>	<b>24,4%</b>	<b>24,0%</b>	<b>23,7%</b>	<b>23,8%</b>	<b>23,5%</b>	<b>23,2%</b>	<b>22,9%</b>
Var. % anual	34,6%	24,6%	28,2%	25,7%	20,4%	14,1%	9,0%	6,8%
<b>Resultado Primario (% PBI)</b>	<b>-4,2%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-2,7%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,5%</b>
<b>Resultado fiscal (% PBI)</b>	<b>-5,9%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-5,2%</b>	<b>-4,8%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-1,7%</b>
<b>Tasas BCRA (diciembre cada año)</b>								
<b>Corredor de Pases</b>	<b>24,75%</b>	<b>28,75%</b>	<b>35,00%</b>	<b>25,00%</b>	<b>19,00%</b>	<b>13,00%</b>	<b>6,50%</b>	<b>6,00%</b>