

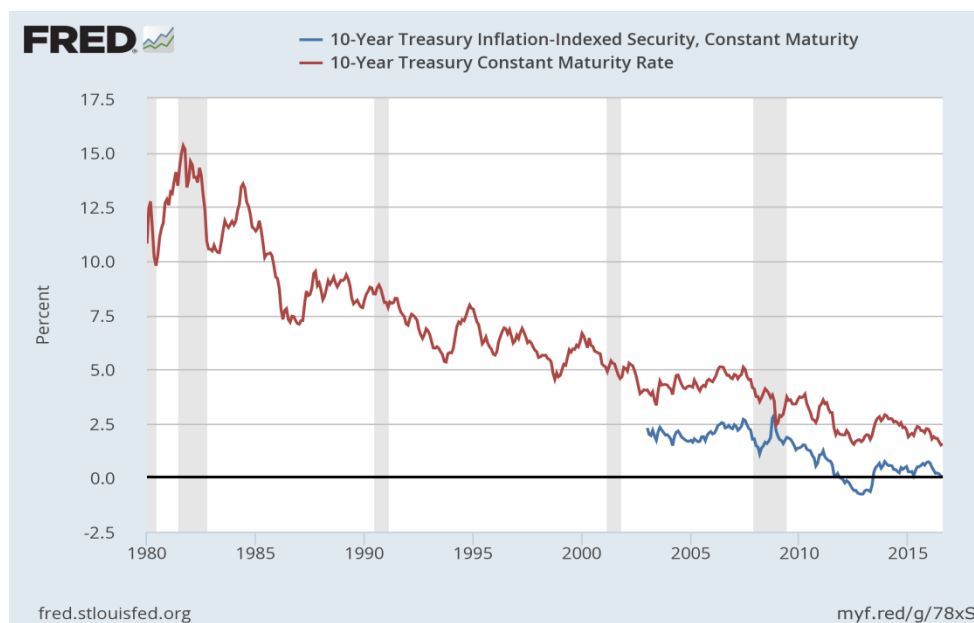
OBSERVACIONES ECONÓMICAS

19-09-2016

Contexto general

El rasgo que mejor sintetiza el momento de la economía mundial es el extraordinariamente bajo nivel de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas, tanto en lo que refiere a valores nominales como a reales (netos de la inflación).

Como se ve en el gráfico siguiente, estamos frente a la continuidad de una tendencia iniciada en los 80's y en cuya generación la caída de las expectativas inflacionarias mucho ha contribuido.



Un muy reciente trabajo de la Reserva Federal de San Francisco estima que la tasa de interés “natural” o “neutral”, -entendiendo por ella a la tasa de corto plazo, ajustada por inflación, que equilibra la política monetaria de modo que no sea ni expansiva ni contractiva-, ha caído al 1.5% para el Reino Unido, casi al 0% para los Estados Unidos y por debajo de 0% para la Eurozona.

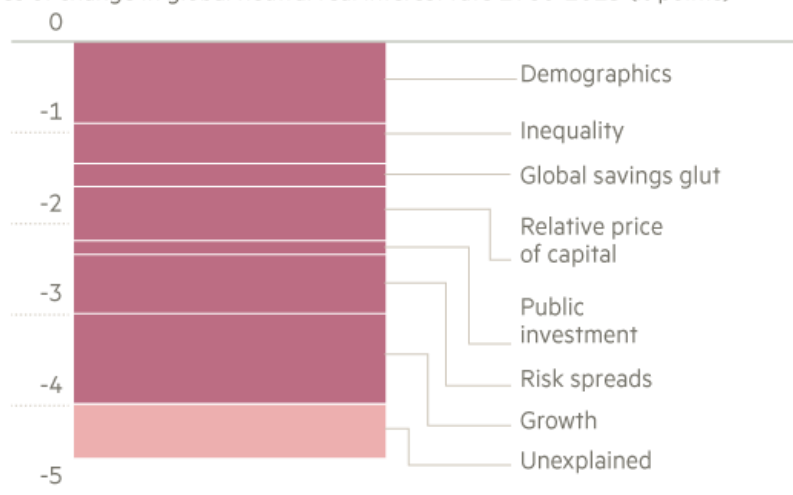
Evaluar si este comportamiento es causa de uno o varios factores y en qué medida los mismos inciden es de particular interés para:

- evaluar posibles impactos de las decisiones de política monetaria para el corto plazo (sobre todo frente a la probabilidad de que se disponga una corrección al alza en la tasa de los fondos federales por parte del Reserva Federal);
- ponderar la expectativa de reversión de las mismas, porque sin duda servirán como indicador respecto a si la tasa de interés será una herramienta de utilidad significativa frente a una eventual nueva recesión; y
- advertir por dónde pasan los requerimientos de política económica.

Un trabajo del Banco Central del Reino Unido da cuenta de que esta baja es consecuencia de una multiplicidad de causas, entre las que cuentan principalmente el envejecimiento de la población, la caída del riesgo crediticio, y la disminución del crecimiento. En la gráfica que sigue se señalan los factores que lo explican y la incidencia de los mismos.

Driving forces

Causes of change in global neutral real interest rate 1980-2015 (% points)



Source: Rachel + Smith (BoE, 2015)

FT

Una primera lectura de dicha gráfica nos señala que en materia de tasas de interés se está frente a un escenario que está llamado a tener una duración temporalmente extendida. Se le debe prestar particular atención a este hecho, porque nos indica la debilidad potencial que presenta la economía mundial para enfrentar una futura recesión económica (no hay espacio suficiente para bajar la tasa de interés).

Con esta óptica se aprecia mejor el riesgo que supone actuar a destiempo (anticipadamente) en la elevación de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal, dado que de verificarse una lesión (aletargamiento - interrupción) en el proceso de recuperación de la economía a consecuencia de ello, se estaría disminuyendo la capacidad de enfrentar una eventual nueva recesión.

Nada indica que el mundo esté frente a un escenario recesivo en el corto plazo, aunque tampoco es clara la existencia de estímulos que aceleren la marcha y le permitan ganar altura al crecimiento económico para que pueda amortiguarse ese eventual hecho negativo.

Para sintetizar, la farmacia del mundo se está quedando con cada vez menos penicilina (tasa de interés) para luchar contra un mundo donde las infecciones abundan. De ahí entonces el esmero en identificar posibles focos infecciosos en materia económica. Y dado que China es el principal jugador en la economía del mundo actual, se entiende que esté bajo escrutinio permanente.

China, para poner en perspectiva su significación para el momento actual (en realidad desde ya varios años) aportará el 40% del crecimiento del mundo en el 2016. Esto es, con su tasa de crecimiento del 6.7% explicará un 1.2% del crecimiento global. Esta contribución supera en un 50% a lo que aportarán todos los países desarrollados en el presente año (0.8%). India, por su parte, y creciendo más que China (7.4%) aportará 0.6% al crecimiento del mundo (se trata de una economía de menor tamaño).

Hasta tanto la ocurrencia de algún episodio que tensione económicamente al mundo, es evidente que el escenario de tasas de interés resulta en beneficio de un país como la Argentina que ha decidido abrirse financieramente al mundo.

Contexto Local - Un camino por etapas

Iniciando la Segunda Etapa

Puede decirse que la economía local está en un recorrido bastante predecible. Prácticamente está transitando (si es que ya no concluyó) el final de lo que podríamos denominar la Primera Etapa, cuyas lecturas más inmediatas de la mano de las redefiniciones de políticas habidas lo constituyeron la apertura del

mercado crediticio externo, la caída del nivel de actividad económica, la reducción del salario real y la escasa corrección real del tipo de cambio.

Ya comienzan a hilvanarse algunas buenas noticias que son los constituyentes de ese final al que referíamos y al que calificamos de esperable (caída de la inflación, indicios de mayor actividad por el lado de la obra pública, proximidad de negociaciones de aumentos de salarios para algunos gremios y de aumento de las jubilaciones, expectativa exteriorización de activos por el blanqueo, etc.).

Una economía que deja de caer y comienza un sendero de recuperación sería la versión estilizada (o de titular) de la etapa por venir (la Segunda Etapa). Claro está que es necesario avanzar algo más en detalle para tratar de visualizar los grados previsibles de este tránsito de mejora en el nivel de actividad.

El riesgo Trump

Pero antes de pasar a este análisis debe advertirse que en el muy corto plazo (principios de Noviembre) el mundo se enfrentará a una decisión popular con capacidad de modificar negativamente las condiciones en las que, aunque con deficiencias, permiten el fluir de fondos hacia alternativas como lo es la Argentina.

La eventual presencia de Donald Trump en el gobierno de los Estados Unidos es bastante probable se constituya en un evento que trastoque, aunque más no sea hasta tanto comiencen a decantar en políticas diferentes, las inflamables propuestas con las que construye su campaña.

Rápidamente es posible inferir que este hecho sería un verdadero obstáculo para esta Segunda Etapa, en tanto es bastante esperable constituya un desafío para la economía mundial con capacidad para colocarla en un sendero recesivo. Vimos antes las limitaciones que tienen los principales gobiernos para llevar adelante políticas anti cíclicas. Pero aún cuando con el correr de los meses termine diluyéndose el temor a Trump (porque no termine plasmando sus iniciativas tal cual las anuncia) es innegable que se abrirá un período de transición que –como mínimo– ralentizaría el camino de la mejoría económica en el que es esperable estemos incursos.

La intensidad que adquiera el fenómeno Trump a nivel mundial condicionará el marco económico local, y ello adquiere bastante trascendencia por el sesgo financiero externo que presenta el programa económico vigente. De modo que si bien no corresponde extendernos en la materia porque estamos frente a un hecho eventual, no podemos dejar de hacer notar dos cuestiones: a) que al momento de escribir estas reflexiones las encuestas dan una situación de empate técnico entre ambos candidatos; y b) que el fenómeno Trump naturalmente tiene entidad suficiente para abortar este período (etapa) de la economía argentina que estamos considerando.

Definiendo la Segunda Etapa

Asumiendo que el episodio crítico no se dé, la pregunta que cabe formularse es: ¿cómo será esta Segunda Etapa?, y cuando decimos ello implícitamente nos interrogamos respecto a causas/factores que la sustentan, rol que tendrán (cómo incidirán) algunas limitaciones de la primera etapa que pasan a esta, intensidad de la mejoría, duración de esta etapa, etc.

La gradualidad positiva creciente es esperable sea la hoja de ruta. La misma estará dada por la convergencia de un conjunto de hechos/decisiones que irán construyendo esa mejora creciente. Casi todos estos hechos/decisiones eran anticipables y fueron referidos en nuestras Observaciones anteriores.

La carta de presentación es el cambio de expectativas (“lo peor ya pasó”) y lo cierto es que la mejora comparativa respecto de la primera etapa irá ganando fuerza al calor de lo que podríamos dar en llamar los “impulsores previsibles”. Comprendidos en esta calificación se identifican:

- La mejora en la inversión (obra) pública. Naturalmente no escapa a nadie la parálisis habida en el último año en materia de obra pública. Baste decir que en los primeros 7 meses de este año, el gasto de capital cayó un 5% respecto a igual período del año previo (2015). Toda vez que se advierta que esa caída se da en términos nominales (sin considerar la inflación) y suponiendo una inflación para ese tiempo de casi el 40%, se comprende la capacidad de impulso de esta herramienta.

Las líneas crediticias están plenamente abiertas para financiar el plan de obras de infraestructura más ambicioso que se pretenda, y cuando decimos esto nos referimos tanto a las fuentes proveedoras de recursos, esto es organismos multilaterales de crédito o el mercado crediticio privado, como así también a los prestatarios sujetos de crédito, que comprenden no sólo al gobierno nacional sino también a la mayoría de las jurisdicciones provinciales. Hay que tener presente que el proceso de fuerte desendeudamiento no sólo ocurrió a nivel nacional, sino que también se dio a nivel de las provincias.

Así presentado el instrumento se comprende en todo su potencial. En definitiva y como una manera de graficar el concepto baste decir que la limitante a la obra pública está en la capacidad gubernamental de gestionarla.

Esta expresión además de ser un elemento de mensura, nos está indicando que es probable que su impacto vaya escalando a medida que pasa el tiempo. Es útil tener in mente que según el último registro disponible del Indec, en junio-16 había algo más de 72.000 empleados menos (desempleados) en la industria de la construcción que en junio-15. Naturalmente no todo es explicable por la obra pública, pero una porción no menor de ello responde a la retracción de la misma.

- Inflación controlada. Más allá de que desde el punto de vista del análisis económico sea posible avanzar en una más compleja explicación del fenómeno, lo cierto es que la sensación de alivio que significan precios más estables en relación al período precedente, impulsa positivamente las expectativas y renueva la confianza de los ciudadanos/consumidores. Ello per se no genera demanda, pero sí permite que la próxima movilidad en los ingresos de algunos sectores (jubilados, ciertos gremios, etc.) “rindan” más en términos de capacidad de compra.

Mirando el índice que refleja la variación de precios sin considerar los productos estacionales (frutas, verduras, ropa, turismo) y los servicios regulados o con alto componente impositivo (tarifas servicios públicos, teléfonos, salud, educación), es decir lo que se ha dado en llamar “inflación

núcleo), en los últimos tres meses se ha verificado un descenso progresivo: 3.0%, 1.9% y 1.7% para junio, julio y agosto –mes contra mes-.

Computando el índice de precios minorista sin las eliminaciones antes indicadas, las mediciones para iguales períodos han sido: 3.1%, 2.0%, 0.9% -mes contra mes- La medición de agosto está corregida (se le suma) el efecto asociado a la decisión de la justicia de no autorizar el aumento en el precio del gas, que el Indec calculó en 0.7%.

En todas las lecturas la disminución es un dato –esperable por cierto-, como también lo es el que hacia adelante la inflación se presente bastante más reducida que en la primera etapa. Resta por ver cuál es la tasa de crecimiento, que dependerá de otras consideraciones complementarias.

- Modificaciones en los ingresos. Una buena parte de los empleados formales recibirán en estos meses una mejora en sus ingresos, ya sea porque se habilitarán tramos de convenios ya pactados, o porque se firmarán nuevos convenios para el caso de gremios que habían acordado aumentos por seis meses. De igual modo los haberes previsionales serán recompuestos a partir del presente mes de septiembre (+/- 15%).

A estos ítems se adicionarán los mayores ingresos que se dispongan para el grupo de jubilados alcanzados por el llamado programa de reparación histórica. Estos desembolsos irán ganando masa crítica con el correr de los meses, conforme se vayan incorporando beneficiarios, y los cálculos estiman que entre la última parte de este año y el 2017 los desembolsos alcanzarán a 2% del pbi.

En conjunto estas correcciones es probable reduzcan la brecha habida entre inflación y salarios en la primera etapa, y favorecerán una cierta mejora en el nivel de consumo en relación al estado actual.

- Exteriorización de capitales liberados por el blanqueo. El movimiento de transparencia internacional que está en marcha, y que se sintetiza en el intercambio de información entre los países sobre titulares de activos

financieros en el exterior (cuentas en bancos), explicará la fuerte exteriorización de capitales que es previsible se verifique.

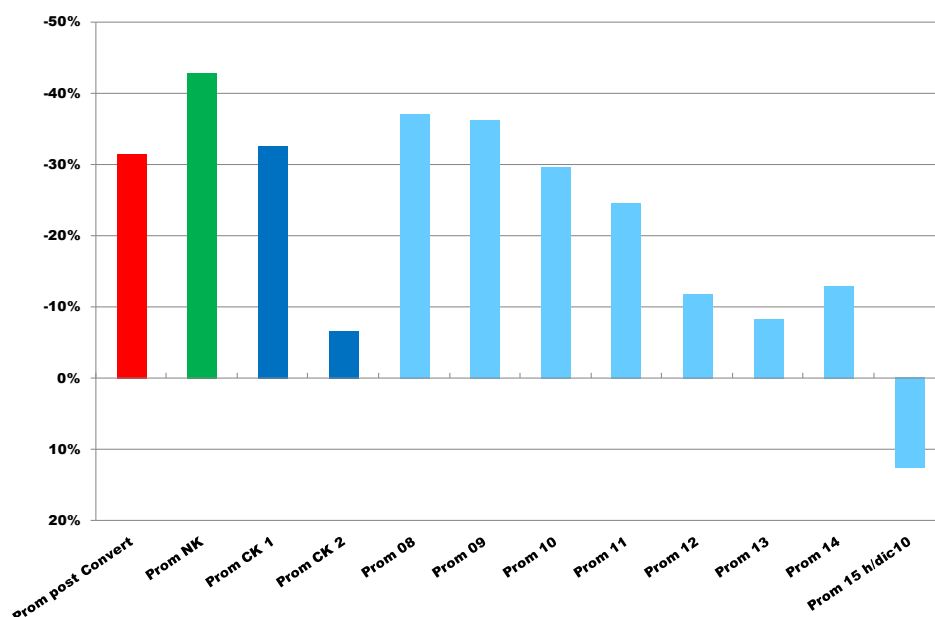
Aún cuando quepa relativizar la lectura del porvenir doméstico que pueda darse para fundar las decisiones de exteriorización de activos, no cabe soslayar dos impactos muy marcados en la modelación de la escena económica futura.

Los ingresos fiscales provenientes del blanqueo, derivados del pago de la penalidad por parte de quienes exterioricen activos no declarados (por única vez), como así también de la tributación a futuro (recurrente), se ubicarían en el torno de algo menos del 1% del pbi en cada caso. Dicho cálculo deriva de considerar un monto significativo de activos expuestos; y

El impulso positivo a las expectativas que es probable se estructure sobre la base de tal hecho.

Los efectos de este agrupado de impulsores previsibles de la evolución de la actividad económica de cara al 2017, es esperable sea esmerilado en algo por la presencia del aumento de tarifas y por el atraso del tipo de cambio.

Al sólo efecto de evaluar la magnitud de la cuestión cambiaria, en el siguiente gráfico se compara el dólar actual con el vigente en cada uno de los períodos referidos. En el eje de las “y” del gráfico se muestra el atraso cambiario.



No se asume una disminución del atraso hasta ocurrida las elecciones –en el mejor de los casos se mantendrá, aunque consideramos que el sesgo es a una desmejora-. Ello no invalida que su vigencia gravite, directa o indirectamente, en el acontecer económico, tanto a nivel de los ingresos de las economías regionales, como en la formación de expectativas respecto del día después de las elecciones.

Para poder evaluar el grado de mejora en la actividad económica, es necesario imaginar el rol que jugará el salario en el período. Con ello nos referimos a si continuará perdiendo posición relativa respecto de los precios –aunque en menor cuantía que en el presente año-, o si acompañará o aventajará a la inflación.

¿Una nueva Etapa?

La cuestión salarial es definitoria respecto del escenario económico. La pregunta es si el gobierno suspenderá o no por un año la política de reposicionamiento del salario en la economía.

Si se dejara que la obra pública y las jubilaciones sean los propulsores del período y el salario actúe como lastre (continuidad pérdida del valor del salario), el nivel de crecimiento previsible será naturalmente menor y la contribución de la economía al resultado electoral del gobierno será de menor intensidad.

Una situación de neutralidad en el salario tiende a mejorar ambas performances (actividad y elecciones). Escalando la idea, si el salario recuperara parte de lo perdido, la tasa de crecimiento aumentaría y con ello las chances electorales del partido de gobierno.

El reposicionamiento relativo del salario pareciera ser la tendencia esperable dado la prevalencia de la inversión y la exportación como ejes sobre los que se hilvana la política económica. No obstante esto, y dado el generoso marco de financiación del déficit aunado a la necesidad electoral, es bastante probable que se habilite una pausa en esa dinámica y aún hasta se impulse una recuperación temporal del mismo.

En este caso estaríamos frente a lo que podríamos considerar el inicio de una nueva Etapa (la tercera) o una sub-etapa dentro de la Segunda, que actuaría como una hormona del crecimiento.

Más allá de la relatividad de las previsiones presupuestarias en nuestro país, de lo que da cuenta una frondosa historia, se observa que hay un fuerte sesgo a que estemos en presencia de lo que aquí se da en llamar una redefinición del rol del consumo y con ello se incentiven los resultados económicos.

No es previsible plantearse un cambio del enfoque económico, sino más bien una pausa táctica.

Así entendida la pregunta no es tanto ¿qué le sigue? (o cómo será la siguiente etapa, es decir la que se inicia a posteriori de las elecciones), sino más bien ¿en qué medida gravitará durante el tránsito?

Aunque es prematuro planteárselo, la lectura básica es que incidiría restando parte del impulso que es previsible aportarán el resto de factores que hemos considerado.

Conclusiones

Dado que nuestra estimación del crecimiento se presenta en términos de promedio anual, como así que es esperable que la mejora económica vaya explicitándose progresivamente, está implícito que las mayores tasas de crecimiento se darán en el segundo tramo de la medición (tal vez el pico se verifique en el tercer trimestre).

Variables para el año 2017	Con caída salario real	Con neutralidad salarial	Con suba salario real
Crecimiento PBI (% promedio año)	3.0 %	3.5 %	4.0 %
Inflación (% punta a punta)	20.0 %	22.0 %	25.0 %
Tipo de Cambio (\$ fin 2017)	18.5/18.8	19.0/19.2	19.5/19.7
Tasa Pasiva (puntos porcentuales por sobre la inflación)	+ - 2/3	+ - 2/3	+ - 2/3