

SE COMBINARON DIFERENTES FACTORES PARA UN CAMBIO DE EXPECTATIVAS

Las noticias de noviembre no han sido buenas de cara a la consolidación de la recuperación económica. Se sumaron diferentes factores que no han sido positivos:

- 👉 **Triunfo electoral de Donald Trump** en los Estados Unidos, que derivó en un aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazo y por ende en un aumento en el costo del financiamiento argentino. Además puso algo de incertidumbre sobre las posibilidades de acceso a los mercados internacionales de deuda en los próximos meses.
- 👉 **Dificultades Políticas en el Congreso:** Los proyectos de ley de Emergencia Social, Reforma del Impuesto a las Ganancias, ley de ART o nombramiento de autoridades del BCRA están siendo batallas difíciles para el oficialismo y cada pequeño éxito trae aparejado un costo que casi siempre significa mayor gasto público y aumento del déficit fiscal.
- 👉 **Malas señales del Nivel de Actividad:** A pesar que el aumento salarial de los últimos meses ha sido mayor al ritmo inflacionario, la mejora del poder adquisitivo no ha repercutido en más consumo y por lo tanto mayor actividad económica. En Brasil en tanto se ha revertido la tendencia de mejoría de las expectativas para 2017. A esta altura del año es difícil revertir la tendencia de la actividad y esto necesariamente implica un retroceso más alto en 2016 y una recuperación menor para 2017.

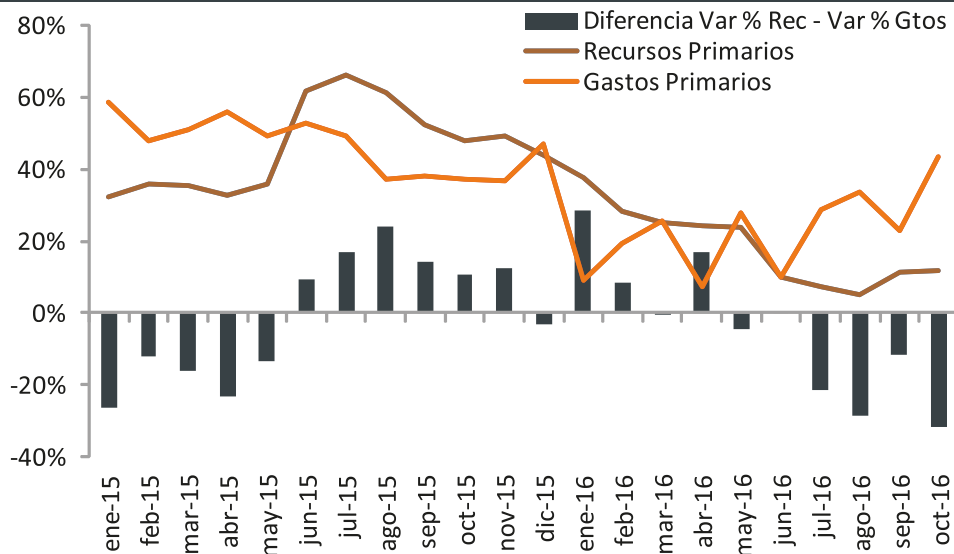
En ese marco de noticias poco auspiciosas para la recuperación económica, el Poder Ejecutivo parece haber intervenido en la discusión económica central entre Economía (buscando alentar el nivel de actividad) y BCRA (buscando contener la inflación). En las últimas semanas el BCRA parece haber cambiado en parte el foco de su política, buscando favorecer una más rápida recuperación del nivel de actividad. Los continuos recortes en las tasas de interés parecen estar en esa línea, a pesar de los esfuerzos de la autoridad monetaria por explicar que lo hace porque las expectativas de inflación son menores. A fines de noviembre no existen datos certeros que puedan anticipar que efectivamente en diciembre la inflación se estaría atenuando, menos aún en un marco donde el ritmo de depreciación del tipo de cambio se ha acelerado.

Ante este nuevo escenario donde se han conjugado expectativas más negativas que las vigentes hasta hacen pocas semanas, lo importante es entender cuáles pueden ser las implicancias que esto genere.

Si efectivamente se demora la reacción económica y el equilibrio político solamente se sostiene vía aumento de gasto, la esperada gradual convergencia fiscal será mucho más complicada de lograr.

Los datos fiscales no ayudan en nada. En los últimos meses se aceleró el ritmo de expansión del gasto y los recursos tributarios, más allá del lógico impacto de las reformas aplicadas (Ganancias, retenciones, etc) el resto de los impuestos están evolucionando claramente por debajo del crecimiento nominal de la economía. Los datos de octubre mostraron un crecimiento de la recaudación de IVA-DGI (sin contar retención a importadores ni devoluciones) del 20% interanual. Si tenemos en cuenta que la inflación interanual se ubica cerca del 40% para el promedio del país, la suba de la recaudación mencionada de cuenta de una merma en la capacidad recaudadora. Son señales de alerta en un contexto donde el gasto no para de crecer.

DINÁMICA RECIENTE DEL GASTO



En definitiva, si la actividad no se recupera y si cada avance político tiene costo económico el déficit fiscal de 2017 seguirá creciendo, con el consiguiente impacto sobre las necesidades de financiamiento. En un contexto internacional más adverso eso solamente anticipa mayores necesidades de financiamiento y un aumento más acelerado del ritmo de endeudamiento.

Si los mercados internacionales dejaran de estar tan interesados en los activos argentinos las implicancias serían más significativas. Hoy los dólares que ingresan por financiamiento equilibran el mercado cambiario. A su vez si el fisco no obtiene fondeo en el exterior debería recurrir a los mercados locales, tanto de pesos como de dólares, con el consiguiente "crowding out" (desplazamiento del crédito privado). Si efectivamente se limitara la captación de dólares vía colocación de deuda pública/privada, es probable que el ritmo de devaluación se acelere. Y la combinación de depreciación mayor y negociaciones salariales que cerrarían muy por arriba de la meta de inflación, el objetivo de 17% de aumento de precios para 2017 se haría cada vez más cuesta arriba.

En síntesis, si se mantiene la tendencia actual de priorizar la actividad y la política aún a pesar del elevado costo fiscal, el efecto podría ser un aumento del ritmo de devaluación y de la inflación.

Las próximas semanas serán claves, porque si bien el BCRA anticipa que la inflación núcleo de noviembre será baja, todavía nada se puede afirmar con respecto a diciembre y si el aumento del tipo de cambio tuviera efecto sobre los precios internos y la inflación se acelerará, el BCRA estaría ante un problema de difícil solución, el dilema entre priorizar explícitamente el nivel de actividad o la desinflación.

Para los mercados será clave, porque del resultado de esas batallas dependerá de la forma en que se vayan conformando las expectativas de cara a las elecciones de medio término de 2017.