

Tres escenarios económicos posibles para 2021

31 de mayo de 2021

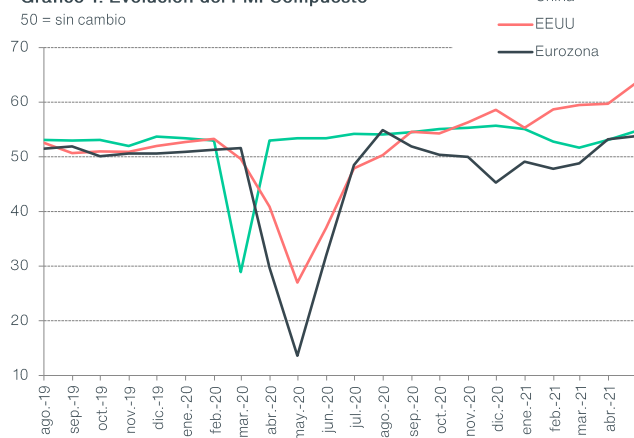


Visualizamos tres escenarios posibles para lo que resta de 2021. Los tres comparten un mismo contexto externo favorable para Argentina, pero difieren en cuanto a cómo evolucionarán dos variables clave: 1) la situación sanitaria vinculada a la pandemia del Covid-19; y 2) la negociación de la deuda con el FMI y el Club de París.

Comencemos describiendo el escenario internacional. El proceso de vacunación está avanzando a paso firme en los países desarrollados, lo que junto a una combinación de política monetaria y fiscal expansivas (con Estados Unidos a la cabeza) permiten una recuperación de la actividad más rápida de lo previsto meses atrás. Por caso, la economía global crecería 6% en 2021 según el FMI, medio punto por encima de lo que se esperaba a principios de año, con Estados Unidos creciendo al 6,4%, China al 8,4%, el Reino Unido al 5,3%, Alemania al 3,6%, y Japón al 3,3% (Ver **Tabla 1**).

Pero esta veloz recuperación en un contexto de abundante liquidez (con tasas de interés cercanas a cero) está comenzando a convivir con una aceleración de la inflación, haciendo resurgir las dudas acerca de una posible suba anticipada de tasas principalmente de la Reserva Federal (FED), que tendría su correlato en el fortalecimiento del dólar y en un debilitamiento del precio de las commodities. Sin embargo, a pesar de que la inflación americana alcanzó en abril el 4,2% interanual y la medición núcleo anotó el mayor registro desde 1982 (0,9%), la FED no ve riesgos en el corto plazo y considera que las presiones inflacionarias actuales se deben a factores transitorios asociados a problemas en la cadena de oferta y a la recuperación del precio del petróleo luego del desplome al comienzo de la pandemia. Afortunadamente para las economías emergentes, el consenso no prevé un escenario inminente de suba de tasas.

Gráfico 1. Evolución del PMI Compuesto



Fuente: Equilibra con base en HS MARKIT

Tabla 1. Crecimiento PBI real

En %

| | 2019 | 2020 | 2021e | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| | | | Enero | Abril |
| PBI mundial | 2,8 | -3,3 | 5,5 | 6,0 |
| Estados Unidos | 2,2 | -3,5 | 5,1 | 6,4 |
| China | 5,8 | 2,3 | 8,1 | 8,4 |
| Japón | 0,3 | -4,8 | 3,1 | 3,3 |
| Reino Unido | 1,4 | -9,9 | 4,5 | 5,3 |
| Francia | 1,5 | -8,2 | 5,5 | 5,8 |
| España | 2,0 | -11,0 | 5,9 | 6,4 |
| Italia | 0,3 | -8,9 | 3,0 | 4,2 |
| Alemania | 0,6 | -4,9 | 3,5 | 3,6 |
| América Latina | 0,9 | -6,7 | 4,2 | 4,7 |
| Brasil | 1,4 | -4,1 | 3,5 | 3,9 |

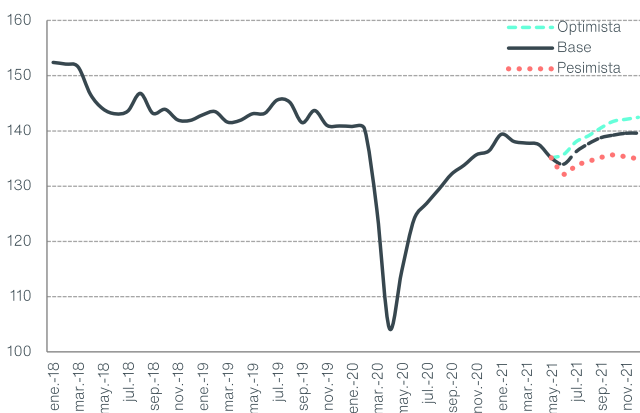
Fuente: equilibra con base en FMI y Banco Central de Brasil

El contexto internacional jugará a favor de la economía argentina en 2021, tanto por el lado de la demanda mundial como por el lado financiero. Es cierto que no podremos aprovechar las bajas tasas de interés globales por tener un acceso restringido al crédito externo, pero nos beneficiaremos de la fuerte recuperación del precio de las commodities (sobre todo agrícolas) y de la inyección de Derechos Especiales de Giro (DEGs) por parte del FMI para apuntalar la salida de la pandemia. Los altos precios internacionales de los commodities de exportación —en particular, la tonelada de soja rondando un promedio de US\$ 550— implicarán un flujo adicional de dólares a la economía en torno a US\$ 10.000 millones. Sobre eso, se monta la asignación de unos US\$ 4.350 millones, que corresponden a la porción argentina de la nueva emisión de DEGs por US\$ 650.000 millones que el FMI aprobaría a fines de julio y distribuiría durante agosto entre los países miembro. Ambos factores combinados involucran casi US\$ 15.000 millones. Para tomar noción de la magnitud, estos fondos equivalen a casi 4 puntos del PBI de 2020. Con este inesperado “plus”, se amplía la disponibilidad de divisas de la economía, que suele ser la restricción primaria para su expansión. Es por este motivo que proyectamos una recuperación económica significativa en 2021.

En nuestro escenario base, el PIB se expandiría 7% (ver Gráfico 3). Presuponemos aquí dos comportamientos vinculados a la marcha de la pandemia y la negociación de la deuda. Con relación a la pandemia, lo que vemos más probable es que la economía continúe operando con restricciones relevantes a la movilidad y a ciertas actividades durante los meses de junio y julio, para transitar hacia una rápida flexibilización a partir de agosto. Entre ese mes y septiembre, las restricciones dejarían de ser relevantes para la marcha de la economía. Nuestra mirada recoge que Argentina cuenta con algo menos de 5,5 millones de vacunas sin aplicar. Asumiendo un ritmo de aplicación de 150 mil vacunas por día —algo menor al que se logró a principios de abril— se estaría en condiciones de vacunar a toda la población de riesgo con al menos una dosis para mediados de julio (14,3 millones de personas, que representan el 31% de la población total). Si la llegada de vacunas se ajusta a lo previsto en el calendario oficial, el ritmo de vacunación podría ser mayor (el Ejecutivo dejó trascender su aspiración a inocular 300.000 vacunas diarias) y, consecuentemente, también la velocidad de flexibilización de las restricciones que pesan sobre la economía.

Gráfico 2. Proyección del nivel de actividad por escenario

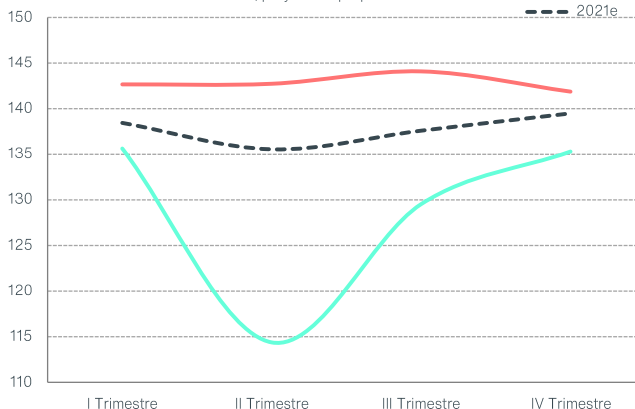
EMAE desestacionalizado 2004=100



Fuente: INDEC y proyecciones propias

Gráfico 3. Nivel de actividad en el escenario base

EMAE desestacionalizado 2004=100, proyección propia



Fuente: INDEC y proyecciones propias

En lo que se refiere a la negociación de la deuda, nuestro escenario base asume que continuará por el carril de “conversaciones productivas” hasta alcanzar un acuerdo con el FMI después de las elecciones legislativas. Tensar la negociación más de la cuerda y satisfacer demandas reivindicativas de los sectores de la coalición gobernante sensibles a acordar con el Fondo, seguramente alimentarían expectativas disruptivas y una caída de la demanda de los activos en pesos. Dado que entorpecer las negociaciones parece una estrategia contraproducente para los intereses de un gobierno que quiere transitar los meses pre-electorales sin sobresaltos cambiarios y sin disparadas del dólar que aceleren la inflación, creemos que terminará primando el pragmatismo por sobre los principios ideológicos.

La deuda con el FMI asciende a US\$ 44.000 millones y los vencimientos vigentes para 2022 y 2023 equivalen a casi US\$ 20.000 millones por año (un cuarto de las exportaciones de bienes y servicios anuales de Argentina). Es imposible pagar con recursos propios. Vemos incentivos para que el gobierno y el FMI alcancen un entendimiento antes de marzo de 2022, cuando vencen US\$ 3.650 millones. En nuestro escenario base, prevemos que las negociaciones continuarán por el carril de “conversaciones productivas” por el que han transitado hasta aquí y que, además de los intereses, sólo los vencimientos de capital de septiembre (poco más de US\$ 1.900 M) se pagarán con DEGs depositados en el BCRA. El acuerdo ocurriría en algún momento entre fines de año y comienzos de 2022.

Con el Club de París prevemos negociaciones que no gatillen eventos financieros disruptivos. El 31 de mayo pasado vencieron US\$ 2.437 millones de la deuda con el organismo, que Argentina no pagó. Existe un margen de tolerancia formal hasta el 31 de julio. Una vez pasada esa fecha, podríamos caer en default técnico si no se hubiera acordado una reprogramación o diferimiento. Normalmente, el Club de París acepta reprogramar sus préstamos siempre y cuando el país deudor suscriba o haya subscripto un programa con el FMI. Transcendidos vinculados a la negociación hablan de la buena voluntad de los países acreedores. Al tratarse de Estados nacionales, las decisiones son políticas y, por lo tanto, existen ciertos márgenes de flexibilidad. Una comunicación del FMI indicando avances concretos en la negociación con Argentina podría servir de argumento para un diferimiento. Pero, aún en el caso de que tal objetivo no se alcanzase y que por motivos formales Argentina entrara en default técnico con el Club de París, nuestro escenario base asume que las partes hacen pública su intención de seguir buscando

un entendimiento y que prima la buena voluntad en las conversaciones. Esas señales servirían para contener fuerzas potencialmente desestabilizantes en el mercado de cambios oficial y en los alternativos.

Con estos elementos en mente, vemos que la actividad económica se contraería durante el segundo trimestre y empezaría una recuperación sostenida a partir del tercer trimestre. El PIB se situaría a fin de año en torno a los niveles pre-pandemia (primer bimestre de 2020) y experimentaría una suba promedio del 7% respecto al año pasado. Esa recuperación se daría a la par de la mejora de la demanda doméstica gracias a la inyección de fondos públicos y a que salarios y jubilaciones le ganen en la segunda mitad del año la carrera a los precios, gracias a una inflación enlentecida por las anclas cambiaria y tarifarias. El déficit primario del gobierno nacional sería del orden del 4% del PIB, y el BCRA aportaría asistencia monetaria por 3,7 puntos del producto para cubrir las necesidades financieras del Tesoro. La inyección resultante de pesos se absorbería, en gran medida, con la liquidación de reservas del BCRA que financiarían la formación de activos externos a través de los mercados alternativos (MEP y contado con liqui) y, en menor medida, del oficial. El escenario presupone que la posición en pesos del sector privado terminaría a fin de año en un nivel semejante -en términos del producto- al de fines de 2020, en un contexto de brecha cambiaria y tasas apenas superiores a los niveles actuales.

Nuestros escenarios alternativos son de una probabilidad de ocurrencia considerablemente inferior al base. Una trayectoria más positiva se daría si la velocidad con la que se levantan las restricciones sanitarias fuera más rápida que en el base y, sobre todo, si el acuerdo con el FMI se concretara antes de las elecciones y se evitara un default con el Club de París. Un entendimiento anticipado con los acreedores fortalecería la demanda de pesos por parte del sector privado y aliviaría la tendencia dolarizadora durante los meses pre-electorales. En este contexto, cabría esperar una inflación más baja y una mejora más marcada del poder de compra de salarios y jubilaciones. Ese mayor vigor de la demanda permitiría una expansión algo mayor del PIB, que crecería 8% contra el año pasado.

Lo que hace a este escenario “optimista” no es tanto su efecto durante 2021, sino que sirve para sentar bases más sólidas para el 2022. Este año terminaría con la deuda con organismos financieros internacionales reestructurada, una mayor acumulación de reservas internacionales (brutas y netas), un menor déficit primario y, consecuentemente, con una menor asistencia monetaria al Tesoro.

El escenario pesimista se diferencia en dos direcciones respecto al base. Asume, por un lado, una reducción más lenta de los contagios, del uso de las camas del sistema sanitario y de las muertes vinculadas al Covid-19. Ya sea porque aparecen nuevas cepas, porque la población se desapega de los protocolos sanitarios o porque la llegada de vacunas y el ritmo vacunación son más lentos a lo previsto, el mantenimiento de las restricciones sanitarias se prolonga en el tiempo.

Este escenario asume que recién con la llegada de la primavera —en vez de agosto, como en el base— las restricciones a la movilidad dejarían de ser la principal traba para la recuperación económica. Una cuarentena más prolongada no sólo tendría un mayor efecto contractivo directo sobre la capacidad de producción de la economía, sino que también forzaría al gobierno a aumentar el gasto público destinado a la población vulnerable y a las empresas más afectadas. Dado el limitado acceso al financiamiento voluntario, estas medidas implicarían una emisión monetaria por parte del BCRA mayor a la deseada, tensionando la estabilidad del mercado de cambios y las cotizaciones alternativas del dólar.

En el escenario pesimista, la negociación de la deuda se sale de la vía de las “conversaciones constructivas” y se combina con una retórica más combativa contra los acreedores. En este contexto, habría un default “no controlado” con el Club de París y una mayor incertidumbre respecto al formato y timing del acuerdo con el FMI. Esto redundaría en una caída de la demanda de activos en pesos, una suba de los tipos de cambio y del riesgo país.

Un escenario de este tipo es tierra fértil para los feedback negativos vinculados a la dinámica política; una variable en gran medida endógena a la evolución de la situación epidemiológica y a la negociación con el FMI y el Club de París. Los movimientos que describimos arriba, agravados por la inestabilidad cambiaria que generarían, podrían debilitar la cohesión de la coalición gobernante. Si se acrecentaran las fricciones internas —pudiendo, incluso, derivar en cambios de gabinete en una dirección más combativa en las negociaciones— y, como consecuencia, se deterioraran la capacidad de gestión y la imagen positiva de la coalición gobernante, seguramente veríamos una intensificación de la tendencia a la dolarización de los portafolios durante el proceso electoral. Mayor tensión cambiaria incentivaría, a su vez, las internas en el gobierno, lo cual retroalimentaría la presión sobre el dólar, reduciendo el vigor de la recuperación económica en 2021.

Con estas dinámicas en mente, nuestro escenario pesimista supone una caída más prolongada de la economía durante los próximos meses producto de mayores restricciones a la movilidad, extendiéndose al tercer trimestre del año. Además, la recuperación en el cuarto trimestre sería más acotada. En promedio, el PIB se recuperaría un 5,5% respecto del 2020. Asimismo, la inflación se acercaría al 53% impulsada por una corrección discreta del dólar oficial post-elecciones.

DOCUMENTO ELABORADO POR EL ÁREA DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO