

## La economía crece más, pero la inflación no da respiro

miércoles, 11 de octubre de 2017

La escalera del PIB parece diseñada por el oficialismo para encontrar su techo en el momento de las legislativas del 22 de octubre. El magro crecimiento de 0,4 % interanual del primer trimestre fue seguido de un 2,7 % en el segundo y todo indica que en el tercer trimestre ese guarismo se habrá ubicado en torno a 5,0 %. Más rápida que el PIB es la evolución de la demanda agregada, que subió 4,0% interanual en el segundo trimestre y podría anotar un 6,5 % en el tercero. La contracara es, por un lado, el creciente déficit del sector externo y, por el otro, no sólo la dificultad para perforar el piso de 1,5 % mensual, sino el riesgo de un rebrote de la inflación.

Jorge Vasconcelos \*

Estos efectos colaterales son, por el momento, una señal de advertencia que no llega a dañar la marcha de la economía, pero deben ser considerados en función de las proyecciones para 2018. Un riesgo (menos probable) es que se compliquen las condiciones externas para el financiamiento del déficit fiscal, el otro (más probable) es que el Banco Central endurezca antes de fin de año la política monetaria buscando lograr que se reduzca la brecha entre expectativas y meta de inflación. Esto repercutiría sobre el mercado de bienes durables y puede hacer más ríspidas las paritarias que arrancan en marzo, pero no necesariamente debería afectar el clima de inversión.

Con la recuperación ya enraizada en la franja del consumo, el nivel de actividad parece entrar en un círculo virtuoso por el que los buenos números de 2017 comienzan a extrapolarse para 2018. Dos años consecutivos de crecimiento es algo que no se veía desde 2010, fenómeno que es reforzado por la percepción positiva en términos de gobernabilidad para la etapa que habrá de inaugurarse después del 22 de octubre. Aunque parezca tautológico, si las expectativas se inclinan hacia más actividad, este escenario es más fácil de alcanzar.

Argentina: Recaudación impositiva asociada al Mercado Interno  
Variación interanual en términos reales

\*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes  
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

Los índices de confianza en el Gobierno y los vinculados al consumo están cerca de sus máximos en mucho tiempo, pero esto dista de ser un fenómeno subjetivo. La recaudación de impuestos asociados al mercado interno, que en el segundo trimestre había subido en términos reales un 3,5 % interanual, pasó a una variación de 5,8 % en el tercero, mientras que un insumo clave en los bienes de consumo (papel y cartón), cuya producción en abril-junio todavía estaba cayendo 3,4 % interanual, pasó a terreno positivo (+ 3,9 %) en julio-agosto. Más aún, los despachos de cemento del tercer trimestre ya se ubican por encima de igual período de 2015 (previo a la recesión), mientras que el patentamiento de

cero km supera en 30,8 % la marca de julio-setiembre de aquel año.

Argentina: Producción de papel y cartón  
Variación interanual

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Este conjunto de novedades positivas no debe hacer olvidar que la de Argentina es todavía una economía con profundos desequilibrios, que tienen que ver con un déficit fiscal (incluido intereses) equivalente a 6 puntos del PIB, considerando sólo el sector público nacional, una alta dependencia del financiamiento externo (déficit de cuenta corriente de la Balanza de Pagos en 4 puntos del PIB) y un problema inflacionario que no logra ser encarrilado, en un contexto en el que restan ajustes de precios relativos (tarifas). Es más, los datos que se conocen de setiembre muestran un repunte de los índices, tanto en términos mensuales como en el acumulado de 12 meses. Algunas encuestas privadas ubican estos datos cerca de 2 % y de 25 %, respectivamente, cuando hasta julio/agosto esos andariveles se correspondían más con el 1,5 % y el 23 %.

Argentina, trayectoria de la inflación en 2017  
Variación interanual  
IPC a nivel nacional serie empalmada  
Septiembre, datos estimados

\*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes  
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

Si bien el Banco Central parece resignado a aceptar como un hecho el incumplimiento de la meta de inflación de este año (el tope había sido fijado en 17 %), no habría que suponer que similar actitud habrá de asumir en función de los objetivos de 2018. Un endurecimiento adicional de la política monetaria en lo que resta del año parece cada vez más probable, y esto repercutiría en la dinámica del crédito, así como en el manejo del capital de trabajo de las empresas.

¿Significa esto que puede abortarse el proceso de recuperación de la economía?

No conviene apresurar conclusiones. Primero, hay que ver de qué magnitud y extensión es el aludido rebrote inflacionario. Segundo, el impacto de las tasas de interés se da sobre las decisiones de corto plazo, por lo que no debería influir sobre proyectos de inversión que se recuperan en años. Tercero, la obra pública no está amenazada en este escenario. Cuarto, el flujo de capitales al país no tendría que verse interrumpido por ese motivo. Quinto, otros vectores que empujan el crecimiento pueden recuperar protagonismo: Brasil, por ejemplo, que acaba de salir de la recesión, podría llegar a crecer entre 2,5 % y 3,0 % en 2018, en la medida en que el riesgo político se mantenga estabilizado, debido a que la inflación perforando el piso de 3 % anual está permitiendo una agresiva baja de las tasas de interés.

Argentina: trayectoria de exportaciones e importaciones en 2017  
Variación interanual

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Aun con esos contrapesos, no deja de preocupar que, como resultado no deseado, los problemas de competitividad de la industria exportadora se agraven en el horizonte cercano. Con el tipo de cambio disciplinado por la tasa de interés y el financiamiento externo del déficit fiscal, la rebeldía de la inflación complica la ecuación de costos de un modo no pasajero. Quizá el gobierno pecó de optimismo cuando a fin de 2015 se propuso llegar a una inflación de un dígito bajo en 2019, pese al abultado déficit fiscal, la inercia que impone nuestra historia y los cuellos de botella que se producen por el lado de la oferta apenas la economía comienza a ponerse en marcha.

IERAL &ndash; \* Revista Novedades Económicas - Año 39 - Edición Nº 926 &ndash; 9 de Octubre de 2017