

PROYECCIONES ECONÓMICAS 2020

Al finalizar cada año, es nuestra costumbre enviar a los clientes y amigos un análisis con las perspectivas económicas y de mercados para el año siguiente. Para ello, recogemos la visión de los principales analistas y consultoras del país, a los efectos de que usted cuente con un amplio abanico de opiniones, en torno a los temas que hacen a la toma de decisiones empresarias, visiones a las cuales sumamos nuestra propia opinión sobre cada tema.

El trabajo que adjuntamos a esta nota consta de cuatro partes. En la primera repasamos el probable comportamiento de la Economía Mundial para 2020. En la segunda parte analizamos el comportamiento de las principales variables de la Economía Argentina (dólar, inflación, salarios, presión impositiva, etc.), mientras que en la tercera parte evaluamos las distintas proyecciones sectoriales, con especial énfasis en el sector agropecuario. Por último, en la cuarta y última parte, se mencionan algunos "cabos sueltos" a tener en cuenta, más allá de las proyecciones que se exponen.

Quedamos, como siempre, a su disposición para evacuar consultas que se desprendan de los temas aquí analizados u otros que no hubieran sido considerados en esta apretada síntesis. Sin otro particular, aprovechamos la oportunidad para desearles unas felices fiestas.

Lic. Carlos Seggiaro

A. LA ECONOMÍA MUNDIAL Y LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

• Gráfico N°1. Índice CRB Thomson Reuters.



Fuente: Core Commodity Indexes

Nuestro Comentario:

El Gráfico N°1, que adjuntamos, muestra el desempeño del precio de los commodities a nivel internacional (que incluye granos, harinas, aceites, metales, petróleo, etc.). Como puede observarse, los precios en su conjunto no están pasando por su mejor momento. Esto tiene que ver con el hecho de que la Economía Mundial no está ciertamente de fiesta, sino que atraviesa un escenario de discreto crecimiento que no habilita, de cara a los próximos meses, a tener una visión eufórica sobre los precios de las materias primas.

En semejante contexto, cabe esperar los siguientes comportamientos. A saber:

a) No percibimos cambios sustanciales en las tasas de interés a nivel internacional y, consecuentemente, tampoco consideramos que puedan producirse variaciones significativas en las cotizaciones de las principales monedas del Mundo (Dólar, Euro, Yuan, Yen) a lo largo del próximo año. Las presiones que ejerció durante el 2019 Donald Trump sobre las autoridades de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) llegaron a un límite y no cabe esperar cambios adicionales de aquí en adelante.

b) Con una Economía Mundial en discreto crecimiento, no hay expectativas de que pueda producirse un cambio de tendencia en los precios de los commodities a lo largo del 2020. A partir de lo anterior, consideramos que, de no mediar un accidente climático,



debería descartarse un escenario alcista para los precios en dólares de los granos, harinas y aceites y otros commodities como la leche en polvo y la carne, en el mercado internacional, a lo largo del 2020.

c) Todo indica que el Presidente Donald Trump continuará aplicando una política de carácter proteccionista para su país, con inevitable impacto a nivel global. Esto expresa un escenario de creciente conflictividad comercial, especialmente con China y sus socios del Sudeste de Asia. Cualquier acuerdo que se firme entre ambas potencias será transitorio, ya que los frentes de conflicto son muy numerosos y de largo aliento.

d) Todo indica que el 2020 también será un año de tensiones en el ámbito del Mercosur. El Gobierno de Brasil planteará, muy probablemente, una relación comercial bilateral más agresiva además de seguir poniendo en discusión el carácter de Unión Aduanera que hoy caracteriza al bloque, con la intención de degradarlo a un Área de Libre Comercio. En ese contexto, diversos productos argentinos podrían afrontar algunas dificultades adicionales, como es el caso de lácteos, arroz, poroto negro, porcinos trigo, etc.

e) A comienzos del 2019, se produjo en China un siniestro sanitario de grandes dimensiones, la peste porcina, que posteriormente se fue extendiendo a otros países del Sudeste de Asia. Esta situación ha generado un verdadero colapso en el mercado mundial de proteína animal, que está generando aumentos en los precios de las carnes en general, incluyendo la carne vacuna. Consideramos que esto plantea un escenario de oportunidades para la Argentina, que podría ser aprovechado a lo largo del 2020, en términos de mayores exportaciones a esta región del Mundo.

B. PROBABLE COMPORTAMIENTO DE VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES

1. NIVEL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

- Cuadro N°1. Porcentaje de Crecimiento del PBI en 2020.

Consultor Privado	
CEPAL	-1,3%
Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM)	-1,7%
Econviews	-2,0%
Ecolatina	-2,0%
Analytica	-3,5%

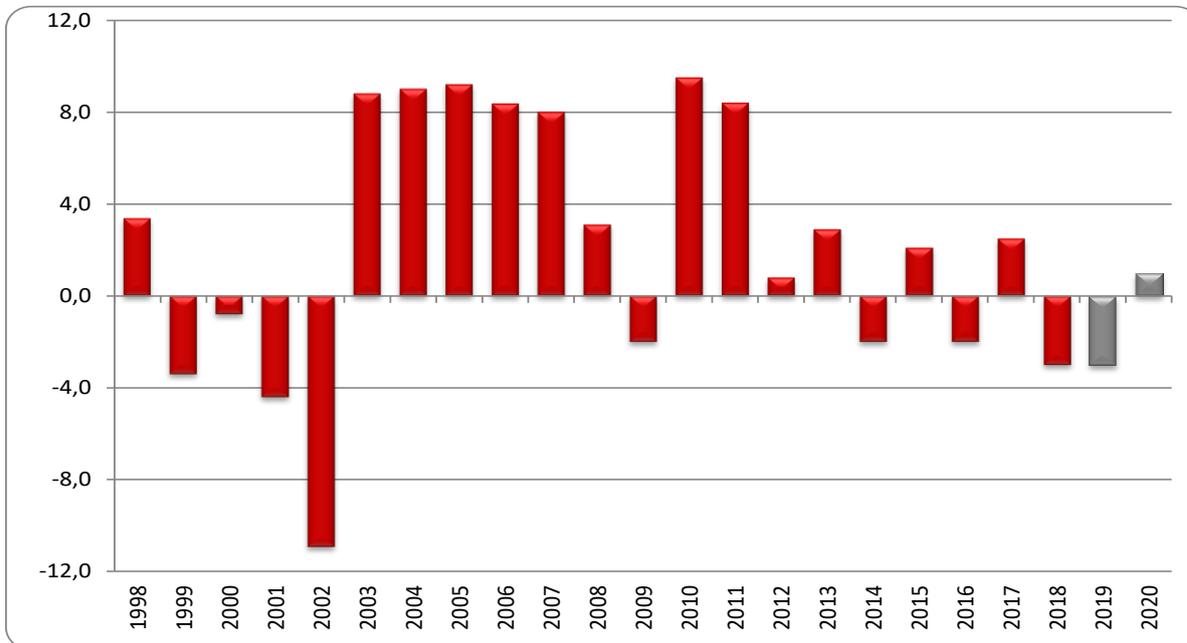
Nuestro Comentario:

La mayoría de los analistas coincide en que la Economía Argentina experimentó en el 2019 un importante proceso recesivo, con una caída anual que estimamos en torno al 3% en el nivel de actividad económica (PBI). Como puede observarse en la tabla que adjuntamos, las opiniones para el próximo año consideran que el proceso recesivo tenderá a profundizarse.

Nuestra opinión al respecto es que el actual escenario recesivo se prolongará hasta fines del segundo semestre, a partir de lo cual la Economía Argentina podría comenzar un lento proceso de recuperación productiva, terminando el año con signo positivo, aunque muy discreto. Un aumento en el nivel de actividad de entre el 0,5% y el 1% no puede descartarse, aunque sería la lectura más optimista que puede plantearse.

De lo anterior, se deduce que no hay ninguna fiesta en el horizonte. La Economía Argentina suma ya dos años de fuerte recesión y no puede esperarse, en este contexto, una recuperación muy importante en el nivel de actividad económica. Esta situación plantea una fuerte advertencia para algunos sectores empresarios, sobre todo para aquellos que están vinculados al mercado interno, ya que el consumo seguirá mostrando señales débiles durante el próximo año.

• **Gráfico N°2. Crecimiento de la Actividad Económica Argentina.**



2. INFLACIÓN

• **Cuadro N°2. Porcentaje de Inflación Anual para el 2020.**

Consultor Privado	
Marco Lavagna	40%
Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM)	43%
Elypsis	43,8%
Fundación Capital	54,2%
Banco Superville	54,2%
Société Générale	60%

Nuestro Comentario:

La mayor parte de las Consultoras Privadas ubica la inflación del 2019 en torno al 55%. De cara al próximo año, y tal como puede observarse en el cuadro, los pronósticos se inclinan por un rango entre el 40% y el 60%. Nuestra opinión coincide con esta visión, aunque lo vemos más cerca del techo que del piso de esta banda.

No obstante lo anterior, es posible que el Gobierno pueda mostrar durante el primer cuatrimestre del 2020, una tasa de inflación por debajo de la actual (en torno al 4% mensual). Esto podría ocurrir si el acuerdo de precios y salarios resulta medianamente efectivo. Sin embargo, consideramos que finalmente las presiones y desequilibrios en los precios relativos prevalecerán, con lo cual una mayor aceleración será inevitable, sobre todo en el segundo semestre del año.

Una inflación alta para el 2020 está garantizada. Sin embargo, no visualizamos un escenario de hiperinflación, de un descontrol absoluto en los precios. Ahora bien: ¿Qué se entiende por una hiperinflación? En el año 1989, bajo el Gobierno de Raúl Alfonsín, la inflación llegó a ubicarse, en forma anualizada en una cifra cercana el 3.000%. No es lo que vemos en el horizonte, pese a todas las dificultades existentes.

3. COTIZACIÓN DEL DÓLAR

- **Cuadro N°3. Dólar a Diciembre de 2020.**

Consultor Privado	
Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)	\$85,90
Orlando Ferreres & Asociados	\$96,30
Itaú	\$98
UBS	\$100
Econviews	\$100

Nuestro Comentario:

La Argentina ya no tiene margen para volver a atrasar el tipo de cambio. La tabla que adjuntamos muestra que la mayor parte de los analistas considera que el Banco Central (BCRA) realizará ajustes periódicos en la cotización para que la misma siga, al menos, en línea con el comportamiento de los precios internos. Con una inflación en torno al 50% el año próximo, nos parece bastante razonable suponer que el dólar oficial en diciembre del 2020 pueda ubicarse en torno a los 100 pesos.

Nuestra visión es que el cepo se mantendrá durante todo el año (hay muy poco margen para otra cosa), con lo cual persistirán las restricciones para hacerse de divisas de parte de empresas y particulares. De lo anterior, se deduce que el llamado Dólar Blue se despegará progresivamente de la cotización del mercado formal. No sería descabellado

considerar que, para el segundo cuatrimestre, la brecha entre ambas cotizaciones supere el 50%.

Ahora bien: ¿Puede haber en algún momento de los próximos meses un golpe de mercado, que eleve la cotización del dólar en el mercado formal, muy por encima de las proyecciones expresadas en el cuadro? La respuesta es contundente: NO. No puede haber un golpe de mercado por la sencilla razón de que el mercado ya no existe. El cepo expresa en los hechos un sistema de control de cambios, marco en el cual el mercado pierde relevancia a la hora de definir el valor del dólar.

Digámoslo con todas las letras. ¡A lo largo del 2020 el dólar va a valer en la Argentina lo que se le dé la reverenda gana al Banco Central! De un Gobierno que no está dispuesto, por una cuestión de gobernabilidad, a convalidar variaciones fuertes en la cotización del dólar.

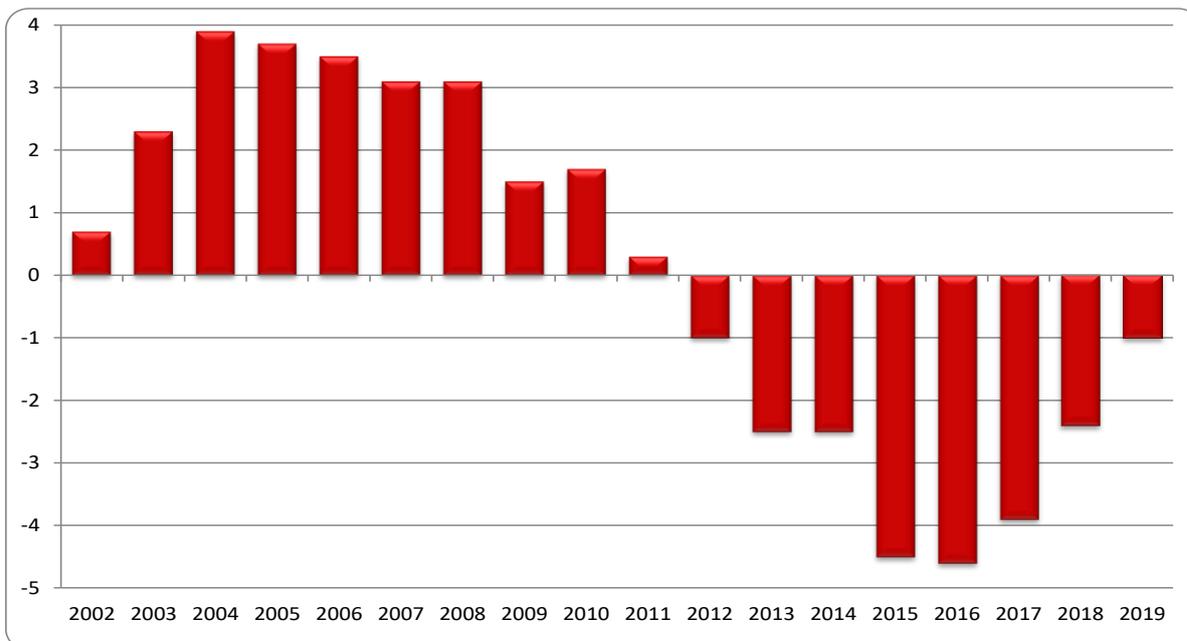
• **Gráfico N°3. Tipo de Cambio Real Bilateral. Base 17/12/15=100.**



Fuente: BCRA

4. CUENTAS FISCALES Y PRESIÓN IMPOSITIVA.

- **Gráfico N°4. Superávit/Déficit Fiscal Primario. Como porcentaje del PBI.**



Nuestro Comentario:

El gráfico que adjuntamos muestra el desempeño de las cuentas fiscales del Gobierno Argentino durante los últimos años. Todo indica que Mauricio Macri le entrega a Alberto Fernández un déficit fiscal que se ubica entre el 0,5% y el 1% del PBI. La Ley de "Solidaridad Social y Reactivación Productiva", aprobada la semana pasada, contiene una batería de medidas que apuntan a romper la indexación del gasto público, por un lado, y por el otro dar una señal de consistencia fiscal y monetaria.

A partir de lo anterior, la expectativa del Gobierno Nacional es enviar una señal en el sentido de que al finalizar el 2020, las cuentas fiscales no muestren un déficit por encima del 1% del PBI, es decir un desequilibrio más bien discreto, similar al que dejó Mauricio Macri, contexto en el cual la emisión de dinero para financiar el déficit debería ser bastante razonable.

Sin embargo, nuestra visión sobre este tema es que las demandas políticas y sociales para expandir el gasto público serán bastante superiores a las que están previstas en la foto actual, por lo cual consideramos que a fines del 2020 el déficit fiscal podría ubicarse entre el 3% y el 4% del PBI. En ese contexto, consideramos que la emisión monetaria será ciertamente mayor a la prevista.

Por otra parte, y tal como quedó planteado la semana pasada, debería estar claro que, sea cual sea el proceso de negociación de la deuda pública, no cabe esperar medidas

tendientes a reducir sustancialmente la actual presión impositiva, si bien por otra parte, tampoco percibimos acciones para aumentar la carga impositiva por encima del paquete de medidas ya anunciados a fines del presente año.

5. SALARIOS, NIVEL DE EMPLEO Y CONSUMO INTERNO.

Resulta difícil pronosticar si las negociaciones paritarias del año próximo se ubicarán, en promedio, por encima de la tasa de inflación, tal como reclaman las entidades gremiales y promete el mismo Gobierno Nacional. Consideramos poco probable que eso ocurra a nivel general, ya que la inflación prevista para el 2020 seguirá siendo muy elevada, con lo cual tenderá a licuar los aumentos salariales que pudieran conseguirse.

A partir de lo anterior, tiene que quedar en claro que la pérdida de poder adquisitivo de parte de vastos segmentos de la población, que fue muy fuerte a lo largo del 2018 y el 2019, difícilmente pueda revertirse a lo largo del próximo año, de manera sustancial. Una distribución del ingreso de carácter más regresivo, como la que deja la gestión anterior, tenderá a consolidarse lo cual expresa toda una señal en términos de negocios, y no sólo para el 2020, sino para el 2021 también.

6. TASAS DE INTERÉS.

El Sistema Financiero Argentino ofreció a lo largo del 2018 y el 2019, tasas de interés reales tan positivas que resultan incompatibles con el funcionamiento del sistema productivo. Prácticamente, ninguna actividad empresarial pudo competir, durante el año que ya finaliza, con las alternativas financieras que ofrecía el sistema.

Esto cambiará sustancialmente durante el 2020, ya que el Banco Central llevará adelante una política tendiente a reducir progresivamente las tasas de interés en todo el sistema. A partir de lo anterior, es altamente probable que a lo largo del próximo año veamos tasas de interés negativas en términos reales, es decir frente a la tasa de inflación.

No hay nada de sorpresivo en este tipo de acciones. La Economía Argentina muestra ciclos recurrentes en torno a este tema. Durante la gestión de Mauricio Macri, el Gobierno aplicó una política que recostó sus intereses del lado de los acreedores (el tenedor de un plazo fijo, quienes tomaban una Lebac, etc.), marco en el cual quienes se endeudaban quedaban expuestos a tasas casi imposibles de cumplir. A partir de ahora veremos un Gobierno que se pone claramente del lado de los deudores, en un ciclo que también puede durar varios años.

Adicionalmente a lo anterior, también es altamente probable que veamos desde el 2020 líneas de crédito a tasa subsidiada, para alentar proyectos de inversión que estimulen las exportaciones con valor agregado, a partir de la necesidad de generar divisas que tiene el país en el marco de los compromisos de pago de la deuda. Consideramos que aquí se presentarán oportunidades que conviene analizar, sobre todo desde las cadenas de valor agroalimentarias.

C. COMPORTAMIENTOS SECTORIALES: Sector Agropecuario.

En el marco del contexto internacional analizado en el punto A de este trabajo, y con un escenario interno evaluado en el punto B, la actividad agropecuaria durante el 2020 estará muy probablemente caracterizada por los siguientes elementos:

Para comenzar destaquemos que, de no mediar un accidente climático, el recorrido del precio de los granos a nivel internacional debería seguir un comportamiento más bien lateral durante el 2020, por lo ya expresado en el punto A de este informe.

No obstante lo anterior, hay que destacar que el acuerdo a alcanzar con el FMI y los compromisos de pago de deuda de parte del Estado Argentino, plantean la necesidad de contar con un dólar competitivo, a los efectos de dinamizar las exportaciones. Un dólar más alto es siempre una buena noticia para un productor agrícola, aunque tal como ya quedó expresado en los recientes anuncios sobre las retenciones a las exportaciones, seguirá planteada una alta presión impositiva sobre la actividad agrícola.

Como contrapartida, los productores pecuarios (vacunos, lácteos, porcinos, etc.) seguirán parados sobre una realidad algo más compleja, ya que el mercado interno continuará golpeado por la pérdida de poder adquisitivo de vastos segmentos de la población, a la par que la estructura de costos continuará condicionando los márgenes de rentabilidad.

Sin embargo, por el lado de la carne vacuna percibimos una reversión del ciclo de negocios de cara al 2020. Un rol exportador algo más dinámico, podría jugar positivamente desde el lado de la demanda, mientras que una menor oferta tenderá a mejorar los precios y acomodar de mejor manera los márgenes de rentabilidad. En definitiva, visualizamos algunas oportunidades interesantes en carne vacuna para el 2020, en contraste con los años 2018 y 2019.

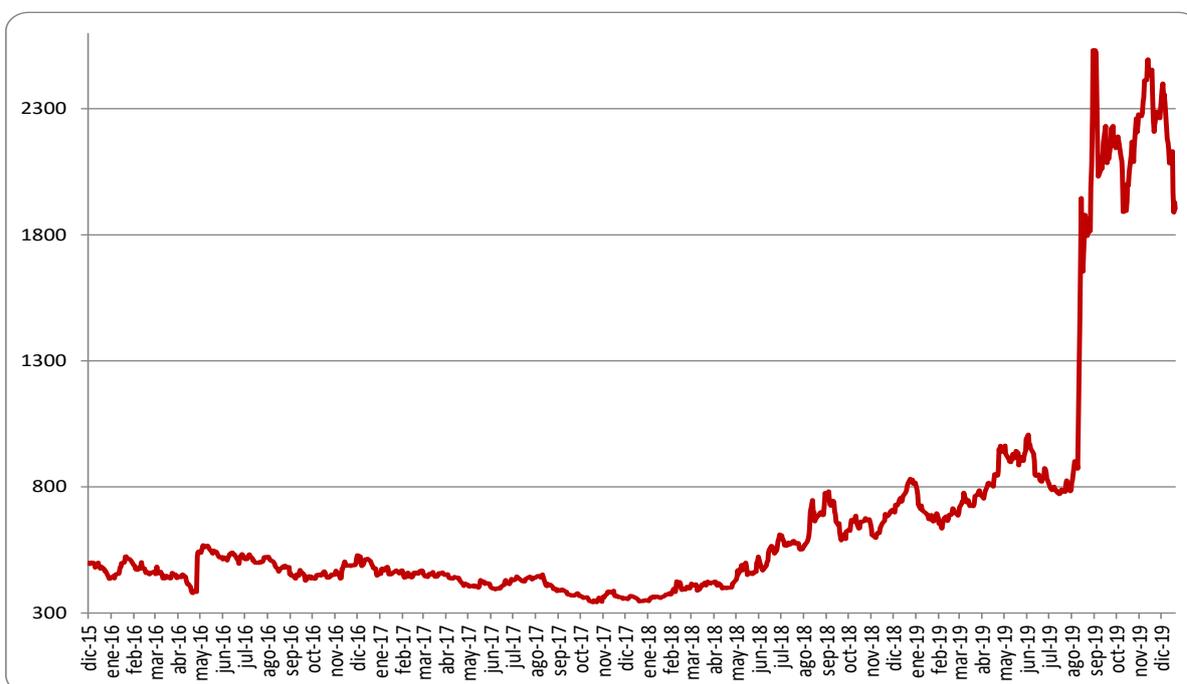
D. LOS "CABOS SUELTOS" DE ESTE ANÁLISIS.

A diferencia de lo que mucha gente puede pensar, no nos parece para nada imprevisible el comportamiento de la Economía Argentina a lo largo del 2020. Esto es así debido a que el margen de maniobra que tiene el actual Gobierno para actuar es bastante limitado, a partir de los fuertes condicionamientos que dejó la gestión anterior. Sin embargo, hay algunos cabos sueltos en el análisis que merecen ser considerados. A saber:

a) El probable comportamiento de las variables macroeconómicas durante el 2020, planteado en este trabajo, no considera la hipótesis de un estallido social y un consecuente debilitamiento de la gobernabilidad a nivel país. En caso de que esto ocurriera, podríamos encontrarnos con un dólar bastante más elevado, inflación ascendente y una mayor pérdida de poder adquisitivo de parte de la población, con lo cual cabría esperar una profundización del actual escenario recesivo.

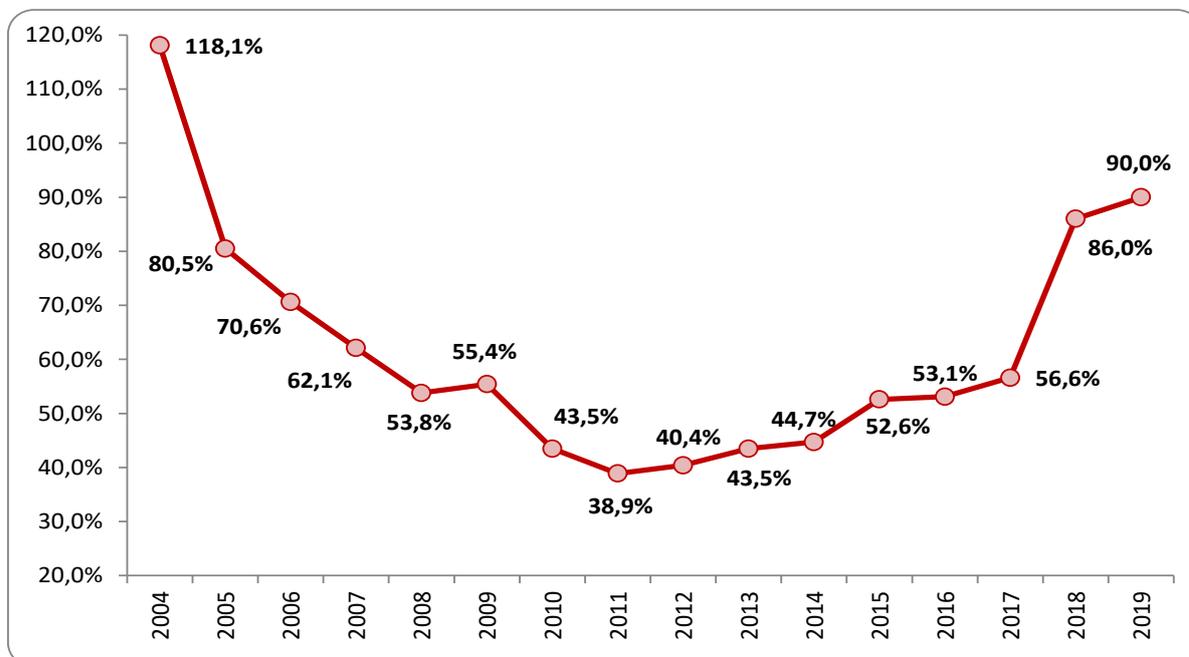
b) La negociación del Gobierno Argentino con los acreedores externos es una pieza clave para encauzar la recuperación del sistema productivo y sacar al país de la actual recesión. Se trata de una negociación compleja y difícil, donde los primeros tres meses del próximo año serán claves para evaluar si el país puede conseguir un acuerdo sustentable o si, en cambio, caerá nuevamente en un default abierto, lo cual generaría consecuencias muy negativas sobre el nivel de inversión y los negocios vinculados al comercio exterior.

- **Gráfico N°5. Riesgo País, en puntos básicos.**



Fuente: J.P. Morgan

• **Gráfico N°6. Deuda Bruta de la Administración Central, en porcentaje del PBI.**



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda de la Nación