



Informe de Coyuntura

El Modelo productivo sufre el Síndrome “Triángulo de las Bermudas”

Staff de Reporte Económico

Lic. Alejandro Banzas

(Economista Jefe)

Economistas y Profesionales

Lic. Cecilia Alvis

Lic. Sergio Burlando

Lic. Federico Grasso

Lic. Lorena Fernández

Dr. José M. Krause Mayol

Sr. Xavier Lambruschini

Contacto

info@reporte económico.com.ar

También en Facebook y Twitter

La economía doméstica comienza a notar signos de desaceleración económica. Las tasas de crecimiento son más modestas respecto a trimestres anteriores.

Reporte Económico considera que la tasa de crecimiento del PBI para el año 2012 estará cerca del 3,5% anual.

“La fuga de capitales, que desde el inicio de la gestión de Cristina Kirchner ascendió a u\$s75.000 millones, el equivalente a 18% del PBI “.

El principal problema que padece el modelo productivo, es la fuga de capitales, que desde el inicio de la gestión de Cristina Kirchner ascendió a u\$s75.000 millones, el equivalente a 18% del PBI. **Curiosamente, un programa que tiende a solidificar un sendero de persistente crecimiento económico, sufre el síndrome de “triángulo de las Bermudas”, en donde desaparecen los dólares del circuito doméstico, imposibilitando ser volcados a la inversión productiva y al desarrollo.**

REPORTE ECONÓMICO aconseja continuar monitoreando el comportamiento hacia el mes de diciembre, ya que de persistir la fuga de capitales, y ante una mayor demanda de pesos por factores estacionales (pago de sueldo y aguinaldos más bonus), podría tensionar aún más la demanda de pesos, consolidando un nivel de tasas de interés todavía más alto.

Las perspectivas de los próximos meses no son alentadoras, ya que el gobierno deberá hacer frente al pago de la deuda originado en el cupón del PBI, que en el mes de diciembre demandará un monto de u\$s2.000 millones, que también serán afrontado con las reservas. A lo largo del año en curso, la caída de las reservas internacionales superan largamente los 4.000 millones de dolares, disminuyendo la cobertura de los pesos circulantes respecto a los valores de un año atrás.

Por otra parte, la Base Monetaria redujo el ritmo de expansion como consecuencia de que el BCRA dejó de comprar dólares, para pasar a venderlos. Tal como se observa desde el mes de mayo de 2011, la tasa de variación interanual de la Base Monetaria pasó del 42,7%, al 38,2% hacia el mes de septiembre.

A lo largo del presente año 2011, los principales factores de expansion de la Base Monetaria -con datos a primeros días de octubre- expresa la menor intervención cambiaría efectuada por el BCRA dejando de comprar divisas, contrariamente a lo que venía sucediendo el año anterior, y lejos de la variación negativa registrada durante el año 2008 (crisis de Lehman Brother). (ver cuadro 2).

La fuga de capitales, en un marco de fuerte incertidumbre de los mercados internacionales, conjuntamente con la falta de horizontes en las decisiones económicas internas, respecto a como afrontar el impacto de la crisis se tradujo en una fuerte suba de las tasas de interés en el mercado local, evitando una mayor salida de depósitos.

Un indicador de referencia, para el desenvolvimiento del sistema financiero en esta coyuntura, está enmarcado en un comportamiento similar al observado durante la crisis internacional del año 2008. Se destaca que en momentos de incertidumbre financiera, se produce una mayor concentración de los depósitos a término en los plazos más cortos. Precisamente, durante el año 2008, la concentración se dio en un breve lapso (no mayor a los dos meses desde septiembre a noviembre) y alcanzó al 61%. Si bien, al mes de septiembre del presente año la concentración es del 55%, se podría repetir el mismo comportamiento y alcanzar los mismos valores que en la crisis 2008.

Por estos días, las entidades bancarias han redoblado los esfuerzos tendientes a evitar una salida de depósitos a plazo, y en tal sentido, han optado por incrementar la tasa de interés para los depositantes, en particular en el segmento de depósitos mayores al millón ubicándose en valores que rondan el 20%. Esto habría consolidado un techo para la visión del BCRA que comenzó a ofrecer pesos vía la compra de letras (Lebacs) en cartera de las entidades. Otro mecanismo utilizado por estos días es utilizar la caja del Banco Nación a los efectos de poder dotar al resto del conjunto bancario a través de operaciones de call de hasta 30 días (algo inusual) dentro de las habituales operaciones entre entidades.

En un escenario por demás complicado en materia financiera el BCRA, ha cumplido levemente hasta el momento con el programa monetario.

En efecto tal como se desprende del siguiente cuadro:

Cuadro 1: Evolución del Programa Monetario.-

| | M2 Real | Meta Prog.Monet. | Banda Superior | Banda Inferior |
|---------------|---------|---------------------|----------------|-------------------|
| Mar-11 | 269.405 | 265.514 | 276.135 | 254.893 |
| Jun-11 | 293.943 | 281.499 | 292.759 | 270.239 |
| Sep-11 | 304.078 | 297.191 | 309.079 | 285.303 |
| Dic-11 | S/D | 322.426 | 335.323 | 309.529 |

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.-

La agenda económica deberá contemplar una definición más certera sobre la política cambiaria y sobre el verdadero valor de nuestra moneda.

Tal como se desprende del mismo, El M2 Real (agregado monetario seleccionado para el cumplimiento del programa monetario) registró variaciones por encima de las metas "base" pactadas, y se distribuyeron de la siguiente forma: +1,5% en el primer trimestre, +4,4% en el segundo y + 2,3% en el tercero. Respecto a las perspectivas del último trimestre del año, la continuidad observada en la fuerte salida de capitales "juega a favor" para el cumplimiento del programa monetario, ya que la pérdida de reservas se traduce en un importante absorción de pesos que favorece el cumplimiento de las metas.

No obstante, resultara clave monitorear el comportamiento hacia el mes de diciembre, ya que de continuar la fuga de capitales y ante una mayor demanda de pesos por factores estacionales (pago de sueldo y aguinaldos más bonus), podría tensionar aún más la demanda de pesos consolidando un nivel de tasas de interés más alto.

Por otra parte, la expansión de la Base Monetaria fue creciendo a menor ritmo. Tal como se observa desde el mes de mayo de 2011 que lo hacía a una tasa interanual del 42,7% bajo a una tasa del 38,2%. A lo largo del presente año 2011 los principales factores de expansión de la Base Monetaria, con datos a primeros días de octubre, el acumulado del año 2011 expresa la menor intervención cambiaria efectuada por el BCRA respecto al año anterior y lejos de la variación negativa registrada durante el año 2008 (crisis de Lehman Brother). Por otra parte, el recalentamiento del mercado de pesos durante los meses de septiembre y lo que transcurre del mes de octubre se traduce en una mayor expansión vía pasajes ante las necesidades de caja de los bancos.

Cuadro 2: Factores de Variación de la Base Monetaria.- (*)

**REPORTE
ECONÓMICO
ESTIMA QUE BAJO
LAS CONDICIONES
MACROECONÓMICAS
AS ESPERADAS EL
DÓLAR A FIN DE
2012 DEBERÍA ESTAR
EN VALORES
CERCANOS A \$5.10.**

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| Variación de la Base Monetaria | 18,9 | 10,5 | 12,9 | 38,1 | 33,2 |
| Intervención Cambiaria | 32,3 | -3,1 | 12,6 | 46,3 | 9,3 |
| Pasivos No monetarios | -6,6 | 13,6 | -1,6 | -26,7 | 7 |
| * Lebac y Nobacs | -5 | 19,2 | -2,4 | -20,3 | 0,6 |
| * Pasos netos | -1,7 | -5,6 | 0,8 | -6,5 | 6,4 |
| Sector Público | -5,3 | -8,2 | 0,2 | 19,5 | 16,9 |
| Otros | -1,5 | 8,2 | 1,7 | -1 | 0 |

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.-

(*) Nota: Expresado en miles de millones de pesos

La clave del mercado está enmarcado en la sustantiva y constante fuga de capitales. En efecto, en el siguiente cuadro N° 2 puede apreciarse el desenvolvimiento de los distintos factores que contribuyeron a la variación de las reservas internacionales. La pérdida de las reservas es un dato preocupante en un escenario internacional que luce cada día un poco más complicado, en referencia a un posible desenlace negativo del "caso Griego".

Esta situación, conspira decididamente contra la marcha del sector externo, cuyo balance comercial ha perdido vigor a través de los últimos meses. Tal como puede observarse en el siguiente cuadro, comparándolo con el año 2008, la pérdida de reservas internacionales ha sido concluyentemente más importante que el párate de aquel año. Adicionalmente, las perspectivas no son alentadoras, ya que el gobierno deberá hacer frente a la deuda por el pago del cupón del PBI hacia el mes de diciembre, por unos u\$s2.000 millones, que también serán afrontadas con reservas del BCRA.

Finalmente, si analizamos las reservas de libre disponibilidad podemos observar que mientras en el año 2010 –medido en promedio– alcanzaba los u\$s 16.029 millones, en lo que va del año 2011 las mismas alcanzaron a u\$s 8.630 millones. Esta información permite inferir que el financiamiento al Tesoro a través de éste mecanismo se ha recortado un 50%.

Cuadro 3: Factores de Variación de las Reservas Internacionales.- (*)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--|-------------|------------|------------|------------|-------------|
| Variación de las Reservas Internacionales | 14,1 | 0,1 | 1,6 | 4,2 | -4,1 |
| Intervención cambiaria | 10,5 | -0,9 | 3,3 | 11,8 | 2,4 |
| Organismos internacionales | -1,3 | -1,4 | 3,4 | 0,3 | 0,2 |
| Otras Operaciones del Sector Público | 2,8 | 0,9 | -6,9 | -1,2 | 7 |
| Efectivo Mínimo | -1,8 | 0,2 | 0,5 | -0,9 | -3,8 |
| Otros + Var. Tipo de cambio | 3,9 | 1,3 | 1,3 | -5,8 | -9,9 |

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.-

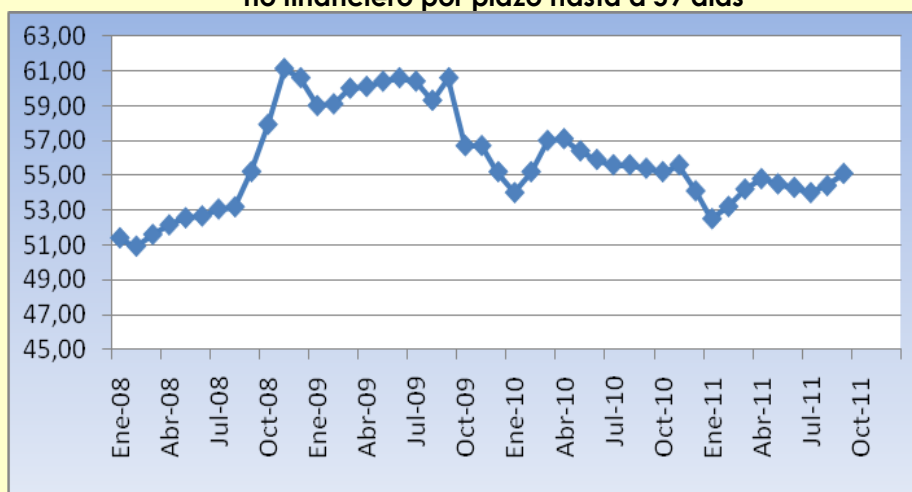
(*) Nota: Expresado en miles de millones de dólares

Un indicador de referencia, para el desenvolvimiento del sistema financiero en esta coyuntura, está enmarcado en un comportamiento similar al observado durante la crisis internacional del año 2008. Se destaca que, **en momentos de incertidumbre financiera, se produce una mayor concentración de los depósitos a término en los plazos más cortos.** Precisamente, durante el año 2008 la concentración se dio en un breve lapso (no mayor a los dos meses desde septiembre a noviembre) y alcanzó al 61%. Si bien, al mes de septiembre del corriente año la concentración es del 55%, se podría repetir el mismo comportamiento y alcanzar los mismos valores que en la crisis 2008 (61%).

Por estos días, las entidades bancarias han redoblado los esfuerzos tendientes a evitar una sustantiva salida de depósitos a plazo, y en tal sentida, han optado por incrementar la tasa de interés para los depositantes, en particular en el segmento de depósitos mayores al millón de pesos, ubicándose en valores que rondan el 20%. Esto habría consolidado un techo para la visión del BCRA que comenzó a ofrecer pesos vía la compra de letras (Lebac) en cartera de las entidades. Otro mecanismo utilizado por estos días es utilizar la caja del Banco Nación, a los efectos de poder dotar de pesos al conjunto bancario a través de operaciones de call de hasta 30 días (algo inusual) dentro de las habituales operaciones entre entidades.

El incremento de la tasa pasiva, dió lugar al traslado a la tasas activas y a la salida de los bancos en operaciones a tasa fija, con lo cual, se espera una desaceleración de las tasas de colocación de fondos tanto a empresas como a particulares.

Gráfico 1.- Evolución de los depósitos a plazo fijo del sector privado no financiero por plazo hasta a 59 días



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.-

A diferencia de la crisis del 2008, el sistema se encuentra con mayores dificultades a la hora de mensurar la liquidez bancaria. En efecto, con solo mirar el gráfico n° 2 surge claramente lo mencionado en un contexto de alta salida de capitales. El síntoma mas evidente del impacto de la crisis de confianza esta dado por el pasaje de los depósitos a un plazo más corto. El límite de la serie se sitúa en 61% a menos de 59 días, la pregunta es ¿superaremos el record hacia fin de año?

En dicha circunstancias, la tasa Badlar trepó al 21% anual, en tanto que al día de hoy –última información disponible- las tasas alcanzaron el 18,50% y es posible que aun persista el incremento. A diferencia del año 2008 las entidades están con menor liquidez que en aquella oportunidad y en consecuencia las herramientas comienzan a ser más limitadas. La compra de letras por parte del BCRA es una de ellas y la utilización de fondos a través del Banco Nación es otra, la que aún no ha sido utilizada es la reducción de los encajes, algo que todavía no parece estar en la mesa de la discusión.

Gráfico 2.- Evolución del ratio de liquidez.-



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.-