



# Informe de Coyuntura y Sistema Financiero

## Las Reservas lucen complicadas y pre anuncian dificultades No obstante la situación es sustantivamente diferente a la del 2001

### Staff de Reporte Económico

Lic. Alejandro Banzas

(Economista Jefe)

### Economistas y Profesionales

Lic. Cecilia Alvis

Lic. Sergio Burlando

Lic. Lorena Fernández

Lic. Federico Grasso

Dr. José M. Krause Mayol

Sr. Xavier Lambruschini

### Contacto

info@reporteconómico.com.ar

También en Facebook y en Twitter

## REPORTE ECONÓMICO

**Recuperar los niveles de competitividad** de los mejores años de la década "K", implicaría un valor del dólar de \$ **8,82**. Esta medición contempla un índice de precios alternativo al que proporciona el INDEC.

**El Crédito a la Inversión** debe apuntar a incrementar la oferta de bienes y servicios.

Para ello, es necesario apuntalar el crédito a la inversión productiva, modificando la actual Comunicación A 5449 que otorga crédito de manera indiscriminada, tanto a grandes empresas como a Pymes al 15% fijo.

No resulta equitativo que ese crédito blando pueda ser recibido por grandes empresas oligopólicas y formadoras de precio en varios bancos a la vez, sin una contraprestación a la hora de determinar precios.

Este sustantivo aporte a la disminución de los costos financieros de las grandes empresas debería ser contemplado a la hora de ejercer controles de precios ineficientes, y que esta herramienta no se constituya en un negocio financiero.

Las reservas internacionales medidas en relación al PBI, denotan un estadio preocupante (ver Gráfico 1), con tendencia a acercarse a los valores del "estallido" de la convertibilidad. Desde el 26 de enero de 2011 (u\$s 52.618 millones de dólares máxima cantidad de reservas acumuladas) al presente, la salida de reservas del BCRA alcanzó la friolera de u\$s 15.600 millones de dólares.

La caída de las reservas a lo largo del año en curso, totalizaron unos u\$s 6.234 millones, situándose en u\$s 37.056 millones de los cuales 2.650 corresponden a Oro, y se proyecta un cierre del año 2013, en valores cercanos a u\$s 30.800 millones.

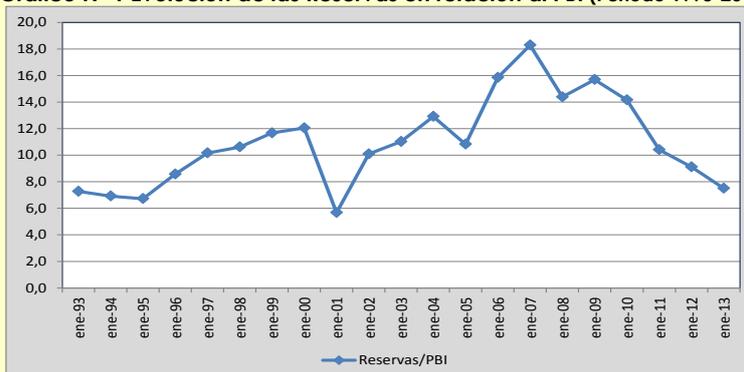
En tal sentido, el año próximo las reservas podrían continuar cayendo en el orden de los u\$s 7.500 millones, con lo cual, el stock de las reservas a fin del año 2014, alcanzarían según nuestras proyecciones los u\$s 22.500 millones. Si bien es cierto que el ratio Reservas/PBI parecería converger al observado sobre el final de la convertibilidad, la situación estructural de la economía es otra.

La política de desendeudamiento externo llevada a cabo desde el 2003 en adelante, resultó por demás favorable a la Argentina. No solo en el sentido de tener que afrontar menores erogaciones en concepto de intereses (además no se debe dar explicaciones al FMI al momento de refinanciar el capital) sino también porque abre hacia el futuro una ventana de oportunidad para tomar endeudamiento a baja tasa de interés. Sería saludable para la economía, que si se opta por tomar fondos en el exterior sea con destino a obras de infraestructura y no para afrontar gasto corriente, o sostener un artificialmente un seguro de cambio con atraso del mismo en términos reales como el de la década de los noventa.

Cabe resaltar, que la principal fuente de ingreso de divisas de la economía, esta dado por el superávit comercial. En efecto, al mes de julio el saldo comercial representó unos u\$s 5.725 millones, proyectando un cierre positivo de u\$s 9.300 millones durante el año en curso. Para el año 2014, dicho saldo lo vemos más acotado, entorno a los u\$s 7.800 millones. Precisamente el saldo comercial resulta la principal fuente de divisas del país de modo que las importaciones se encuentran sensiblemente limitadas y en consecuencia acotan el margen de crecimiento del PIB. De no registrarse cambios profundos Argentina tiene serias chances de entrar en recesión profunda hacia el 2015 año de recambio presidencial.

Bajo este contexto, los "fundamentals" que sostienen nuestra proyección, se asientan en los siguientes pilares: A) Baja en el precio de las commodities B) Mayor expansión monetaria, producto de los desequilibrios fiscales que presionará a la demanda de la moneda extranjera y mantenimiento del cepo cambiario con mayor brecha cambiaria. C) Incremento del déficit energético. Durante el año en curso las importaciones de combustibles alcanzarían los u\$s 13.800 millones de dólares y las proyecciones del déficit energético de unos u\$s 9.100 millones de dólares. D) Incremento del Déficit Turístico. Las proyecciones estimadas para el cierre del año en concepto de Turismo, arrojarían niveles superiores a los u\$s 8.200 millones. De no tomar el gobierno drásticas medidas al respecto y de mantenerse un ritmo devaluatorio menor a la inflación esperada, es probable que la salida de divisas vía turismo alcance los u\$s 10.000 millones de dólares.-

Gráfico N°1 Evolución de las Reservas en relación al PBI (Período 1993-2013)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

### ESTADO DE SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS

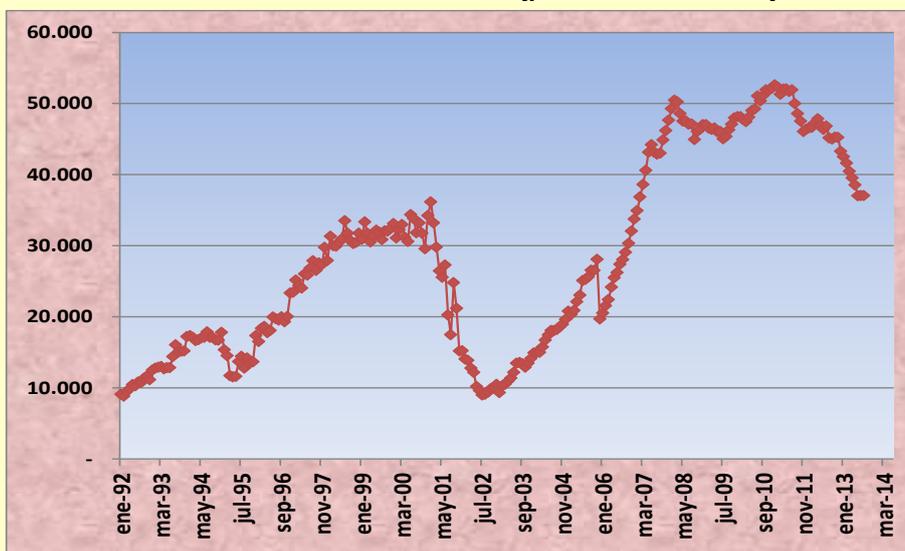
La fuerte salida de capitales hacia finales del 2011 (u\$s 22.000 millones), precipitó la decisión del gobierno de poner controles a la compra de dólares, lo que se conoció con el nombre de “cepo” cambiario.

Desde el 26 de enero de 2011 (u\$s 52.618 millones de dólares) al presente, la salida de reservas del BCRA alcanzó la friolera de u\$s 15.600 millones de dólares. Si procedemos a efectuar una mirada histórica del comportamiento de las mismas y su relación con el nivel de actividad, podemos afirmar que el nivel de reservas se encuentra aún lejos de los niveles del 2001, y bajo otro contexto estructural.

En efecto, en el 2001 no hubo restricciones a la salida de dólares, lo que facilitó la fuga de divisas de la economía, la cual había comenzado a principios de ese año con una masiva salida de los depósitos del sistema financiero local. En el año 2001 se fueron más de \$ 20.000 millones de Pesos/Dólares y nada se hizo al respecto. Otro dato no menor, a la hora de confrontar situaciones parecidas, esta dado porque en aquellos años la economía venía atravesando un largo período recesivo de 4 años, en tanto que hoy la economía crece a tasas moderadas.

Si bien los datos estadísticos fríos, señalan cierta similitud entre el momento actual de las reservas respecto al vivido sobre el final de la convertibilidad, es justo reconocer que la política de desendeudamiento externo llevada a cabo desde el 2003 en adelante, resultó por demás favorable a la Argentina. No solo en el sentido de tener que afrontar menores erogaciones en concepto de intereses (además no se debe dar explicaciones al FMI al momento de refinanciar el capital) sino también porque abre hacia el futuro una ventana de oportunidad para tomar endeudamiento a baja tasa de interés para obras de infraestructura y no para afrontar gasto corriente o sostener un artificialmente un seguro de cambio con atraso del mismo en términos reales.

**Gráfico N °2 Evolución de las Reservas (período 1992-2013)**



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

Si bien esta situación es un dato positivo, las perspectivas no resultan alentadores, y en tal sentido, es tiempo de hacer algo ya y no mal gastar el tiempo de modo de llegar al cambio presidencial del 2015, de manera lo menos ajustada posible.

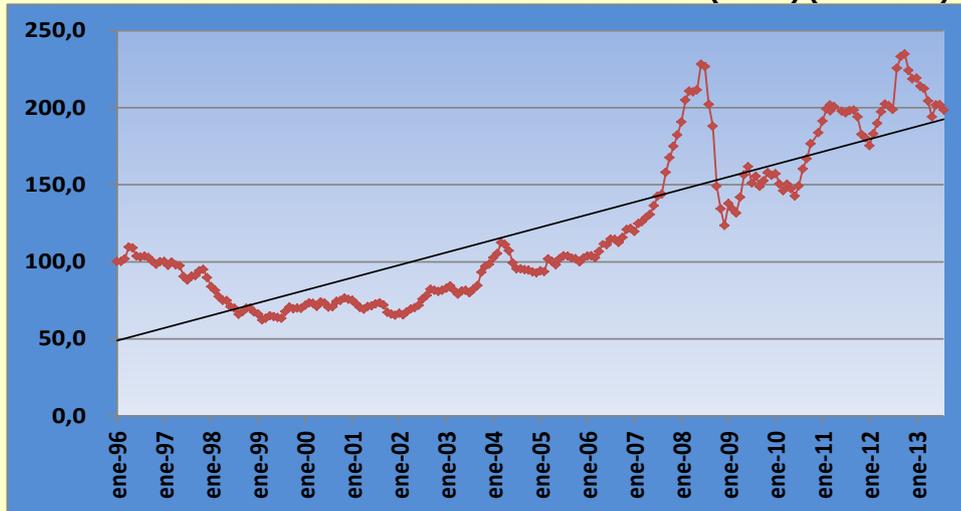
Los “fundamentales” que sostienen esta proyección, se asientan en los siguientes pilares:

- 1) **Baja en el precio de las commodities:** Esto resultaría a consecuencia de la mejor cosecha esperada de los EE.UU. dada las mejores condiciones climáticas quedando los industriales a merced de la evolución de la actividad económica de los países desarrollados.

Las proyecciones de caída en el nivel de precios se acercan a un rango de entre el 10/15%, con una cantidad de toneladas levemente superior a las 100 millones de este

año. Los futuros de la oleaginosa muestran una caída para 2014 a u\$s 430 dólares, representando una pérdida de unos u\$s 3.000 millones de dólares.

**Gráfico N° 3 Evolución del índice de Materias Primas (BCRA) (1995=100)**



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

- 2) **Mayor expansión monetaria.** producto de los desequilibrios fiscales, presionará a la demanda de moneda extranjera, mantenimiento del cepo cambiario con mayor brecha. Esto escenariaría con una mayor tasa de devaluación del real y otras monedas de la región, que pondrá presión a la devaluación de la moneda local. En la actualidad, el crecimiento de la Base Monetaria durante el mes de julio se expandió a una tasa mensual muy alta (por encima del 4,3%), por encima del promedio de un 28,5% respecto al mismo mes del año pasado.
- 3) **Incremento del déficit energético.** Se consolida un fuerte déficit del balance comercial energético. Durante el año en curso las importaciones de combustibles alcanzarían los u\$s 13.800 millones de dólares y las proyecciones del déficit energético de unos u\$s 9.100 millones de dólares. Pese a los esfuerzos del gobierno por alcanzar acuerdos con petroleras extranjeras para que inviertan en la exploración del proyecto Vaca Muerta – algo que resulta auspicioso- a prima facie, resulta una incógnita su verdadero impacto en materia de llegada de dólares, al menos en el corto plazo.
- 4) **Incremento del Déficit Turístico.** A pesar de los recientes anuncios del jefe de la AFIP, en el Balance de Pagos, las operaciones durante el primer trimestre del 2013, registradas en concepto de servicios, totalizaron egresos netos por US\$ 2.347 millones, destacándose los egresos netos por turismo y viajes, unos US\$ 2.200 millones en el trimestre, monto levemente inferior al registrado en el trimestre inmediato anterior.

Las proyecciones estimadas para el cierre del año en concepto de Turismo, arrojarían niveles superiores a los u\$s 8.200 millones. De no tomar el gobierno drásticas medidas al respecto, y de mantenerse un ritmo devaluatorio menor a la inflación esperada, es probable que la salida de divisas vía turismo alcance los u\$s 10.000 millones de dólares.-

Bajo este escenario, el gobierno tiene algún margen de maniobra para efectuar correcciones. Una vez concluida las elecciones -superado el mal trance (con perspectivas favorables) de resolver la crisis de la deuda a causa de los holdouts- , debería poner mano a la obra para que el final de su mandato no solo sea razonable a la hora de la sucesión, sino dejar sentada las bases de un proceso de salto a la calidad.

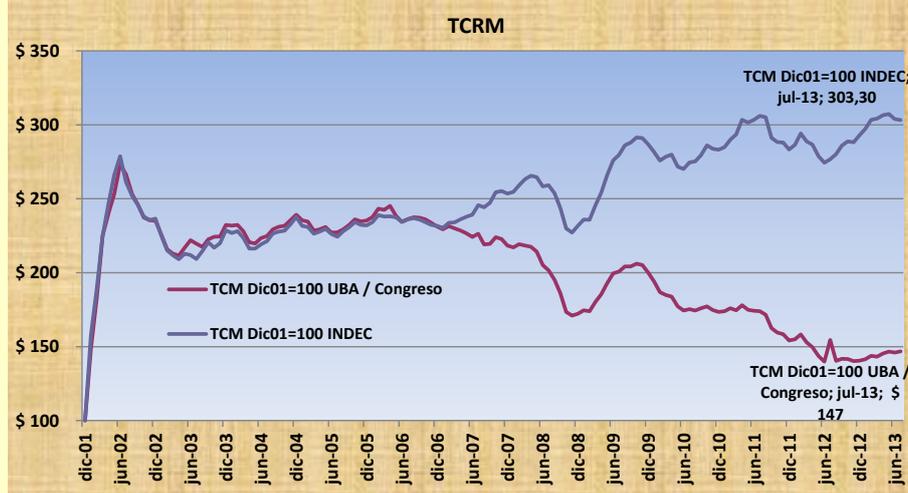
Es preciso dejar atrás años de altas tasas de crecimiento, para sentar algunos pilares que permita en la próxima década alentar objetivos cercanos al desarrollo.

Ellos deberían ser:

1. **En el plano fiscal:** a) Por el lado del gasto: Reordenamiento de las partidas de subsidios, en particular lo que se direccionan a la oferta y no a la demanda. Resulta insostenible continuar incrementando estas erogaciones en un contexto de alta inflación. B) Por el lado de los ingresos: contemplar que cualquier ajuste al alza del mínimo no imponible requerirá ingresos adicionales que eviten un mayor desequilibrio de las cuentas públicas en el marco de menores ingresos por retenciones a causa de las perspectivas de una mayor caída en el precio de la soja. Este solo podría ser contrapesado en tanto y en cuanto se incremente la cantidad de toneladas de los cereales en un entorno externo de difícil pronóstico.
2. **Mercado cambiario:** Resulta prioritario, dar señales en este mercado de mayor certidumbre, para ello resultaría oportuno establecer un dólar más alto para las operaciones ligadas al turismo, dado que por esta ventanilla se escapan casi u\$s 8.000 millones de dólares anuales, en una economía con fuerte escasez de moneda extranjera.
3. **Metas de Inflación:** Entendiendo por esto un sinceramiento de las cifras habituales que publica el INDEC y que resultan poco creíbles, estableciendo un programa de convergencia hacia tasas mas bajas de inflación, sin resignar ni crecimiento ni el nivel de empleo.
4. **Crédito a la Inversión:** que debe apuntar a incrementar la oferta de bienes y servicios. Para ello, es necesario apuntalar el crédito a la inversión productiva, modificando la actual Comunicación A 5449 que otorga crédito de manera indiscriminada tanto a grandes como a Pymes al 15% fijo. No resulta equitativo que ese crédito blando pueda ser recibido por grandes empresas oligopólicas y formadoras de precio en varios bancos a la vez, sin una contraprestación a al hora de determinar precios, a pesar de este sustantivo aporte a la disminución de los costos financieros.

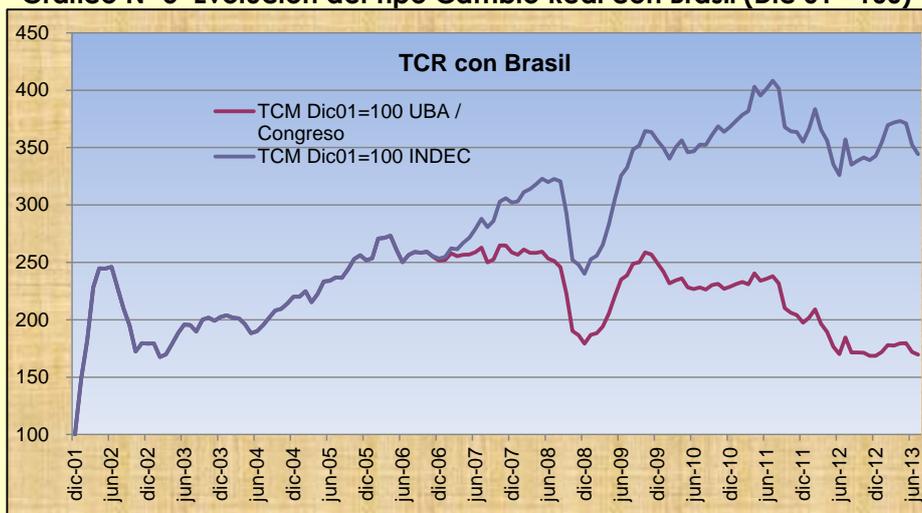
Cuando procedemos a observar el Gráfico N° 4, la relación de competitividad con el conjunto de monedas de los países con los cuales comercializamos, nos indica que la situación se ha mantenido merced al mayor ritmo devaluatorio que la economía argentina viene aplicada desde unos meses atrás.

**Gráfico N° 4 Evolución del Tipo Cambio Real Multilateral (Dic 01 =100)**



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

**Gráfico N° 5 Evolución del Tipo Cambio Real con Brasil (Dic 01 =100)**



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

Tal como se desprende del Gráfico N°5 la relación de competitividad con Brasil continúa deteriorándose persistentemente desde fines del año 2009. Esta particularidad, en un entorno regional en donde la salida de divisas de sus economías traerá aparejado que la tendencia continúe afirmándose obligará a la Argentina a continuar por la misma senda.

Si bien si se observa el cuadro A en donde se destaca la mayor devaluación nominal de la Argentina respecto a Brasil en los últimos años, el deterioro se produce a raíz del alto nivel de inflación que padece nuestra economía, en relación con la de nuestro vecino país.

Las perspectivas de la economía brasileña estaría centrada en como enfrentará una mayor suba de la tasa de interés de los EE.UU. A su vez la repercusión que ya se está produciendo en los países emergentes puede incluir al propio Brasil, con masiva salida de dólares de su economía potenciando una mayor devaluación, suba de precios internos y caída del nivel de actividad. Estos países que trabajan con Metas de Inflación, elevaran su tasa de interés interna produciendo un mayor deterioro de su actividad económica, mayor morosidad en las carteras de los bancos y en sus hojas de balance encareciendo el crédito.

**Cuadro A. EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL ARGENTINA-BRASIL**

Periodo	Pesos vs Dólar	Var %	Real vs Dólar	Var %
ago-09	3,85	27,0	1,88	15,4
ago-10	3,95	2,6	1,76	-6,6
ago-11	4,20	6,3	1,59	-9,5
ago-12	4,64	10,5	2,03	27,7
ago-13	5,62	21,2	2,30	13,3
<b>Var Acumulada 2013 vs 2008</b>	<b>2,59</b>	<b>85,50</b>	<b>0,67</b>	<b>41,10</b>

Fuente: Elaboración propia en base al MECON.-

Ante esta situación internacional y regional, conviene repasar a grandes rasgos en que situación se encuentran nuestro sistema financiero local y sus perspectivas.

A continuación hacemos un paneo de las principales variables, dado que suelen pre anunciar el deterioro o no de la actividad económica.

**Disminuye el ritmo de crecimiento de los depósitos**

	jul-13	jun-13	Var mensual	Var %	jul-12	Var Anual	Var %
<b>Depósitos Totales</b>	640.179	630.036	10.143	1,61	502.792	137.387	27,3
<b>Depósitos Sector Privado</b>	470.843	457.937	12.906	2,82	361.914	108.929	30,1
<b>Cuentas Corrientes</b>	107.886	108.875	-989	-0,91	86.652	21.234	24,5
<b>Caja de Ahorro</b>	114.345	105.508	8.837	8,38	87.168	27.177	31,2
<b>Plazo Fijo</b>	196.129	191.657	4.472	2,33	136.345	59.784	43,8
<b>Depósitos en Dólares</b>	8.306	8.300	6	0,07	9.674	-1.368	-14,1
<b>Depósitos en dólares Sect.privado</b>	6.930	7.013	-83	-1,18	8.682	-1.752	-20,2

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

Los depósitos del sector privado crecieron durante el mes de julio 2013 un 2,8%, unos \$12.906 millones. En un análisis desagregado, el incremento en los saldos en plazo fijo (+\$4.472 millones) resultó el más significativo, seguido por los saldos en cajas de ahorro (+\$8.837 millones) y se registró una contracción en los de Cuentas Corrientes (- \$ 989 millones).

El comportamiento de los depósitos a plazo fijo mantuvo una señal de firmeza, a pesar que se observó mejoras en la tasa de interés. En efecto, en los últimos treinta días se registró un crecimiento del 2,3 %, totalizando una expansión en el año de unos \$ 59.784 millones (+43,8%). Los depósitos en dólares se mantienen en similares montos a los observados en el mes pasado lo que resulta alentador a pesar de la caída registrada en las reservas internacionales.

**Cuadro n° 2 Distribución de los Plazos Fijos por plazo (Sector Privado)**

Pesos	hasta 59 días	de 60 a 89 días	de 90 a 179 días	de 180 a 365 días	de 366 en +
<b>Jul-12</b>	57,7	16,5	15,8	9,4	0,5
<b>Jul-13</b>	60,9	15,2	16,0	7,3	0,7
Dólares	hasta 59 días	de 60 a 89 días	de 90 a 179 días	de 180 a 365 días	de 366 en +
<b>Jul-12</b>	46,7	15,4	18,1	18,3	1,4
<b>Jul-13</b>	42,9	15,4	20,2	20,0	1,5

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.-

Respecto a los plazos de las imposiciones tanto en pesos como en dólares, empeora la tendencia respecto a un año atrás. Al mes de julio de 2013, el 76,1% de las colocaciones en pesos se encuadran en un plazo no mayor a los 90 días. En tanto que dichos valores un año atrás el mismo alcanzaba el 74,2%. En cuanto a lo sucedido en pesos, en la versión en dólares, a julio de este año las imposiciones a 90 días se concentran el 58,3% de las mismas, en tanto que doce meses atrás era de 62,1%. Esto se produce a raíz que a medida que vencen la colocaciones en dólares se van del sistema.

Cabe resaltar que del total de los depósitos en dólares el 15,5% son los denominados depósitos judiciales y constituyen el 26,8% del total de los depósitos a plazo fijo del sector privado del sistema financiero local.

### LOS PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO SOSTIENEN EL CONSUMO

	jul-13	jun-13	Var mensual	Var %	jul-12	Var Anual	Var %
<b>Préstamos Sec Privado</b>	423.456	413.050	10.406	2,52	319.947	103.509	32,4
Adelantos	55.383	52.158	3.225	6,18	42.953	12.430	28,9
Documentos	111.670	108.094	3.576	3,31	85.611	26.059	30,4
Hipotecarios	40.229	39.251	978	2,49	31.179	9.050	29,0
Prendarios	27.386	26.573	813	3,06	18.724	8.662	46,3
Personales	88.869	85.896	2.973	3,46	66.132	22.737	34,4
Tarj. crédito	66.551	67.320	-769	-1,14	47.564	18.987	39,9
Otros	35.367	33.913	1.454	4,29	27.785	7.582	27,3
<b>Total Préstamos en Dólares</b>	4.722	4.979	-257	-5,16	7.579	-2.857	-37,7

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

El stock de préstamos al sector privado durante el mes de julio, alcanzó un incremento del 2,5% respecto al mes anterior, lo que representó una expansión de \$10.406 millones. La expansión anual observó un aumento del 32,4% y confirma en la medición interanual un nivel moderadamente por encima de la inflación, y en sintonía con la recuperación de algunos indicadores de la actividad económica.

Las líneas más dinámicas a lo largo de los últimos doce meses, han sido aquellas destinadas al consumo. En efecto, los préstamos personales, registraron un incremento en los últimos doce meses del 34,4% y acumula una variación positiva de \$22.737 millones, en tanto que la línea de tarjetas de crédito evidenció una expansión del 39,9%, unos \$ 18.987 millones.

Los financiamientos al sector productivo estuvieron liderados por los documentos y en menor medida por los adelantos en cuenta corriente con un crecimiento de \$ 26.059 millones (+30,4%) y \$12.430 millones (+28,9%) respectivamente.

En el presente cuadro se observa que en los últimos años se ha producido un cambio en el stock privilegiando un mayor financiamiento de tarjetas de crédito y personales, por sobre los stocks de préstamos hipotecarios y documentos, lo que habla a las claras cual es el segmento del negocio bancario que luce más atractivo en términos de rentabilidad y menor riesgo.

#### Cuadro nº4: Distribución del crédito según las líneas otorgadas.-

	2012		2007		Var 2012/2007
	Valor Abs	Valor %	Valor Abs	Valor %	
<b>Adelantos</b>	51.470	13,3	13.088	15,3	-2,0
<b>Documentos</b>	100.885	26,1	25.561	30	-3,9
<b>Hipotecarios</b>	37.358	9,7	11.654	13,7	-4,0
<b>Prendarios</b>	23.969	6,2	4.568	5,4	0,8
<b>Personales</b>	79.830	20,7	16.235	19	1,7
<b>Tarj. crédito</b>	63.000	16,3	9.058	10,6	5,7
<b>Otros</b>	29.839	7,7	5.152	6	1,7
<b>Total</b>	<b>386.351</b>	<b>100,0</b>	<b>85.316</b>	<b>100</b>	

Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.-