



ALEJANDRO BANZAS,  
Economista jefe de  
Reporte Económico.

## PERSPECTIVAS CAMBIARIAS

# A LA ESPERA de cambios en la macro

Establecer las perspectiva cambiarias del año próximo, y su impacto en el comercio exterior, requiere establecer un marco general de como habrá de desempeñarse el conjunto de la actividad económica, bajo una geografía política diferente.

La derrota política del kirchnerismo encierra la necesidad de construir no solo una alternativa política para el recambio presidencial del año 2015, sino además transitar un sendero de propuestas que permitan enderezar el barco económico, que luce complicado. Entre los principales temas de agenda aparecen: la inflación, la política cambiaria, el gasto público ineficiente (maraña de subsidios a la oferta), y una reformulación tributaria coordinada, con un horizonte más progresista a la hora de tributar. Además, sin ser demasiado ambicioso, se deberá pensar políticas activas en conjunto con el sector privado que alimenten objetivos de mediano y largo plazo. Esta introducción es necesaria para saber dónde estamos parados, y hacia dónde

vamos. Resulta crucial, entender la importancia que juega en la coyuntura, el desempeño del entorno macro en el mercado cambiario, y en consecuencia en el sector externo.

### LA DEVALUACIÓN

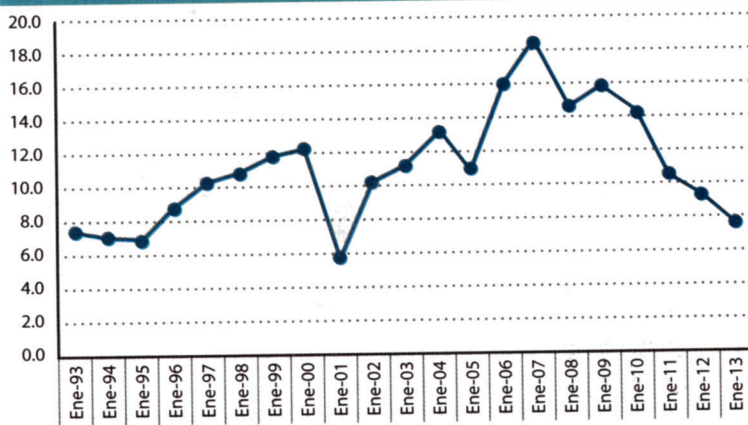
El gobierno manifiesta permanentemente que no va a devaluar, algo que se contradice cuando uno mira la evolución del tipo de cambio nominal en los últimos meses, en donde la tasa de apreciación alcanza valores cercanos al 2,7% promedio mensual, lo que arroja un valor del 37% en forma anualizada. Cierto es, que la suba en la tasa de interés en los EE.UU ha generado alguna preocupación en las economías emergentes, en general, y en Brasil en particular, lo que ha repercutido en un incremento en el ritmo de la devaluación de la moneda brasileña, que acumuló en los dos últimos años, un 44%.

Fronteras adentro de nuestra economía, en lo que va del año 2013 la caída de reservas internacionales de las arcas del BCRA superó ya los u\$s 9.000 millones, y acumuló desde su implementación-finales del 2011- unos u\$s 11.000 millones, a pesar del "cepo" a la compra de divisas y a la mayor intervención del gobierno sobre las importaciones.

El año próximo luce menos auspicioso que el 2013 que termina. El incremento en el nivel de actividad estará reducido a algunos sectores que aún mantienen algún margen razonable de rentabilidad, en contraste con aquellos que pierden al ritmo del mayor deterioro en la competitividad cambiaria. Un crecimiento de la actividad económica, en un rango de

La devaluación alcanza valores cercanos al 2,7% promedio mensual, lo que equivale a un 37% anual.

EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS EN RELACIÓN AL PBI  
(PERÍODO 1993-2013)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

Reservas/PBI

Para diciembre de 2014 el dólar se ubicaría en torno a \$8,15 y las reservas en unos u\$s22.000 millones.

entre el 2%/3%, sería prudente y optimista. A la vez, se espera un menor saldo comercial, producto de la contención artificial de las importaciones a efectos de atemperar la salida de reservas.

Sin políticas racionales a la vista, nuestras proyecciones estiman que para diciembre del año 2014 el dólar se ubicaría en torno a \$8,15 y las reservas del BCRA en unos u\$s22.000 millones, sin contar posibles préstamos de otros bancos centrales (Brasil, China o el Banco Internacional de Basilea). Las previsiones del presupuesto nacional enviado al congreso estima utilizar reservas para el pago de la deuda externa por u\$s 9.855 millones, casi el 25% del activo del BCRA.

#### LOS SUPUESTOS

Los "fundamentals" que sostienen esta proyección, se asientan en los siguientes pilares:

##### 1. Baja en el precio de las commodities:

Previsible en el agro por la mejor cosecha esperada de los EE.UU. dada las buenas condiciones climáticas, mientras que los precios de los commodities industriales dependerán de la evolución de la actividad económica de los países desarrollados. Las proyecciones de caída en el nivel de precios del agro se acercan a un rango de entre el 10/15%, con un volumen de cosecha local levemente superior a las 100 millones de este año.

##### 2. Mayor expansión monetaria:

Producto de los desequilibrios fiscales que incentivarán la demanda de la moneda extranjera y el mantenimiento del cepo, ampliando la brecha cambiaria. Esto se potenciaría con una mayor tasa de devaluación del real y otras monedas de la región, que pondría mayor presión al ritmo de la devaluación local. En la actualidad, la Base Monetaria se expande a un promedio del 28,5% anual y de

continuar al actual ritmo de crecimiento podría alcanzar el 35% anual.

##### 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 llegan a los 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, resultando una incógnita su impacto en materia de llegada de dólares, al menos en el corto plazo.

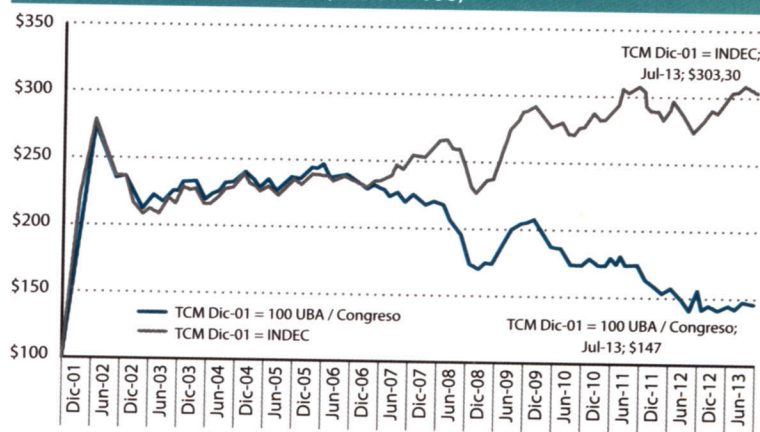
##### 4. Incremento del déficit turístico:

Las proyecciones estimadas para el cierre del año en curso, en concepto de Turismo, arrojan una salida de divisas equivalente 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 el año próximo.

Bajo este escenario, el gobierno tiene algún margen de maniobra para efectuar correcciones. Una vez concluida las elecciones, superado el mal trance, y con perspectivas favorables, de resolver la crisis de la deuda a causa del reclamo de los holdouts, debería poner manos a

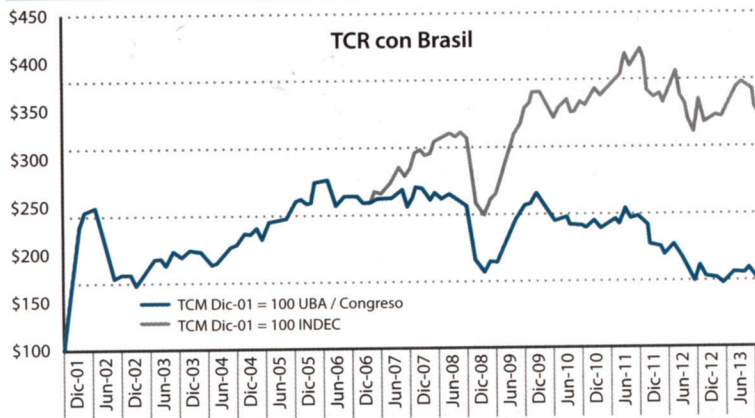
Se estima utilizar reservas para el pago de la deuda por u\$s 9.855 millones, casi el 25% del activo del BCRA.

EVOLUCIÓN DEL TIPO CAMBIO REAL MULTILATERAL (DIC 01 = 100)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

**EVOLUCIÓN DEL TIPO CAMBIO REAL CON BRASIL  
(DIC 01 = 100)**



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

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.

**LAS CORRECCIONES**

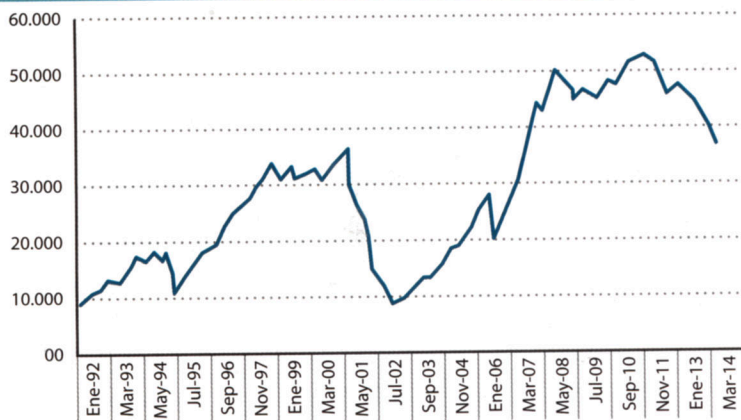
Elas deberían ser:

**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 el ajuste al alza, del mínimo no imponible, requerirá ingresos adicionales a

**EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS  
(PERÍODO 1992-2013)**



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

Las proyecciones de caída en el nivel de precios del agro se acercan a un rango de entre el 10/15%.

los presupuestados, 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.

**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 que publica el INDEC y que resultan poco creíbles, estableciendo un programa de convergencia hacia tasas más bajas de inflación, sin resignar crecimiento y nivel de empleo.

**4. 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 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, a pesar de este sustantivo aporte a la disminución de los costos financieros.

Las proyecciones del déficit energético llegan este año a los u\$s 9.100 millones de dólares.