



# Informe de Coyuntura

## A la espera de medidas la economía marcha a la recesión. Se debe aplicar “sintonía gruesa” para salir del atolladero

La pregunta hoy es: ¿Hay margen para continuar con esta estrategia?

### 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@reporte economico.com.ar

[www.reporte economico.com.ar](http://www.reporte economico.com.ar)

**VER CUADRO DE  
PROYECCIONES 2014**

*La estrategia de “no hacer olas” resulta por demás insuficiente, en un escenario que se complica a cada paso que el BCRA pierde reservas, y no se ataca el problema de fondo que es resolver la alta tasa de inflación.*

*De continuar así, es altamente probable que la recesión con inflación se haga sentir a partir del segundo semestre del año 2014.*

*No hay margen para seguir así.-*

**REPORTE ECONÓMICO** considera que de este análisis y en perspectivas hacia el 2014, la incertidumbre más grande que encierra la economía es la inacción del gobierno, en materia de los principales temas de agenda económica.

El primero, básico y que es el causante de la erosión de un modelo productivo es el déficit fiscal y las fuentes alternativas que uso el gobierno para sostenerlo. La ineficiencia en el manejo del gasto es por demás elocuente y esta sustentado en erogaciones innecesarias y que se haya muy lejos de la equidad.

El fútbol para todos, la política errónea de subsidios y en materia de energía eléctrica, por citar algunos, conjuntamente con un esquema tributario basado en las bonhomía que otorgaba en el pasado el ciclo económico, termina conjurando un escenario preocupante, dinamitando las virtudes de un modelo que resultó exitoso en sus primeros años.

En la necesidad de paliar un déficit de casi 4 puntos del PBI, la emisión monetaria, la presión tributaria, y el financiamiento a través de “fondos extras”, fueron generando las condiciones para no operar sobre los desequilibrios, contribuyendo a convivir con una economía con una de las mayores inflaciones del mundo (25% anual).

En este marco, el deterioro de la moneda local y la falta de competitividad hicieron estragos en una economía que solo se sostiene en base al aliento de un “consumo artificial”, sustentado en tasas reales negativas y en la falta de alternativas de ahorro para un amplio segmento de la población. El desenlace de la dinámica económica tiende simplemente a acentuar la caída de las reservas internacionales, como resultado de una política cambiaria irresuelta, tras la puesta en marcha del “Cepo”.

La realidad hace foco en la pérdida de casi u\$s20.000 millones de dólares entre el 26 de enero del año 2011 a la fecha.

Las medidas que requiere esta economía son urgentes y deben pasar por:

Una determinación firme a la hora de encauzar el creciente nivel de gasto y el financiamiento del mismo, de modo de reducir el déficit actual, recuperando gradualmente el superávit. Establecer amplios consensos políticos y sociales de modo de converger hacia un cronograma de salida de algunos subsidios emblemáticos. Como resultado de ello, ir acomodando el sendero de una menor emisión monetaria para dicho motivo. Establecer una política activa, que tenga como eje reducir gradualmente la inflación. (con un IPC e INDEC creíbles).

Tomar fondos vía acuerdos con Bancos Centrales u otras fuentes alternativas, que permitan recuperar un stock de intervención, de modo de poder liberar el cepo, fijando un valor del dólar más cercano a las necesidades de competitividad de nuestra economía. A fin de tomar esta solución, se debería actuar conjuntamente con todas las medidas ya enunciadas, ya que no resultaría prudente tomar acciones parciales y des coordinadas, ya que el éxito de cualquier corrección cambiaria es que no tenga un pasaje importante a precios.

El desdoblamiento cambiario, puede ser una alternativa de muy corto plazo, no vemos sustentabilidad como resolución al cepo. Agregar una mayor distorsión al precio de la divisa intra sectores, solo traerá aparejado mayores asimetrías y distorsión de precios relativos, incluso ampliando la brecha entre el dólar oficial y el paralelo, en la medida que no se tomen medidas contundentes que permita avizorar menores tasas de inflación.

## EL IMPACTO INTERNO DEL ESCENARIO MUNDIAL

*La agenda económica deberá contemplar una definición más certera sobre la política cambiaria y sobre el verdadero valor de nuestra moneda, a fin de contribuir a generar expectativas descendentes para la inflación futura.*

*Sin resolver el tema inflacionario será imposible esperar flujos considerables de inversiones genuinas a una economía que requiere divisas genuinas.*

**DEL ANÁLISIS DE REPORTE ECONÓMICO EL DÓLAR A FIN DE 2014 DEBERÍA ESTAR EN VALORES CERCANOS A \$9,20 para atemperar la inevitable apreciación del peso.**

**De todas maneras se debería poner en la agenda de debate inmediato alcanzar un mayor consenso político empresario y sindical de modo de generar condiciones de expectativas favorables con vistas al 2014.**

**El próximo año será determinante en términos de alineamiento de un nuevo set de precios relativos, en donde el salario, las tarifas públicas y el tipo de cambio serán los ejes centrales del debate económico.**

Comienzan a efectuarse las proyecciones sobre la marcha de la economía en el 2014. El primer bosquejo apunta a la situación internacional, ya que es el primer marco de referencia que se debe contemplar. La economía mundial crecería levemente por encima del 3%. En la visión de los grandes bloques, vemos una recuperación de la economía de los EE.UU y Brasil a tasa del 2,5% y 3% respectivamente.

El continente americano sigue siendo junto a los países asiáticos los más dinámicos con un crecimiento del 3,5% en el primer caso y del 5,5% en el segundo destacándose un ritmo de crecimiento para China e India del orden del 7,5% y 6% respectivamente.

Finalmente Europa mantiene un comportamiento amesetado en donde se destaca una moderada recuperación de Alemania y Gran Bretaña en el 1,5% cada uno y crecimiento cero para Francia e Italia.

El escenario mundial se complementa con una Reserva Federal que no debería efectuar cambios sustanciales, en materia de recortes a los estímulos monetarios, al menos para el corto plazo (primer semestre del 2014). De todos modos, conviene continuar monitoreando su comportamiento hacia el impacto que podría generar en la región una suba de la tasa de interés en los EE.UU en 2015.

Si bien una posible suba de la tasa podría acarrear menores llegadas de capitales a los emergentes, dada las actuales circunstancias, impactaría con más fuerza en Brasil que en Argentina, pero también resulta preocupante que bajo el actual contexto es factible que nuestro país retorne al mercado internacional de capitales.

El precio de la soja lo vemos un escalón por debajo del de este año, pero no resulta preocupante y sostiene el aporte que el mismo hace al total de las exportaciones (25%).

**Cuadro N° 1 Evolución de la Economía Mundial**

Países	PBI 2013	PBI 2014
EE.UU	1,8	2,5
Alemania	0,6	1,9
Japón	1,8	0,6
Francia	-0,5	0,4
Reino Unido	1,1	1,9
Italia	-1,9	-0,8
China	7,6	8,1
India	5,3	6,3
México	3,0	4,2
Brasil	2,1	3,0

Fuente: Elaboración propia.

## Sector Real

La actividad de servicios que se verifica al analiza el indicador sintético de servicios públicos, arroja una suba sustantiva del consumo de gas y energía eléctrica y aguas. La misma se midió a hay respecto a los mejores años de actividad (2005 y 2007), y es el resultado del atraso tarifario que hace que se transforme en una demanda muy fuerte ante el abaratamiento de su consumo.

En igual período, hubo consumos que crecieron fuertemente como alimentos (Azúcar, cerveza y gaseosas), y autos, retracciones en cigarrillos, vinos y pasajes en tren y subterráneos.

La actividad industrial luego de un recorrido al alza el EMI registra un comportamiento más exiguu, casi bordeando el estancamiento, fruto de la menor demanda de Brasil como así también la pérdida de competitividad. Las industrias más dinámicas continúa siendo la industria automotriz, las ligadas a la construcción (a tasas moderadas) agroquímicos, farmacéuticos y neumáticos, mientras que el resto de la actividad industrial registra caídas. Este comportamiento se acompaña de una desaceleración de la utilización de la capacidad instalada observada en los últimos doce meses.

El sector de la construcción, ha tenido una razonable recuperación (4,6%) en el acumulado de 9 meses, pesar que el sector inmobiliario no consigue tomar vuelo a raíz del cepo cambiario, y la falta de dólares del mercado. Por otra parte, la superficie cubierta autorizada acumulada registra una baja del 10% con respecto al mismo período del año anterior.

Las perspectivas del sector real también esta atada al desenlace del mercado cambiario, y a las acciones de política económica entorno a la inflación. Es altamente probable una desaceleración de la actividad económica, en particular en el sector industrial (no en todos los rubros) una amesetamiento a tasas mas modestas del sector construcción y un mayor impacto negativos en la actividad de servicios.

**Si bien en el siguiente cuadro puede aparecer como el escenario más benigno el referido a (sin medidas) lo que esta señalando la segunda opción (con medidas) es una salida con mayor costo en términos de actividad pero con un mejor panorama hacia el 2015. En efecto, en el primer caso se continuaría profundizando a la recesión, mientras que en el segundo caso se puede esperar una recuperación del PBI entorno al 3,5%.**

**Cuadro N ° 1 Proyecciones Macroeconómicas 2014**

Variables Macroeconómicas	2014	2014
	Sin medidas	Con medidas
<b>PBI (Var %)</b>	-1,5	-2,8
<b>CONSUMO (Var %)</b>	-1,8	-2,9
<b>INVERSIÓN (Var%)</b>	-1,5	-2,3
<b>EXPORTACIONES (En Mill de u\$s)</b>	81.500	84.500
<b>IMPORTACIONES (En Mill de u\$s)</b>	73.200	72.700
<b>SALDO COMERCIAL (En mill de u\$s)</b>	8.300	11.800
<b>DEPOSITOS SPNF (Var %)</b>	27,5	23,5
<b>PRESTAMOS SPNF (Var %)</b>	25,5	19,5
<b>TASA BADLAR (promedio anual)</b>	23,5	24,5
<b>DÓLAR OFICIAL (Fin de año)</b>	8,1	9,2
<b>DÓLAR BLUE</b>	13.2	liberado
<b>RESERVAS (EN Mill de u\$s)</b>	21.500	25.500
<b>IPC (var %)</b>	31,7	24,5

Fuente: Elaboración propia.

## Sector Moneda

El sector financiero transcurre sin sobresaltos. En efecto los depósitos del sector privado y los préstamos al mismo sector crecen en la medición interanual al 31% y 33,6% respectivamente, contra una inflación del orden del 25% anual, aún conservan tasas de crecimiento positivas.

La tasa de interés continúa en una senda expansiva de crecimiento. La Badlar privada se ubicó, medida en promedio, durante octubre en el 18,7%, unos 383 puntos básicos por encima de igual mes del año anterior.

La expansión promedio de la Base monetaria alcanzó en los últimos doce meses un 26,2%, casi \$70.000 millones, lo que equivale en dólares a unos u\$s 13.000 millones, medido a un tipo de cambio promedio. Si a la Base Monetaria la dividiéramos por el stock de reservas actuales, el tipo de cambio sería de \$10,1. Si la medición la extendiéramos al total de los depósitos del sector privado el dólar equivaldría a \$13,1 y si finalmente la medición la hiciéramos contra el total de los depósitos en pesos del sistema financiero sería de \$19.

Un dato a considerar al comparar comportamientos del sistema financiero respecto actual respecto al vivido en plena explosión de la convertibilidad es la relación del M1 sobre el total de los depósitos, ya que es el mayor grado de liquidez de los activos financieros primarios. En plena crisis del 2001 la relación fue del 31,6%, mientras que a octubre de 2013 es del 45,6%. Si tomáramos esa porción de pesos y lo volcáramos íntegramente a dólares, como un ejercicio de simulación en régimen de convertibilidad el valor del dólar alcanzaría a \$12,20.

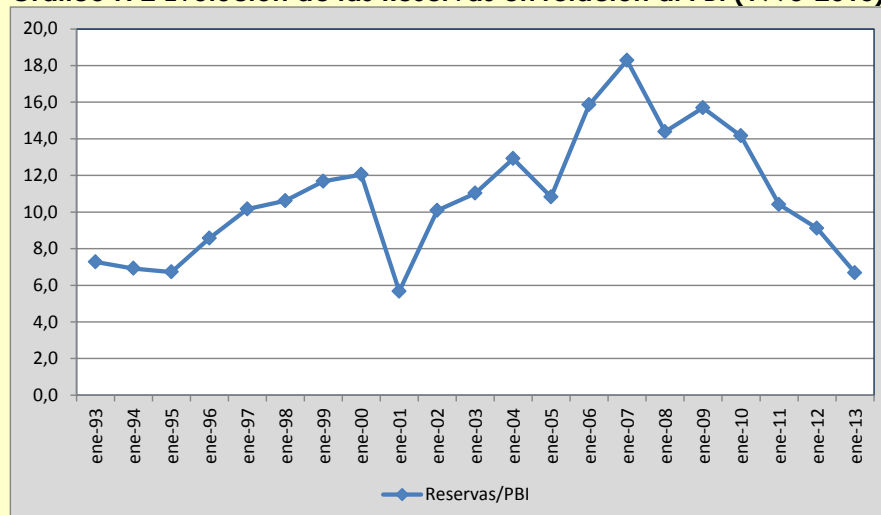
Estos ejercicios permiten testear la resistencia de las reservas al día de hoy. Lo cierto es que si medimos que en los últimos doce meses se han perdido del stock de dólares en poder del BCRA unos u\$s 12.000 millones, esta claramente a la vista que hay reservas a éste ritmo para 33 meses (2 años y medio). Indudablemente que es una mirada fría del stock y no de la dinámica del flujo que es un comportamiento bien distinto.

Precisamente, en este último enfoque, la economía además de actuar racionalmente tiene incorporado en sus proyecciones una cantidad de variables indeterminadas para el comportamiento como son la estimaciones esperadas de la tasa de interés, de la tasa de devaluación y por supuesto del nivel de precios.

Las perspectivas del sector para el año próximo dependerán fuertemente del contexto macro general, pero en nuestro análisis global se inserta en una baja de la tasa de crecimiento real de los agregados monetarios, conjuntamente con un menor crecimiento de los préstamos al sector privado en términos reales.

Las reservas internacionales medidas en relación al PBI, denotan un estadio preocupante (ver Gráfico2), con tendencia a acercarse a los valores del "estallido" de la convertibilidad.

**Gráfico N 2 Evolución de las Reservas en relación al PBI (1993-2013)**



Fuente: Elaboración propia en base al INDEC.-

## Sector Fiscal

Aquí nace a nuestro entender el primer pilar del desequilibrio macroeconómico, por ambos lados, desde el gasto público como así también de los ingresos. Los números son por demás elocuentes, de un superávit fiscal del 4,9% en el año 2007 paso a un déficit fiscal del 3% en el proyectado de cierre para este año, lo que implicó una pérdida de valioso 8 puntos del PBI de fondos que no han sido mal utilizados y que ha convertido a la economía argentina en una maraña ininteligible de subsidios cuya resolución llevara al menos unos cuatro años.

El principal impuesto local es el Impuesto al Valor Agregado (IVA) que representa un 28% de la recaudación total, neta de reintegros y devoluciones. Es un tributo directo y regresivo, en tanto afecta más a los sectores más pobres. Seguridad social se lleva el 25%, Ganancias el 20%, Retenciones el 10% e impuesto al cheque el 7 por ciento. Este sistema basado en el ciclo ascendente se resiente a la vuelta del mismo y se profundiza en la medida que no se dispone de un fondo anti cíclico.

Los subsidios presupuestados para el año próximo se han fijado en \$120.000 millones, lo cual deja algunos interrogantes sobre la factibilidad de cumplirse. En relación al PBI los subsidios de este año se ubican entorno al 5%, un número por demás preocupante en la medida que el producto tienda a deprimirse, tal como se empieza a observar. Los primeros nueve meses del año se han acumulado por dicho concepto un monto de \$95.000 millones de los cuales 60.000 corresponden al sector energético.

Recientemente, el vicepresidente Boudou en ejercicio de la presidencia firmo el decreto 1757 que reasigna partidas del presupuesto por un monto de \$80.000 millones, muchos de los cuales se destinarán a sostener subsidios a determinados sectores de actividad.

La distorsión de precios relativos es cada vez más pronunciada, y esto se traduce en un fenomenal atraso tarifario, un fenomenal déficit energético (otra de las causas de la insuficiencia de dólares de nuestra economía) y un persistente financiamiento a través de la mayor presión impositiva para algunos sectores en detrimento de otros más necesitados erosionando el valor del tipo de cambio y con el la competitividad que ha producido entre otros efectos no deseados un fenomenal déficit del balance turístico (otros 10.000 millones que se pierden de las reservas).

La fuerte relación pro cíclica del sistema tributario nacional, basado en impuestos al consumo y a las exportaciones (vía retenciones) hace que a la vuelta del ciclo de crecimiento se profundicen la falta de fondos genuinos para la actividad del Estado el cual debe recurrir a otros artilugios (entre ellos la emisión monetaria) para paliar el déficit fiscal, dada la falta de financiamiento del exterior.

El año 2014 presenta necesidad de dólares para hacer frente a la deuda pública por un monto de u\$s 5.500 millones, en tanto que para el año 2015 la cifra trepa hasta u\$s 8.600 millones algo que no se sostiene con las reservas del BCRA. En consecuencia es de esperar un año en donde el Resultado Primario Consolidado se ubicaría- según los escenarios descriptos- en el 2,8% en caso del primero - de continuar la inacción o que la misma resulte insuficiente- y del 1,5% en el caso que se tomen gran parte de las medidas anunciadas por **REPORTE ECONÓMICO**.

## Sector Externo

El período Enero/Septiembre del 2013 arrojó exportaciones acumuladas por un total de u\$s 63.479 millones e importaciones por u\$s 56.338 millones. El Saldo comercial se ubicó en u\$s 7.142 millones un 30% menos que el mismo período del año anterior. Este es el resultado de un leve crecimiento del 4% en la venta de nuestros productos y del 11% para el caso de nuestras compras.

Hacia el interior del comportamiento de los principales rubros de expo e impo sobresale el de Combustibles. En efecto, la caída del saldo comercial medido en valores absolutos alcanzó en el mismo período unos u\$s 3.064 millones. Específicamente en Combustibles y Lubricantes, las exportaciones alcanzaron unos u\$s 4.043 millones y las importaciones u\$s 9.640 millones lo que arroja un déficit de u\$s 5.597 millones, casi el doble del déficit comercial acumulado.

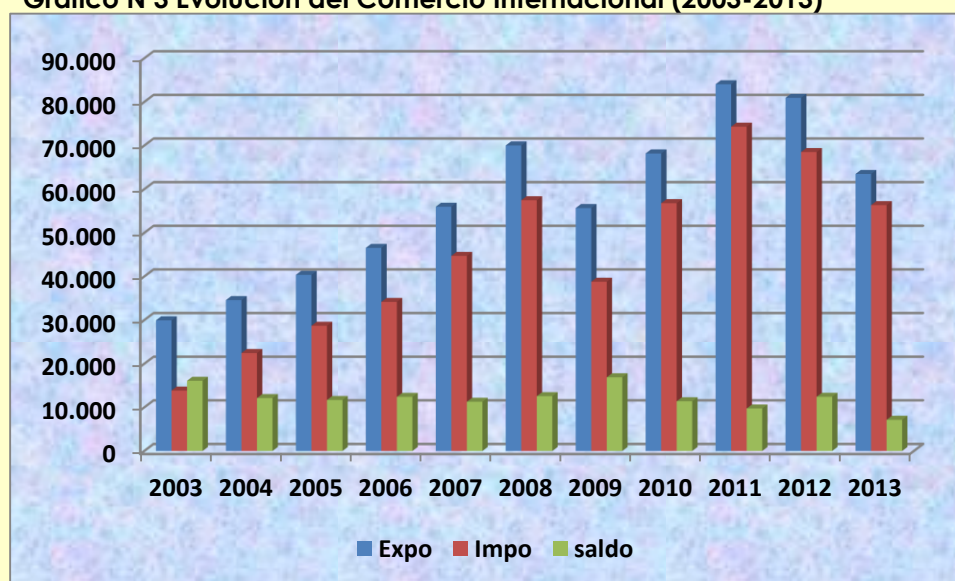
El índice de términos de intercambio, que mide la relación entre los precios de las exportaciones y de las importaciones, registró una baja del 4,6% en los nueve meses del año 2013 en relación al mismo período del año anterior. Asimismo el tercer trimestre del 2013 este índice registró una baja del 9,5% respecto al mismo período del año anterior, debido a la baja de los precios de las exportaciones y la suba de los correspondientes a las importaciones. De mantenerse esta tendencia, el año 2014 no será muy floreciente para nuestro comercio internacional y consecuentemente al saldo comercial.

En este contexto, no hay expectativas favorables hacia el año próximo. Los precios de nuestros principales commodities en el mejor escenario se mantienen y para algunos analistas internacionales prevén incluso un leve reajuste a la baja.

Las perspectivas no son las mejores en materia de comercio exterior. La fuerte intervención tanto en el mercado cambiario como en el propio devenir del comercio exterior ha contribuido a deprimir la actividad.

**En efecto, según nuestras proyecciones para el año 2014 las exportaciones rondarán u\$s 84.500 millones e importaciones por un monto de u\$s 73.000 millones lo que nos da un saldo de balance comercial de u\$s 9.500 millones levemente más “amplio” que el esperado para este año, que podría ubicarse entorno a los u\$s 8.300 millones.**

**Gráfico N 3 Evolución del Comercio Internacional (2003-2013)**



Fuente: Elaboración propia en base al INDEC.-