



Informe de Julio de 2014

Contexto Internacional

La última semana de junio, el Departamento de Comercio de los Estados Unidos informó la revisión a la baja de la tasa de crecimiento del producto. Así, la contracción en el primer trimestre del año fue del 2,9% frente al -1% informado anteriormente. La revisión a la baja se debió principalmente a un débil desempeño del consumo, principal factor de crecimiento de dicha economía.

Por el lado de la Unión Europea, el riesgo de deflación y las bajas tasas de crecimiento observadas en el primer trimestre incentivaron al Banco Central a adoptar medidas en su última reunión de junio. Así, la autoridad monetaria europea decidió reducir la tasa de interés de referencia al 0,15%, castigar los depósitos que realizan los bancos comerciales en el banco central estableciendo una tasa de interés nominal negativa (-0,10%) y anunció nuevas operaciones de liquidez a largo plazo por 400.000 millones de euros aproximadamente. En el día de hoy, el Banco Central Europeo decidió mantener las tasas de interés en sus valores actuales.

En lo que respecta a Brasil, la situación económica no se recupera: el crecimiento es bajo y la inflación continúa alta. En mayo, la inflación se ubicó en 6,4% anual, apenas por debajo del máximo valor admitido por la meta de inflación (4,5% anual ± 2 puntos porcentuales).

Por el lado del crecimiento económico, los datos de PBI del primer trimestre mostraron un crecimiento de apenas 0,2% respecto al último trimestre de 2013, y 1,9% respecto al primero del mismo año. En abril el Índice de Actividad Económica del Banco Central muestra el mismo comportamiento y las expectativas del mercado son de un crecimiento anual de 1,1%, es decir, debería ser aún más bajo en los próximos meses.

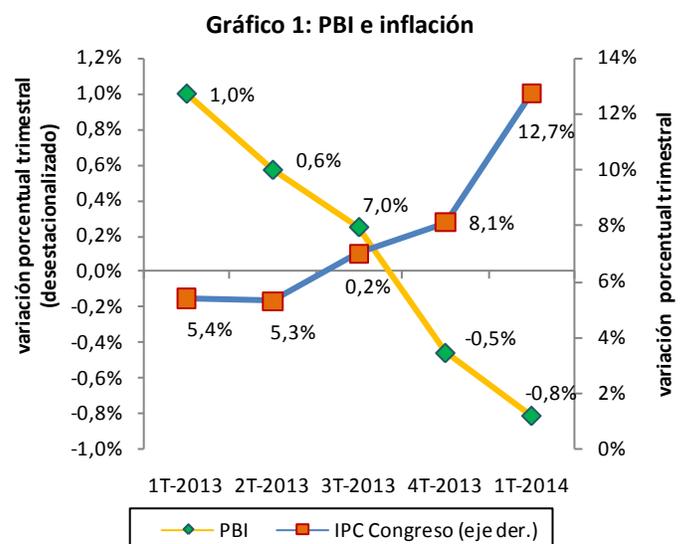
Economía argentina

• Nivel de actividad

La actividad económica está siendo golpeada por la industria. A pesar de los impulsos de la cosecha agrícola, este dinamismo no logra compensar los efectos negativos que genera el sector manufacturero. Siguiendo el Índice General de Actividad de OJF, descontando la baja del comercio, el transporte y la industria, el nivel de actividad se encuentra cayendo solo compensado en el presente por el crecimiento de la cosecha de soja. Esta situación incidió sobre la actividad económica, que se retrajo en lo que va

del año (enero -mayo) 0,9% siempre según OJF. Tal es así que se mantiene la estimación 1,5% de caída para todo 2014.

Además, siguiendo los datos oficiales, según el Indec, el PBI cayó 0,8% en los primeros tres meses del año y el país ya entró formalmente en recesión. En el cuarto trimestre de 2013, el organismo oficial había informado una baja de 0,5%. Este escenario no se veía desde el primer semestre de 2012 cuando el Gobierno ajustó la tuerca del cepo cambiario y la ampliación de restricciones al sector importador. Si a esta situación le sumamos la creciente aceleración de la inflación que se dio en el primer trimestre del año, no quedan dudas que la situación de la Economía Argentina es de estanflación.

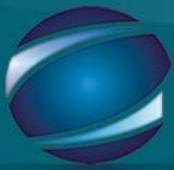


Fuente: IIE sobre la base de INDEC y Congreso de la Nación

Sin embargo cabe destacar que la inflación se ha desacelerado en relación al primer trimestre del año, aunque se mantiene en niveles del 2% mensual que sigue siendo un valor muy elevado (equivalente a 27% anual).

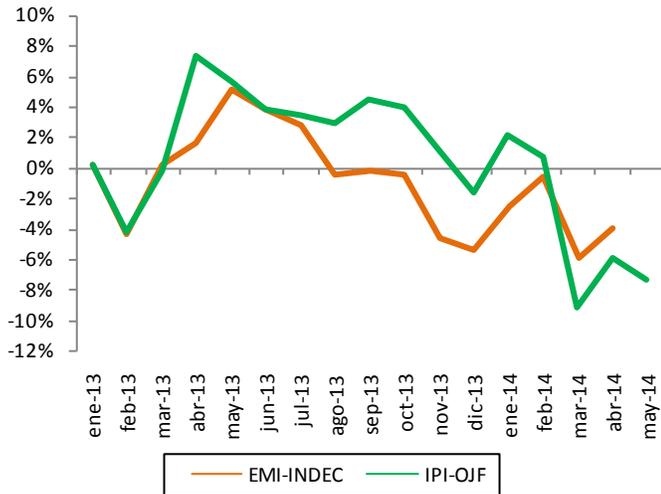
• Industria

Entre enero y mayo el Índice de Producción Industrial (IPI-OJF) cae 4,4% según OJF. La expectativa es que el conjunto industrial continúe mostrando caídas afectado principalmente por las menores ventas de autos en el mercado local y externo. En el quinto mes del año, la fuerte contracción que evidencia el sector manufacturero se debe al deterioro del sector automotor. La industria en su conjunto cayó 7,4% interanual en el mes de mayo. Sin embargo, la industria exceptuando el rubro automotriz refleja una baja de 2,4% anual por las disminuciones en la producción de minerales no metálicos, bebidas y papel.



Según Indec, el Estimador Mensual Industrial (EMI-INDEC) acumula 9 meses consecutivos de caída interanual, hasta abril, fecha en la que hay datos disponibles y acumula una caída de 3,4% (ver Gráfico 2).

Gráfico 2: Nivel de actividad de la industria



Fuente: IIE sobre la base de INDEC y OJF

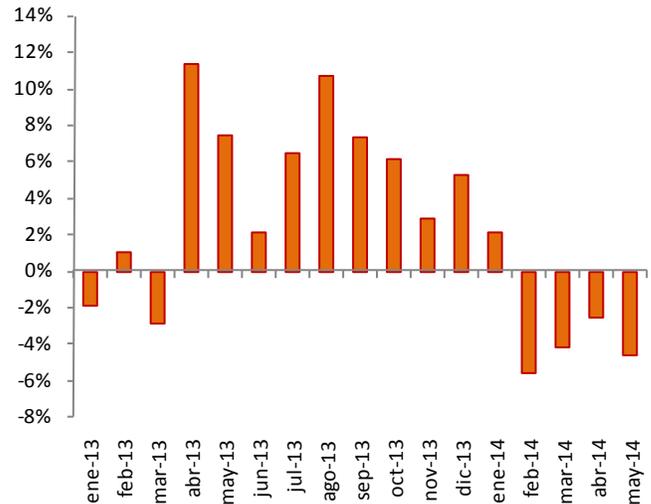
• Construcción

La construcción, en el acumulado 2014 -hasta mayo- muestra una caída del 3% medido por el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC), es decir, el mayor descenso para el período desde 2009. Dado que el segundo semestre de 2013 fue el de mayor actividad en el sector por efecto de las elecciones, es esperable que la contribución al crecimiento de la construcción sea negativa este año. Cabe señalar que se trata de una actividad sumamente procíclica, es decir, acompaña el desempeño económico general.

Esta situación se ve replicada en el consumo del principal insumo de la construcción, el cemento Portland, que disminuyó 7,8% en mayo respecto a igual mes del 2013. El descenso acumulado totaliza 3,3%. En el caso de Córdoba, el descenso es aún más marcado, ya que hasta mayo, la caída respecto al mismo período de 2013 alcanza el 6,2%.

Finalmente, debe resaltarse la situación laboral: entre abril de 2013 y abril de 2014, se destruyeron más de 18.000 puestos de trabajo registrados en la construcción a nivel nacional, dato que se agrava si se tiene en cuenta que el sector enfrenta una retracción laboral desde 2012.

Gráfico 3: ISAC (variación porcentual interanual)



Fuente: IIE sobre la base de INDEC

• Agro

La campaña 2013/14 de soja se encuentra pronta a finalizar. Al momento se ha recolectado el 95% del área sembrada de soja, totalizando casi 54 millones de toneladas. Según la Bolsa de Cereales de Buenos Aires, la producción estimada sería de 55 millones.

Sin embargo, el ritmo de liquidaciones se muestra expectante. Tres factores influyen: (i) minidevaluaciones de mayo y junio, que luego de un largo periodo con el dólar a \$8 fue interpretado como la antesala a una devaluación mayor, (ii) atraso en la cosecha producto del clima, que a esta altura años atrás ya estaba finalizada, aún quedan un 5% de recolectar y durante el mes de junio recortó en parte el atraso que traía avanzando 22% y (iii) precio interno, pizarra en Rosario, con spread muy superior al porcentaje de las retenciones. En consecuencia, se lleva vendido al momento el 41% de la cosecha, cuando el año pasado era el 47% y el valor histórico cercano al 60%.

Esto ha hecho que las liquidaciones en el mes de mayo fueran menores a las de abril, y que en junio también se verifique un nivel de los más bajos de los últimos años (a falta de incorporar un día, se habían registrado US\$2.324 millones).

Pero lo positivo es que gracias a la excelente cosecha, el monto total de liquidaciones sigue siendo alto (estimado en US\$13.000 millones) y se espera que en lo que resta del año, ingresen entre US\$10.000-11.000 millones. Como datos negativos, el Departamento de Agricultura de EE.UU. registró la superficie destinada a la soja en 34,34 millones de hectáreas, por encima de los 33,01 millones sostenidos por el organismo en junio y de los 33,29 millones esperados por el mercado. Y elevó el stock de



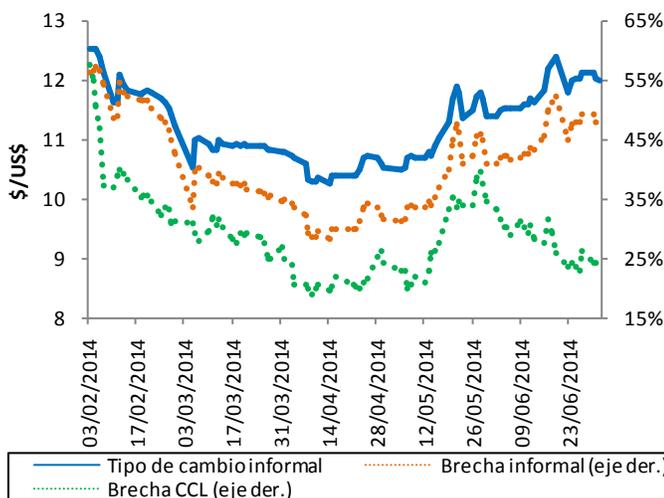
la oleaginosa en un millón, hasta los 11,02 millones de toneladas. Estos datos dan soporte a la oferta del grano y por ende, presionaron a la baja a los precios. Lo que hay que recordar es que el stock norteamericano sigue siendo bajo.

• Análisis monetario

En los meses de mayo y junio, el stock de reservas internacionales del BCRA aumentó US\$322 millones y US\$736 millones respectivamente, finalizando el primer semestre del año con un stock de reservas superior a los US\$29.000 millones. Sin embargo, cabe recalcar que el incremento observado en junio se debe a que el gobierno nacional no pudo realizar parte del pago de intereses del bono Discount debido a la orden del juez Griesa. De esta forma, las reservas destinadas a pago de deuda externa en el mes de julio serían de al menos US\$1.200 millones (pago inicial al Club de París más intereses del Discount no pagados en junio).

En cuanto a la evolución del tipo de cambio, el mismo cerró el mes de junio con un valor de \$8,13 por dólar estadounidense, reflejando un incremento mensual del 0,7%. El tipo de cambio aumentó 5 centavos los primeros días del mes para luego permanecer congelado. Por otro lado, el tipo de cambio informal continuó aumentando y la brecha cambiaria finalizó el mes de junio en el 49% (Ver Gráfico 4).

Gráfico 4: Evolución tipo de cambio informal y brecha cambiaria



Fuente: IIE sobre la base de BCRA y ámbito.com

Respecto a la intermediación financiera, en el mes de mayo se observó un menor crecimiento del nivel de depósitos del sector privado. Mientras en abril el crecimiento fue de un 4%, en mayo fue de solo un 1%, lo cual podría explicarse por el menor crecimiento de los plazos fijos como consecuencia de la baja en

el nivel de las tasas de interés pagadas por los bancos. En cuanto al nivel de préstamos del sector privado, se han mantenido estancados en el mes de mayo con un crecimiento nominal del 0,6%.

En el mes de mayo, la inflación fue del 1,43% de acuerdo al Índice de Precios del Consumidor Nacional urbano (IPCNU) y alcanzó el 2,28% de acuerdo al índice congreso. Si bien el crecimiento del nivel general de precios se desacelera, los valores aún son elevados y acumulan en los primeros cinco meses del año un crecimiento del 13,5% de acuerdo al IPCNU y del 18,5% de acuerdo al índice congreso.

• Comercio exterior

En lo que respecta al comercio exterior, continuó en mayo la caída del superávit comercial, que acumuló en el año una disminución de 41% respecto al mismo periodo de 2013, y es el resultado más bajo desde 2001 (US\$2.306 millones). De esta forma, el intercambio comercial no está contribuyendo como se esperaba a la recuperación de las reservas internacionales.

En el mes de mayo disminuyeron todos los rubros de exportación excepto Manufacturas de Origen Agropecuario - fundamentalmente por el aporte del complejo sojero-, y cayeron las importaciones en todos los rubros, producto de la coyuntura económica desfavorable y de las trabas aplicadas por el Gobierno.

• Análisis fiscal

En el plano fiscal, uno de los desequilibrios que preocupa es el creciente déficit financiero que viene acumulando Argentina lo que genera un marco de incertidumbre respecto a sus posibles fuentes de financiamiento.

En este sentido, para el primer cuatrimestre el déficit acumulado es de \$42.176 millones lo que representa un aumento respecto al mismo periodo del año 2013 del 125%. Esta situación se explica por la disparidad que se observa en el crecimiento acumulado de los gastos e ingresos. En el primer cuatrimestre los gastos corrientes aumentaron en un 44% mientras que los ingresos lo hicieron a un ritmo menor, en un 35%. La aceleración experimentada en el gasto se debe a que, a la cuestión estructural del déficit energético se le sumó la devaluación de la moneda nacional en enero. A modo de ejemplo, en abril CAMMESA ya había ejecutado el 70% de los subsidios presupuestados para el corriente año, en consecuencia el gobierno amplió las partidas presupuestarias en \$9.000 destinados a este sector. Esto va generar una mayor presión en el flujo de caja del gobierno y estimamos que a fin de

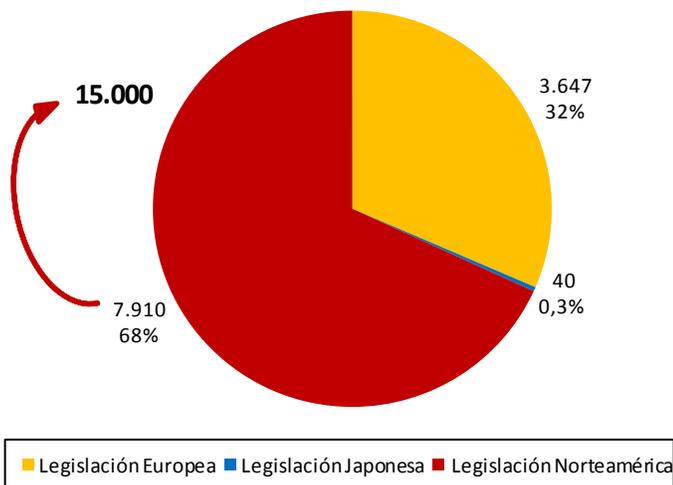


año se va a consolidar un déficit de aproximadamente \$170.000 millones, es decir, un 5% del PIB.

Bajo esta realidad, el Tesoro se ve ante la necesidad de un mayor financiamiento. Con los actuales niveles de presión tributaria (del 33,4% del PIB) es improbable que recurra a un aumento de impuestos o a nuevos gravámenes. Es por ello que las posibilidades que restan son las de mayor emisión o endeudamiento.

Si elige la primera, la inyección de una mayor cantidad de dinero en la economía presionaría sobre el nivel de precios y en caso de esterilizar vía Lebac debería ofrecer tasas de interés atractivas a los inversores. De esta forma no es aconsejable elegir este camino.

Gráfico 5: Deuda pendiente de reestructuración. Millones de US\$



Fuente: IIE sobre la base de MECON

En relación al endeudamiento, el gobierno comenzó un camino para regularizar su relación con el mercado financiero internacional, comenzando con el CIADI, luego acordando con REPSOL y el Club de Paris. En el último escalón, con los “fondos buitres”, tuvo un traspié y está demorando la salida a los mercados financieros. Para entender de los montos que están en juego, el Gráfico 5 nos indica que de los US\$ 11.600 millones de bonos que no entraron a la reestructuración, US\$ 7.910 millones (68%) corresponden a legislación norteamericana que con el fallo en firme del Juez Thomas Griesa se transformarían en US\$15.000 millones. La restante deuda se distribuye entre legislación europea y japonesa, que de seguir la jurisprudencia del fallo de Griesa podría ascender a 10.000 millones más en el mediano plazo.

• Sector social

En base a datos publicados en el informe de la Distribución Funcional del Ingreso, en el primer trimestre del año corriente hubo una destrucción de 20.465 puestos de trabajo registrado en el sector privado con respecto a igual trimestre de 2013. Esto implica una variación interanual de -0,32%, efecto de la fuerte caída del nivel de actividad en el último año. Sin embargo, en el sector público se han creado 41.222 puestos en igual período (+2,71% variación interanual). De esta forma, el sector público logra contrarrestar la caída en el empleo registrado privado, dejando un saldo positivo de 20.757 nuevos registros de empleo. En la provincia de Córdoba hubo 3.368 puestos de trabajo menos respecto al mismo período de 2013 en el sector privado registrado, una disminución de 0,65%.

En comparación al último trimestre de 2013, también se comprueba una caída a nivel total nacional del 0,4% y a nivel provincial, contabilizando solo el sector privado, la caída es del 0,9%.



Anotaciones



Anotaciones