



## Informe Económico

### 16 de octubre de 2014

#### Contexto internacional

Luego de la crisis financiera mundial, los gobiernos de un gran número de países adoptaron medidas de política económica para hacer frente a las consecuencias negativas sobre la actividad. La política monetaria ha sido uno de los instrumentos más utilizados, aunque vale aclarar que no todos los gobiernos han hecho uso de la misma de igual forma y en igual magnitud.

Hoy en día, la situación en la que se encuentran los Estados Unidos y la Eurozona no es la misma y, por lo tanto, sus bancos centrales se enfrentan a desafíos diferentes.

Por un lado, la Reserva Federal de los EEUU (FED) debe actuar en una economía que muestra señales de recuperación: el PBI creció un 4,6% en el segundo trimestre, la tasa de desempleo descendió hasta el 5,9% en septiembre, la creación de empleo no agrícola fue de 250 mil personas contra menos de 200 mil en promedio en 2013, entre otros.

Por otro lado, el Banco Central Europeo (BCE) se enfrenta a una economía débil y con graves problemas de heterogeneidad entre los países miembros. El PBI experimentó para toda la Eurozona un crecimiento nulo en el segundo trimestre y las tasas de desempleo aún se mantienen muy elevadas (11,5% en agosto). A esta situación se le debe añadir un problema que cada vez es más importante: las bajas tasas de inflación y el riesgo de deflación: en septiembre la inflación fue del 0,3% i.a. y ya varios países experimentan deflación.

Este panorama ayuda a entender el accionar de los dos bancos centrales. Mientras se espera que la FED finalice el programa de compra masiva de activos en su próxima reunión de política monetaria, el BCE ya ha adoptado en su reunión de junio y septiembre medidas tendientes a dotar de mayor liquidez al sistema. Esta situación se refleja en la evolución del tipo de cambio dólares por euro: el dólar se fortaleció un 8% aproximadamente en lo que va del año.

La posibilidad de que la FED termine con los estímulos monetarios en octubre y el hecho de que aumentarán las tasas de interés el próximo año impactó también en las monedas de muchos países emergentes que se devaluaron fuertemente.

Uno de estos países es Brasil, cuya moneda perdió 9% solo en el mes de septiembre. Pero las dudas sobre la política monetaria norteamericana no son el único factor que empujó a esta caída. El pasado 5 de octubre se llevaron a cabo las elecciones

presidenciales en medio de un entorno económico cargado de incertidumbre por el bajo crecimiento y la alta inflación, provocando que se encareciera el dólar para los brasileños. El próximo 26 de octubre se va a desarrollar la segunda vuelta o balotaje entre la actual presidenta Dilma Rousseff y el candidato de la Social Democracia, Aécio Neves.

¿Cómo pueden afectar las elecciones en Brasil a la Argentina?

- En primer lugar, no se espera que Brasil vuelva a crecer a altas tasas en el corto plazo. Más allá de quién sea elegido presidente, los problemas estructurales no se solucionarán rápidamente. Por lo tanto no podemos esperar que Brasil traccione las exportaciones argentinas.
- Por otro lado, en caso de una victoria de Neves, seguramente será menos tolerante con Argentina ante las trabas a las importaciones. Las consecuencias que esto puede traer son medidas recíprocas, búsqueda de otros socios comerciales y pérdida de la alianza estratégica entre los países.
- Por último, podría intentar modificarse la política externa del MERCOSUR: Neves pujaría por una flexibilización del bloque para permitir negociaciones con terceros países o bloques (UE, EEUU, Alianza del Pacífico). Posiblemente sería apoyado por los socios menores (Uruguay y Paraguay). Las consecuencias que esto puede traer es la pérdida de preferencias para los industriales argentinos e imposibilidad de exportar productos industriales que van en gran parte a Brasil.

#### Economía argentina

##### • Nivel de actividad

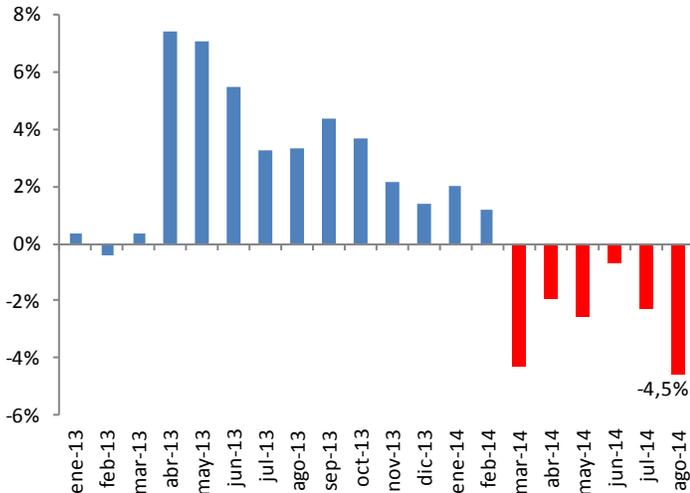
La actividad económica se encuentra en franca caída. En la coyuntura inmediata, mirando el Índice General de Actividad de OJF&Asociados (IGA-OJF), en el mes de agosto se profundizó la recesión, cayendo 4,5% interanual y acumulando -1,7% en los primeros 8 meses de 2014. La mayoría de los sectores de la economía sufrieron contracciones, destacándose la merma de intermediación financiera (-8,7%), comercio (-7,5%) e industria (-6,1%). En el Gráfico 1 se presentan las variaciones interanuales del índice antes mencionado.

Si observamos el sector comercial, la caída es cada vez más notoria. No solo en los bienes durables, que fueron los primeros golpeados fruto de las medidas tendientes a estabilizar el mercado de cambios (devaluación y suba de tasas), sino también se evidencia en bienes básicos. Tal es así que observando las ventas de supermercado relevadas por el INDEC, y deflactando las mismas a través del IPC congreso, en agosto



estas cayeron en términos reales (deflactadas vía el IPCNu dan crecimiento bajo).

**Gráfico 1: IGA. Variación porcentual interanual**



Fuente: IIE en base a OJF&Asociados.

Ante esta situación, el gobierno tomó algunas medidas de índole parcial. Por un lado, extendió el plan Procreauto y se permite incluir en tal plan algunos modelos de autos importados desde Brasil. Por otro lado lanzó el Plan "Ahora 12", que es un plan de 12 cuotas sin interés para 7 sectores: indumentaria, calzado, muebles, línea blanca, motocicletas y bicicletas, materiales para la construcción y turismo.

Según el relevamiento llevado a cabo por el IIE en la ciudad de Córdoba, el grado de adhesión a tal plan es aún bajo, ya que 3 de cada 4 comerciantes no se han registrado en esta región geográfica.

### • **Construcción**

Pese a no mostrar caídas interanuales de la magnitud del primer semestre, el 2014 continúa siendo un año de retroceso para la construcción. Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), en los primeros 8 meses del año, se registró un descenso del 2,3% respecto al mismo período de 2013. Si se analiza el comportamiento del indicador desde la introducción de las restricciones a la compra de divisas, la construcción no acumula crecimiento alguno.

A diferencia de lo sucedido durante el primer semestre, son las categorías de construcción ligadas a la obra pública las que lideran la caída. Obras viales y obras de infraestructura disminuyeron en agosto 4,4% y 6,3% respectivamente en forma interanual, influenciados por el hecho de no ser 2014 un año electoral. Por otro lado, edificios para vivienda (-2,5%) y

edificios para otros destinos (-3,9%) moderan su deterioro. Finalmente, construcciones petroleras crece más del 15% y sostiene parcialmente la actividad.

### • **Agro**

Si bien la devaluación de principio de año incentivó al sector y mejoró los márgenes de rentabilidad, la caída en los precios internacionales sumada a la inflación permanente en la economía, hizo que estas ganancias desaparezcan. Ante esta situación, muchos productores decidieron proteger su poder adquisitivo manteniendo la cosecha y también en espera de una devaluación que permita recuperar competitividad.

Como consecuencia, si bien hacia principios de año se estimaba una liquidación de divisas por parte del agro cercana a los US\$25.000 millones, actualmente la liquidación esperada no superará los US\$22.200 millones. Estos dólares menos impactarán fuertemente en una economía urgida de divisas.

Con este panorama internacional de menores precios, de cara al año 2015, el valor bruto de la producción total agrícola arrojaría una pérdida de aproximadamente un 24% en relación al presente ciclo, esto llevado a números significa una caída de casi US\$8.500 millones sumando la producción de soja, maíz, trigo, girasol y sorgo. Esta merma en el aporte del agro, tendrá dos correlatos directos: menor dinamismo en la actividad doméstica y menores exportaciones.

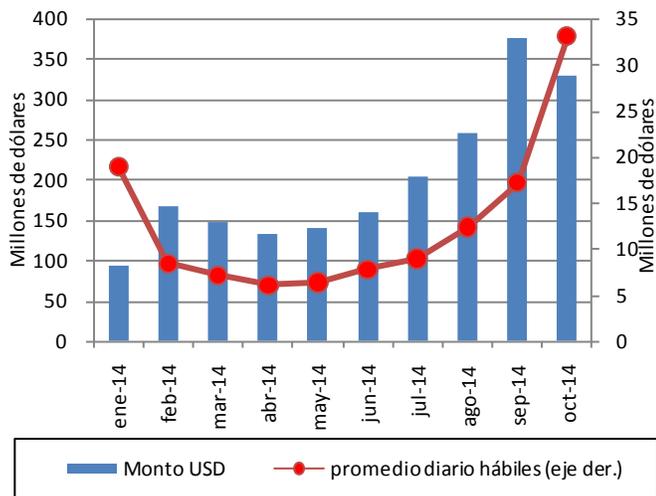
### • **Análisis monetario**

Desde la devaluación del 23% ocurrida en enero, el nivel de competitividad de la economía argentina se ha ido deteriorando. En septiembre, dicha ganancia se ha desvanecido por completo fruto de la fuerte devaluación del real, la baja devaluación del peso y la alta tasa de inflación. Dicho en otras palabras, el nivel de competitividad es similar o incluso inferior, al de diciembre.

El atraso cambiario al que se enfrenta la economía se evidencia en el importante incremento de las ventas de dólares para ahorro realizadas por el BCRA: en los primeros 14 días de octubre fue de US\$332 millones y ya superó todo lo vendido en agosto (Ver Gráfico 2). Los gastos en dólares con tarjeta de crédito también se encuentran en ascenso y en septiembre el stock adeudado aumentó más de un 30%. Así, a medida que se profundiza el atraso cambiario, viejos y conocidos mecanismos para "fugar dólares" comienzan a activarse nuevamente.



Gráfico 2: Venta de dólares para ahorro



Fuente: IIE en base a AFIP.

El atraso cambiario, las crecientes expectativas de devaluación, el cepo importador, entre otros factores, se reflejaron en la fuerte tensión que se observó en el mercado cambiario en las últimas semanas: el tipo de cambio informal llegó a alcanzar los \$16 y los tipos de cambio que se obtienen de la compra y venta de activos financieros alcanzaron los \$15. Así, la brecha cambiaria superó el 70% y llegó a aproximarse al 90%. Si bien en los últimos días se ha observado una disminución de los mismos, lo cierto es que se trata de movimientos de corto plazo que no resultan importantes para analizar, ya que dichas variaciones no se sustentan en un cambio de la política económica.

### • Comercio exterior

El mes de agosto exhibió un aumento significativo del superávit comercial comparado con igual mes de 2013: 145%. Este resultado se obtuvo a pesar de la caída del 12% en las exportaciones, como consecuencia de una disminución aún mayor de las importaciones, 20%.

De esta forma, el saldo comercial en los primeros ocho meses del año alcanzó los US\$5.400 millones, monto 9% inferior al de igual periodo del año pasado, y en un contexto de disminución del comercio exterior argentino. Las exportaciones acumuladas en el año disminuyeron en tres de los cuatro grandes rubros (manufacturas industriales, productos primarios y combustibles) y crecieron un magro 4% en manufacturas agropecuarias; las importaciones acumuladas cayeron en cinco de los seis grandes usos económicos mientras crecieron las compras de bienes de capital.

### • Análisis fiscal

Para los primeros 7 meses del año 2014 el déficit financiero sin rentas de la propiedad (es decir, sin la asistencia del ANSES y las utilidades del BCRA) alcanzó los \$99.315 millones, un valor 161% mayor al registrado en el mismo periodo del año 2013.

Dicho aumento del déficit se explica por el crecimiento de los gastos corrientes del Sector Público que continúan subiendo más rápido que el crecimiento de la recaudación: el gasto creció en el acumulado enero-julio de este año un 46%, mientras la recaudación tributaria creció 37,4%, 11,7 puntos porcentuales menos.

Si la situación ya es preocupante, el gobierno presupuesta que para fines de 2014, el déficit financiero sin rentas de la propiedad alcanzará los \$278.000 millones, lo que significa que en el periodo agosto-diciembre se registrará un déficit financiero de \$178.000 millones, duplicando el valor registrado para el mismo periodo del año anterior.

De esta manera, el déficit financiero representará el 6,73% del PBI para el año 2014. En los últimos 30 años, el Sector Público Argentino solo superó dicho valor en dos ocasiones: la primera, con un déficit de 7,83% del PBI, fue en el año 1989 en un contexto de hiperinflación que desencadenó una mega devaluación superior al 4.000%, recesión económica y la renuncia anticipada del primer mandatario argentino; la segunda fue durante el gobierno de De la Rúa, en la cual el creciente déficit fiscal y el endeudamiento externo generaron la salida de la convertibilidad con una devaluación de 280%, el default externo y una depresión económica con una prolongación mayor a 2 años.

### • Sector social

La variabilidad en la tasa de empleo está íntimamente ligada con la de la tasa de informalidad; esto es así debido a que los primeros despedidos en periodos de contracción en los niveles de actividad son los ocupados en situación precaria. La caída observada en la tasa de informalidad en el último año de 1,4 p.p. se corresponde con la caída de 1,7 p.p. en la tasa de empleo quedando en evidencia así la relación entre la disminución de ocupados y la destrucción de empleos informales.

De todas formas, los niveles de informalidad continúan siendo elevados: 33,1% para el segundo semestre de 2014. Si se considera a los ocupados independientes, dicha cifra asciende a 46,8% de los trabajadores.



Por otra parte, los incrementos salariales registrados en agosto no logran superar los aumentos de los precios, deteriorando de esta manera el poder de compra de los asalariados: el salario real sufrió una caída interanual de 3,5% en agosto (IPC Congreso), lo que impacta principalmente en los niveles de consumo y, por lo tanto, en el nivel de actividad.

### **Perspectivas**

El IIE espera para el último trimestre de 2014 una fuerte emisión monetaria originada en la necesidad de financiamiento del gobierno nacional. Normalmente, diciembre es el mes donde más fondos requiere el gobierno y, considerando el elevado déficit fiscal que se ha presupuestado, sin dudas la cantidad de pesos que el BCRA deberá emitir será elevada. Además, se espera un menor stock de reservas fruto de la pérdida de competitividad y de los pagos de deuda pendientes tanto del sector público (nacional y provincial) como del sector privado.

Bajo la situación descrita y suponiendo que el peso argentino no experimenta una devaluación importante, se espera una mayor tensión en el mercado cambiario con una brecha superior a la actual y un nivel de actividad que no se recupera.

Con respecto a las proyecciones de 2015, se plantean dos escenarios alternativos: a) se llega a un arreglo con los holdouts y b) no se llega a un acuerdo con los holdouts hasta diciembre de 2015.

Escenario de arreglo con los holdouts: este escenario supone un arreglo con los holdouts en el primer trimestre de 2015, lo cual implicaría el desembolso de los montos no pagados en 2014 debido al default selectivo (US\$1.600 millones aproximadamente).

El arreglo con los holdouts le permitiría al país acceder al mercado de capitales internacionales a tasas de interés más bajas y razonables. De esta forma, se espera que el país reciba un importante flujo de divisas internacionales principalmente vía endeudamiento del Estado Nacional. En esta situación, la posibilidad de tomar deuda externa disminuiría la presión sobre el Banco Central y, por lo tanto, se espera una menor emisión monetaria. La mayor entrada de divisas también permitiría relajar el cepo importador, lo cual favorecería al nivel de actividad.

La situación descrita permitiría una menor presión en el mercado cambiario, menor brecha que en el escenario sin arreglo con los holdouts, crecimiento de la economía -aunque leve- y una inflación al nivel de 2014.

Escenario sin arreglo con los holdouts: bajo este escenario, el Gobierno Nacional no alcanza un acuerdo con los holdouts y la situación de default selectivo se prolonga en el tiempo. De esta forma, la situación de la economía argentina se caracterizaría por una elevada tensión en el mercado cambiario, alta tasa de inflación, atraso cambiario, bajo stock de reservas y un nivel de actividad fuertemente golpeado. Además, el riesgo de una aceleración de la deuda en default aumentaría.

En un año electoral y bajo la imposibilidad de acceder al financiamiento internacional, el gobierno se volcaría, principalmente, al financiamiento del Banco Central. La creciente emisión de pesos sería acompañada por un stock de reservas internacionales en continuo descenso como consecuencia, principalmente, de los importantes pagos de deuda en dólares del Estado Nacional y de las provincias. Estos pagos llevarían a implementar herramientas de refinanciación de los títulos que vencen en 2015. El saldo de la balanza comercial será inferior al de este año motivado principalmente por los menores ingresos de divisas provenientes del sector agropecuario y agroindustrial. Dicha disminución, será parcialmente compensada por un menor nivel de importaciones como consecuencia de un mayor cepo importador.

Las mayores dificultades para importar, el menor dinamismo del agro, la caída en el salario real, la tensión en el mercado cambiario y la mayor desconfianza son algunas de las causas que llevarán a una gran caída del nivel de actividad.

Respecto al mercado cambiario, la pérdida de competitividad originada principalmente en una tasa de devaluación inferior a la inflación, el mayor atraso cambiario y las mayores expectativas de devaluación, son algunas de las causas que derivarán en una mayor tensión en el mercado cambiario.

Vale aclarar que en las situaciones descritas anteriormente, se supuso la ausencia de una corrección cambiaria abrupta. En caso de que ello sucediera, se observaría un mayor aumento en el nivel de precios y una mayor disminución del salario real. Dicha situación afectaría notablemente al nivel de consumo y, por lo tanto, al nivel de actividad, consolidando así el escenario de estanflación.