

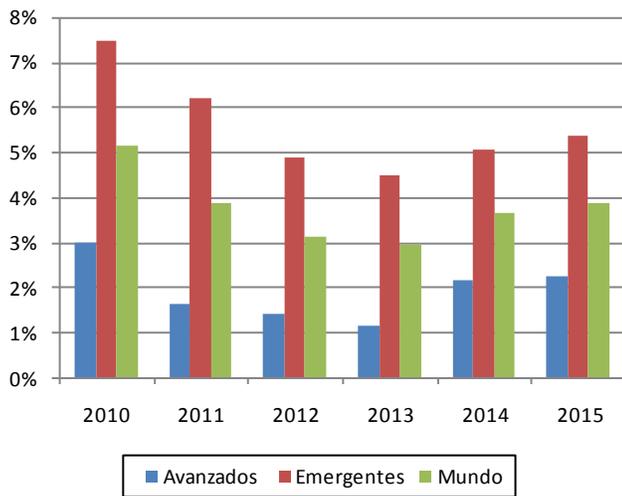


Informe de Marzo de 2014

Contexto Internacional

De acuerdo a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional, 2014 será un año signado por mayores tasas de crecimiento tanto para el mundo como para las economías avanzadas y emergentes. Las estimaciones del organismo arrojan valores de 3,7%, 2,2% y 5,1% respectivamente (ver Gráfico 1). Cabe destacar que si bien el crecimiento proyectado para el corriente año es superior al de 2013 tanto en economías avanzadas como en emergentes, se espera una mayor aceleración en el crecimiento del primer grupo que en el del segundo.

Gráfico 1: Tasa de crecimiento económico
Variación Porcentual Interanual



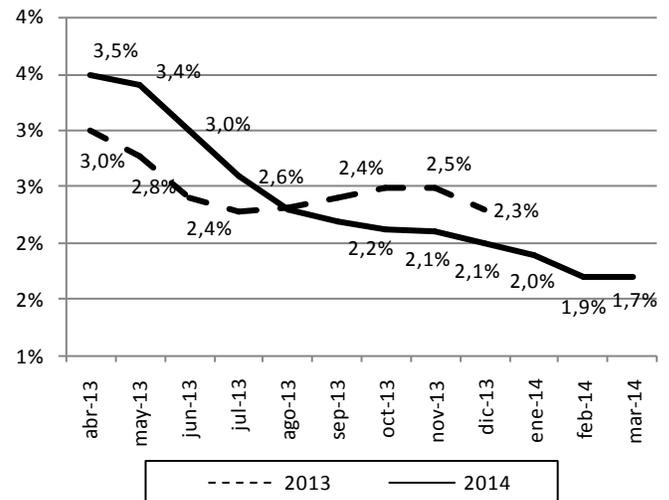
Fuente: IIE sobre la base del FMI.

Los indicios de recuperación de las economías desarrolladas y las mejores proyecciones en cuanto a su crecimiento económico han provocado que estas economías sean más atractivos para los inversores. Esto, junto con el hecho de que la Reserva Federal de los Estados Unidos ha comenzado a reducir sus estímulos monetarios desde diciembre de 2013, son los principales fundamentos que permiten explicar la evolución del índice MSCI para las distintas economías. Así, mientras que en Estados Unidos y la Eurozona continua aumentando tal como ocurrió en 2013 (en dicho período aumentaron un 30% y un 25% respectivamente), el índice correspondiente a los emergentes y los BRIC continua disminuyendo. En el presente año, han caído en porcentajes similares a los de 2013: -5% en el caso de los emergentes y -8% en el grupo de los BRIC (Brasil, Rusia, India y China).

Otro factor que afecta al desempeño de las economías emergentes es la situación económica de la República Popular China. De acuerdo a los últimos datos disponibles, dicha economía ha mostrado signos de desaceleración. Así por ejemplo, el PMI manufacturero de febrero alcanzó el menor valor de los últimos ocho meses (48,5) y, además, al ser menor de 50 indica una contracción. Febrero también se caracterizó por experimentar un déficit en la balanza comercial lo cual se explica, principalmente, por la importante disminución de las exportaciones (18% interanual).

Las perspectivas económicas de Brasil, indican que el presente año no será el mejor en materia de crecimiento del PBI. De hecho, el mercado espera que esté en el orden del 1,7%, más bajo que el dato de 2013 que se ubicó en 2,3% (ver Gráfico 2). A su vez, no sólo el mercado sino que también el gobierno de la presidenta Dilma Rousseff y el FMI han disminuido su previsión de incremento de la actividad económica, resultando así, generalizada esta percepción.

Gráfico 2: Expectativa de crecimiento del PBI
Variación Interanual Acumulada



Fuente: IIE sobre la base de Boletín Focus del BCB

Estos indicios se materializan en una baja performance de los indicadores de confianza, que se ubican por debajo del promedio de los últimos 5 años, tanto en los consumidores como en los empresarios, y recalando que tales mediciones, en general, se anticipan a los ciclos de la actividad económica.



Economía argentina

• Aspectos Monetarios y Financieros

Durante el primer bimestre de 2014, el Banco Central ha tomado un gran número de medidas tendientes a combatir algunos de los problemas que acechan a la economía argentina. En primer lugar, cabe mencionar la fuerte devaluación de la moneda nacional acontecida en enero la cual alcanzó el 23%. De esta manera, el BCRA logró solucionar en parte, al menos temporalmente, el atraso cambiario acontecido como consecuencia de un tipo de cambio prácticamente estable y altas tasas de inflación.

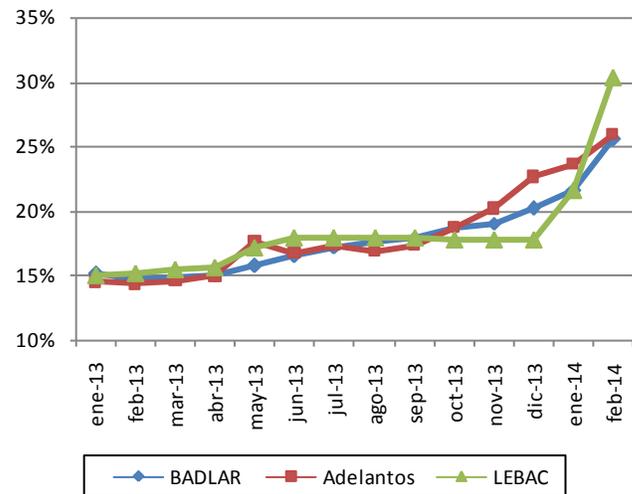
Adicionalmente, la autoridad monetaria generó un importante aumento de las tasas de interés a través de las colocaciones de sus letras y notas. La tasa de interés de las LEBACs aumentó más de 12 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2013, hecho que impactó en las tasas activas y pasivas de los bancos (ver Gráfico 3). Otro componente del “paquete ortodoxo” llevado a cabo es la esterilización monetaria. En el primer bimestre del año, el BCRA disminuyó la base monetaria en \$32.378 millones para lo cual hizo uso de sus instrumentos, principalmente, LEBAC y NOBAC (\$38.066 millones).

Otras de las medidas adoptadas por el BCRA fueron: la flexibilización parcial del cepo cambiario, la reducción de las posiciones en moneda extranjera de los bancos financieros, el aumento del encaje bancario para depósitos en moneda extranjera del 20% al 50%, entre otros.

Como resultado del conjunto de medidas descriptas se observa una disminución del tipo de cambio informal, una importante reducción de la brecha cambiaria desde el 53% a fines de diciembre de 2013 al 43% a fines de febrero, un encarecimiento del crédito bancario, un aumento en la participación de los plazos fijos en el volumen total de depósitos, una mejora en el nivel de competitividad y un stock de reservas prácticamente estable luego de la importante disminución de enero, entre otros.

Si bien las medidas se encuentran orientadas en la dirección correcta, aún persisten problemas importantes y que tienen la capacidad de minar los logros obtenidos hasta el momento, entre los cuales cabe mencionar la necesidad de financiamiento por parte del Estado y las altas tasas de inflación.

Gráfico 3: Tasa de interés Badlar bancos privados, Adelantos y LEBAC a 12 meses.
En porcentaje



Fuente: IIE sobre la base del BCRA.

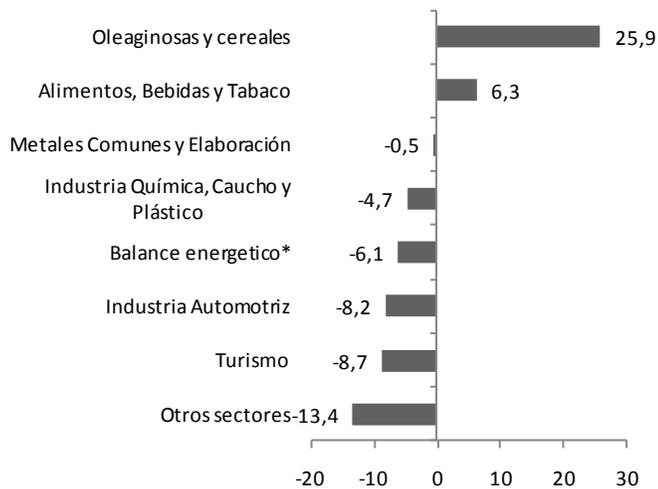
Recordando que la única fuente de entrada de dólares al país es el comercio de bienes, en 2013 el superávit de la balanza comercial se resintió en un 27% totalizando US\$9 mil millones de dólares, el menor valor desde el año 2001. Este deterioro surge de un estancamiento de las exportaciones y está íntimamente ligado a la balanza energética que implicó erogaciones netas por US\$6.100 millones, aumentando el déficit en 125% respecto del año anterior.

En el Gráfico 4, se desglosa el ingreso/egreso de divisas (por el método de lo percibido) por sectores de la economía. Se observa que a excepción de lo relacionado al agro y la industria alimenticia, todos los sectores productores de bienes son deficitarios en cuanto a las divisas. A esto se le agrega el balance de turismo, canal por el cual salieron US\$8,7 miles de millones en 2013, insumiendo casi la totalidad del saldo comercial.



Gráfico 4: Rubros del balance cambiario. Año 2013

En miles de millones de dólares



Nota:*dato en base a la balanza comercial
Fuente: IIE sobre la base del BCRA e INDEC.

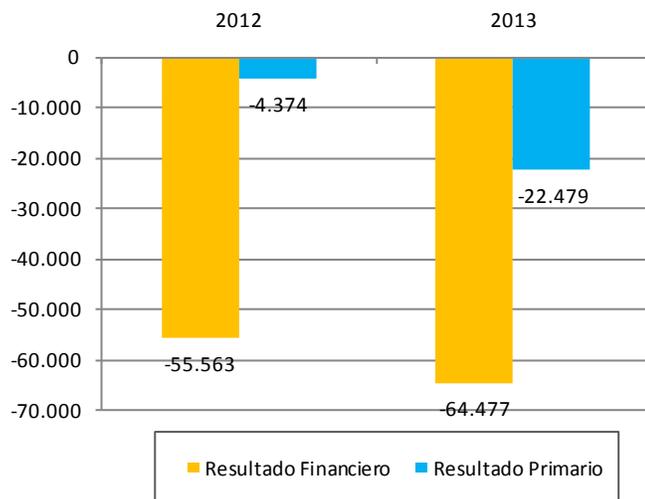
En cuanto a las perspectivas para el presente año, debido a la presunta caída en la actividad económica se espera una merma en las importaciones que mejore el superávit comercial.

• Aspectos Fiscales

El déficit financiero del sector público en el 2013 alcanzó los \$64.477 millones, mientras que el resultado primario, deficitario por segundo año consecutivo desde 1996, fue de -\$22.479 (ver Gráfico 5).

Gráfico 5: Déficit Primario y Financiero del Sector Público

En millones de pesos



Fuente: IIE sobre la base de MECON.

Debe tenerse en cuenta a su vez, que dichos déficits hubieran sido aún más abultados, si el sector público no hubiera contado con los ingresos corrientes por rentas de la propiedad. Las mismas, totalizaron en 2013 los \$59.259 millones, lo que implicó un incremento del 106% respecto de 2012. De este modo, el déficit financiero hubiese sido de \$123.736 millones, un 92% mayor.

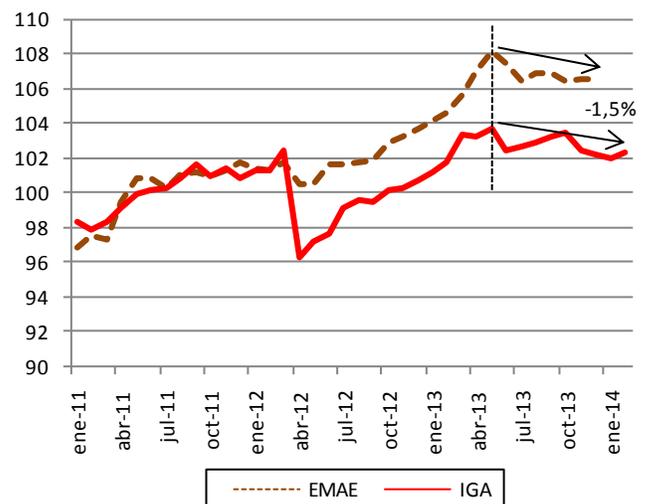
• Nivel de actividad

El cierre del año 2013 en materia de actividad económica arrojó un crecimiento del 4,9% medido a través del indicador oficial (EMAE-INDEC) y de 3,1% según la medición privada de la consultora Orlando Ferreres y Asociados (IGA-OJF). Intermediación financiera y el sector agropecuario fueron los rubros que mayor impulso dieron al producto bruto, aunque otras ramas de servicios también mostraron un desempeño más que aceptable el pasado año.

No obstante, desde el mes de mayo de 2013 la economía entró en una fase de desaceleración. A punto tal que los indicadores de actividad económica se encuentran, en febrero de 2014, 1,5% por debajo del nivel observado nueve meses antes (ver Gráfico 6). Ello derivó en un estancamiento parcial de la economía en el tercer y el cuarto trimestre del año, en comparación con el período inmediato anterior. Los únicos *drivers* de la actividad económica en la actual coyuntura son la próxima cosecha agrícola de cultivos invernales (maíz y soja principalmente), y la demanda proveniente de los socios comerciales más importantes (Brasil y China).

Gráfico 6: Estimador Mensual de la Actividad Económica e Índice General de Actividad.

(Índice base 2011=100 – medición desestacionalizada)



Fuente: IIE sobre la base de INDEC y OJF.com.



Las ventas minoristas comenzaron el 2014 a la baja, y el primer semestre del año enciende algunas luces de alerta en materia de consumo privado. Los bienes durables serían, en principio, los más afectados. El menor poder de compra por parte de asalariados y cuentapropistas pospondría algunas decisiones de consumo. Durante el año 2013, y por primera vez en la década, el salario real se deterioró. Con incrementos salariales en torno al 25,9% e incrementos del nivel de precios en torno al 31,9%, el salario real cayó aproximadamente en un 4,6% en el transcurso del año pasado.

Un hecho no menor que aconteció en el mes de enero y repercutió sobre la confianza de los consumidores es la devaluación del peso argentino en relación a las divisas, en particular al dólar. Producto del salto en el tipo de cambio nominal hasta \$8, la confianza del consumidor que mide la Universidad Torcuato Di Tella (ICC-UTDT) prestó su mayor caída en la serie histórica. No obstante, cuando se posa la mirada sobre el mediano plazo (3 años vista), la confianza de los consumidores sigue en niveles elevados, percibiendo el problema como netamente coyuntural.

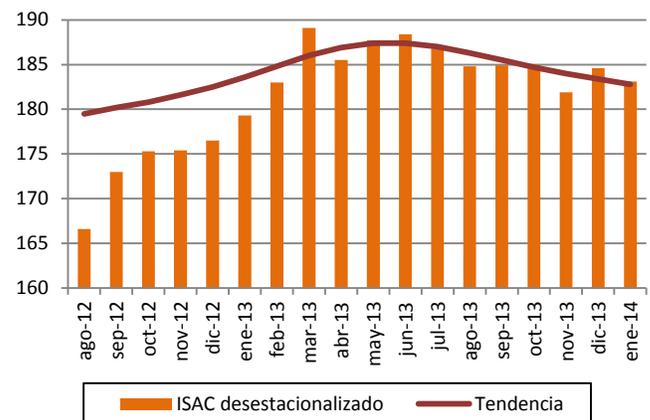
Por el lado de la inversión bruta interna mensual (IBIM-OJF), la misma registró un leve ascenso en 2013 hasta alcanzar el 21% del PBI. No obstante, se encuentra a 0,7 puntos porcentuales del nivel máximo de los últimos siete años, alcanzado en 2011 (21,7%). En principio, una IBIM en dichos valores indicaría que la inversión actual sólo alcanza para la reposición de activos físicos en desuso, y no se registra incorporación masiva de nuevos bienes de capital en el entramado productivo. Además, la Inversión Extranjera Directa cayó 33,6% interanual en 2013. Habría que remontarse al año 2009 para encontrar una merma similar, aunque las condiciones de la economía mundial en dicho año eran notablemente diferentes a las actuales. En el pasado año la retracción se debió más a factores domésticos que al impacto del frente externo sobre la economía (desconfianza en la política, mercado de cambios paralelo, presión tributaria creciente y elevada, inflación persistente, restricciones al comercio exterior e interior, etc.)

Entre los sectores económicos más importantes y afectados de la economía se encuentra la industria. Durante 2013 registró su segunda caída consecutiva en términos interanuales medida a través de las estadísticas oficiales (EMI-INDEC). Tras un 2012 en el que el sector manufacturero se contrajo un 1,1%, 2013 lo siguió con una retracción del orden del 0,2%. Sólo el sector automotriz y los eslabonamientos productivos primarios de la cadena de valor impidieron una caída de mayor envergadura. Además, el sector de minerales no metálicos (vidrio y cemento) apuntalado por la construcción sostuvo a la industria nacional.

De cara al futuro, la industria luce cada vez más complicada. El aumento en los costos fue parcialmente morigerado por el salto del tipo de cambio nominal. No obstante, puesto que el sector manufacturero argentino es altamente dependiente de insumos importados, el efecto se neutraliza e impacta de distinta forma según la composición de las ventas de los distintos rubros y firmas (mercado internistas y exportadores). En el caso puntual del sector automotriz, la suba en los precios de los automóviles a nivel doméstico retrajo la demanda interna, en tanto que las menores perspectivas de crecimiento de Brasil afectan la demanda extranjera. Así, la producción cae 8% en el primer bimestre de 2014, en tanto que las exportaciones se retraen un 7% y los patentamientos un 4%.

En cuanto a la construcción, durante el cuarto trimestre de 2013, el proceso de estancamiento que caracterizó el período previo pasó a ser una leve retracción, en particular durante noviembre y diciembre con la disminución de la obra pública una vez finalizado el período de elecciones. Aun así, la rápida recuperación del período enero - mayo de 2013 llevó al Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) a crecer un 4,6% en todo el año. Sin embargo, si se realiza la comparación con el año 2011, previo a las restricciones cambiarias y año electoral, el incremento es más moderado y alcanza apenas el 1,3%.

Gráfico 7: Evolución y tendencia del ISAC



Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

La gran incertidumbre económica y particularmente cambiaria de enero contribuyó a mantener esta situación en el inicio de 2014, en particular como consecuencia del gran aumento experimentado en el costo de los materiales. El Índice del Costo de la Construcción elaborado por la Cámara Argentina de la Construcción exhibe un incremento interanual del 35,7% en febrero. El impulso provino del rubro materiales, cuyo aumento superó el 44,7%, mientras que mano de obra lo hizo un 27,8%.



En lo referido al mercado laboral, se destaca que la incertidumbre y desaceleración de la actividad económica comienzan a mostrar impactos sobre este sector también. Durante los primeros trimestres de 2013, si bien no hubo destrucción generalizada de puestos de trabajo registrado, se destaca que fue el sector público el sostenedor del empleo. Se crearon más de 35 mil puestos en este último, mientras que el sector privado destruyó más de 12 mil. En suma, la creación neta fue de aproximadamente 23 mil puestos de trabajo registrado.