

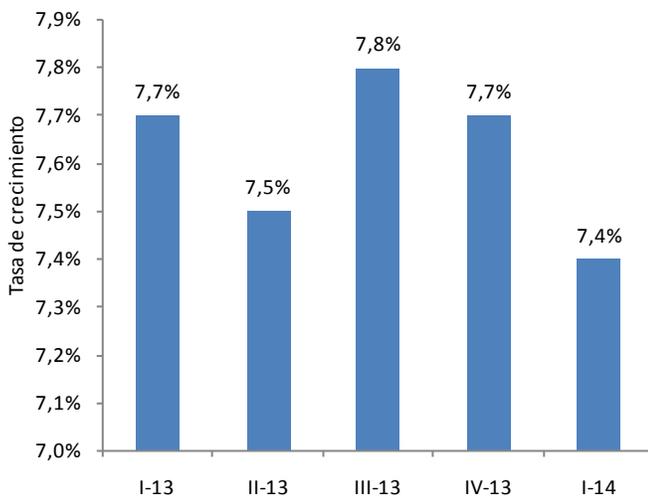


## Informe de Abril de 2014

### Contexto Internacional

En el contexto internacional la economía de la República Popular China continúa siendo uno de los principales focos de atención. La desaceleración de dicha economía preocupa tanto a economías emergentes, principalmente por el impacto negativo en el precio de las commodities, como a las economías desarrolladas. Los últimos datos publicados no son alentadores. El crecimiento en el primer trimestre del corriente año se ha desacelerado (7,4%) y se encuentra por debajo del objetivo de crecimiento (7,5%) establecido por las autoridades para 2014 (ver gráfico 1). Por otro lado, el índice de gestores de compras (PMI por sus siglas en inglés) tampoco ha dado señales positivas ya que el dato provisorio para el mes de abril se encuentra por debajo de 50 (48,3) situándose, nuevamente, en zona recesiva.

**Gráfico 1: China: Tasa de crecimiento trimestral**



Fuente: IIE sobre la base de National Bureau of Statistics.

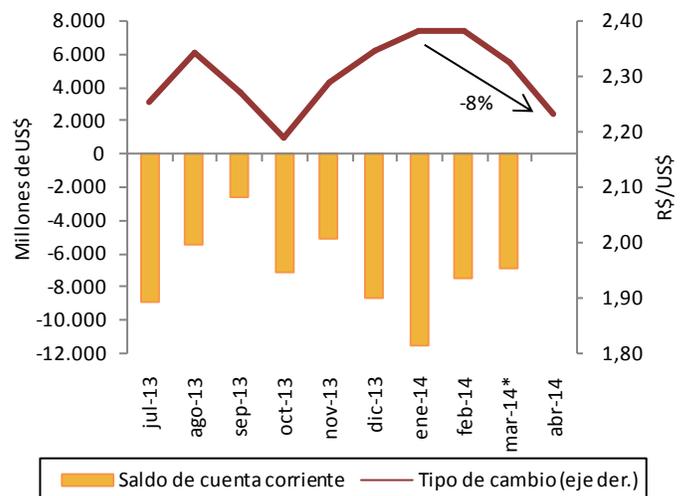
Otra cuestión importante a monitorear en el plano internacional es la decisión que tomará la Reserva Federal de los Estados Unidos en su próxima reunión de política monetaria que se realizará la semana próxima, el 29 y 30 de abril.

Por otro lado, Brasil exhibió un aumento en su tasa de inflación en marzo, que se ubicó en 6,15% interanual. Aunque todavía se encuentra por debajo del techo definido por el Banco Central, las elecciones presidenciales de octubre obligan al gobierno a mejorar los índices, y por lo tanto a subir la tasa de interés de referencia a 11% en abril. El progresivo aumento en las tasas de interés, desde 7,25% hace 18 meses a 11% actualmente ha sido causa de la apreciación del real, que alcanzó un 8% en lo que va de 2014 (ver Gráfico 2). De esta forma, nuestro principal socio

comercial está dando un alivio transitorio a la Argentina, mediante un tipo de cambio bilateral más favorable.

Sin embargo, el mercado espera que el real se deprecie hacia fin de año, producto del déficit en la cuenta corriente brasileña y las expectativas de ajuste luego de las elecciones.

**Gráfico 2: Brasil: Saldo de Cuenta Corriente y tipo de cambio**



Nota: \*estimado

Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de Brasil e IBGE.

### Economía argentina

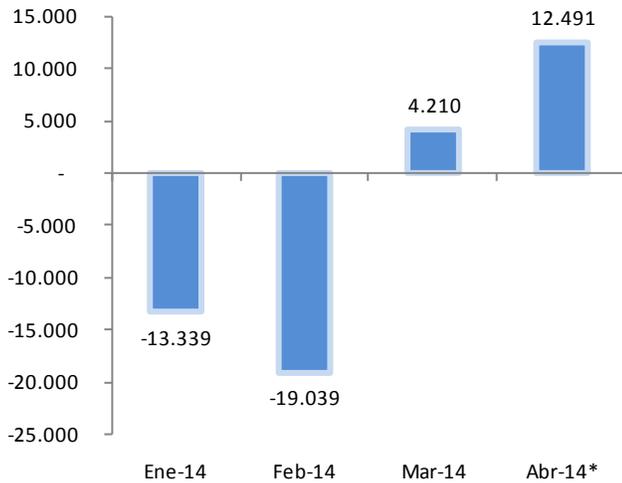
#### • Aspectos Monetarios y Financieros

A diferencia de lo ocurrido en el primer bimestre del año, en marzo el Banco Central de la República Argentina comenzó a inyectar nuevos billetes en la economía. Así, la base monetaria aumentó en \$4.210 millones. La principal fuente de explicación de la emisión monetaria mencionada se encuentra en el financiamiento al sector público lo cual se llevó a cabo a través de dos vías: emisión monetaria (\$10.887 millones) y recompra de LEBACs al Banco de la Nación Argentina por \$16.700 millones de pesos aproximadamente. La autoridad monetaria esterilizó parte de lo emitido a través de la colocación de pases a los bancos comerciales lo cual alcanzó los \$18.560 millones y a través de la colocación de letras y notas del BCRA en bancos comerciales. De esta forma, el importante financiamiento del BCRA al Estado se realiza a costa del sector privado hecho que se manifiesta en la caída en los medios de pagos, en la circulación monetaria, en el crédito, entre otros (ver gráfico 3).



**Gráfico 3: Variación base monetaria.**

En millones de pesos

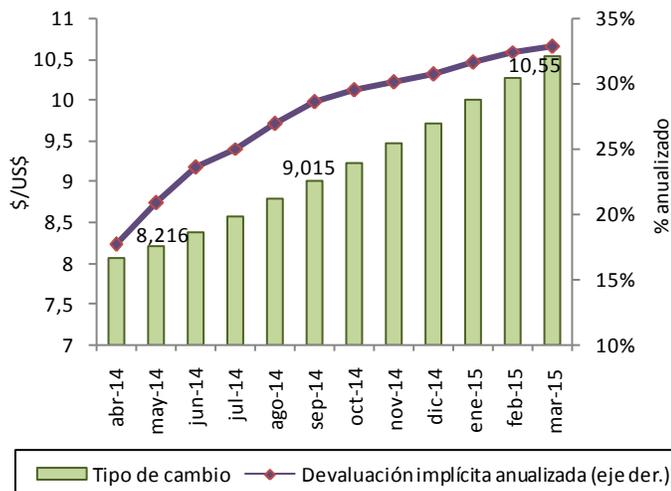


Fuente: IIE sobre la base del BCRA.

Como resultado del fuerte incremento en las tasas de interés, el crédito al sector privado en pesos se ha visto afectado y en marzo experimentó la primera caída desde 2004 (\$2.108 millones). Lo contrario ocurrió con los depósitos del sector privado en pesos, aumentaron en \$15.470 millones en igual período. Esta situación fue la que le permitió al BCRA continuar colocando LEBACs y NOBACs por montos importantes en el sistema financiero y, al mismo tiempo, disminuir en 100 puntos básicos las tasas de interés que paga por los mismos.

**Gráfico 4: Tipo de cambio futuro y tasa de devaluación implícita**

En \$/US\$ y porcentaje



Fuente: IIE sobre la base del ROFEX y BCRA.

Por otro lado, la disminución observada en los futuros del tipo de cambio y en las tasas implícitas de devaluación le dan un margen a la autoridad monetaria para disminuir la tasa de interés sin quebrar la relación de arbitraje entre las mismas que es lo que le ha permitido al BCRA disminuir la brecha cambiaria y mantener un mercado cambiario prácticamente estable (ver gráfico 4).

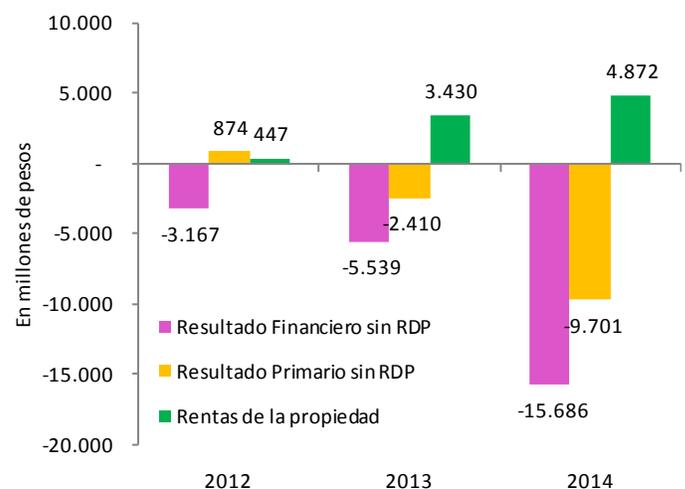
### • Aspectos Fiscales

La situación fiscal actual es alarmante. Las rentas de la propiedad, que son las transferencias al Gobierno por parte del Banco Central de la República Argentina (BCRA), ANSES y otros organismos, juegan un papel muy importante. Tienen un gran volumen, 4.872 millones de pesos en el primer bimestre del 2014, que muestra un aumento con respecto al primer bimestre del año pasado del 42%.

Podemos ver que el Resultado Financiero y el Resultado Primario, sin rentas de la propiedad, siguen una tendencia a la baja que empezó el año pasado y continúa este año con resultados deficitarios: el Resultado Financiero fue deficitario en 15.686 millones de pesos y el Resultado Primario en 9.701 millones de pesos (Ver Gráfico N° 5).

**Gráfico 5: Resultado Financiero, Resultado Primario y Rentas de la Propiedad: Primer bimestre.**

En millones de pesos.



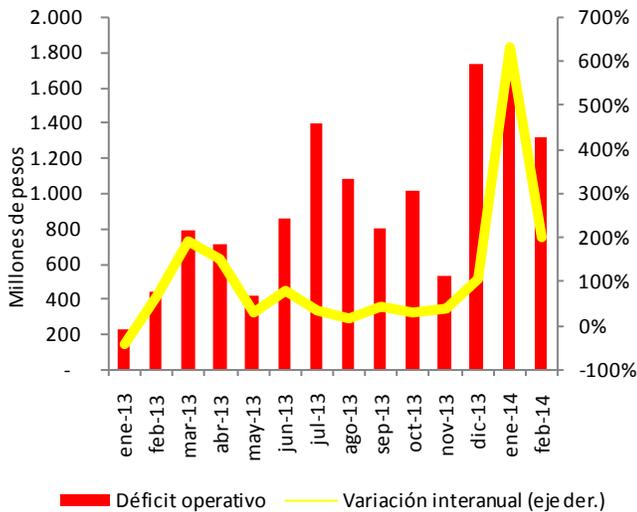
Fuente: IIE sobre la base de MECON.

Los subsidios económicos de la Administración Pública Nacional han aumentado notablemente en el sector energético en el primer bimestre del año 2014, mostrando una variación interanual del 88%. Se trata de los subsidios más altos, e incluyen aquellos destinados a CAMESSA, la empresa pública de energía eléctrica, con un subsidio de 9.259 millones de pesos y ENARSA, subsidiada por 4.069 millones de pesos.



Además, durante la mayor parte de 2013, el crecimiento interanual del déficit operativo de las empresas públicas (entre las que se destacan ENARSA y Aerolíneas Argentinas) rondó un 58% mensual, valor ampliamente superior al 31,9% de inflación para todo el año.

**Gráfico 6: Déficit Operativo de empresas públicas**  
En millones de pesos



Fuente: IIE sobre la base de MECON.

A partir de enero de 2014, la cuenta presentó un crecimiento interanual explosivo, de una magnitud superior al 600%. Este crecimiento se modera relativamente durante febrero, pero la cifra correspondiente a ese mes (superior al 200%) continúa siendo peligrosamente elevada. El impacto de la devaluación de enero en el precio en pesos del gas importado aparece como el principal responsable de esta aceleración del déficit de las empresas públicas, particularmente, por su efecto en los costos operativos de ENARSA.

Asimismo, el resto de los subsidios al sector privado pasaron de un ritmo mensual de \$10.000 millones en el primer semestre de 2013 hasta \$15.000 millones al mes en la segunda mitad del año pasado. Nuevamente, este incremento del 50% supera a la inflación anual de 2013, lo que implica un aumento en el valor real de los subsidios de aproximadamente un 20%.

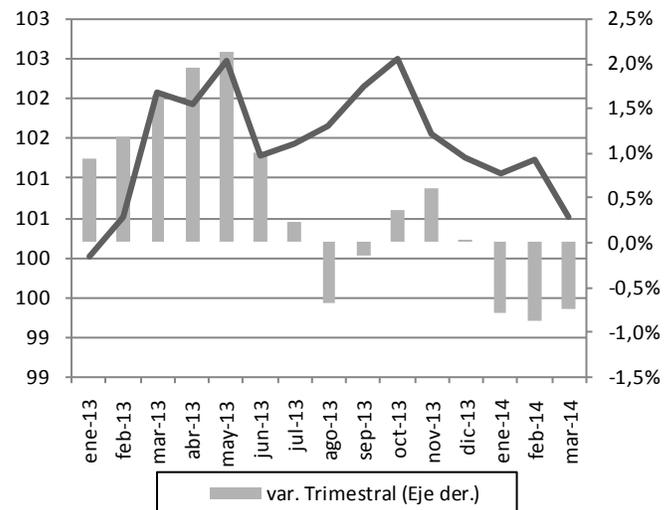
Finalmente, las transferencias a las provincias (corrientes y de capital), otro componente importante de los gastos totales del sector público nacional, presentaron un aumento del 37% en su promedio mensual durante 2013.

Estos tres factores generan una importante presión sobre las arcas del Tesoro de la Nación, que probablemente deberá recurrir al BCRA para que emita los montos que no pueda cubrir con sus ingresos.

### • Nivel de actividad

En lo que respecta a la actividad económica, siguiendo el Índice General de Actividad elaborado por Orlando Ferreres, la economía atraviesa por la fase descendente del ciclo económico, presentando una caída de 1,4% en marzo respecto del mismo mes del año pasado, y acumulando -0,75% en el primer trimestre de 2014 respecto del último de 2013, tal como se puede observar el Gráfico 6. Cabe recordar que para explicitar en términos técnicos que la economía se encuentra en recesión se deben computar 2 trimestres consecutivos de caída en el índice.

**Gráfico 6: Índice General de Actividad (IGA)**  
(Índice base 2013=100)



Fuente: IIE sobre la base de OJF.com.

Las señales de caída de la actividad son claras. Los tres grandes rubros por el lado de la oferta, comercio, construcción e industria presentan bajas. La industria se retrajo 4,8% medida por OJF y Asociados y 10,2% según el Índice de Producción Industrial de FIEL. Gran parte de estas caídas están explicadas por los malos datos provenientes de la industria automotriz, la cual se ve afectada por una serie de circunstancias, a saber: devaluación de enero, introducción del impuesto a los autos importados, aumento del costo de financiamiento y comparación con un año record en lo referido a venta de automóviles.

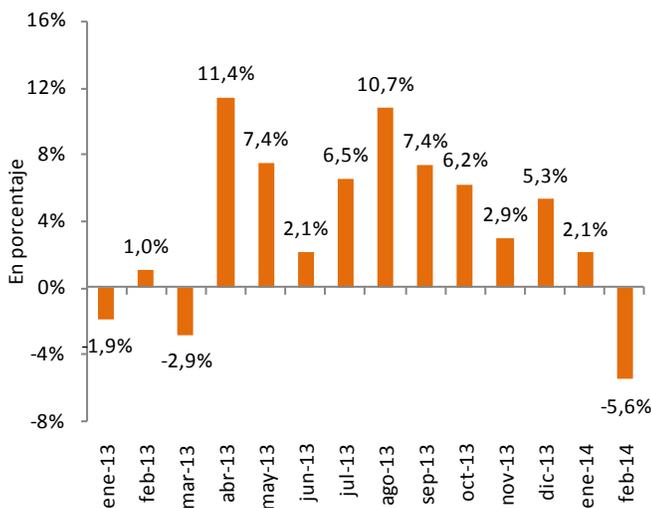
En el sector agropecuario, en pleno desarrollo de la cosecha de los cultivos estivales, todo pareciera indicar que los resultados serán muy satisfactorios. Las estimaciones dan cuenta de que en soja se podrían alcanzar las 54,5 millones de toneladas y en maíz alrededor de 24 millones. Esto es sumamente alentador para el país, porque entre esos dos granos permiten valorar la cosecha en casi US\$35.000 millones.



Además estos niveles de producción, permiten inferir, que el nivel de divisas efectivamente liquidado va a ser superior a los US\$25.000 millones, lo cual pondría esta campaña a la altura de la de 2011, año récord en cuanto al aporte de “agrodólares”.

La construcción muestra en lo que va del 2014 un escenario declinante. Con una caída acumulada del 1,7% en el primer bimestre, según el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC), el sector pasó del estancamiento del segundo semestre del año pasado a una moderada caída. Entre las principales causas de esta situación se destacan el menor nivel de actividad de la economía a nivel agregado, los importantes aumentos en el costo de la construcción, incluso cuando aún no se hicieron efectivos los incrementos salariales, y las condiciones climáticas. En particular, durante febrero, el ISAC mostró un retroceso del 5,5% respecto a igual mes de 2013, cortando así con 10 meses consecutivos de mejoras interanuales (Gráfico 8). Además, la serie sin componente estacional se ubica en su nivel más bajo desde septiembre de 2012.

**Gráfico 8: ISAC variación porcentual interanual**



Fuente: IIE sobre la base de INDEC.

Esta situación se refleja también en materia de empleo, ya que en enero, los trabajadores registrados en el sector totalizaron 380.901. Una cifra tan baja no se observaba desde junio de 2010, previo a las restricciones a la compra de divisa extranjera. De esta manera, la menor actividad sectorial ha tenido un fuerte impacto en materia de empleo registrado, hecho significativo si se tiene en cuenta que la construcción nunca recuperó la cantidad de trabajadores registrados alcanzada durante 2011.

En términos generales, se observa cómo entre 2009 y 2012 el salario real evidenció tasas de crecimiento positivas, financiadas

por un déficit creciente en el sector público, que en el año 2012 alcanzó los -\$84.321 millones, si no se consideran las rentas de la propiedad que el BCRA, ANSES y otros organismos transfieren al sector público. En 2013 sin embargo, el salario real evidenció una tasa de variación interanual negativa del -4,6%.

### • Subsidios

El gobierno nacional parece haber tomado cartas en el asunto de los subsidios, que en 2013 representaron 5% del PBI, el equivalente a \$ 134.000 millones. La provisión de gas para usuarios residenciales y comerciales en todo el país y de agua en Buenos Aires fueron los primeros servicios seleccionados para el recorte. La dirección es la correcta, pero su magnitud insuficiente.

De manera muy simplificada, la cadena de producción de gas está compuesta por: las empresas que lo extraen, las transportadoras, las distribuidoras y por último los residentes. El gobierno subsidia el consumo de gas por dos vías: por el lado de la oferta, subsidiando el precio del gas que cobran las empresas que extraen el fluido en boca de pozo (con programas como Gas Plus por ejemplo) y sobre la demanda haciéndose cargo de parte del precio del gas importado en la boleta final de los consumidores. Los anuncios de reducción de subsidios en tres etapas (abril, junio y agosto) se focalizan en la primera vía ya que el gas importado seguirá subsidiado. Adicionalmente, analizando las resoluciones del Ente Nacional Regulador del Gas, se reglamenta un aumento de tarifas para las dos empresas transportadoras de gas del país (Transportadora de Gas del Norte y del Sur) y para todas las distribuidoras del mismo.

Resumiendo, el gobierno nacional deja de subsidiar una parte del precio del gas en boca de pozo, permite aumentar tarifas a las empresas que lo transportan y distribuyen, lo que termina impactando en una mayor tarifa final que paga el usuario.

El aumento de la tarifa a los usuarios no es homogéneo y depende de varios factores: de la cuenca gasífera que lo abastezca, de las empresas transportadoras y distribuidoras que correspondan y del rango de consumo en el cual se encuentre. Tal es así que en el Cuadro 1 se presenta el incremento que percibirán los usuarios de acuerdo a su rango de consumo en la provincia de Córdoba<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> La provincia de Córdoba, al igual que Catamarca y La Rioja reciben gas de la cuenca Noroeste, ubicada en Salta, vía la empresa Transportadora de Gas del Norte y lo distribuye Ecogas (a través de una de sus subsidiarias que es Distribuidora de Gas del Centro).



**Cuadro 1: Aumento de la tarifa de gas en Córdoba por rango de consumo para usuarios que no ahorren**

		Actual		Agosto 2014		Aumento Acumulado	
		fijo	\$/m3	fijo	\$/m3	fijo	\$/m3 cons
R1		0,13	14,6	0,38	<b>75,0%</b>	<b>187,08%</b>	
R2 1°		0,13	14,6	0,38	<b>75,0%</b>	<b>187,08%</b>	
R2 2°		0,13	15,9	0,41	<b>90,0%</b>	<b>215,73%</b>	
R2 3°	8,3	0,15	16,7	0,55	<b>100,0%</b>	<b>270,47%</b>	
R3 1°		0,19	17,5	0,82	<b>110,0%</b>	<b>336,13%</b>	
R3 2°		0,19	17,5	0,96	<b>110,0%</b>	<b>408,80%</b>	
R3 3°		0,24	20,0	1,30	<b>140,0%</b>	<b>441,25%</b>	
R3 4°		0,24	20,0	1,80	<b>140,0%</b>	<b>652,47%</b>	

Fuente: IIE sobre la base de Resolución ENARGAS N° 12848 y ECOGAS

Por lo tanto los aumentos de las tarifas van desde 187% para el escalón más bajo de consumo hasta 652% en el escalón más alto. Sin embargo cabe hacer la aclaración que estos porcentajes no se trasladarán de forma directa a la factura a pagar, ya que la tarifa no es el 100% de la boleta entonces los aumentos diferirían para cada usuario. Además si el usuario reduce en un 20% el consumo respecto del mismo bimestre del año anterior, mantendrá el subsidio.

Como conclusión podemos aseverar que los grandes aumentos en las tarifas no se traducen en un ahorro fiscal de importancia ya que este alcanzará aproximadamente \$11.000 millones, significando sólo un 8% del gasto en subsidios económicos.