

# Argentina y Latam: no tan distintos

Informe Mensual Abril

Martes 03 de mayo de 2011

**labourcapitalgrowth**

Castañeda 1873 – Oficina 17  
(5411) 4787-2326  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

Montada sobre una economía que sigue creciendo fuerte, la imagen de CFK se consolida en las encuestas de opinión: buena parte de la oposición considera que será muy difícil derrotarla en octubre. Pese a los rumores que esporádicamente surgen con respecto a una eventual declinación de su candidatura presidencial, creemos que finalmente terminará presentándose: máxime al tener muchas posibilidades de sortear con éxito la elección y no contar con ninguna otra figura que, siendo competitiva electoralmente, asegure la continuidad del modelo.

En parte por la sensación de aparente invencibilidad de CFK y en parte por impericias propias, la multitudinaria grilla de pre-candidatos presidenciales se ha ido depurando y parece converger en torno a la figura de Ricardo Alfonsín. Macri sigue envuelto en dudas -aunque con preferencia para reelegir en la Ciudad-, Pino Solanas acaba de anunciar su pase metropolitano y el Peronismo Federal ha implosionado. Este nuevo escenario favorece las alquimias electorales: si cierra un acuerdo con de Narváez, Alfonsín contará con un candidato competitivo en la estratégica provincia de Buenos Aires (37% del padrón), condición necesaria para competir con chances en las presidenciales.

Más que por la oposición, el Gobierno parece preocupado por administrar sus disidencias internas. En este contexto debe entenderse el multitudinario acto de presión de Moyano y la ausencia respectiva de CFK. Con un oficialismo abocado a demostrar que será el único responsable del eventual triunfo en octubre, no será extraño el surgimiento de chisporroteos con la estructura del PJ cuando se cierren las listas.

Con un contexto externo que sigue siendo muy favorable para la región, el Informe realiza un análisis comparativo entre la economía argentina y la de nuestros vecinos, encontrando

muchas similitudes en los logros obtenidos y diferencias sensibles en tres áreas de la política económica: situación fiscal, manejo cambiario e inflación. Dadas las particularidades del caso argentino, se analiza la sostenibilidad futura del frente fiscal y del externo, que han mostrado un evidente deterioro en los últimos años.

## El mundo vs el “modelo”

**La fortaleza política con la que actualmente cuenta el Gobierno se sustenta, en buena medida, en la marcha de la economía. Entre 2003 y 2011 el PBI argentino crecerá a una tasa promedio anual del 6,5%, que es el doble del promedio histórico de nuestro país.** Para ponerlo en perspectiva, se trata de uno de los ciclos más exitosos de la historia económica argentina, sólo superado por 1903-1911 (7,6% de tasa de crecimiento anual promedio) y 1918-1926 (6,9%). Electoralmente el efecto es importante: casi ningún votante vivió esos dos episodios mientras que sí todos ellos vivieron y tienen muy fresca en la memoria la crisis de 2001.

Para una economía que a partir de la segunda mitad del siglo XX se ha caracterizado por su altísima volatilidad, no se trata de un logro menor. Parte de la evolución se explica por la magnitud de la depresión que golpeó al país, con una caída acumulada del PBI del 20% y una tasa de desempleo que alcanzó el 25%. De hecho, **en caso de ampliar la ventana del análisis se observa que en una perspectiva de más largo plazo la tasa de crecimiento promedio se encuentra en línea con el pasado:** si entre 1998 y 2011 la economía hubiera crecido a su ritmo histórico promedio (3,2%), el PBI en 2011 sería un 5,5% superior al que efectivamente tendrá lugar. Más allá de esto, **es evidente que buena parte de los factores que históricamente limitaron el crecimiento en nuestro país** (estrangulamiento externo, carga de la deuda pública, desequilibrios fiscales estructurales, etc) **perdieron relevancia.**

**Las razones que explican esta evolución macro son motivo de disputa.** Inicialmente los pilares fueron un tipo de cambio real competitivo y estable y el superávit fiscal y de las cuentas externas. **Todo ello montado en un escenario de precios internacionales de los *commodities***

**labourcapitalgrowth**

Castañeda 1873 – Oficina 17  
(5411) 4787-2326  
[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)  
contacto: [info@lcg.com.ar](mailto:info@lcg.com.ar)

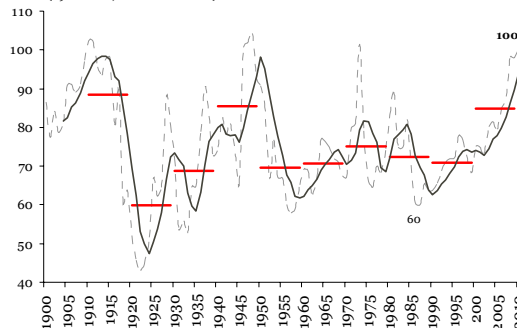
**extraordinariamente favorable para nuestro país:**

los términos de intercambio actuales se ubican en niveles sólo comparables a los máximos históricos alcanzados en la primera década del siglo XX y post Segunda Guerra Mundial. Los logros económicos son conocidos: la situación social mejoró sensiblemente desde los astronómicos niveles alcanzados durante la crisis, se redujo fuertemente el peso de la deuda pública (en buena medida debido a la renegociación de 2005, pero también como consecuencia del propio crecimiento del PBI y de la subestimación del CER), las reservas del Banco Central crecieron sensiblemente y el sector externo se mantuvo como un aportante neto de divisas (algo inédito después de tantos años de fuerte crecimiento de la economía).

En el discurso público del Gobierno, **esta evolución no se debió tanto a un contexto externo extraordinariamente favorable sino a las virtudes del “modelo” económico implementado:** acumulación de reservas, desendeudamiento, fuerte incentivo al consumo interno y un rol muy activo del Estado en la economía, del cual el crecimiento exponencial del gasto público fue (y es) su manifestación más evidente.

Ahora bien, teniendo en cuenta los profundos cambios en el contexto internacional, vale la pena preguntarse si la Argentina fue un *rara avis* en la región o si los logros en materia económica fueron más la norma que la excepción en América del Sur. Es decir, si se trata realmente del “modelo K” o de “matriz de acumulación con distribución” como le gusta decir a la Presidenta.

**ARGENTINA: Términos de Intercambio en el largo plazo**  
(1900-2010; Índice 2010=100)



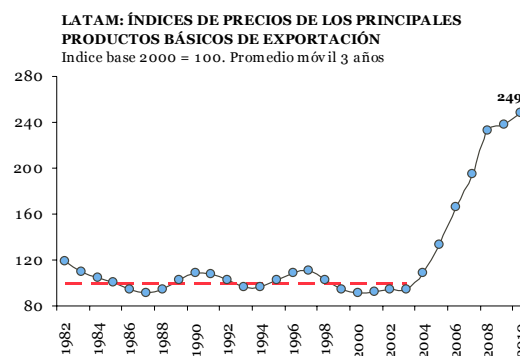
Fuente: LCG en base a Indec, Cepal y otros

## No tan distintos

**Latinoamérica ha vivido una de las mejores décadas de su historia en materia económica.** Independientemente del país o de la orientación política del gobierno que se trate, uno puede encontrar patrones de comportamiento muy similares: fuerte crecimiento económico, cuentas externas sólidas, desendeudamiento público y mejoramiento de los indicadores sociales.

**En el pasado, los procesos de crecimiento de los países latinoamericanos estuvieron limitados por la restricción de las cuentas externas o el desequilibrio de las cuentas fiscales. Esta “camisa de fuerza” histórica se modificó radicalmente con el cambio de la configuración económica mundial.** El hecho más sobresaliente fue la mejora en **los precios de los principales productos exportados por la región:** luego de permanecer relativamente estables durante varias décadas, a partir de 2003 comenzaron a subir a una velocidad inusitada y acumularon un crecimiento del 150%.

**Los mejores precios de exportación cumplieron un doble rol: le dieron solidez a las cuentas externas - evitando los recurrente cuellos de botella del sector externo asociado al crecimiento de las importaciones-, a la vez que esta robustez de la posición externa (superávit comercial, crecimiento de las reservas internacionales, estabilidad de las monedas, etc) le permitió a los Gobiernos mejorar la posición fiscal, ya sea a través del cobro de impuestos a los productos exportados o como consecuencia de las ganancias de empresas estatales que administran esos recursos o vía colocación de deuda pública en condiciones mucho más favorables que en el pasado.**



Fuente: LCG en base a CEPAL

La mejora fiscal y la derrota de la inflación, con situaciones externas más holgadas, permitieron que **ganaran participación las emisiones de deuda en moneda nacional**, otrora algo impensando y que permitió reducir el peso del componente de la deuda pública denominada en moneda extranjera.

Los resultados están a la vista. Con gobiernos de distinta extracción en materia político-económica, la evidencia muestra que **el crecimiento económico fue la norma más que la excepción en Latinoamérica. En el período 2003-10 la región creció a una tasa promedio del 4,7%** (acumulando un crecimiento del PBI de 40 puntos porcentuales) **con una baja dispersión**: el país que más creció fue Perú (6,6% anual) seguido de cerca por Argentina (6,4%), mientras que los menos dinámicos lo hicieron “sólo” al 4% anual (Brasil y Chile). Adicionalmente, **debe destacarse la caída en el patrón de volatilidad histórico de la región**: el crecimiento se dio de forma prácticamente ininterrumpida, con la única excepción de la recesión de 2009 que, pese a tratarse de la crisis económica internacional más relevante desde la Gran Depresión, produjo una contracción promedio en el PBI de la región de 1,2% en promedio y se recuperó fuertemente en 2010 (con un crecimiento de 6,3%).

#### AMÉRICA DEL SUR: TASA DE CRECIMIENTO PBI

	ARG.	Bolivia	Brasil	Chile	Colom.	Ecu.	Parag.	Perú	Uru.	Venez.	A. del Sur (*)	S/ Ven ni Arg (*)
1998-2010	2,6	3,5	3,1	3,4	3,1	3,4	2,7	4,2	2,5	2,1	3,0	3,1
2003-2010	6,4	4,2	4,0	4,0	4,6	4,4	4,8	6,6	5,5	4,6	4,7	4,2
2003-2006	8,9	4,0	3,5	5,0	5,2	5,6	3,8	5,9	4,4	7,2	5,1	4,0
2007-2010	4,1	4,5	4,5	2,9	4,1	3,3	5,8	7,4	6,7	2,0	4,2	4,5

(\*) Ponderado por PBI en dólares promedio móvil 5 años

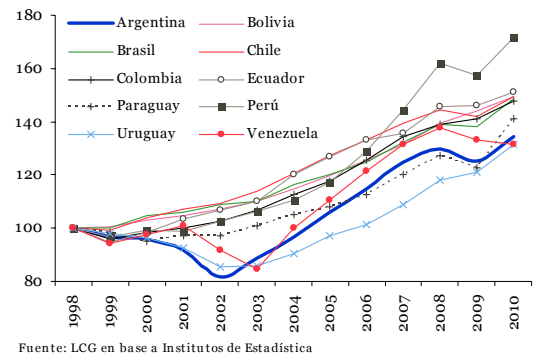
Fuente: LCG en base a Institutos de Estadística América del Sur

Entre 2003-2006 la Argentina duplicó la tasa de crecimiento que tuvo el resto de la región, debido esencialmente a la

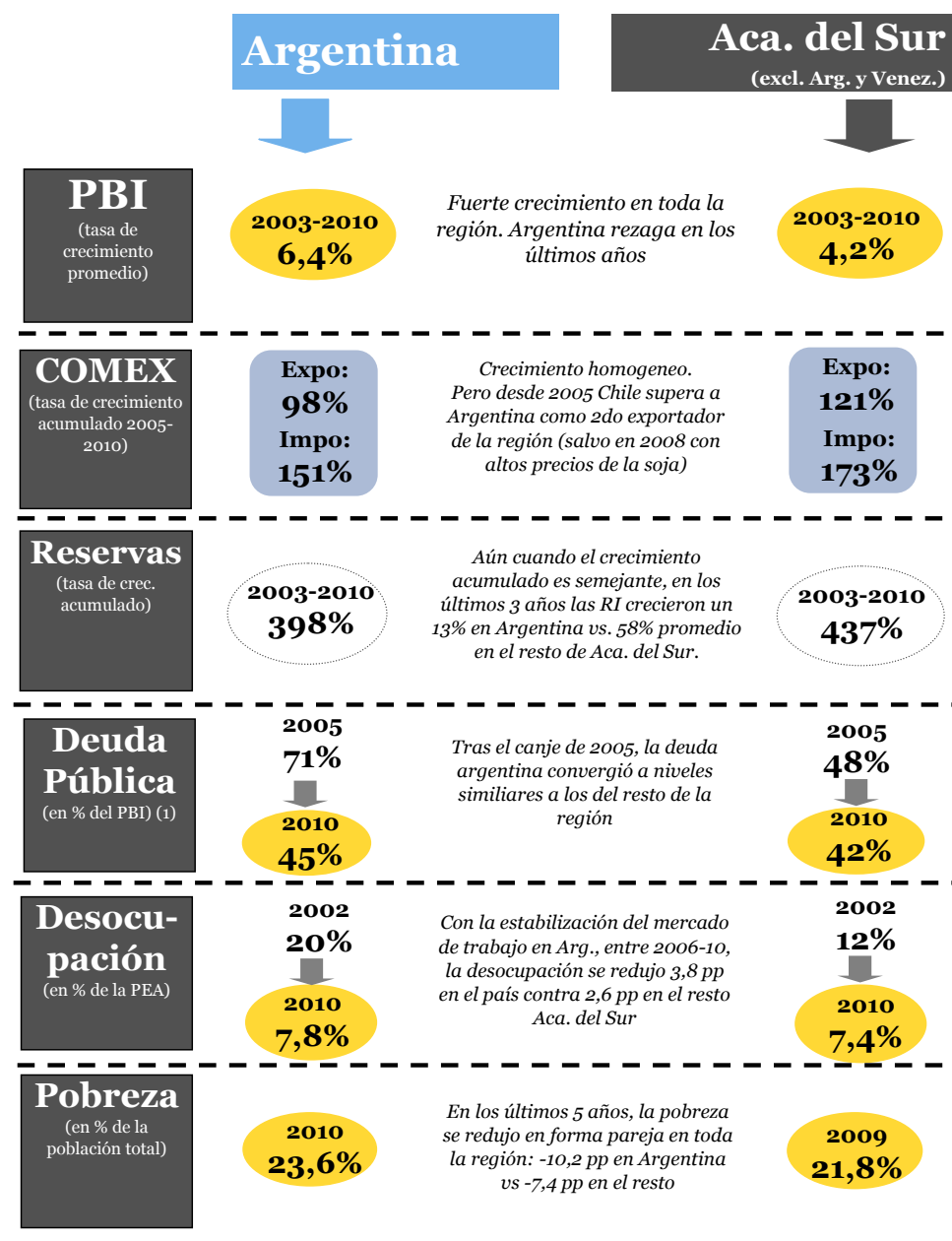
magnitud de la crisis previa (que provocó una caída acumulada del 20% del PBI). Ya **entre 2007-2010 nuestro país muestra una evolución muy similar, e inclusive inferior, a la de sus pares:** sólo Venezuela, Chile y Ecuador mostraron un crecimiento menor al de Argentina. Y **si se extiende el período de análisis hasta 1998 el resultado obtenido es muy distinto: Argentina se encuentra 15 pp por debajo del resto de los países.** Vale la pena destacar la evolución de Uruguay: tuvo una recesión similar a la de Argentina a comienzos de la década pasada pero, a diferencia de lo sucedido aquí, prácticamente no sufrió el impacto de la crisis de 2009. Ahora tiene prácticamente el mismo crecimiento acumulado que la Argentina.

Pero la historia no termina allí. **Las similitudes van más allá del crecimiento económico: exportaciones, importaciones, acumulación de reservas internacionales, desendeudamiento y mejoramiento de la situación social son otros elementos comunes.** Si se deja de lado el efecto “rebote” post crisis 2001, los indicadores se movieron muy en línea con el resto de la región y actualmente se ubican en niveles similares. De hecho, en algunos casos puntuales (exportaciones, reservas internacionales) pese a partir de niveles muy bajos la Argentina se encuentra algo rezagada con respecto a los otros países.

**AMÉRICA DEL SUR: PBI (1998-2010)**  
Índice base 1998 = 100







(1) Se considera a partir de 2005 con el fin de analizar el período post-canje

Fuente: LCG

Algunos aspectos deben destacarse en materia de intercambio comercial. Producto del salto en los precios de exportación, las exportaciones de Latinoamérica crecieron un 220%

entre 2003 y 2010. Aún con un tipo de cambio competitivo, **la Argentina ha quedado claramente rezagada en la comparación con sus vecinos: las exportaciones argentinas crecieron “solamente” 166%** (sólo superando en la muestra a Venezuela -146%-), **mientras que en el resto de la región las exportaciones aumentaron 258%**. De hecho, en 2010 Chile volvió a desplazar a la Argentina como segundo exportador de la región.

#### AMÉRICA DEL SUR: EXPORTACIONES

Miles de millones de US\$

	ARG.	Bolivia	Brasil	Chile	Colom.	Ecu.	Parag.	Perú	Uru.	Venez.	A. del Sur (*)	S/ Ven ni Arg (**)
2002	25,7	1,3	60,4	18,2	12,0	4,6	1,0	7,7	1,9	26,8	159,6	107,1
2003	29,6	1,6	73,2	21,7	13,1	6,2	1,3	9,1	2,2	27,2	185,2	128,4
2004	34,6	2,2	96,7	32,5	16,7	7,8	1,6	12,8	2,9	39,7	247,4	173,2
2005	40,1	2,9	118,5	41,3	21,2	10,1	1,7	17,4	3,4	55,7	312,2	216,4
2006	46,5	4,1	137,8	58,7	24,4	12,7	1,8	23,8	4,0	65,6	379,4	267,4
2007	55,8	4,8	160,6	68,0	30,0	14,3	2,8	27,9	4,5	69,0	437,8	313,0
2008	70,0	6,9	197,9	66,5	37,6	18,5	4,5	31,5	5,9	95,1	534,6	369,4
2009	55,7	5,4	153,0	53,7	32,9	13,9	3,2	26,9	5,4	57,6	407,5	294,3
2010	68,5	6,9	202,4	69,6	39,7	17,4	4,5	35,6	6,7	65,8	517,1	382,8
<b>2003-2010</b>	<b>166%</b>	<b>421%</b>	<b>235%</b>	<b>283%</b>	<b>232%</b>	<b>276%</b>	<b>377%</b>	<b>361%</b>	<b>262%</b>	<b>146%</b>	<b>224%</b>	<b>258%</b>

Fuente: LCG en base a Institutos de Estadística América del Sur

En materia de importaciones la evolución es más homogénea. Desde 2005<sup>1</sup>, las importaciones argentinas crecieron a una tasa promedio anual del 22%, apenas 3 pp por arriba de la evidenciada en el resto de los países de la región. Y desde 2008 la evolución de las importaciones argentinas crecieron un poco menos que las del resto de la región (27% vs 33%).

## El “modelo” argentino

**Hay tres aspectos en los cuales la evolución económica Argentina se diferencia claramente de la del**

<sup>1</sup> Tomamos como partida el año 2004 para evitar el efecto de la devaluación argentina de 2002.

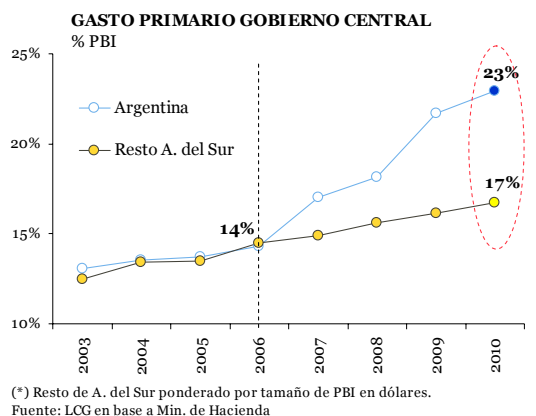
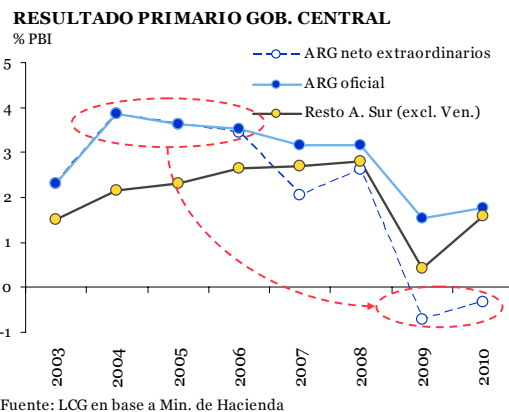
**promedio latinoamericano: política fiscal, manejo de la política cambiaria e inflación. Obviamente, se trata de aspectos íntimamente relacionados: es el ADN del “modelo” argentino.**

Si se miran los datos oficiales, el resultado fiscal primario de Argentina parece haberse deteriorado sólo en el margen, siempre en terreno positivo y reduciéndose del 4% al 2% del PBI. Sin embargo, si se excluyen los recursos extraordinarios que el gobierno utilizó para maquillar el deterioro fiscal, se observa que **la magnitud del deterioro fiscal argentino es equivalente a 5 puntos del producto en apenas 4 años.**

**Distintamente, la evolución fiscal del resto de los países de la región tuvo un comportamiento claramente anti-cíclico.** Mientras las economías crecían fuertemente entre 2003 y 2008 el resultado primario fue positivo y ascendente. La crisis financiera de 2009 obligó a una participación activa de los gobiernos para atenuar sus efectos negativos: en promedio, el resultado fiscal se redujo casi 2 puntos del PBI. Con la recuperación de las economías en 2010, se recompuso también el frente fiscal.

Otra manera de ver el rol de la política fiscal en la región es analizar el comportamiento del gasto público. **Entre 2003 y 2006, el gasto público argentino en relación al PBI mostró una evolución idéntica a la de sus vecinos.** Sin embargo, a partir de allí **el aumento del gasto es exponencial en la Argentina: entre 2007-2010 su crecimiento triplicó al del resto de la región.**

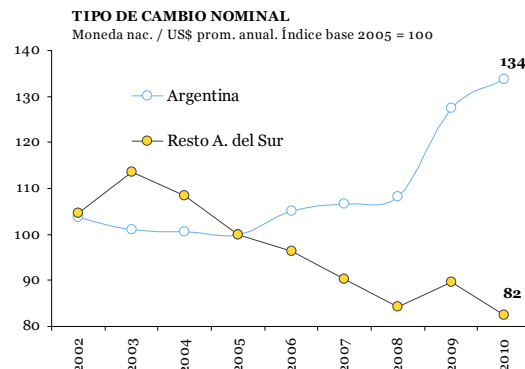
En segundo término, los bancos centrales de la región respondieron ante el debilitamiento del dólar y el salto en el precio internacional de los *commodities*, con el consecuente masivo ingreso de capitales, permitiendo una apreciación del tipo de cambio nominal. Ello ha venido sucediendo ininterrumpidamente de 2003; sólo en 2009 las monedas se de-



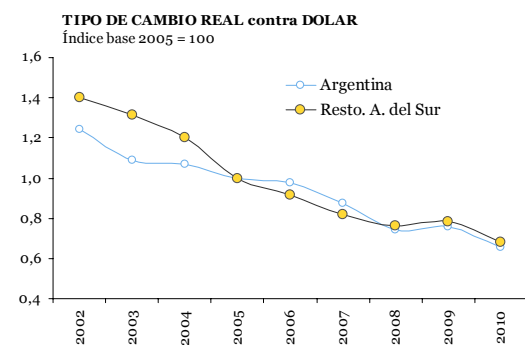
preciaron por la crisis financiera internacional. **La política de apreciación nominal de las monedas permitió evitar que sus economías se recalentaran, manteniendo los precios domésticos a raya.** Obviamente, este proceso no estuvo exento de complicaciones internas: las quejas de los industriales brasileños es un claro ejemplo al respecto. Sin embargo, **no hay dudas con respecto al éxito que tuvo en términos de control a la inflación.**

**Al final del día, la pérdida de competitividad de las monedas en términos reales frente al dólar terminó siendo la misma: lo que en la región se produjo por la apreciación nominal de sus monedas, en la Argentina se dio de la peor forma debido a la aceleración de la inflación** con el consecuente impacto en términos distributivos y generando incertidumbre macro. Ante un contexto internacional muy favorable pero incierto, estos países pueden utilizar la herramienta cambiaria para atenuar eventuales *shocks* externos negativos. **En Argentina el margen es ahora mucho más acotado.**

**La manifestación más evidente de las diferencias en el manejo de la política fiscal y de la cuestión cambiaria es el diferencial inflacionario de nuestro país con el resto de la región:** la Argentina ya lleva 7 años con inflación de dos dígitos, y en 2010 quintuplicó el promedio de los países de la región (excluyendo a Venezuela, que junto a nuestro país lideran el ranking mundial de inflación).



(\*) Resto América del Sur proedio simple tipo de cambio nominal. Se excluye Ecuador (dolarización) y Venezuela (devaluación).  
 Fuente: LCG en base a bancos centrales



(\*) Resto América del Sur proedio simple tipo de cambio nominal. Se excluye Ecuador (dolarización) y Venezuela (devaluación).  
 Fuente: LCG en base a bancos centrales

AMÉRICA DEL SUR: INFLACIÓN MINORISTA

Var. % anual

	ARG	Bolivia	Brasil	Chile	Colom.	Ecu.	Parag.	Perú	Urug.	Venez.	A. Sur	Sin Ven ni Arg
2003	13	3	15	3	7	8	14	2	19	29	13	12
2004	4	4	7	1	6	3	4	4	9	22	7	6
2005	10	5	7	3	5	2	7	2	5	16	8	6
2006	11	4	4	3	4	3	10	2	6	14	6	4
2007	16	9	4	4	6	2	8	2	8	19	7	4
2008	25	14	6	9	7	8	10	6	8	31	10	6
2009	15	3	5	1	4	5	3	3	7	29	7	4
2010	23	2	5	2	2	4	5	2	7	29	9	4

2005-2010												
Tasa anualiz.	16	6	5	4	5	4	7	3	7	23	8	5
Acumulada	149	44	34	25	32	28	50	17	48	241	56	32

(\*) Ponderado por tamaño de PBI en dólares

Fuente: LCG en base a Institutos de Estadística América del Sur

## El fin de los gemelos

Los pilares iniciales que sustentaron la recuperación de la economía se han ido evaporando: aún contabilizando todos los ingresos extraordinarios el resultado fiscal será deficitario en 2011, el superávit externo se reduce aceleradamente y el tipo de cambio real está en un proceso de apreciación. La aceleración inflacionaria por políticas expansivas, hizo que la economía perdiera competitividad como consecuencia de la aceleración inflacionaria. Los dos principales factores de riesgo que enfrenta la economía provienen del frente fiscal y del frente externo.

### Frente fiscal:

Desde 2009 la economía opera con déficit fiscal. Para cubrirlo no se acude al endeudamiento como en otras épocas, sino que aquél y los vencimientos de deuda se financian con emisión monetaria, reservas internacionales y rentas de la ANSES. Este año terminará con un déficit primario puro de US\$ 6.000 M (-1,4%% PBI) y necesidades de financiamiento

cubiertas con fondos del BCRA y ANSES por US\$ 18.000 M (4% PBI). Dicha situación **no es sostenible en el tiempo: es inflacionario porque se monetiza el déficit y limitado porque las reservas ya no crecen y la ANSES requerirá de la utilización de estos fondos para afrontar los compromisos propios de la seguridad social en el futuro mediato.**

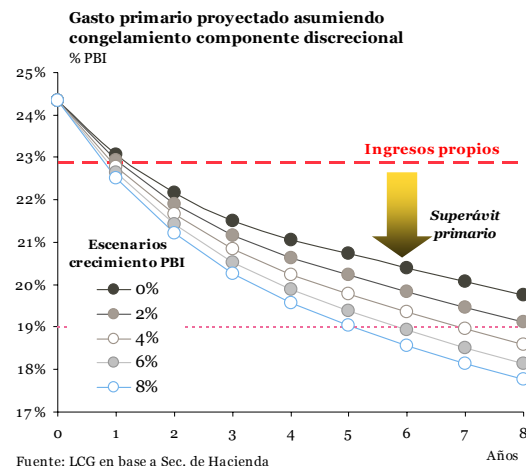
El déficit fiscal se generó por el fuerte crecimiento del gasto. El Gobierno Nacional lo aumentó 11 puntos del PBI desde 2003. Al sumar los ingresos extraordinarios del BCRA y la ANSES junto con el financiamiento que estos organismos le dan al Tesoro se llega a la cifra de US\$ 25.000 M. Ésta representaría una aproximación al **exceso de gasto público que sería sostenible para nuestra economía: equivale a alrededor de 5 puntos del PBI.**

Reducir el gasto en US\$ 25.000 M implicaría tener el mismo nivel de gasto en términos del PBI que en 2008, 7 puntos más que el promedio de la Convertibilidad. Asimismo equivaldría a tener los mismos niveles que presenta el resto de las economías de la región, como vimos en la sección anterior. Pero lo más importante es que **eliminando este exceso de gasto la economía podría afrontar los vencimientos de deuda sin tener que acudir a la emisión monetaria o al endeudamiento.** Sería un “vivir con lo nuestro” más realista.

¿Cómo puede realizarse el necesario reacomodamiento de las cuentas fiscales minimizando los costos políticos? **¿Cuánto hay que crecer para licuar el exceso de gasto generado en los últimos?** La inflación es una gran aliada de la política fiscal: los ingresos ajustan automáticamente en cambio no todo el gasto público se mueve en esta sintonía dejando margen para hacerlo crecer por debajo de aquella. Dentro del gasto público hay componentes que requieren que su poder adquisitivo se mantenga en el tiempo como las funciones básicas del Estado y los beneficios sociales. Éstos represen-

tan dos tercios del total. Con lo cual queda un margen equivalente a un tercio del gasto para poder manejar discrecionalmente, que está compuesto por la obra pública nacional, los subsidios a la energía, transporte y telecomunicaciones y las transferencias discretionales a las provincias.

Asumiendo que el gasto público rígido se mantiene constante en términos reales –minimizando costos en términos políticos- y se “congela” el gasto discrecional en los niveles de 2011, se necesitarían alrededor 4 ó 5 años con un crecimiento de la economía mayor al 4% para eliminar el exceso de gasto generado en los últimos años. Siguiendo esta lógica, cada año permite recomponer en 1 punto el resultado fiscal.



**Resultado primario neto de ingresos extraordinarios asumiendo congelamiento del gasto discrecional**

% PBI

Crecimiento PBI	Años							
	1	2	3	4	5	6	7	8
0%	-0,2	0,7	1,4	1,8	2,2	2,5	2,8	3,1
2%	0,0	1,0	1,7	2,3	2,7	3,1	3,4	3,8
4%	0,1	1,2	2,1	2,6	3,1	3,5	3,9	4,3
6%	0,2	1,5	2,4	3,0	3,5	4,0	4,4	4,7
8%	0,4	1,7	2,6	3,3	3,8	4,3	4,8	5,1

Fuente: LCG en base a Sec. de Hacienda

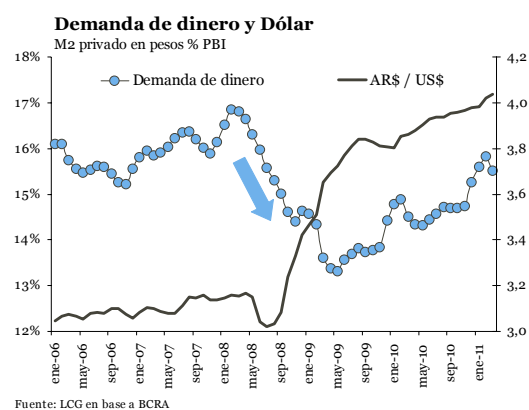
El deterioro fiscal es marcado, pero la situación es todavía manejable si se empiezan a tomar los recaudados desde ahora. Si no se modera la política fiscal, cuando la economía se desacelere en los próximos años, el Gobierno no tendrá los recursos para calentarla. Al menos sin generar mayores tensiones.

**Frente externo:**

**La disponibilidad de dólares es el combustible esencial para que el modelo pueda funcionar:** el sector privado está tranquilo si ve al BCRA comprando dólares, lo que implica que las expectativas de depreciación se mantienen acotadas. **La principal inconsistencia del esquema macro actual es que el diferencial de precios con el resto del mundo hace que la economía pierda competitividad y que el deterioro en el balance comercial luzca inexorable.**

No casualmente, **el posible sendero de ajuste -hacia arriba- del tipo de cambio nominal se ha transformado en uno de los principales temas de la discusión económica**, a los que se sumaron algunos rumores de un eventual desdoblamiento cambiario. Más allá de cierta idea generalizada de que el Gobierno puede poner “donde quiera” el tipo de cambio nominal, debe destacarse que **mientras el sector externo sea un aportante neto de dólares** (como sucederá en 2011) el margen con que cuenta es acotado: **sin un salto en la dolarización de carteras difícilmente podrá llevar a cabo una corrección significativa del tipo de cambio.** Esto es lo que sucedió durante las turbulencias de 2008/09: la caída de la demanda de pesos<sup>2</sup> permitió que el tipo de cambio nominal tuviera un salto significativo, que alcanzó el 27% ia en agosto de 2009. Si bien en niveles bajos, las tasas de interés se encuentran todavía por encima de la expectativa de depreciación de corto plazo (las elecciones) y dan estabilidad a la demanda de pesos: en los últimos meses los depósitos del sector privado vienen creciendo al 35% ia.

**El Gobierno**, a través de la implementación de las licencias no automáticas a la importación y la pintoresca exigencia del Secretario de Comercio Interior al sector privado de una especie de “convertibilidad comercial” (por cada dólar impor-



<sup>2</sup> El M2 del sector privado en relación al PBI se redujo 3 pp.



tado se debe exportar otro de forma de mantener, a nivel de cada firma individual, el equilibrio comercial), **ha hecho explícito que la disponibilidad futura de dólares con que contará la economía ha empezado a preocuparle**, más que el probable efecto que la pérdida de competitividad tendría sobre el nivel de actividad en los sectores sensibles.

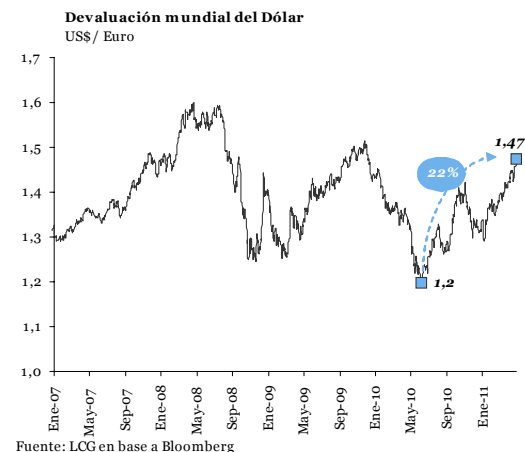
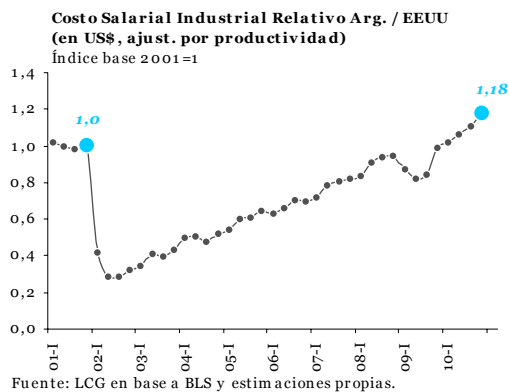
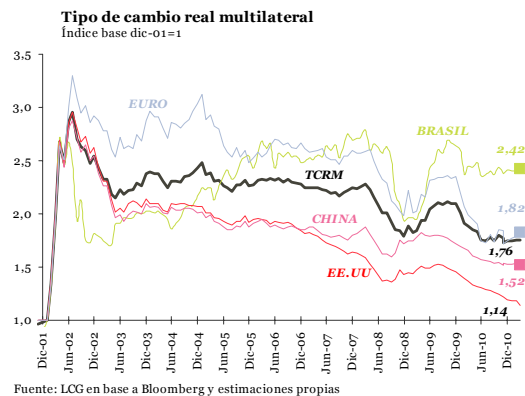
¿Cuál es el margen remanente? **Debido a la significativa depreciación mundial del dólar, pese al diferencial de precios con el resto del mundo el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) se mantiene todavía en valores favorables: 76% por encima de dic-01.** Como se sabe, las asimetrías son significativas: mientras con Brasil se encuentra 142% por encima, contra EEUU resulta apenas un 14% superior a dic-01 (debido a la cuasi fijación entre el Peso y el dólar). **La situación es peor en el caso particular de la industria: el costo salarial industrial de la Argentina relativo al de los EEUU es hoy un 18% superior al de diciembre de 2001.**

De mantenerse la configuración externa actual, **no se avizoran mayores riesgos de forma inmediata:** con un superávit comercial de US\$ 8.500 M la cuenta corriente tendrá todavía saldo positivo (0,6% del PBI) en 2011, que pasará a ser levemente negativa en 2012 (-0,7% del PBI). Si bien una mala señal para una economía con crecientes problemas de apreciación y en la cual se espera un deterioro de sus cuentas externas a futuro, se trata todavía de un desequilibrio manejable.

**No obstante, debe tenerse en cuenta sobre qué supuestos está montado este escenario de deterioro paulatino del frente externo:** un dólar muy depreciado, fuerte crecimiento de los países emergentes, precios de los commodities muy favorables, un Real brasileño hiper fuerte en valores similares a los existentes a principios de 1999 cuando se vio forzado a abandonar el Plan Real y una política

labourcapitalgrowth

Castañeda 1873 – Oficina 17  
(5411) 4787-2326  
[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)  
contacto: [info@lcg.com.ar](mailto:info@lcg.com.ar)



monetaria en el mundo desarrollado extremadamente laxa que estimula el ingreso de capitales en las economías emergentes. **Un auténtico pleno que pospone en el tiempo la tensión cambiaria pero que difícilmente se sostenga a mediano plazo.** Cualquier alteración significativa de estas variables (que, por cierto, se encuentran correlacionadas) podría imprimirle una dinámica completamente distinta al frente externo.

**Pero también existen riesgos internos, que pueden ser tanto ciertos** (como en el caso del balance energético) **como aleatorios** (clima). **El balance comercial energético viene mostrando un pronunciado deterioro en los últimos años:** mientras que las exportaciones están estancadas desde 2004, las importaciones se multiplicaron por 4,5 y el superávit sectorial se redujo de US\$ 5.200 M a US\$ 1.800 M. Teniendo en cuenta los mayores requerimientos y el estancamiento de la producción sectorial, **el desequilibrio energético alcanzaría los US\$ 3.000 M en 2013.**

Dada la alta dependencia de las exportaciones con respecto a la producción agropecuaria (los complejos de los cuatro principales productos dan cuenta de 1/3 del total de las exportaciones), una caída en la producción por cuestiones climáticas tendría un impacto directo sobre el equilibrio externo. Por ejemplo, una sequía que sea la mitad de grave de la que azotó al país en 2009, tendría un costo en términos cambiarios de US\$ 5.700. Así, el resultado comercial en 2012 sería negativo en US\$ 2.600 M y el déficit de cuenta corriente pasaría a ser de -1,7% del PBI. Un impacto similar tendría si los precios internacionales caen al promedio del período 2007-10. **Para una economía con alta inflación, prácticamente sin colchones remanentes y con crecientes inconsistencias macroeconómicas, difícilmente estará disponible la posibilidad de financiar externamente un desequilibrio de esta magnitud.**

**Estimaciones de la Cuenta Corriente**  
En millones de US\$

	2011	2012 Esc. Base	2012 Sequia (1)	2012 Caída precios (2)
Exportaciones	81.446	86.763	81.055	80.293
Importaciones	72.685	83.622	83.622	83.622
<b>Sup. Comercial</b>	<b>8.761</b>	<b>3.140</b>	<b>-2.567</b>	<b>-3.330</b>
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>2.691</b>	<b>-3.177</b>	<b>-8.884</b>	<b>-9.647</b>
<b>Cuenta Corriente (en % PBI)</b>	<b>0,6%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-1,9%</b>

Fuente: LCG en base a estimaciones propias  
(1) 50% de la caída anual que mostraron las Q exportadas en 2009.  
(2) Precios promedio 2007-2010.

Para ponerlo en términos más sencillos: **el diferencial inflacionario con que funciona la economía argentina hace que la expectativa de depreciación del tipo de cambio nominal sea creciente en el tiempo.** De mantenerse el contexto actual, el 2012 podría ser manejado sin mayores contratiempos. Claro está, si los astros dejan estar alineados en materia externa resulta muy difícil estimar el *timing* del ajuste y con qué velocidad ajustaría la demanda de dinero en un escenario de mayor incertidumbre. Y más difícil aún, cuál sería la reacción de un Gobierno que, en caso de ser reelecto, deberá enfrentar las consecuencias externas generadas por una política macro que ha tenido como objetivo excluyente la maximización de la tasa de crecimiento a corto plazo.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.