

Cambios cualitativos

Informe Mensual Junio

Lunes 27 de junio de 2011

labourcapitalgrowth

Castañeda 1873 – Oficina 17

(5411) 4787-2326

www.lcgsa.com.ar

contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

La grilla de largada para la carrera presidencial está completa. La semana pasada la Presidenta anunció finalmente que se presenta a la reelección, tal como sostuvimos en nuestros informes de abril y mayo a pesar de recurrentes rumores en dirección contraria. Y el sábado por la noche CFK develó a su acompañante en la fórmula oficialista: el actual Ministro de Economía, Amado Boudou. Unas horas antes había impuesto también a Gabriel Mariotto como candidato a Vicegobernador de Scioli en la Provincia de Buenos Aires.

Tanto las selecciones, incluyendo la conformación de las listas de legisladores nacionales y provinciales, como el proceso decisorio de gran concentración de poder en la Casa Rosada confirman algo sobre lo que veníamos advirtiendo en nuestros informes: una fuerte tendencia de Cristina Fernández de Kirchner a “desperonizar” una muy probable próxima administración suya.

Así, la CGT fue relegada a pesar de los reclamos de Moyano; y lo mismo pasó con los intendentes del Conurbano, que vieron sus territorios invadidos por postulantes pertenecientes a La Cámpora. Algo similar ocurre con varios actuales funcionarios del PEN que se transforman en candidatos a legisladores: hay un desplazamiento hacia el Legislativo de aquellos identificados con el PJ más tradicional, como podrían ser los casos de Aníbal Fernández o Julián Domínguez.

Las señales resultan bastante claras. En primer lugar, el “modelo” es llevado a la fórmula presidencial. A priori puede ser llamativo que el Ministro de Economía de un país que está en el podio de la inflación mundial sea candidato a vicepresidente, pero ello se explica por la satisfacción de vastos sectores ante estos años de crecimiento sostenido frente a la depresión económica de octubre de 1998 a mayo de 2002, y la caótica y costosa salida de la Convertibilidad.

Adicionalmente, tanto los motivos que la Presidenta enunció a la hora de elegir a su compañero como la señal de Mariotto interviniendo directa o indirectamente el potente aparato comunicacional de Scioli anticipan una profundización de la disputa con Clarín. Finalmente, hay una apuesta a la renovación generacional y una toma de distancia respecto de los aparatos ajenos: lo que el oficialismo pretende es tener una amplia representación de legisladores con poca historia, que deban todo a la actual administración, de manera tal de garantizarse una fidelidad absoluta.

Es indudable que todo este proceso deja heridos significativos. Y hay quienes ya especulan con que ello puede volverse en contra del oficialismo en una eventual segunda vuelta. El motivo es que, definidos todos los demás cargos, los intendentes y gobernadores tendrán escasos incentivos para contribuir a un triunfo de CFK en el ballottage. A ello se le suma el caso Schoklender, el escándalo del INADI y algún otro golpe por venir, más un calendario electoral que de aquí en más no favorecerá a la Casa Rosada (Capital Federal, Córdoba y Santa Fe), lo cual genera expectativas de reversión de la actual tendencia y potencial triunfo en algunos búnkers opositores.

Compartimos con esos diagnósticos que cuatro meses es una enormidad para los tiempos políticos argentinos. Pero allí terminan nuestras coincidencias. Creemos CFK será muy probablemente reelegida y que gobernará con una estructura nueva. Quizás más joven y más fiel, pero menos probada en circunstancias adversas.

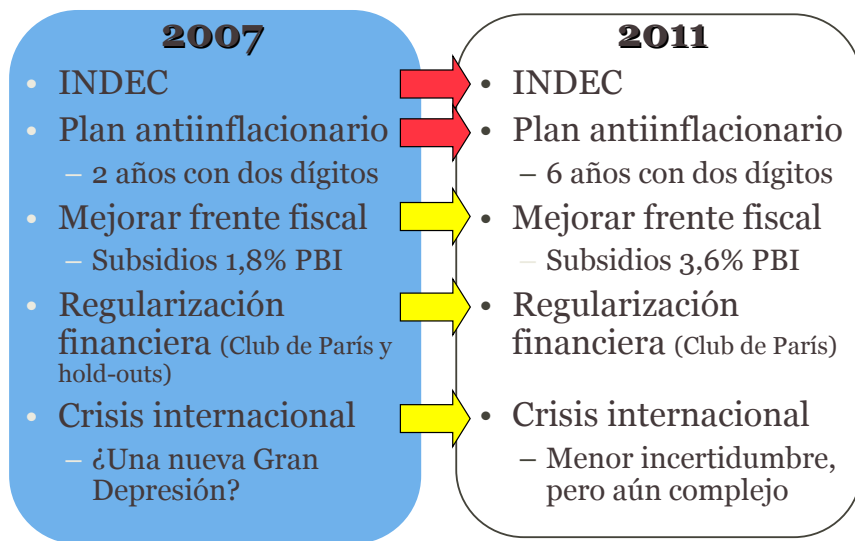
Por ese motivo es que en este informe nos abocamos a describir lo que pensamos será la dinámica económica de los próximos cuatro años, comparándola con la que Argentina ha disfrutado desde 2003 hasta la actualidad. Serán tiempos distintos, menos sencillos y ciertamente con un equipo menos experimentado, lo que agranda los desafíos.

La misma agenda, menos margen

Las elecciones de octubre están a la vuelta de la esquina, sólo restan cuatro meses. Aunque para los tiempos de la política pueden ser una eternidad, en materia económica la cuestión se presenta algo más sencilla: la situación está bien clara en los temas de la agenda económica que tendrá que enfrentar el próximo Gobierno.

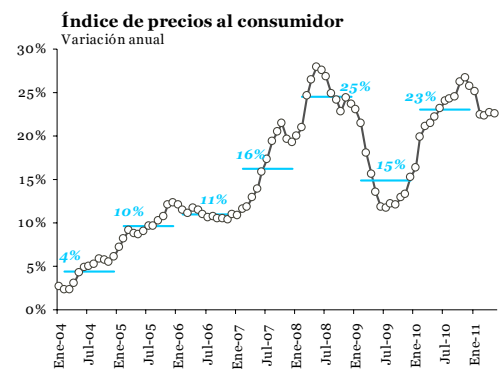
Independientemente de a quien le toque gobernar, los temas a solucionar son prácticamente los mismos que en 2007. Son asuntos pendientes que habían florecido a fines del primer gobierno kirchnerista y continuaron madurando sin ser atendidos en los cuatro años siguientes. Estos son: la cuestión inflacionaria, el fortalecimiento del frente fiscal y la regularización de la situación financiera de nuestro país. Se trata de elementos fundamentales para corregir inconsistencias que de otro modo se acumulan y para dotar a la economía de mayor fortaleza y sustentabilidad en los próximos años.

No es una agenda revolucionaria con metas inalcanzables y grandes vueltas de timón, sino que son correcciones necesarias para evitar frustraciones posteriores. Es una agenda del sentido común: pocas veces en nuestra historia se observó tan alto grado de consenso entre los distintos candidatos y economistas de diferentes partidos. La rara excepción es una buena parte, aunque no la totalidad, del Gobierno Nacional.



El problema inflacionario es indudablemente la principal cuestión a resolver. Abarca desde lo institucional, con la regularización del INDEC, hasta el diseño de políticas consistentes en cuanto a la demanda agregada que permitan ir reduciendo paulatina pero constantemente la inflación. Lamentablemente, el paso del tiempo sin implementar correcciones desde 2007 hace que la situación sea más compleja que antaño. El componente inercial de la inflación está más entrenado y arraigado. Además, se profundizó el retraso de algunos precios relativos, como el de los servicios públicos que ya venían con sus precios reprimidos aún desde antes 2007. Un ajuste de las tarifas que implique reducir a la mitad del monto de los subsidios actuales equivaldría a 10 pp más de inflación.

En el frente fiscal el gasto público siguió creciendo fuerte y se redujo el superávit. En 2007 lo había hecho a un ritmo de casi 50%, 15 puntos porcentuales por encima de la recaudación. Por aquel entonces, los subsidios ya representaban algo menos de 2 puntos del PBI; y la dinámica que se apreciaba – en conjunto con el riesgoso escenario internacional- tornaba poco menos que imprescindible recomponer y consolidar el superávit fiscal. Además, y no menos importante, la política



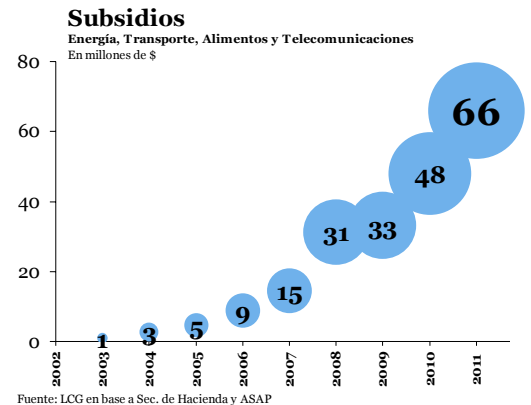
fiscal debía reasumir un rol significativo en la lucha contra la inflación. A pesar de todas estas consideraciones, en estos años el gasto continuó creciendo a toda máquina.

Quizás el ejemplo más ilustrativo del desquiciado aumento de subsidios es el incremento exponencial de los subsidios: desde 2007 los subsidios a la energía, transporte, alimentos y telecomunicaciones se cuadruplicaron en pesos corrientes y se duplicaron en términos del PBI.

Tampoco se resolvió de manera definitiva la situación financiera argentina. A pesar del avance logrado con los *hold-outs* el año pasado, queda pendiente la resolución de la deuda impaga con el Club de París y la vuelta a los mercados financieros a tasas acordes con la macro argentina y con las que pagan los países vecinos. Pero los vaivenes en cuanto a los anuncios de arreglo más la falta de solución al problema del INDEC y ciertos aspectos de la política internacional (como el episodio de incautación de material de los EE.UU.) y algunas alianzas regionales impiden una mejor percepción y predisposición de los mercados financieros.

Finalmente, parados a fines de 2007 el destino de la crisis internacional era totalmente incierto. Nadie sabía con certeza dónde estábamos parados: por el entramado de interconexiones y regulación laxa, la magnitud completa del problema era desconocida, ni se sabía cómo iban a reaccionar los principales países, ni cuál sería el impacto inmediato y final de todo. Cuatro años después, el nivel de incertidumbre y desconocimiento se redujo, pero la situación sigue siendo muy compleja.

Por ello, los puntos que componen la agenda en materia de política económica de aquí en más no sólo tienen que ver con la salud de la economía local sino que son fundamentales para agregarle capas de protección frente a posibles cimbronazos externos en un contexto que todavía es muy volátil, con



episodios que en algunos casos exceden a la crisis financiera internacional como quedó demostrado con los conflictos en Medio Oriente o el tsunami en Japón.

Finalizando los cuatro años del mandato de CFK queda claro que no se encaró prácticamente ninguno de estos grandes temas. Y sin embargo, la abundancia de recursos extraordinarios (mayores precios de *commodities*, estatización de AFJP más el financiamiento del BCRA al Tesoro con su consecuente impacto en la inflación) permitió que la economía se diera el lujo de no enfrentarla con costos de corto plazo limitados. Eso sí, se perdió valioso tiempo y oportunidades. Ahora hay menos margen de maniobra, los desafíos se tornaron más difíciles y habrá innecesarios impactos en el mediano y largo plazo.

La foto económica de hoy es a primera vista buena, con indicadores económicos macro que en general siguen siendo buenos. La actividad continuó creciendo fuerte (para 2011 estimamos un crecimiento de 6,5%), la desocupación cayó a 7,4%, se mantuvo el proceso de desendeudamiento y, aunque más reducidos, permanecen vigentes los superávits gemelos (cuenta corriente y fiscal). La nota discordante es que después de cuatro años la inflación se ha consolidado por arriba del 20%. **En relación a 2007, a primera vista el deterioro macro parece sólo marginal, y esa percepción se acentúa al compararnos con el empeoramiento agudo sufrido por el mundo desarrollado.**

Este éxito en materia económica fue aprovechado y hasta potenciado por el Gobierno a través del manejo de la comunicación. Su forma de manejar la agenda, crear canales directos, instalar o desinstalar temas, y hasta defender o lograr ignorar lo indefendible ha sido uno de los grandes éxitos del kirchnerismo. Así, instaló un discurso económico estructurado que se reproduce a diario y se ex-

Principales indicadores macro

	2007	2011
Crecimiento PBI	8,7	6,5
Desocupación	8,1	7,4
Saldo Comercial (US\$ millones)	11.000	8.500
CC (% PBI)	2,7	0,5
Rdo. Fiscal Primario (% PBI)	3,2	1,0
Deuda Pública (% PBI)	56	45
Inflación (% anual)	20	23

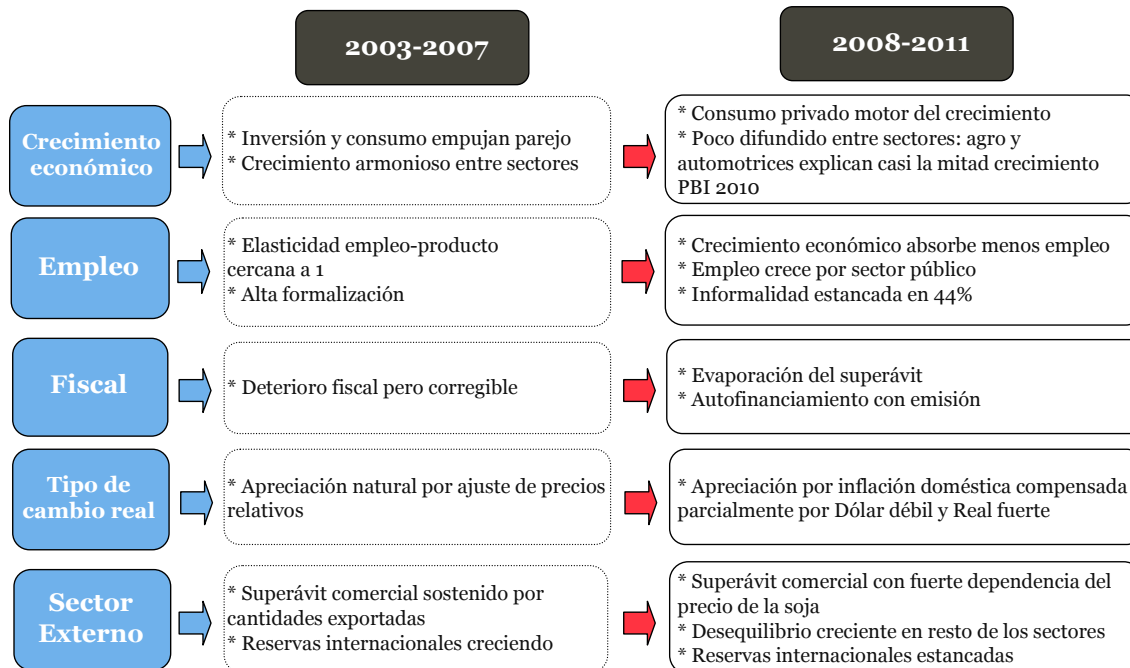
Fuente: LCG

pande continuamente, cuyo estandarte es el “modelo de crecimiento con acumulación y matriz diversificada”. Y algunos de sus logros también son repetidos y se hallan incorporados al imaginario social: una economía que lleva ocho años de crecimiento con superávit fiscal, balanza comercial positiva, acumulación de reservas y creación de empleo. Con este panorama no extraña que su bandera para el futuro consista en “profundizar el modelo”.

A través de la lupa

Como dijimos, con brocha gruesa no se observan grandes cambios entre la economía de 2007 y la actual. Sin embargo, al entrar con mayor detalle en cada uno de los pilares de la situación actual se encuentran importantes pérdidas de calidad en la situación de varios de los indicadores mencionados.

Deterioro cualitativo



Crecimiento menos difundido en sectores y que no crea empleo:

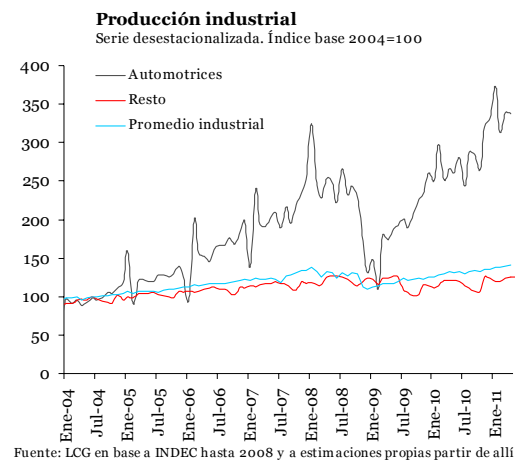
Si bien la economía siguió creciendo a altas tasas, la calidad del crecimiento no es la misma que la de la primera etapa del kirchnerismo. En primer lugar **ha dejado de ser un crecimiento amplio y armonioso para pasar a ser menos difundido entre los sectores y con preponderancia en el consumo por sobre la inversión. Ello es indicativo de problemas de sustentabilidad.** Asimismo, mermó la capacidad de la economía a la hora de absorber empleo.

En base a nuestras estimaciones, el año pasado la economía creció 7,5%¹, pero casi la mitad la explicaron sólo dos sectores (Agro e Industria Automotriz) que pesan menos de una décima parte del PBI. En el caso particular de la Industria la concentración es aún más evidente²: entre 2007-2010, la Industria Automotriz Ampliada (Automotriz + Metalmecánica) aportó el 80% del crecimiento y sólo representa un quinto de la Industria total.

Algo que ha caracterizado al proceso de crecimiento que se inició en 2003 es la evolución de la inversión. De hecho, los niveles de inversión en términos del PBI se encuentran entre los más elevados de las últimas décadas. Sin embargo, desde 2008 la inversión privada se estancó para darle lugar al crecimiento del consumo. Así, mientras que entre 2003-07 la inversión privada creció 9 puntos del PBI y el consumo privado se mantuvo prácticamente constante, desde 2008 la participación de la inversión privada se mantuvo fija y el consumo aumentó su participación en 1,4 puntos. Esto último refleja que en los últimos años el motor de la economía fue impulsado por el consumo privado. En la primera etapa del kirchnerismo consumo e inversión empujaron en partes

¹ Según el Indec el crecimiento fue del 9,2%.

² Para un mayor detalle acerca de la evolución de la Industria argentina en los últimos años, ver Informe Mensual de Mayo 2011 “El mito de la re-industrialización”.



iguales, pero desde 2008 el aporte del consumo duplica al de la inversión.

Otro síntoma de deterioro es que la economía dejó de absorber empleo. Entre 2003-2007, con la actividad creciendo fuerte, se crearon 2,9 millones de nuevos puestos de trabajo, a razón de 580 mil por año. Así, **en la primera etapa K cada punto de crecimiento implicó la creación de 68 mil nuevos puestos de trabajo.** Pero desde 2008 en adelante, aun cuando la economía siguió creciendo, el ritmo de creación de empleo se redujo significativamente. **En el gobierno de CFK cada punto de crecimiento de la economía se tradujo en sólo 30 mil nuevos ocupados al año.**

Crecimiento económico vs. creación de empleo

Período 2003-2011

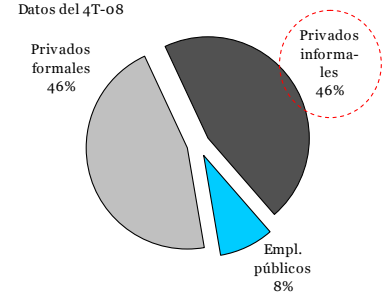
	PBI	Ocupados	Elast. empleo producto
	Var ia (en %)	Var ia (miles de pers.)	Nuevos empleos por c/ punto de crec. (en miles)
2003	8,8	630	70
2004	9,0	880	100
2005	9,1	440	50
2006	8,5	570	70
2007	8,7	390	50
2008	4,1	190	50
2009	-3,5	110	-30
2010	7,5	280	40
2011 e	6,5	130	20

Prom.: 68
↓
Prom.: 30

Fuente: LCG en base a elaboración propia e INDEC

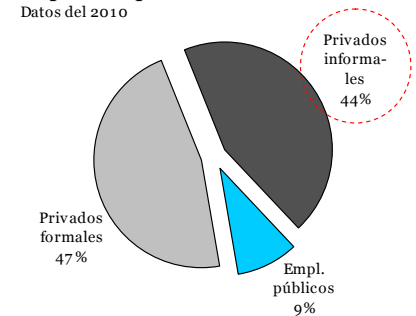
Asimismo el empleo generado no resultó ser de mayor calidad. La informalidad entre los asalariados, que se redujo fuerte entre 2003 y 2008 (-13 pp), pisó el freno a partir de allí estancándose en 36%. Mirando el mercado de trabajo como un todo (y no sólo a los asalariados) la foto actual

Mapa de empleo
Datos del 4T-08



Fuente: LCG en base a EPH y SIPA

Mapa de empleo
Datos del 2010



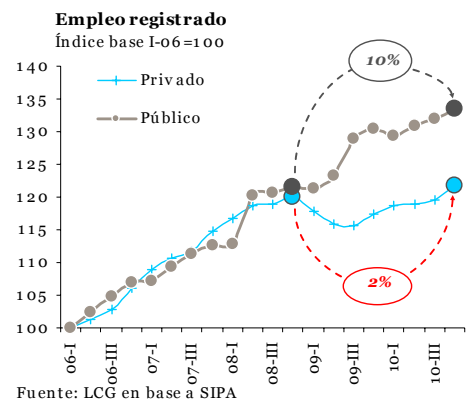
Fuente: LCG en base a EPH y SIPA

es prácticamente la misma que hace dos años: **los trabajadores independientes y los asalariados que no cuentan con aportes siguen representando todavía el 44% del total.**

Incluso aun dentro del empleo formal la calidad se ha ido deteriorando. **Desde 2008 el empleo público explica la mayor parte de la suba del empleo formal.** En los últimos dos años el sector público incorporó 123 mil trabajadores (+10%) en tanto que el privado 92 mil, lo que implica un aumento acumulado de tan sólo de 2%. En la industria (el primer sector generador de puestos de trabajo formales) el empleo cayó en 2009 como consecuencia de la contracción de la producción y no volvió a recuperarse³.

Finalmente, **en términos de pobreza e indigencia la evolución de los últimos años pone en evidencia que el crecimiento económico no resulta una condición suficiente para reducir la incidencia de este flagelo. De hecho, en 2010-11 el crecimiento económico tendrá un efecto 3 veces inferior al que tuvo entre 2003-07. Ahora se expulsarán 60 mil personas de la pobreza por cada punto de crecimiento, cuando en la primer etapa K cada punto equivalía a casi 200 mil pobres menos por año.** En el caso de la indigencia, el efecto será aún más desalentador: el total de personas indigentes habrá aumentado aún cuando la actividad continúe expandiéndose.

La inflación es la gran culpable de esta pérdida de impacto del crecimiento como un elemento primordial a la hora de sacar a gente de la pobreza. La aceleración de los precios desde 2008 impidió sacar de la pobreza a nada menos que 3,2 millones de perso-



³ Como se mencionó en el Informe Mensual de mayo, el empleo industrial aún se encuentra un 4% por debajo de los niveles de 1997.

nas⁴. En contraposición, la ausencia de un combate serio contra la inflación, obligó a complementar los efectos de un mayor crecimiento económico con otras políticas como la Asignación Universal por Hijo (AUH). Pero **con los niveles inflacionarios actuales y sin la actualización del beneficio, la AUH apenas alcanza para mantener estable la pobreza.**

Crecimiento económico, inflación y pobreza

Período 2003-2011

	PBI		Inflación		Pobreza		Pobreza con menor inflación*
	Var % ia	Var ia (prom)	Miles de personas fuera de la pobreza	Por cada punto PBI en miles	Por cada punto PBI en miles	Por cada punto PBI en miles	
2003	8,8	13	-3.580	-400	-400	-400	
2004	9,0	4	-1.140	-130	-130	-130	
2005	9,1	10	-3.490	-380	-380	-380	
2006	8,5	11	-2.230	-260	-260	-260	
2007	8,7	16	120	10	-230	-230	
2008	4,1	25	-980	-240	-700	-700	
2009	-3,5	15	-820	230	370	370	
2010	7,5	23	-780	-100	-160	-160	
2011 e	6,5	23	-130	-20	-70	-70	

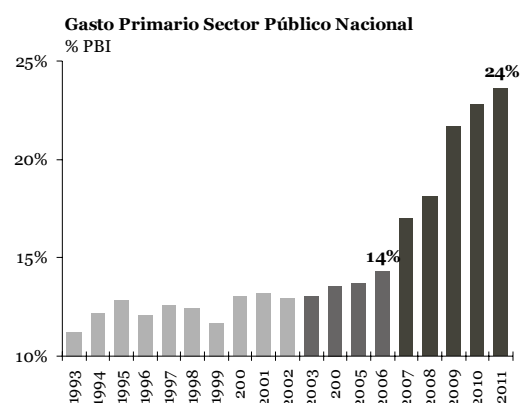
Nota: Se agregaron corchetes y flechas rojas para resaltar cambios. Un corchete rojo agrupa los valores de 'Por cada punto PBI en miles' de 2004 a 2007, con una flecha roja hacia abajo y el valor -190. Otro corchete rojo agrupa los valores de 2009 a 2011, con una flecha roja hacia abajo y el valor -60. Un tercer corchete rojo agrupa los valores de 2008 a 2011, con una flecha roja hacia abajo y el valor -115.

* Inflación promedio 2008-11: 9% ia

Fuente: LCG en base a procesamiento de la EPH

Boom de gasto, deterioro fiscal y autofinanciamiento:

El deterioro fiscal que se inició en el último año del mandato de Néstor Kirchner y que requería ser corregido, se profundizó sistemáticamente en los años posteriores. **Desde 2007 incluido, el Gobierno Nacional gasta casi US\$ 2.000 más por habitante por año⁵. El gasto primario del Gobierno Nacional creció 10 puntos del PBI.** De ese aumento, nada menos que 2,5 puntos lo explican los subsidios a la energía, transporte, alimentos y medios. Hoy se gastan en estos subsidios US\$ 400 anuales por habitante. En



Fuente: LCG en base a Mecon

⁴ Menor pobreza que surge de considerar la inflación del INDEC.

⁵ En caso de considerar el gasto público consolidado (incluye a las provincias y municipios) el incremento por habitante alcanza los US\$ 3.300.

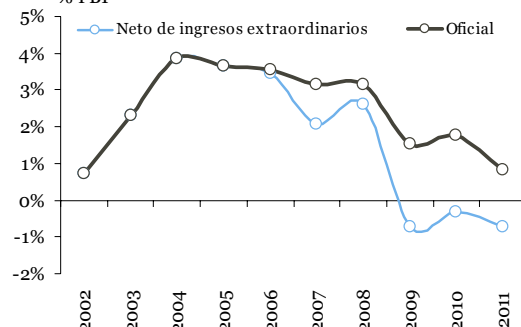
contraposición, la Asignación Universal por Hijo apenas explica menos de 1 punto. **Semejante incremento del gasto en tan poco tiempo generó que inevitablemente se deterioraran las cuentas fiscales.**

El Gobierno se jacta mes a mes de que las cuentas fiscales arrojan superávit. Sin embargo, estas cifras hay que tomarlas con pinzas y diseccionarlas correctamente: hay ingresos computados discrecionalmente para mostrar mejores resultados. Aun considerando los números oficiales, el superávit primario se ubica cerca del 1% del PBI pero lejos del 3,5% que supo tener durante la primera administración K. Y eso que en el medio se estatizó el sistema de jubilaciones privadas aportándole nuevos recursos al Gobierno Central por el equivalente al 5% de sus ingresos tributarios.

El deterioro fiscal es más visible si se despeja el maquillaje contable. Sin él, desde 2009 la economía opera con déficit. Midiéndolo correctamente, el resultado fiscal primario tuvo en estos años una pérdida de 4 puntos del PBI.

También hay otros factores que influyen en la calidad de las cuentas fiscales y es la forma en la cual se financia el gobierno para hacer frente a los vencimientos de la deuda. **Antes de que el deterioro fiscal se hiciera palpable, el Tesoro afrontaba los compromisos de deuda con el superávit fiscal y alguna colocación en el mercado a tasas bajas. Pero desde que el resultado fiscal se evaporó los vencimientos de la deuda se fueron pagando con fondos de dos gigantes del sector público: el Banco Central y la Anses. Desde 2007 hasta 2011⁶, financiaron al Tesoro por nada menos que US\$ 58.000 M. El BCRA con la friolera de US\$ 32.000 M y la ANSES con US\$ 26.000 M (US\$ 20.000 M de las utilidades**

Resultado fiscal primario Gob. Nac.
% PBI



Fuente: LCG en base a BCRA

INGRESOS EXTRAORDINARIOS 2007-2011
Millones de \$

	2007	2008	2009	2010	2011
1. ANSES	7.814	1.050	7.755	8.606	18.892
Reforma 2007	7.814	1.050	-	-	-
FGS	-	-	7.755	8.606	18.892
2. CUASIFISCAL BCRA	1.150	4.510	4.500	20.300	8.994
3. FMI	-	-	9.629	800	0
5. No devolución de impuestos	-	-	3.639	-	-
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	8.964	5.560	25.523	29.706	27.886
% Ingresos tributarios	6%	3%	11%	10%	7%

Fuente: LCG en base a Mecon, BCRA, AFIP, Min. Agri., Min. Plan

⁶ 2011 es estimado

obtenidas y US\$ 6.000 M por el *roll-over* de títulos públicos en manos del FGS.

El reflejo de este fenómeno es el desendeudamiento con el sector privado y el endeudamiento intra-sector público. **Mientras que en 2007 sólo 1 de cada diez dólares de la deuda pública estaba en manos de Organismos Oficiales, ahora la proporción de 5 de cada diez.**

Aún cuando pueda representar mayores facilidades en cuanto a la necesidad de financiamiento futuro frente a los vencimientos, esta ingeniería inevitablemente afecta de manera negativa el patrimonio de la Anses y el BCRA poniendo en riesgo la sustentabilidad del sistema jubilatorio y de la moneda, respectivamente. Aunque en el caso del sistema jubilatorio los tiempos son distintos y lo que se hace hoy tarda más en madurar, en el BCRA el deterioro patrimonial ya es evidente.

El financiamiento del BCRA al Tesoro no es algo nuevo. Comenzó a fines de 2005 con el pago al FMI con reservas internacionales. Siguió con la reforma de la Carta Orgánica para ampliar el uso de los Adelantos Transitorios en 2008. Sin embargo, en ese entonces también crecían las reservas internacionales y el deterioro patrimonial quedaba disfrazado. La situación cambió radicalmente cuando las reservas dejaron de crecer y el financiamiento al Tesoro comenzó a expandirse a toda máquina. Para mantener el patrimonio del Banco, el Gobierno tuvo que “capitalizarlo” con Letras Intransferibles. **Así, en 2007 la tenencia de deuda del tesoro en el BCRA representaba el 40% de las reservas internacionales, a mayo de este año la relación pasó al 80%.**

BALANCE BANCO CENTRAL

Millones de US\$

	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	May-11
ACTIVO TOTAL	55.532	71.872	77.322	79.338	94.147	103.449
.Reservas internacionales	32.037	46.168	46.386	47.967	52.190	52.060
.Gobierno Nacional	19.156	19.563	20.513	24.193	33.970	43.139
..Títulos públicos	1.928	1.555	1.795	3.751	5.067	4.954
..Adelantos Transitorios	5.972	6.769	7.696	9.635	11.615	11.307
..Letras intransferibles	11.257	11.239	11.022	10.807	17.288	26.878
.Otros	4.339	6.141	10.422	7.178	7.987	8.250
PASIVOS TOTALES	47.805	62.350	68.519	66.255	84.433	93.173
.Pasivos financieros en AR\$	41.748	52.385	51.428	49.216	68.878	79.506
..Base Monetaria	26.084	31.507	31.690	32.225	40.346	42.235
..Pases netos	447	965	2.503	2.066	3.601	3.638
..Lebac y Nobac	13.686	18.147	15.378	14.328	22.279	25.402
..Cuenta Cte Gob. Nac.	1.530	1.766	1.857	597	2.652	8.231
.Pasivos financieros en USD (*)	2.422	2.658	4.979	7.332	9.839	8.567
.Otros	3.636	7.307	12.113	9.707	5.716	5.100
PATRIMONIO NETO	7.727	9.522	8.802	13.084	9.714	10.276

+ US\$ 23.600 M

Pasivos financieros cubiertos parcialmente con deuda del Gobierno Nacional

+ US\$ 33.600 M

(*) Encajes depósitos en dólares + Lebac en dólares

Fuente: LCG en base a BCRA

Otra manera de ver el deterioro patrimonial es cómo se redujo el respaldo sobre la moneda. Como la contracara del financiamiento al Tesoro es la emisión monetaria y las reservas quedaron estancadas, el tipo de cambio resultante entre los pasivos financieros denominados en pesos y las reservas aumentó un 50% en menos de un año

Competitividad difícil de sostener:

Mirando la foto actual el tipo de cambio todavía es competitivo en términos históricos. Sin embargo, la tendencia de los últimos años refleja un claro deterioro y una fuerte disparidad entre los distintos socios comerciales.

La pérdida de competitividad de nuestra moneda está directamente relacionada a la inflación doméstica: mientras que Argentina tiene una inflación superior al 20% ia, la del resto

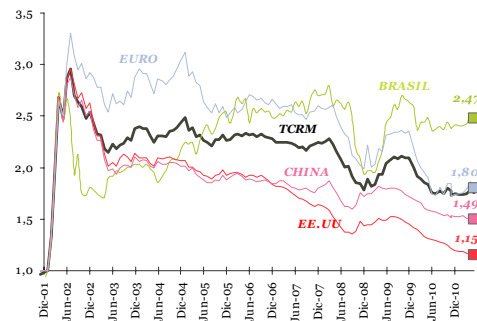


ronda el 5% ia. Y la disparidad con nuestros socios comerciales no es menor. El tipo de cambio real argentino contra EE.UU. es sólo un 15% superior comparado a diciembre de 2001 pero contra Brasil es un 150% mayor. Tamaña diferencia se explica porque el Dólar a nivel mundial perdió valor contra casi todas las monedas. Una de las pocas excepciones ha sido el Peso argentino. Por ejemplo, en 2004 el Real y el Peso tenían una paridad similar de 2,9 por dólar. En la actualidad, el Peso vale 4 y el Real está cerca de 1,6.

Frente a otras monedas el Dólar estadounidense, se encuentra 15% depreciado (más competitivo) en términos reales en relación a 2004-07, valor que coincide con su promedio histórico. En cambio, en este mismo período el tipo de cambio real brasilero se apreció más de un 50% volviéndose menos competitivo. **En Argentina la moneda está “atada” al Dólar, por lo que la pérdida de valor de éste a nivel mundial ha resultado una buena noticia para nuestra competitividad ayudando a cubrir parcialmente el diferencial de inflación.**

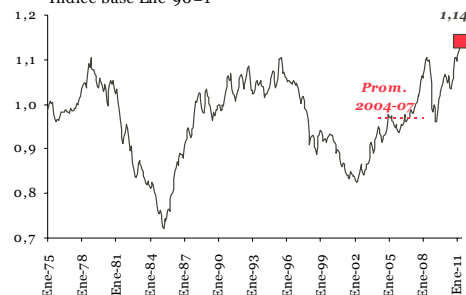
Si sólo se considerara el efecto de la mayor inflación argentina con respecto a nuestros socios comerciales, el tipo de cambio real multilateral (TCRM) se habría apreciado un 32% desde diciembre de 2008 (y el índice base diciembre de 2001=100 habría pasado de 190 a 130). Pero desde diciembre de 2008, sólo se apreció 7%. Es que la dinámica inflacionaria de nuestro país, como mínimo 5 veces superior a la del resto, fue contrarrestada por la depreciación nominal del Peso Argentino contra el Dólar y la depreciación mundial del Dólar. En los últimos dos años y medio el Peso pasó de 3,5 a 4,1 \$ por US\$ (18%). Esto elevó virtualmente el TCRM al nivel de 150 (desde 130). En forma paralela el Dólar se devaluó en promedio un 16% con respecto a las principales monedas del mundo dejando al TCRM en el nivel actual de 175, sólo 7% por debajo de fines de 2008.

Tipo de cambio real multilateral
Índice base dic-01=1



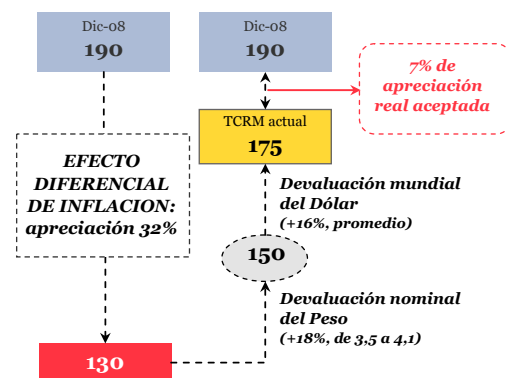
Fuente: LCG en base a Bloomberg y estimaciones propias

EE.UU.: Tipo de cambio real multilateral
Índice base Ene-90=1



Fuente: LCG en base a FED

Tipo de cambio real
Índice base Diciembre 2001=100



Fuente: LCG en base a estimaciones propias

El cálculo anterior muestra claramente como la inflación doméstica carcome la competitividad de la moneda y cómo ello se compensó en los últimos años por factores que son difíciles de repetir o imposibles de predecir: la depreciación nominal resultaría en más inflación y no podemos confiar en que el Dólar y el Real continuarán profundizando sus tendencias recientes.

Al mismo tiempo, la economía se pudo dar el lujo de permitirse cierta apreciación porque tenía aún un colchón de la mega devaluación de 2001-2002. **Hacia delante, aún manteniéndose el contexto benevolente actual, una inflación arriba del 20% vuelve inevitable la pérdida de competitividad de nuestra moneda. Pero a diferencia del pasado, con alta inflación, una economía creciendo fuerte y un superávit de cuenta corriente en desaparición, el margen para manejar un deslizamiento del tipo de cambio cada vez se vuelve más riesgoso.**

La dependencia exógena de las cuentas externas:

Las cuentas externas siguen siendo superavitarias a pesar del fuerte crecimiento de la economía que arrastra a las importaciones. El año pasado el superávit comercial fue igual al de 2007 y este año se alcanzará un saldo nada despreciable que rondará los US\$ 8.500 M. **Sin embargo, al desmenuzar los números se encuentra con que en los últimos años la soja ha sido el sostén de las cuentas externas, fundamentalmente a partir de la suba de su precio y no por un aumento de la producción.**

Entre 2004 y 2006 las exportaciones de soja equivalían exactamente al monto del saldo comercial (US\$ 12.000 M). Es decir, que los otros productos que Argentina transaba con el resto del mundo estaban en equilibrio. Pero a partir de 2007 se inicia una tendencia que aún perdura. Las exportaciones de soja crecieron sostenidamente: en 2006 se exportaban

El rol de la Soja en la sostenibilidad de las cuentas externas

En miles de millones de US

	SOJA (1)	Resto (2)	Sup. comercial (3) = (1) + (2)
2003	9	6	16
2004	11	1	12
2005	12	0	12
2006	12	0	12
2007	18	-7	11
2008	22	-9	13
2009	16	1	17
2010	22	-10	12
2011	27	-19	8

En 2011 por cada US\$ 3 que se exportan de la soja, el resto de los sectores tiene un déficit de US\$ 2

Fuente: LCG en base a Index

US\$ 12.000 M y en 2011 alcanzarán los US\$ 27.000 M. En cambio, el resto de los sectores pasarán de tener un saldo equilibrado a un déficit de US\$ 19.000 M. Así, **de cada US\$ 3 dólares que se exportan de soja, el resto de los sectores tiene un déficit comercial de US\$ 2.**

La situación es más delicada si se tiene en cuenta que las exportaciones de soja crecieron por el aumento del precio de este producto. En cambio, la producción se mantiene prácticamente estable, con los altibajos naturales asociados a la variabilidad de las condiciones climáticas dándole cierto tinte de inestabilidad a la cuestión. **Sólo la suba del precio del 30% en 2011 aportará US\$ 5.000 M, más de la mitad del superávit comercial. Y desde 2008⁷, el “efecto precio” aportó US\$ 9.000 M por año, es decir, US\$ 36.000 M en sólo 4 años.**

EFEECTO PRECIO SOJA

	Producción	Precio		Expo Soja	% Superávit Comercial
	Mill. de ton	US\$ / Ton.		Miles de Mill. de US\$	En veces
2003	32	254	2003-2006 Aumento de las exportaciones por mayor producción (precios estables)	9	0,6
2004	38	293		11	0,9
2005	41	234		12	1,0
2006	47	229		12	1,0
2007	49	333	Año de transición	18	1,6
2008	46	475	2008-2011 Boom de precios (Cantidades estancadas)	22	1,7
2009	32	406		16	1,0
2010	55	379		22	1,9
2011	50	500		27	3,3

Las exportaciones se duplicaron:
US\$ 11.000 M más por año.
US\$ 9.000 M por mayor precio y US\$ 2.000 M por mayores cantidades.

Fuente: LCG en base a Indec y BCRA

⁷ Surge de la diferencia entre el precio promedio de 2003-06 y el de 2008-11.

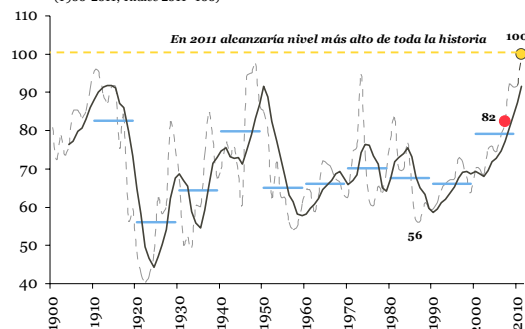
Esto mismo se refleja en los términos de intercambio de Argentina, que miden el precio relativo entre las exportaciones y las importaciones. En 2011 se alcanzará el máximo en más de 110 años. En relación a 2007 son 25% mayores.

A pesar de este excelente contexto, las reservas internacionales ya no crecen. Durante el primer mandato del kirchnerismo las reservas crecieron al ritmo de US\$ 9.000 M anuales, en cambio durante la gestión de CFK el incremento se reduce a US\$ 1.000 M. **Incluso, este año podrían, por primera vez desde la crisis de 2001, tener una caída de alrededor de US\$ 1.500 M.** Esta situación se debe a dos motivos: la fuga de capitales producto de la incertidumbre local y el uso de reservas por parte del Gobierno para pagar deuda. En números de 2011, la fuga de capitales será de US\$ 18.000 M y el uso de reservas para pagar deuda de US\$ 6.000 M. Es decir que el superávit comercial ya no alcanza para financiar esos dos elementos, aún con el empuje de mayores precios internacionales (tan sólo el efecto precio ha permitido duplicar el valor de las exportaciones de soja en relación al período 2003-06, lo que representa US\$ 12.000 M adicionales).

La disponibilidad de dólares es el combustible esencial para el funcionamiento del “modelo”: el sector privado está tranquilo si el BCRA compra dólares y mantiene acotadas las expectativas de depreciación. Además, los dólares excedentes se transforman luego en pesos que sirven para aceitar el crecimiento de la economía.

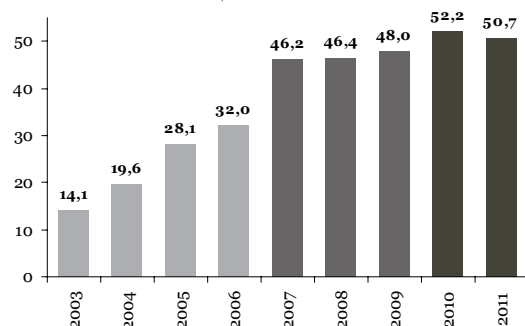
En vez de atacar la raíz del problema que es la inflación, el Gobierno abre el grifo para la entrada de dólares financieros, frena las importaciones y limita el giro de utilidades al exterior de las empresas multinacionales para evitar un drenaje mayor de divisas. Esto sólo le alcanza para zafar del momento. En este escenario, la caída en el precio de la soja o una mala cosecha constituiría un severo problema. Y para eliminar esta vulnerabilidad no hay otro camino que no sea redu-

ARGENTINA: Términos de Intercambio en el largo plazo
(1900-2011; Índice 2011=100)



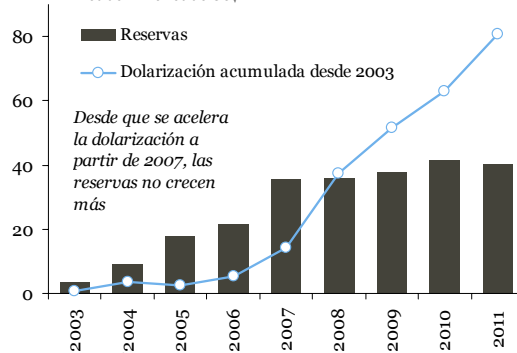
Fuente: LCG en base a Indec, Cepal y otros

Reservas internacionales
Miles de millones de US\$



Fuente: LCG en base BCRA

Reservas internacionales y dolarización
Variación acumulada desde 2003
Miles de millones de US\$



Fuente: LCG en base BCRA

cir la inflación (lo que será arduo) y regenerar una confianza que desaliente la dolarización.

Mayor vulnerabilidad...

Cuando uno le pasa la lupa a la economía se advierte que su sostenibilidad de largo plazo depende cada vez más de dinámicas ajenas o poco controladas: el precio de los *commodities*, que el clima no afecte una cosecha, tasas internacionales bajas que mantengan el Dólar depreciado a nivel mundial y al Real brasilero híper fuerte, etc. **Lamentablemente estas enormes oportunidades que aún nos brinda el mundo actual se están utilizando en la economía como amortiguadores o salvavidas en vez de aprovecharse con una visión más amplia.**

Aun manteniéndose el favorable contexto internacional, la economía se tornará cada vez más vulnerable. Las fortalezas del “modelo” se seguirán debilitando. Esto está lejos suponer una crisis “a la vieja usanza” pero sí que dejará de mostrar la dinámica a la que nos tenía acostumbrado.

El principal riesgo económico vendrá por el lado de la pérdida de competitividad de la moneda. La cuenta corriente se volverá deficitaria, aunque su financiamiento será manejable si no hay grandes errores. Un tipo de cambio menos competitivo impactará sobre la actividad económica y el empleo. La economía se irá enfriando pero el Tesoro no ya tendrá los recursos suficientes para mantener vivo el fuego previo.

El “Mundo Feliz” de la multiplicidad de objetivos ya no será más viable: fuerte crecimiento económico, aumento del empleo, acumulación de reservas, tasas de interés muy bajas,

superávit externo... **La holgura pasada deberá ser reemplazada con más gestión.**

Menos experiencia...

Todo indica que CFK será reelegida. **El problema es que el kirchnerismo está acostumbrado a actuar sin prospectiva.** Néstor Kirchner conducía la economía con los datos diarios de recaudación, precio de la soja y nivel de reservas. La recaudación es producto de decisiones pasadas de los agentes económicos (IVA, del mes pasado; y ganancias, de períodos anteriores), el precio de la soja es un dato exógeno, y la evolución diaria de las reservas es irrelevante salvo en crisis financieras). Es algo así como manejar con el espejo retrovisor (y con el estado de la ruta de otro país).

En fases de alza no hay problemas porque el nuevo dato es siempre mejor que el diagnóstico previo. Pero en etapa de baja es al revés: no hay anticipación y se llega siempre tarde. Y lo que intentamos mostrar en este informe es que las condiciones futuras serán menos generosas que las que hemos venido experimentando. En gran medida ello es producto de no haber llevado a cabo correcciones a tiempo, lo que denota una falta de anticipación, que hasta ahora se ha podido compensar con recursos extraordinarios (mayor precio de la soja, estatización del sistema previsional, financiamiento del BCRA). Pero inclusive esas fuentes van a debilitarse (mayor intolerancia a la inflación, reversión del proceso de acumulación de reservas) o, por lo menos, es difícil que brinden sorpresas positivas de la misma magnitud que en años pasados (los precios de la soja pueden mantenerse elevados pero sería extraño que subieran al ritmo en que lo han venido haciendo).

Y la mayor vulnerabilidad de la economía será acompañada por una construcción política más endogámica y por ello menos robusta en malos momentos. Ella está probando ser más moderada en el discurso que NK pero más dura en los hechos. Avanzó en áreas donde él no había podido o no había querido: Partido Justicialista, Moyano y los sindicatos, la Policía Federal. **Y si un día debe pagar costos, hay varios que ansían agregar alguna cifra a la factura.**

Otra diferencia es que ella gestiona prescindiendo del PJ tradicional. En general el Justicialismo ha sido una estructura de poder que logra vestirse con el traje de época apropiado, sea éste conservador popular, liberal, radical o transversal. Ahora el ensayo es gobernar con traje de moda y agregarle algunos pocos accesorios peronistas. Quizás sea una combinación adecuada de cara a las elecciones y un acercamiento con las clases medias urbanas, pero en términos de gobierno es un experimento que aún debe verse cómo funciona.

Mientras, la participación del “Frente Grande” ampliado y de La Cúpula crece. Incluso CFK se ofreció a ser el puente generacional para que los jóvenes tengan más espacio en el poder. **Desde el riñón del cristinismo se agita la bandera de “el Peronismo será kirchnerista, o no será nada”.** El problema es que a la par se reduce la experiencia política y de gestión. Esto se refleja en casos recientes como el de Shoklender o las peleas en el INADI.

En conclusión, el tercer mandato kirchnerista deberá enfrentar un contexto económico más complejo al que habrá que sumarle novedosas tensiones políticas hacia el interior de lo que había sido su espacio habitual en todos estos años de poder.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.