

# Economía cansada en un mundo enfermo

Informe Mensual Septiembre

Lunes 03 de octubre 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

Falta menos de un mes para las elecciones presidenciales. La abrumadora diferencia obtenida en las PASO por el oficialismo y los nuevos desatinos de la oposición sólo dejan la duda de cuál será el porcentaje que terminará obteniendo CFK.

Sin incertidumbre en materia electoral, el signo de interrogación pasa por el escenario económico que deberá enfrentar el próximo gobierno, y su respuesta ante los nuevos desafíos. Domésticamente, la dolarización, lejos de estabilizarse después de las primarias, aumentó. Esta evolución se explica por factores estructurales vinculados a los equilibrios macroeconómicos, que se reflejan en la percepción de una inevitable corrección futura del tipo de cambio nominal contra el dólar *post* octubre.

El contexto externo es claramente más adverso. En primer lugar, prevemos un escenario de estancamiento para los países desarrollados. Por otro lado, el cambio de signo de la política monetaria en Brasil ha generado presión adicional sobre el mercado cambiario doméstico: el Real brasileño se depreció prácticamente un 20% en un mes. Tratándose de nuestro principal socio comercial y destino de la mitad de nuestras exportaciones industriales, el nuevo escenario impactará sobre el saldo comercial bilateral.

Con el 50% de la demanda mundial prácticamente en recesión y una inevitable desaceleración en el ritmo de crecimiento de los emergentes, es esperable que los precios de los *commodities* muestren una tendencia a la baja. Se trata de un tema sensible para nuestra economía: cada 10% de caída en el precio de la soja implica menores exportaciones por US\$ 2.700 M y una caída en la recaudación de US\$ 1.000 M.

El informe analiza cuál será la respuesta de política económica del kirchnerismo ante este nuevo escenario junto con

nuestras proyecciones para el 2012. Si bien hubo trascendidos respecto a una mayor racionalidad en materia económica (pauta salarial del 18%, suba de tarifas de servicios públicos, fortalecimiento fiscal, etc), entendemos que el Gobierno hará equilibrio entre la utilización de la política fiscal para dinamizar la actividad económica y la necesidad de bajarle un cambio a la nominalidad de la economía. Además, porque en un escenario externo más incierto, los beneficios de un giro hacia la racionalidad –en términos de IED o acceso al financiamiento- se vuelven mucho más difusos. Así, prevemos que la economía crecerá un 3% con una desaceleración en el margen de la inflación, pero al costo de profundizar el proceso de apreciación real del peso.

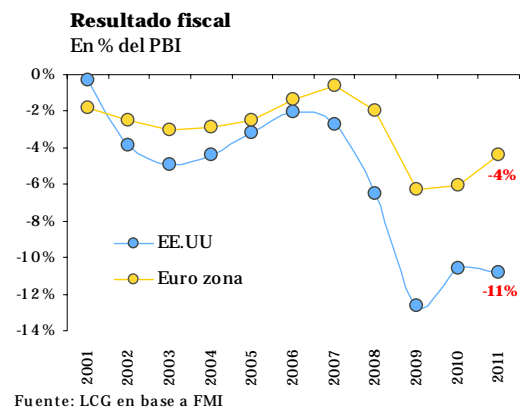
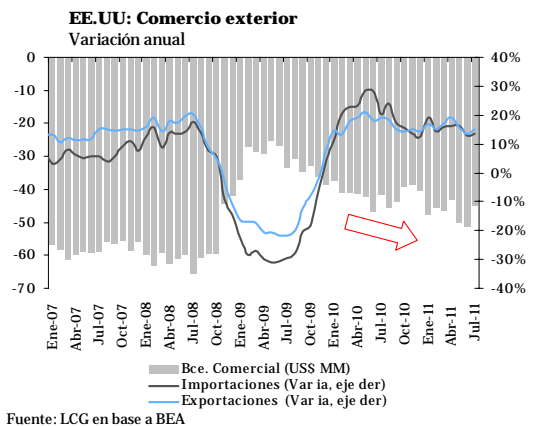
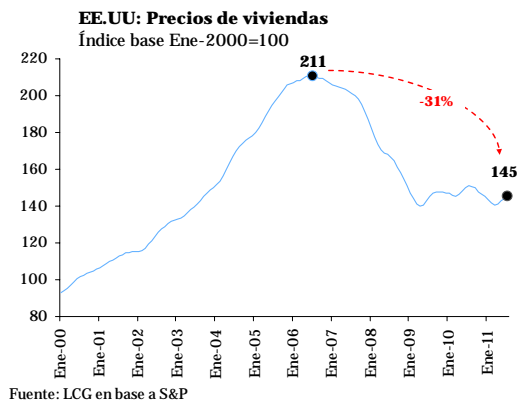
## De China a Japón

La crisis financiera internacional iniciada a mediados de 2007 sigue su curso y configura un escenario complejo de cara al 2012: **el mundo desarrollado (la mitad de la demanda mundial) tendrá, en el mejor de los casos, un crecimiento muy bajo el año próximo.**

**No se avizora cuál puede ser el motor de una eventual recuperación.** En el caso de las familias, la prioridad pasa por recomponer su patrimonio después del sobreendeudamiento y la abrupta caída en los precios de los inmuebles. Este proceso de mayor ahorro y desapalancamiento limita el crecimiento del consumo privado. Y sin margen para una recomposición del salario real, la única alternativa es un crecimiento del empleo que no se vislumbra en el horizonte: EEUU recuperó apenas 1/5 de los empleos destruidos con la crisis y la tasa de desempleo en la Eurozona se mantiene elevada.

Poco puede esperarse de la inversión privada. Coexiste un exceso de capacidad acumulada durante la fase expansiva del ciclo con un panorama sombrío de cara el futuro. Y con la mitad de la demanda mundial prácticamente en recesión difícilmente el sector externo podrá ser el motor de la recuperación. Los EEUU son un claro ejemplo en este sentido: **aun con el debilitamiento del dólar que siguió al QE2, sus exportaciones no cobraron dinamismo y su déficit comercial muestra una tendencia creciente.**

A diferencia de 2008, **la política fiscal no es una opción disponible para dinamizar la actividad económica.** El deterioro de las cuentas fiscales asociado a los salvatajes post *Lehman* exacerbó las presiones políticas de los sectores más conservadores para restablecer la posición fiscal aun antes de que la economía retome la senda del crecimiento económico: los republicanos en los EEUU son el ejemplo más



paradigmático. Así, **todo el peso de la responsabilidad del estímulo a la actividad económica recae sobre la política monetaria**, cuya administración y efectividad se torna compleja en un contexto en el cual las tasas de interés se encuentran en niveles apenas por encima de 0%.

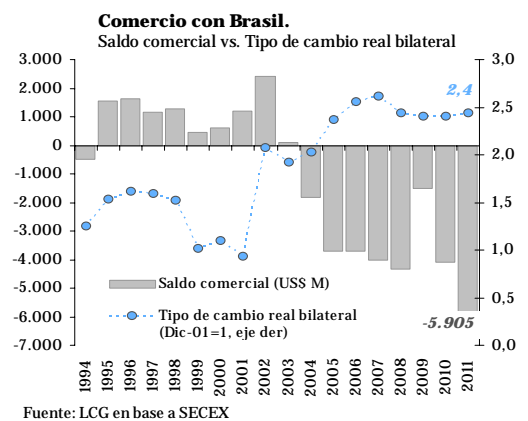
Para los partidarios de la teoría del desacople, el mundo emergente podría recoger el guante como motor del crecimiento mundial. Sin embargo, y como hemos venido mencionando reiteradamente, **en un escenario de estancamiento prolongado en el mundo desarrollado los países emergentes inevitablemente se verán afectados**. Basta con destacar que la mitad de las exportaciones chinas tienen como destino a los países desarrollados. Sin el empuje externo China debería seguir incentivando la demanda doméstica, pero parece encontrarse esta vez con mayores restricciones para ello.

**Las principales razones que explicaron el crecimiento de nuestra región en los últimos años fueron los extraordinarios precios de los *commodities* y la abundante liquidez internacional**. Los precios de las materias primas se verán afectados por tres vías: la desaceleración en el crecimiento de los emergentes, una eventual revaluación del dólar (principalmente con respecto al euro) y la menor presión de las posiciones especulativas en los mercados de futuros. Y en un contexto de incertidumbre creciente es natural un *flight to quality* por parte de los flujos de capitales, con impacto sobre las economías emergentes a través de mayores dificultades para el acceso al financiamiento.

**La Argentina se verá afectada por el nuevo escenario externo. El impacto del canal financiero directo es acotado por una mezcla de virtudes y limitaciones**: el bajo ingreso de capitales desde el exterior en los años previos, lo pequeño de nuestro sistema financiero y los escasos vínculos que mantiene con el exterior, y el nivel de endeu-

damiento extraordinariamente bajo de la economía argentina<sup>1</sup>.

Pero como quedó demostrado con lo sucedido en Brasil con el cambio de signo de la política monetaria, **el canal financiero sí impactará de forma indirecta**. Con la baja de la tasa de interés de referencia de finales de agosto, el Banco Central Brasileño dejó en claro que la prioridad pasó a ser el sostenimiento de la actividad económica en lugar de la lucha contra la inflación, que en términos interanuales se ubica en 7,2% (0,7 pp por encima del margen superior del objetivo). Luego de dicha baja, la respuesta de los flujos financieros se hizo notar: el Real brasileño se depreció aceleradamente. **La combinación de un Real más depreciado y un menor crecimiento económico en Brasil profundizaría el desequilibrio del saldo comercial bilateral** que, aun con un tipo de cambio real extremadamente favorable, alcanzará un déficit de US\$ 6.000 M en 2011.



Debido a la alta dependencia del balance comercial, **el canal soja también tendría un impacto directo sobre la economía argentina**. Sólo en 2011, la suba en el precio de la soja le reportó a la economía mayores ingresos por US\$ 5.000 M, que sirvieron para atenuar el impacto del salto en la dolarización. Cada 10% de caída en el precio de la soja implica menores exportaciones por US\$ 2.700 M y una merma de US\$ 1.000 en la recaudación.

**Efecto precio de la soja**

Año	Precio	Expo	Var. anual	
	US\$/ tn		US\$ M	US\$ M
<b>2011</b>	500	27.000		
<b>2012</b>	450 (precio actual)	24.300	-2.700	-10%
	400 (prom. 2009)	21.600	-5.400	-20%
	300 (prom. 2007)	16.200	-10.800	-40%

Fuente: LCG en base a INDEC.

A diferencia de lo sucedido en 2008/09, cuando el núcleo de la crisis estaba en el sector financiero, **no prevemos un escenario de caída abrupta de la actividad económica de los países desarrollados sino más bien un estancamiento prolongado** (al estilo del sufrido por la economía japonesa desde inicio de los '90). Pero ello puede empeorar si las previsible reestructuraciones soberanas cobran

<sup>1</sup> Excluyendo la parte intra sector público, la deuda pública es apenas el 19% del PBI y los servicios de la deuda para el período 2012-15 ascienden al 2% del PBI.

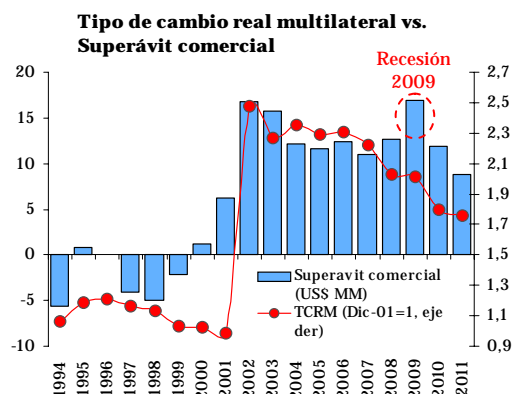
un cariz desordenado que vuelve a generar pánico financiero. En todo caso, **lo que queda claro es que la Argentina deberá enfrentar un escenario económico internacional más adverso en el futuro.**

## El límite externo

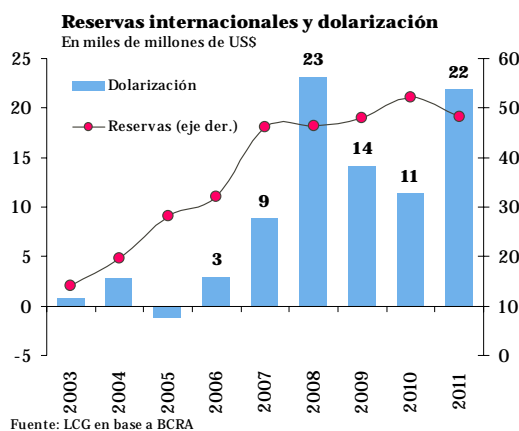
La incertidumbre cambiaria que tuvo lugar en las últimas semanas hizo evidente que **la multiplicidad de objetivos que caracterizó a la política económica de los dos gobiernos kirchneristas** (crecimiento “chino”, superavit gemelos, acumulación de reservas en paralelo con su utilización para pagar vencimientos de deuda, tipo de cambio real competitivo, tasas de interés por el piso para incentivar el consumo, creación de empleo formal) **no podrá cumplirse en los tiempos venideros.**

**El modelo comenzó a agrietarse por el lado de las cuentas externas.** El precio de los productos exportados por Argentina se triplicó desde 2003. Esos fabulosos precios, en particular los de la soja, permitieron posponer en el tiempo la aparición de la habitual restricción externa que caracterizó a la economía argentina desde mediados del siglo XX, **pero el acelerado crecimiento de las importaciones ha ido cerrando la brecha externa remanente.** Esto resulta particularmente serio en el caso de la balanza energética, cuyo deterioro se explica por cuestiones estructurales y resulta insensible a alteraciones en la paridad cambiaria: en los últimos 5 años tuvo un deterioro de US\$ 10.000 M.

**El achicamiento del superávit comercial se agravó por el salto discreto que tuvo lugar en la dolarización.** Si bien es natural un aumento en los años de elecciones presidenciales, en 2011 **no sólo se mantuvo después del aplastante triunfo de CFK en las primarias** (que



Fuente: LCG en base a INDEC y estimaciones propias



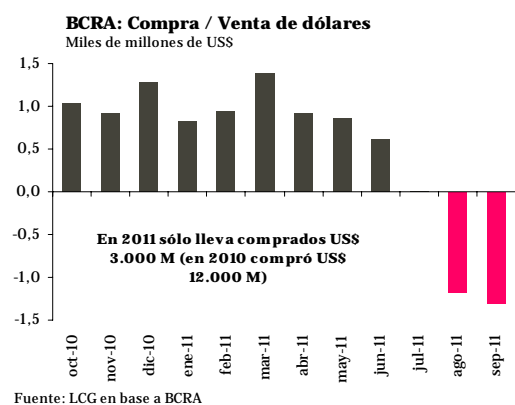
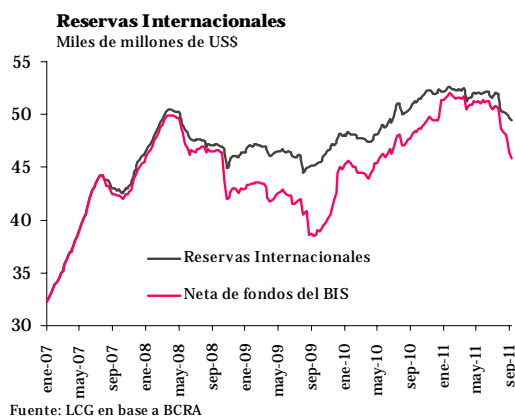
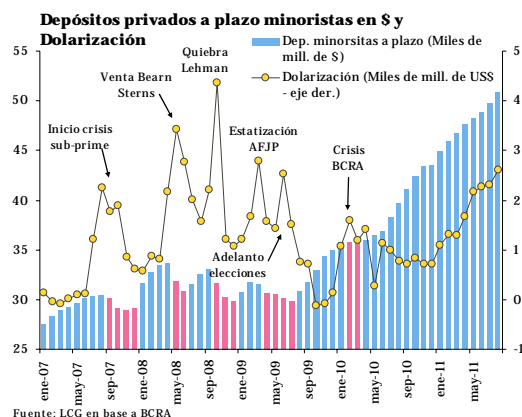
Fuente: LCG en base a BCRA

debería despejar incertidumbres con respecto a octubre) **si no que se profundizó**: mientras que en el primer semestre promedió US\$ 1.600 M mensuales, pasando un promedio de US\$ 2.600 M en el 3T-11. Esta visión acerca de la pérdida de competitividad de la economía se manifiesta en la percepción de una inevitable corrección futura del tipo de cambio nominal contra el dólar, acentuada en el último mes por la depreciación del Real brasileño.

**Lo que sí resulta extraño es que**, al compararlo con otros episodios recientes de *stress* cambiario, **se trata de una corrida “atípica”**: los depósitos a plazo fijo en pesos siguen creciendo fuerte y los bonos públicos argentinos nominados en dólares se transformaron en activos de “refugio” aún con la ANSES desprendiéndose de estos activos para abastecer la creciente demanda privada.

Después de algunas dudas iniciales **la respuesta de corto plazo del BCRA**, y con la mira probablemente en octubre, **ha sido la de sacrificar todas las reservas que sean necesarias para calmar las presiones cambiarias**, intervenir muy activamente en el mercado de futuros y contratar pases con bancos del exterior para “suavizar” en las series estadísticas la caída de las reservas internacionales

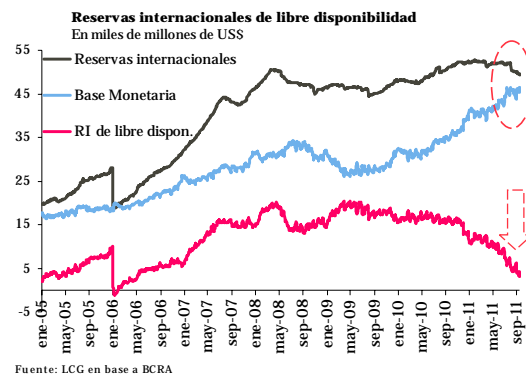
Si bien el BCRA cuenta con capacidad de fuego para suavizar el sendero de crecimiento del tipo de cambio, **se trata de una herramienta muy costosa en el corto plazo porque se pierden reservas y que no es sostenible en el mediano**. Los superavit externos acumulados en el pasado dieron un margen de maniobra muy grande, pero este **se fue perdiendo progresivamente en la medida en que la línea divisoria entre el BCRA y el Tesoro se tornó cada vez más difusa**: pago al FMI, modificación de la Carta Orgánica a fines de 2008, transferencia del resultado cuasifiscal “virtual” y Fondo del Desendeudamiento Argentino (FONDEA) 2010 y 2011. **Entre 2009 y 2011 la asistencia**





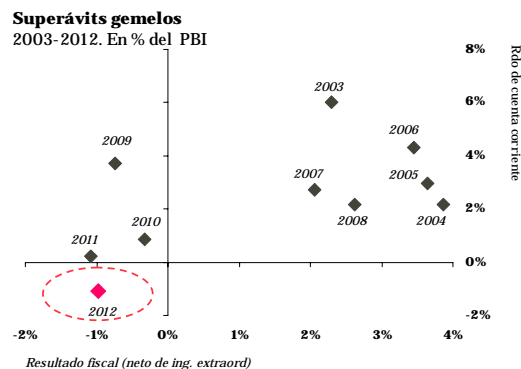
**financiera total del BCRA al Tesoro promedió anualmente nada menos que el 3,5% del PBI.**

Así, las “reservas de libre disponibilidad” (concepto bajo el cual el FONDEA justifica su uso para el pago de los compromisos externos) **se habrán agotado hacia finales de este año<sup>2</sup>**. Más allá de que se trata de una mera definición contable heredada de la Convertibilidad, que tranquilamente puede ser modificada por el Congreso, lo que pone de manifiesto es que **los daños colaterales de seguir utilizando las reservas internacionales son cada vez mayores, como lo evidencia a las claras la situación actual del mercado cambiario**. ¿Cuál será la reacción del Gobierno?



## La prioridad cambiaria

**La economía opera con déficit fiscal desde 2009.** El gobierno lo disimula a través del maquillaje contable. Engrosa los ingresos computando las rentas que obtiene la ANSES a través del Fondo de Garantía de Sustentabilidad y del BCRA. **Y a partir del año que viene también tendrá déficit de cuenta corriente.** Esto implica que la economía argentina deberá comenzar a desahorrar (caída de reservas) o bien ser financiada por el resto del mundo a través del ingreso de dólares por la cuenta capital (endeudamiento), *vingtage* de la Convertibilidad. Así, **en 2012 el modelo se queda sin algunos de sus pilares principales y tendrá déficit gemelos, justo en el momento en el que el mundo comienza a darle la espalda.**



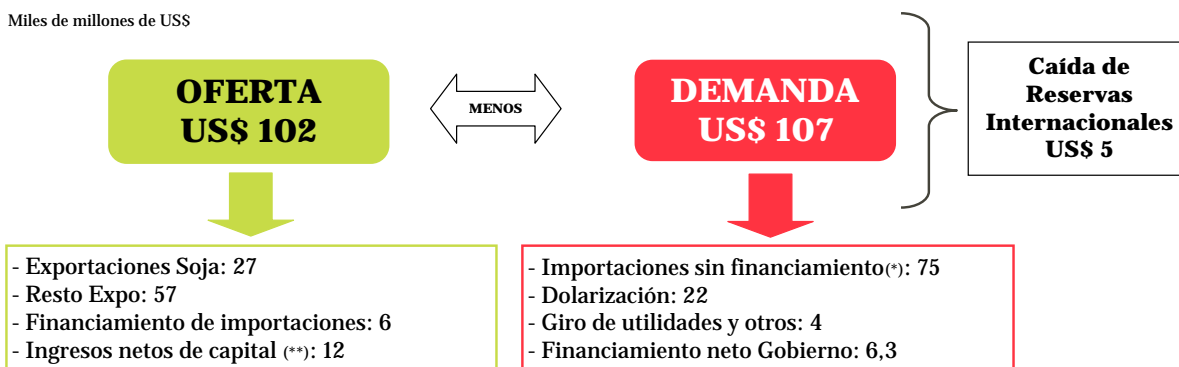
<sup>2</sup> De mantenerse el criterio, tampoco podría “saltarse” la limitación con la depreciación del tipo de cambio nominal: de acuerdo a nuestras proyecciones, se necesitaría un tipo de cambio nominal de \$ 6,70 a dic-12 para poder contar con US\$ 6.500 de reservas de libre disponibilidad.

Con el panorama internacional más negativo y con las restricciones propias de la economía local, **para el año que viene se presentan dos grandes desafíos: resolver la cuestión cambiaria y lograr un crecimiento económico no menor al 3%, que permita al menor mantener el nivel de empleo actual.** Ambas están relacionadas. La pérdida de competitividad de la economía producto de 6 años de inflación de dos dígitos fomenta la salida de capitales y afecta el crecimiento económico.

**¿Cómo encarará la cuestión cambiaria? En 2011 se surfeará con la mejora en los precios de las exportaciones, que subieron un 20%.** Esto implicó una mejora de las exportaciones de US\$ 13.000 M, de los cuales US\$ 5.000 M los aportó solamente la soja. Pero también contribuyeron el férreo control de las importaciones, el giro de utilidades de las empresas extranjeras al exterior, las presiones para un mayor financiamiento intra-empresa de las importaciones, y los préstamos en el exterior a empresas locales y provincias. Esto sólo le permitió ganar tiempo y patear el problema para adelante, lejos está de haber implicado una solución. **Aún así no se evitará una caída de las reservas de US\$ 5.000 M (US\$ 47.300 M a fin de año), que de no ser por los préstamos que tomó el BCRA habría sido de US\$ 9.000 M.**

### ECUACIÓN CAMBIARIA 2011

Miles de millones de US\$



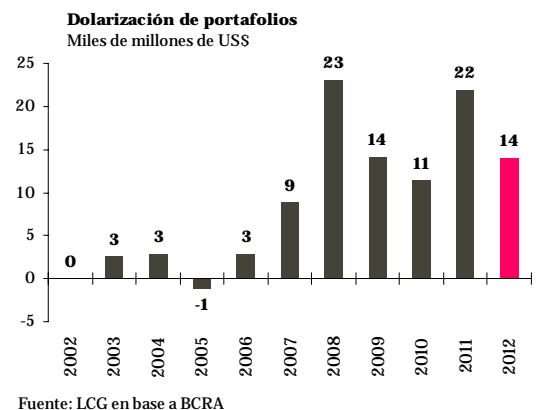
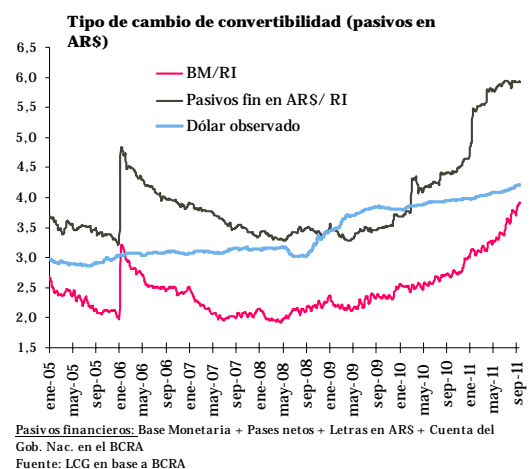
(\*) Neto de financiamiento de importaciones: Exportaciones Mulc - Importaciones Indec

(\*\*) Incluye endeudamiento en moneda extranjera del BCRA

A priori, ese nivel de reservas es todavía importante y tranquilizador: en el peor momento de 2009 cuando las reservas netas de los préstamos del BIS se ubicaron en US\$ 39.000 M. Sin embargo, **el margen de maniobra es menor porque desde ese entonces, los pasivos financieros del Banco Central se duplicaron. Entonces para 2012 indefectiblemente algo tendrá que modificarse en cuestión cambiaria: se reduce la dolarización, se corrige el tipo de cambio o el gobierno se endeuda en el exterior.**

Para reducir la dolarización hay que atacar la raíz del problema que es la inflación y recomponer la solidez de la macro. No se anticipa que haya algún avance concreto en estos aspectos. Sí habría una reducción en la dolarización luego de que el gobierno corrija el tipo de cambio y se despejen en parte las expectativas de devaluación. Aunque no hay que olvidar que desde 2007 la dolarización nunca fue menor a US\$ 10.000 M anuales, barrera que difícilmente pueda romperse en 2012: estimamos un nivel de dolarización de US\$ 14.000 M.

Justamente, la segunda alternativa para corregir la restricción cambiaria es la devaluación de la moneda. Se ganaría en competitividad externa y ayudaría a mejorar la situación fiscal por mayores ingresos: un tercio de la recaudación depende del tipo de cambio. Esto implica que una devaluación del 10% incrementaría los ingresos del gobierno nacional por \$ 10.000 M. Sin embargo, hay que ser muy cuidadosos con utilizar esta herramienta porque está latente la cuestión inflacionaria. La economía viene creciendo en los últimos años por arriba de su PBI potencial y con una inflación arraigada en torno al 22%, la devaluación de la moneda terminaría presionando aún más sobre los precios domésticos, comiéndose la competitividad ganada con la corrección del tipo de cambio.

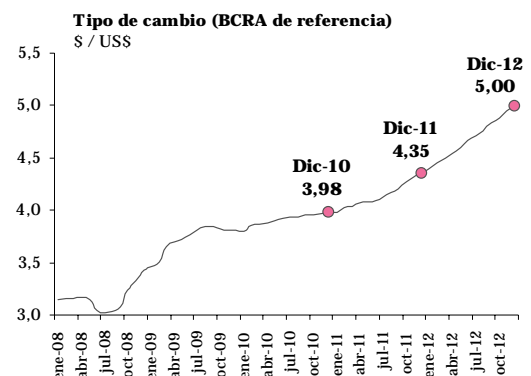


En este sentido, **estimamos que el Dólar se mantendrá calmo hasta las elecciones y que luego se dejará flotar de manera controlada, sin sobresaltos. A fines de este año estimamos un tipo de cambio de \$/US\$ 4,35 y para diciembre del 2012 en \$/US\$ 5,00.** La devaluación que surge de este tipo de cambio para el año que viene es del 15%, aún por debajo de la inflación local, por lo que volveremos a tener inflación en dólares.

La tercera alternativa es el endeudamiento público externo que permita ingresar divisas en nuestro país. Asumiendo que el Gobierno refinancia los vencimientos con los Organismos Internacionales, **necesita US\$ 6.500 M para afrontar los vencimientos de deuda en moneda extranjera. Prácticamente la misma cifra que en 2011.** Como vimos previamente, no podrá utilizar las reservas de libre disponibilidad de la manera en que lo ha venido haciendo en los dos últimos años. Sin embargo, esto no impide que el gobierno pueda apropiárselas de otra manera como por ejemplo a través del uso de los Adelantos Transitorios como mencionáramos en el Informe Quincenal N°59 del 23 de agosto.

**A nuestro entender el gobierno irá por un mix tanteando la situación: un poco de reservas y otro de endeudamiento. Y en la medida que no pueda conseguir financiamiento, para compensar la caída de las reservas, reforzará aún más los controles cambiarios y a las importaciones, y acelerará el ritmo de la depreciación de la moneda.**

Aun asumiendo una dolarización de US\$ 14.000 M (US\$ 8.000 M inferior a 2011) y que el gobierno logra financiamiento externo para afrontar la mitad de sus compromisos en moneda extranjera (US\$ 3.200 M), **las reservas internacionales tendrían una nueva caída de US\$ 5.000 M (US\$ 42.500 a dic-12).**



Fuente: LCG en base a BCRA

#### Vencimientos deuda performing en USD

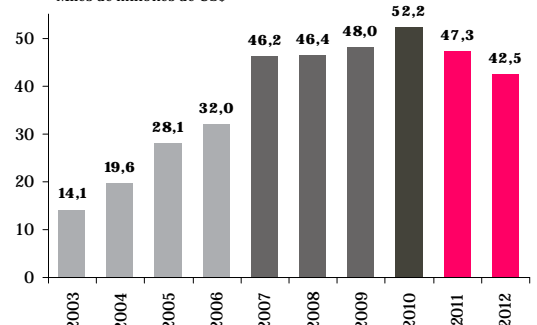
Miles de millones de USD

	2011	2012
Boden 12	2,2	2,2
Bonar V	1,6	-
Cupón PBI	1,3	1,7
Discount	0,9	0,9
Bonar X	0,4	0,4
Boden 15	0,4	0,4
Par	0,3	0,4
Boden 13	0,2	0,2
Bonar VII	0,1	0,4
Otros	0,1	0,7
Global 17	0,0	0,1
<b>Sub-total</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>
Tenencias FGS - BCRA	1,1	1,2
<b>TOTAL</b>	<b>6,3</b>	<b>6,5</b>

Fuente: LCG en base a Sec. de Finanzas

#### Reservas internacionales

Miles de millones de US\$



Fuente: LCG en base BCRA

## La economía del 2012

**La Argentina deberá enfrentar un escenario externo más adverso en 2012:** estancamiento en los países desarrollados, desaceleración en el crecimiento de los emergentes, baja moderada en los precios de los *commodities* y un Real brasileño más depreciado. **Este entorno externo se suma a una economía que naturalmente empezaba a perder dinamismo y que, como analizamos en detalle más arriba, ha utilizado buena parte de los colchones disponibles.**

De acuerdo a lo que el Gobierno ha dejado trascender a través de la prensa y en reuniones privadas con empresarios, su intención sería la de ir hacia una mayor racionalidad económica de cara al 2012. Este “plan” tendría como objetivo bajar varios escalones a la inercia inflacionaria de la economía acordando una pauta salarial en torno al 18% y moderando el ritmo de crecimiento del gasto con un ajuste de las tarifas de los servicios públicos. El progresivo aislamiento de Moyano en la CGT, una mayor dureza discursiva de CFK contra algunos gremios y el plan para reformar el régimen de las obras sociales sindicales elaborado por economistas de La Cámara, que –cuidadosamente- se filtró a la prensa, deberían, aparentemente, interpretarse bajo esta clave: el disciplinamiento de los gremios para presionarlos a acordar una pauta salarial por debajo de la variación de los precios.

**Nos permitimos ser bastante escépticos con respecto a este supuesto giro hacia una mayor racionalidad por parte del Gobierno.** En primer lugar, porque a finales de 2007 se rumoreaba exactamente lo mismo, incluso en discusiones hacia el interior del propio gobierno. CFK ha anunciado en reiteradas ocasiones la supuesta convocatoria a un pacto social que permita lograr un acuerdo de precios y salarios (durante la campaña presidencial de 2007, en el discurso presidencial en Tucumán del 9 de julio de 2009, los días pos-

teriores a la muerte de NK en noviembre de 2010), anuncios que siempre quedaron en la nada.

En segundo lugar, por lo que esto implicaría en la realidad. Los subsidios a la energía y al transporte crecerán más de un 50% en 2011, **lo que da una idea de la magnitud del aumento requerido para congelar en términos nominales este componente del gasto en 2012.** Si no se ataca el problema, esto implicaría \$ 20.000 M adicionales en 2012. Distintamente, si asumimos una suba en las tarifas de gas, electricidad y transporte del 50%, el impacto sobre la variación de los precios sería equivalente a 2 pp adicionales<sup>3</sup>. De mantenerse la inercia inflacionaria actual y combinada con la supuesta pauta salarial del 18%, **este ajuste implicaría en la práctica una caída del salario real equivalente a 4 pp.** Para un Gobierno que ha hecho de la recomposición del salario real una de sus principales banderas políticas, esto implicaría un giro de 180° que luce improbable.

**Y principalmente porque, al enfrentar un mundo más adverso, el kirchnerismo** -que siempre ha utilizado la política económica para maximizar la tasa de crecimiento del PBI- **priorizará el sostenimiento de la actividad económica** por sobre la reformulación del costoso esquema de subsidios o el restablecimiento de la posición fiscal. **Máxime si en un escenario externo más adverso los beneficios de un giro hacia una mayor racionalidad –en términos de IED y acceso al financiamiento- se vuelven más difusos.**

Como el margen de maniobra es sustancialmente menor que en el pasado, **entendemos que se parará en un punto intermedio: utilizará la herramienta fiscal para dinamizar la actividad pero simultáneamente tratará**

---

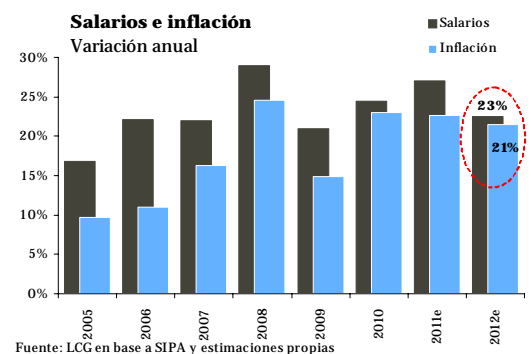
<sup>3</sup> Si bien los ponderadores de la canasta del IPC se mantienen fijos, el atraso de los precios relativos de las tarifas hace que el impacto de su aumento sobre el índice agregado se diluya.

**de bajar algún escalón a la nominalidad de la economía.**

Con la excepción de los primeros años de la presidencia de NK, **el Gobierno siempre ha utilizado la herramienta fiscal para motorizar el crecimiento económico.** Después de la holgada victoria legislativa de 2005, el gasto del gobierno nacional ha venido creciendo a un promedio anual del 35%: entre 2006 y 2008 aportó medio punto por año al crecimiento de la economía (1/10 del total), **y desde 2009 agregó, en promedio, nada menos que 1,5 pp por año.** En una primera etapa la suba del gasto se financió con los ingresos derivados de la soja y la suba de la presión tributaria, luego fueron la utilización de los *stocks* acumulados y los ingresos extraordinarios asociados a la estatización de las AFJP y el BCRA.

De cara al 2012, **el Gobierno buscará darle a la economía un impulso fiscal de entre medio y un punto del PBI.** Dada la desaceleración que prevemos en el crecimiento de la recaudación (+25%), esto se lograría con un aumento del gasto primario del 25%. Después de un crecimiento del gasto del 34% en 2011, esto significaría una desaceleración de 9 pp. De hecho, **sería la menor tasa anual de crecimiento del gasto desde 2005:** todo un “logro” en materia de racionalidad fiscal para el kirchnerismo. El déficit primario neto de extraordinarios ascendería así a US\$ 5.000 M, 1,1% del PBI.

En materia de ingresos, se evitará repetir la experiencia de 2011. Con una inflación “estabilizada” en torno al 22% y después de un incremento del 28% en 2010, **el Gobierno intentará presionar a los gremios para acordar una pauta de suba nominal del salario formal dentro del rango de 20%/25%.** Esto implica que **el salario real del sector formal se mantendría prácticamente constante en 2012.** Aun así mantendría **la trayectoria ascendente medida en dólares, con un incremento del 8,5%**

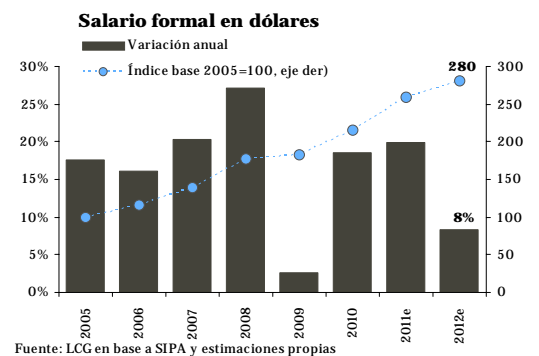


acumulando un aumento del 54% con respecto a 2009.

Para elaborar nuestras del proyecciones del 2012 asumimos un escenario externo que, si bien adverso, se mantiene dentro de los cauces normales: esto es, las autoridades europeas son capaces de “encapsular” la crisis a las economías más vulnerables del bloque pero sin un impacto sistémico sobre el sistema financiero. Este escenario externo es consistente con un **crecimiento de la economía del 3% y una inflación que se desaceleraría pero quedaría apenas por encima del 20% en el promedio anual**: el alivio generado por la desaceleración de la actividad económica y las menores subas salariales se vería compensado, parcialmente, por la mayor depreciación del tipo de cambio.

Si bien de forma más limitada, el Gobierno cuenta todavía con margen para sostener esta combinación de políticas en 2012. **El problema esencial es el impacto que tiene posponer la cuestión inflacionaria sobre la competitividad de la economía**: el Tipo de Cambio Real Multilateral se apreciaría un 10% adicional y cerraría el 2012 apenas un 50% por encima del vigente en 2001, límite a partir del cual cabría esperar que comience a resentirse la actividad económica y el empleo.

Para un gobierno habituado a manejar la política económica con el espejo retrovisor, queda la duda de cómo reaccionará cuando se agote el margen de competitividad externo. Si terminará finalmente por abordar en serio la problemática inflacionaria o en cambio optará por una salida más heterodoxa: mayor deslizamiento del tipo de cambio nominal, crecientes trabas al comercio y/o desdoblamiento del mercado cambiario.





## Proyecciones Macro 2012

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PBI (Var ia, en%)	8,7%	4,1%	-3,6%	7,6%	6,2%	3,0%
Inflación (prom. anual, %)	16,3%	24,5%	14,9%	23,1%	22,7%	21,5%
Exportaciones (US\$ MM)	55,8	70,0	55,7	68,4	84,0	91,5
Importaciones (US\$ MM)	44,8	57,4	38,8	56,5	75,2	89,5
Superávit comercial (US\$ MM)	11,0	12,6	16,9	11,9	8,8	1,9
Cuenta corriente (% PBI)	2,7%	2,2%	3,7%	0,8%	0,3%	-0,8%
TC (\$/US\$, prom. anual)	3,12	3,16	3,73	3,91	4,14	4,69
TC (\$/US\$, diciembre)	3,14	3,42	3,81	3,98	4,35	5,00
TCRM (dic-01=1, prom. anual)	2,22	2,03	2,00	1,81	1,71	1,56
Soja (US\$/tn)	333	475	406	379	500	425
Gasto primario (Var ia, en %)	48%	35%	30%	34%	34%	25%
Sup. primario neto de ingr. extraord. (% PBI)	2,1%	2,6%	-0,7%	-0,3%	-1,0%	-1,1%
Salario formal (prom. anual, %)	22%	29%	21%	24%	27%	23%
Desocupación (% PEA)	7,5	7,3	8,4	7,3	7,4	7,8

Fuente: LCG

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.