

Menos crecimiento, más dólares

Informe Mensual Diciembre

Viernes 23 de diciembre de 2011

labourcapitalgrowth

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

Editorial

El Gobierno decidió hacer valer cuanto antes el poder derivado del 54% obtenido en las urnas. Los conflictos que parecían inevitables a lo largo del segundo mandato se precipitaron apenas realizado el acto de reasunción: la relación con Scioli, la ruptura con Moyano y la profundización de la política oficial contra los medios de comunicación. Las mayorías automáticas en las dos cámaras del Congreso aseguraron una aprobación *express* de leyes claves para el Gobierno: renovación de la emergencia económica, prórroga de impuestos (cheque, cigarrillos, retenciones a hidrocarburos), Presupuesto 2012, la vinculada a la producción de papel para diarios, la reforma del estatuto del peón rural, la ley antiterrorista, extranjerización de tierras, etc.

El Gobierno pudo contener la corrida contra el dólar pero al costo de costo de una suba abrupta en la tasa de interés nominal, de un salto en el tipo de cambio paralelo y de la implementación de un cuasi-desdoblamiento del mercado cambiario. El foco del Gobierno en materia económica parece estar puesto exclusivamente en el equilibrio de la oferta y demanda de dólares: eso explica la acumulación de funciones que recayeron en Moreno, que tendrá el control absoluto del comercio exterior.

Sin embargo, la escasez de dólares no parece ser el principal problema que deberá enfrentar la economía en 2012. A un contexto externo muy complejo (con una Europa que sigue sin encontrarle una salida a la crisis) se suman las señales negativas que el Gobierno le ha venido dando al sector privado para el 2012: una inflación que se mantendrá elevada, un tipo de cambio real que seguirá apreciándose, con trabas crecientes al acceso de bienes importados y a la posibilidad de remitir utilidades al exterior, y un escenario de creciente conflictividad laboral.

Así, la economía se encamina a una desaceleración significativa del ritmo de crecimiento (que prevemos en el rango 1-2% en el 2012) que permitirá, aunque por las “malas razones”, aliviar la presión en el mercado cambiario por el ajuste de las importaciones y el cuasi-desdoblamiento del mercado cambiario. A diferencia de los países de la región, las políticas implementadas durante la fase expansiva del ciclo limitan el margen de maniobra para el uso de políticas anticíclicas en la fase contractiva.

Un empeoramiento del contexto externo posibilitará que el Gobierno elabore un relato de cara a la sociedad que desligue las responsabilidades por la desaceleración de la actividad económica. Claro está, si a diferencia de lo que sucedió en 2009 (con una crisis muy fuerte pero de corta duración) el escenario de bajo crecimiento se prolonga en el tiempo, el Gobierno deberá empezar a pagar los costos políticos de una sociedad que votó mayoritariamente por la promesa oficial de “bonanza permanente”.

Europa sin salida

Las autoridades europeas siguen sin poder encontrarle una salida a la crisis. La cumbre celebrada a principios de diciembre, que tantas expectativas había generado, resultó en una propuesta de convergencia en materia fiscal para todos los países del bloque, con mecanismos de castigo explícitos para aquellos que incumplan las pautas acordadas¹. La propuesta de extender la unión monetaria y cambiarla al área fiscal, razonable para tiempos de expansión y cuentas fiscales en orden, muy poco ayuda en el actual contexto, con niveles de deuda insostenibles en muchos países. En esta oportunidad la nota discordante la dio Gran Bretaña, que, más preocupado por defender los intereses de su sector financiero ante eventuales cambios en las regulaciones, se mantuvo intransigente y fue el único que votó en contra de la propuesta. Políticamente, fue un logro para Francia: dejó aislada a Gran Bretaña y la transformó en un potencial chivo expiatorio a futuro.

Al igual que en las reuniones pasadas, terminó primando la posición alemana: restablecer el equilibrio de las cuentas fiscales a través del ajuste interno, vía recuperación de la confianza, baja de la tasa de interés de financiamiento y recortes del gasto. **Está claro que la situación en Europa no tiene salidas sencillas. Ahora bien, de las alternativas disponibles probablemente estén optando por la salida más dolorosa: forzar el ajuste de las cuentas fiscales en un contexto recesivo y de alto desempleo puede volverse socialmente intolerable en los países más expuestos a la crisis.**

¹ El déficit estructural de cada país no podrá superar el 0,5% del PBI, contemplando sanciones automáticas en caso de que el mismo superara el 3% del PBI. Adicionalmente, la regla de equilibrio fiscal deberá incorporarse en las respectivas constituciones nacionales y determinadas decisiones (como los cambios en la regulación financiera) no necesitarán de la unanimidad sino de una mayoría calificada del 85%.

Como hemos mencionado anteriormente, el problema de fondo que enfrentan las economías periféricas europeas está asociado al proceso de apreciación real que sufrieron durante la fase expansiva, que se tradujo en crecientes desequilibrios en la cuenta corriente financiados con endeudamiento externo (en condiciones extremadamente favorables). **El deterioro fiscal no fue la causa sino la consecuencia de la crisis:** los Gobiernos se vieron obligados a rescatar el sistema bancario y aumentar el gasto para ponerle un piso a la caída de la actividad post *Lehman*.

Dado el nivel avanzado en el cual se encuentra la crisis, parecería ser preferible la salida inflacionaria (a través de las compras masivas de títulos públicos por parte del BCE, emisión de eurobonos, techo de *spread* de tasas con respecto a los títulos alemanes, etc), que Alemania se resiste sistemáticamente a implementar. Esto permitiría de forma simultánea y progresiva licuar el exceso de endeudamiento en los países más comprometidos y atenuar los diferenciales de productividad entre “las dos Europas” que conviven al interior del bloque. El impacto inflacionario de un impulso monetario a gran escala sería muy distinto en Alemania que en España o Italia.

Naturalmente, para que esto suceda se requiere un giro de 180° por parte del Banco Central Europeo. Su flamante presidente, Mario Draghi, dejó bien en claro cuál es su posición al expresar esta semana que la política monetaria no puede hacer todo, que el BCE tiene vedado realizar compras directas de bonos de los gobiernos (al estilo del *quantitative easing* norteamericano o inglés) y que **en ningún caso se podrá restablecer la confianza de los inversores destruyendo la credibilidad del BCE.**

Con la cuantiosa provisión de fondos realizada esta semana a tres años de plazo a tasa preferencial para el sistema finan-

ciero europeo² (523 bancos tomaron fondos por €490 MM, 2/3 por encima de las expectativas iniciales), el BCE pareció hacer su mayor esfuerzo para intentar normalizar la situación financiera. **Se trata de una especie de “QE indirecto”, dentro de lo que la idiosincrasia europea lo permite, que busca tres objetivos simultáneos:** minimizar el riesgo de quiebras en el sistema financiero, evitar un colapso del crédito y aliviar el *stress* en los mercados de deuda soberanos.

La expectativa es que el exceso de liquidez bancaria evite la venta de títulos públicos en cartera a precios de remate e incentive la compra de títulos de las economías en problemas. Obviamente, cualquier medida que disminuya el riesgo sistémico bancario es bienvenida; ahora bien, dada la percepción de elevado riesgo de *default* en los países periféricos europeos difícilmente tenga éxito en mejorar las condiciones de su acceso al financiamiento (de hecho, los bancos pueden disponer libremente de los fondos que recibieron).

Alemania ha venido optando por la alternativa más conservadora en el corto plazo (tomar medidas en el margen que permitan ganar tiempo hasta que se revierta la crisis de confianza), **pero al costo de mantener latente la vulnerabilidad en el mediano plazo.** Las presiones para implementar medidas de fondo son cada vez mayores: un miembro del directorio del BCE acaba de manifestar públicamente que, en caso de existir riesgos de deflación, no ve ninguna razón para no implementar un esquema de *quantitative easing*.

El riesgo es que la propia dinámica de los hechos (las tensiones sociales generadas por el “ajuste permanente”, como los recientemente anunciados en Italia y España, en un contexto de estancamiento del PBI y desempleo creciente)

² La tasa a imputar será el promedio durante los próximos tres años de la tasa de referencia del BCE (actualmente en 1%).

termine por imponer por la fuerza una salida desordenada que se lleve puesto al mismo Euro. Y si ello sucede será sólo cuestión de tiempo para que el mercado empiece a atacar uno a uno a los países.

Las similitudes con el proceso que sufrió la Argentina durante 2000 y 2001 se vuelven cada vez más evidentes. **Los efectos terapéuticos de los nuevos anuncios son cada vez menores y la crisis de confianza se acentúa. Al mismo tiempo, los problemas estructurales de las economías que generaron la crisis siguen en pie.**

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS (último dato disponible 2011)

	EEUU	Alemania	R. Unido	Francia	Grecia	Portugal	Italia	España	Irlanda
PBI 2012 (%)	1,8	1,0	1,2	1,0	-2,0	-1,8	0,3	0,8	1,4
Desempleo (% PEA)	9,0	6,2	7,8	9,2	18,5	13,4	8,5	19,7	13,9
Saldo Cuenta Corriente (% PBI)	-3,1	5,0	-2,7	-2,7	-8,4	-8,6	-3,5	-3,8	1,8
Resultado fiscal (% PBI)	-9,6	-1,7	-8,5	-5,9	-8,0	-5,9	-4,0	-6,1	-10,3
Resultado primario (% PBI)	-8,0	0,4	-5,6	-3,4	-1,3	-1,9	0,5	-4,4	-6,8
Deuda Pública (% PBI)	100	83	81	87	166	106	121	67	109
Deuda Pública per capita (miles US\$)	48	37	32	39	46	24	45	22	53
Deuda Privada per capita (miles US\$)	45	27	40	27	20	24	19	32	60

Los canales de transmisión

La crisis europea y la inevitable recesión que sufrirá en 2012 impactarán sobre la economía argentina. Ésta será afectada a través de tres canales interrelacionados: el precio de los *commodities*, una desaceleración de la economía brasileña y la menor demanda externa. Dado el aislamiento en materia financiera y el bajo nivel de endeudamiento, el impacto financiero di-

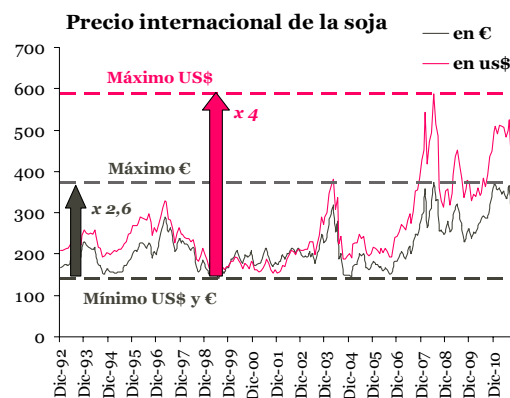
recto será acotado (sólo afecta el financiamiento provincial y privado) y quedará subordinado al efecto vía el canal real.

Como anticipamos desde el inicio de la última secuencia de *stress* financiero en Europa (cuando la soja estaba bien por encima de los US\$/ton 500), los precios internacionales de los *commodities* inevitablemente iban a verse afectados ante la recesión en el viejo continente. Los súper-precios de los *commodities* se explican por una mezcla de factores estructurales (la mayor demanda alimenticia de China e India y la creciente utilización para fabricar biocombustibles -que aumenta los vasos comunicantes entre el mercado energético y el alimenticio-) y otras más de carácter coyuntural (el debilitamiento del Dólar y las crecientes posiciones especulativas en los mercados de futuros).

De todos ellos, sólo la demanda de alimentos de China e India no se verá mayormente afectada por la desaceleración de sus economías (dado que son bienes relativamente inelásticos al ingreso). En cambio, el resto de los otros factores que explicaron el boom de commodities quedarán resentidos.

El fortalecimiento del Dólar con respecto al Euro lleva a una corrección natural en los precios medidos en dólares: todos los picos en la serie histórica del precio de la soja se produjeron cuando el dólar estaba muy depreciado. De hecho, el precio máximo de la soja medido en dólares fue 60% mayor al valor en euros. Teniendo en cuenta el difícil panorama que enfrenta la economía europea, es esperable un debilitamiento aún mayor del Euro con respecto al Dólar: la evidencia muestra que en episodios de *stress* financiero los capitales tienen a preferir el *flight to quality* al Dólar.

Por otro lado, la incertidumbre financiera afecta las posiciones especulativas en los mercados de futuros de los *commodities*: se estima que el componente especulativo explicó 20% de los mayores precios. Además, los desbarajustes fiscales



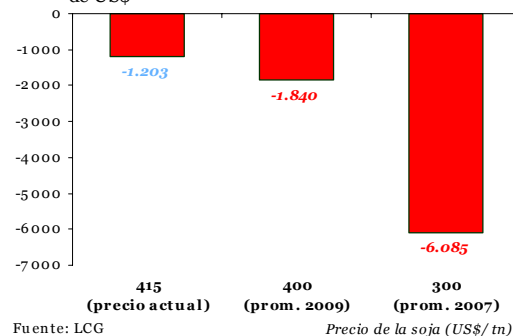
pueden llevar a un replanteo de los cuantiosos subsidios dados por las economías desarrolladas a la producción de biocombustibles, lo que redundaría en un incremento de la oferta disponible para alimentos.

Bajamos levemente nuestra proyección del precio promedio de la soja para el 2012 de 425 a 400 US\$/ton. Si bien desde una perspectiva histórica son precios que todavía resultan muy favorables, habiendo tomado como permanentes los súper-precios de los *commodities* la corrección a la baja puede afectar a una economía cada vez más dependiente de la soja tanto externa como fiscalmente.

El precio promedio de la soja en el período intensivo de liquidación de la cosecha gruesa en 2011 (abr-sep, que concentró el 80% del total) se ubicó en 490 US\$/Ton, **lo que implicaría una caída cercana al 20% en relación a nuestra proyección de 2012.** El impacto sobre las cuentas externas será relativamente acotado porque debido a mejores rindes se estima una cosecha sojera de 52 millones de toneladas (6% por encima de la de la campaña 2010/11): **las exportaciones del complejo totalizarán US\$ 17.000 M en 2012, sólo US\$ 1.840 M por debajo que en 2011.** Por la misma razón, el impacto fiscal tampoco es significativo ya que la caída de las exportaciones será compensada por la devaluación nominal del tipo de cambio. Más allá del impacto de corto plazo, lo cierto es que la soja a 500 US\$/ton será un recuerdo del pasado.

El segundo es el canal Brasil. Por su alta exposición al ingreso de capitales desde el exterior, **la economía brasileña es vulnerable a un empeoramiento en las condiciones financieras internacionales.** Por lo pronto, **no creció en el 3T-11 desestacionalizado** (2,2% en la comparación interanual) y **las ventas internas de automóviles acumularon en sep-11 y oct-11 una caída del 3% ia** (de hecho, en oct-11 se vendió un 16% menos que en el máximo de ago-11). **Ante el empeoramiento del contexto in-**

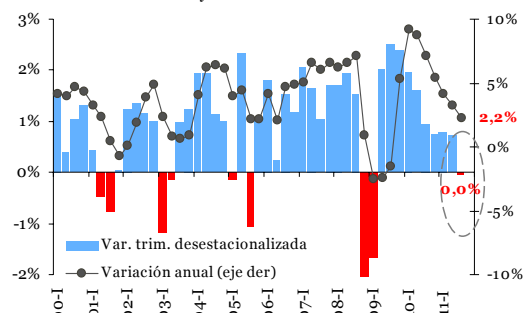
Impacto del precio de la soja sobre comercio. Variación contra 2011, en millones de US\$



Fuente: LCG

Precio de la soja (US\$/tn)

BRASIL: PBI real
Variación anual y trimestral desestacionalizada



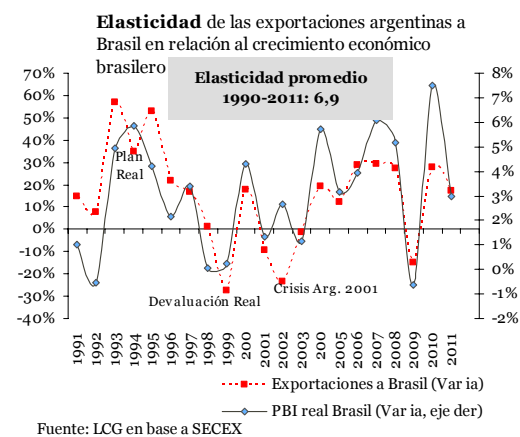
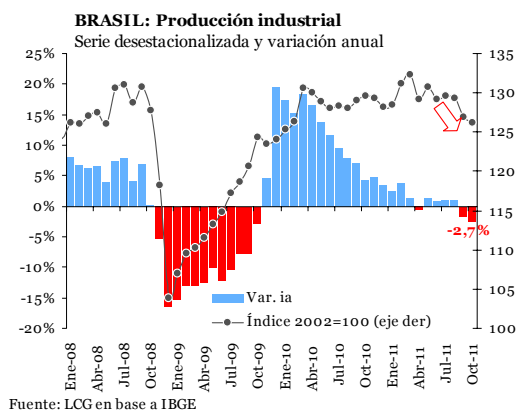
Fuente: LCG en base a IBGE

ternacional, la respuesta de las autoridades brasileñas fue de manual: aún con una inflación que está por encima de la banda superior de la meta, a fines de agosto inició anticipadamente un proceso de relajamiento de la política monetaria (bajó en 3 oportunidades la tasa Selic, pasando de 12,5% a 11%) lo que redundó en una depreciación acumulada del Real del 19%. Al relajamiento de la política monetaria le siguió más recientemente el anuncio de un paquete de incentivos fiscales para impulsar el consumo.

El margen de maniobra con que cuenta el Gobierno brasileño para hacer política económica anticíclica se debe a la extrema prudencia con la cual se manejó durante la fase expansiva del ciclo económico. De acuerdo a las estimaciones de mercado, esta combinación de un Real más depreciado y los programas de estímulo al consumo debería derivar en un crecimiento en torno a 2,5% en 2012, que podría achicarse aún más si la situación en Europa se sale de cauce. Las exportaciones argentinas a Brasil (destino de casi la mitad de nuestras exportaciones industriales) dependen esencialmente del nivel de actividad de nuestro vecino: la evidencia muestra que cada punto de crecimiento en Brasil tiene un impacto del 7% sobre nuestras exportaciones a ese país.

No obstante, la depreciación del Real sí impactará en aquellos sectores domésticos más “sensibles” e intensivos en mano de obra. El súper-Real era uno de los factores, junto con el debilitamiento del Dólar que mantenía cierto margen en la competitividad en el tipo de cambio real. Pero desde septiembre el TCRM se apreció un 8% y actualmente se ubica en 1,59 (base dic-01=1). En la relación con Brasil, el déficit comercial bilateral alcanzará los US\$ 6.000 M en 2011, y la desaceleración en el margen de los últimos meses se explicó por las menores importaciones argentinas.

Por último, también se verá afectada la demanda del resto del mundo. La principal economía emergente, China, ha comenzado a mostrar signos (aún inci-

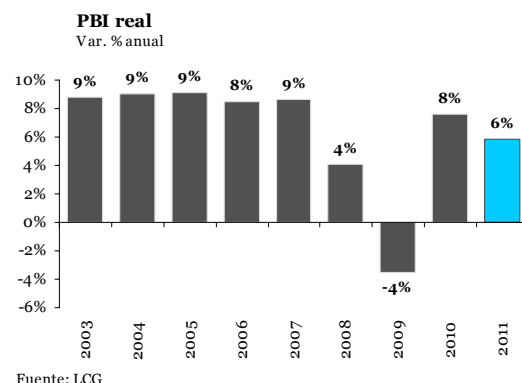


rientes) de desaceleración: después de crecer al 9,7% ia en el primer trimestre del año, el ritmo de expansión se desaceleró a 9,1% en el 3T-11. De forma similar, el alza de los precios se ha venido desacelerando ininterrumpidamente desde julio (pasó de 6,5% a 5,5% ia), a la vez que tuvieron lugar huelgas y reclamos por despidos y retrasos en el pago de sueldos en la industria. La expectativa de un crecimiento bajo en los EEUU –que puede verse afectado por la incertidumbre electoral asociada a las presidenciales- y una inevitable recesión en Europa en 2012 impactarán sobre las exportaciones chinas (ambos destinos dan cuenta del 40% del total de los envíos al exterior chinos). Pese a que se estima un aterrizaje suave de la economía china (pasando de un crecimiento del 9,2% en 2011 a 7,5-8% en 2012)³, es esperable que la desaceleración en el ritmo de crecimiento afecte la demanda de *commodities* industriales (y sus precios) e incentive a colocar los excedentes de producción domésticos en el exterior.

Dónde está la economía hoy

Como habíamos adelantado en su momento, el Gobierno iba a intentar (y en buena medida lo lograría) replicar en 2011 la marcha que la economía había tenido en 2010. Con los resultados sobre la mesa el objetivo se cumplió. La economía siguió creciendo a un ritmo alto del 6%, aunque con algunas señales de desaceleración en los últimos dos meses.

Sin embargo, **el 2011 también fue también un año de transición, en el cual algunas de las inconsistencias históricas del denominado “modelo” comenzaron a emerger a la superficie. La persistente inflación por**



³ Debe recordarse que en el peor momento de la crisis post Lehman (el 1T-09), el PBI chino tuvo un crecimiento interanual del 6,5% a la vez que cerró el 2009 con una expansión del 8,5%.

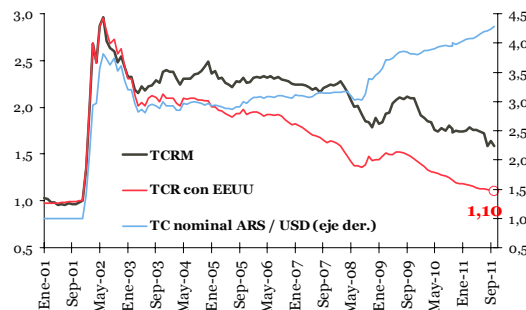
encima del 20% y la consecuente apreciación del TCR (de forma particular en la relación contra el Dólar), que generó creciente incertidumbre con respecto al sendero futuro del tipo de cambio nominal.

Esa incertidumbre se tradujo en un salto pronunciado en el ritmo de dolarización de carteras de la economía, que profundizó el impacto que el pago de los vencimientos de la deuda pública en dólares a través del FONDEA 2011 tuvo sobre las reservas. El efecto combinado hizo que las “Reservas de Libre Disponibilidad” (concepto utilizado para transferir las reservas al Tesoro) se evaporaran en noviembre. **La corrida pudo ser finalmente mitigada, pero al costo de una suba abrupta en la tasa de interés nominal, de un salto en el tipo de cambio paralelo y de la implementación de un cuasi-desdoblamiento del mercado cambiario**

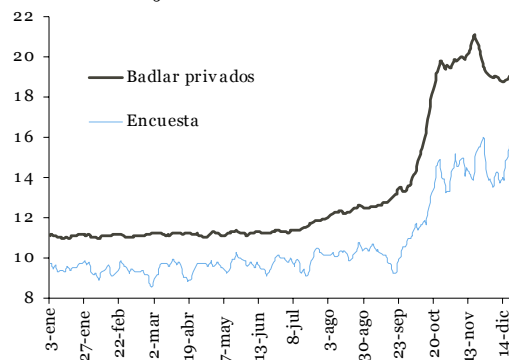
El crecimiento exponencial de los subsidios (\$ 78.000 M en 2011) obligó al Gobierno a desandar el camino recorrido durante más de ocho largos años y comenzar a desarmar el esquema de subsidios vigente, que se había vuelto cada vez más difícil de financiar y tenía un impacto creciente sobre la posición fiscal del Gobierno y sobre las cuentas externas. Todavía no está claro cuán abarcativo será el proceso de quita de los subsidios, aunque quedó claro que una vez que se identifique la capacidad contributiva del hogar el recorte se hará de forma inmediata.

En suma, la economía se apresta a enfrentar el 2012 todavía con un crecimiento económico elevado, pero con un margen de maniobra significativamente más acotado que en el pasado. **Prácticamente todos los colchones con que ha venido operando la economía se han ido evaporando progresivamente:** el de **competitividad** (el TCRM es hoy un 55% superior al vigente en dic-01, con la amenaza latente de un fortalecimiento del Dólar y un mayor debilitamiento del Real), el **externo** (la cuenta corriente será prácticamente

Tipo de cambio real multilateral
 Índice base dic-01=1. Ult. dato nov-2011



Tasa de interés - 30 días en pesos
 Prom. Móvil 5 días



neutra en 2011), el **fiscal** (neto de ingresos extraordinarios el resultado primario será negativo por tercer año consecutivo -1% del PBI-), el **energético** (la balanza comercial sectorial mostró un deterioro de US\$ 9.000 M en 5 años, y será deficitaria en 2011 -US\$ 3.500 M- por primera vez desde los '70) y el de **reservas** (2011 es el primer año con caída interanual desde el colapso de 2002).

El único colchón que todavía dispone la economía (y para nada menor, teniendo en cuenta nuestra historia) **es el del endeudamiento**, que se mantiene en niveles extraordinariamente bajos y permitiría aliviar la restricción asociada a la oferta de dólares que mostró la economía en 2011. **Colchón que, claro está, encuentra varios escollos para ser utilizado.** El primero tiene que ver con la voluntad del Gobierno: para colocar deuda en el exterior se deberán dar señales concretas, como la normalización del INDEC y encarar una negociación en serio con el Club de París. La frase dicha por el nuevo ministro de Economía en la presentación del Presupuesto en el Senado (referida a “*continuar y profundizar la política de desendeudamiento en el 2012*”) no permite abrigar demasiadas expectativas con respecto al regreso a los mercados. Y el segundo tiene que ver con el contexto internacional: aún dando las señales adecuadas, el acceso al financiamiento externo luce complicado dadas la situación financiera en el mundo desarrollado.

¿Cuál será la respuesta en materia económica del Gobierno en 2012?

Señales de desaceleración

Teniendo en cuenta la experiencia pasada, no quedan demasiadas dudas sobre cómo va a actuar el gobierno ante los temporales que azotan a la economía. El episodio de *stress*

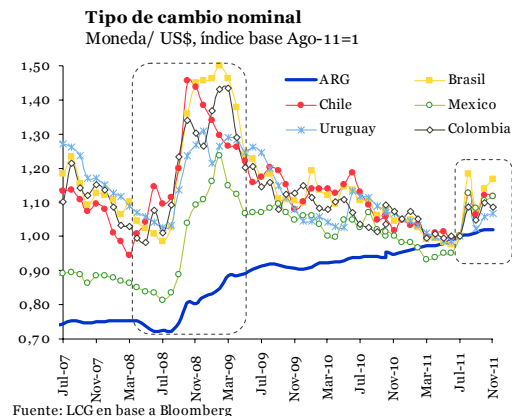
labourcapitalgrowth

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

cambiario lo puso una vez más en evidencia. La respuesta del Gobierno, dejando las formas de lado, fue la profundización del modelo y la implementación de más controles.

El problema es que la lectura macro del gobierno va a contramano de lo que las circunstancias reclaman.

Basta con ver la respuesta natural de política económica (de manual) implementada por todos los países de la región al dejar depreciar el tipo de cambio o relajar la política fiscal -tanto vía un aumento del gasto público como a través de la reducción de impuestos-. En cambio, el Gobierno prefirió dar la señal de que el tipo de cambio nominal (oficial) no tendrá movimientos bruscos, aún a costa de una mayor apreciación en términos reales. En el mismo sentido va el ajuste de las facturas de los servicios públicos.



Ello sucede porque su lectura no es económica sino política. Su diagnóstico es que la política puede doblegar los principios fundamentales de la economía siempre y en todo momento. El objetivo es hacerse de caja para disciplinar cualquier circunstancia y elegir ganadores y perdedores. Es decir, quiénes serán los que tengan que pagar los ajustes de la “sintonía fina”. Con los dólares pasa lo mismo: el impacto de la crisis internacional es proporcionalmente inverso a la cantidad de dólares que tendrá la economía.

Las señales que el Gobierno ha venido dándole al sector privado recientemente tampoco son positivas: no se implementará un plan integral contra la inflación, con lo cual esta se mantendrá elevada; el tipo de cambio real seguirá apreciándose; se dificultará todavía más el acceso a los bienes importados (Moreno ha acumulado el control total del comercio exterior) y la posibilidad de remitir las utilidades al exterior. **Pero la política no siempre puede doblegar a la economía: se necesitará mucho más que la creación de una Subsecretaría de la Competitividad para compensar tantas señales negativas.**

El tema laboral también luce complejo, y la promesa de una pauta del 18% difícilmente pueda implementarse. En primer lugar, sólo el recorte de los subsidios en electricidad, gas y agua (de implementarse de forma abarcativa) implicaría un salto de 3,4 pp en los precios minoristas, que inevitablemente tallará en la discusión salarial⁴. En segundo lugar, todas las señales que dio el Gobierno hacia el sindicalismo permiten anticipar tiempos de creciente conflictividad laboral: pauta salarial moderada difícil de digerir, amenazas reiteradas de apropiarse de parte de los ingresos de las obras sociales y acorralamiento (político y judicial) a Moyano. Ante semejante escenario, la posibilidad de que los gremios acepten sin chistar una pauta salarial que implique una caída del salario real luce poco menos que utópica.

La combinación de un contexto externo muy complejo y las malas señales domésticas nos hace prever un escenario de fuerte desaceleración en 2012: esperamos que la economía crezca entre 1 y 2%, pudiendo ser aún mayor la desaceleración si finalmente se produce el crack del Euro.

Cuando las malas razones terminan siendo buenas

El foco de las preocupaciones del Gobierno se ha centrado en la oferta dólares. En primer lugar porque son una coraza clave para digerir mejor el impacto de una crisis externa y en segundo término porque son la principal fuente de financiamiento del Tesoro.

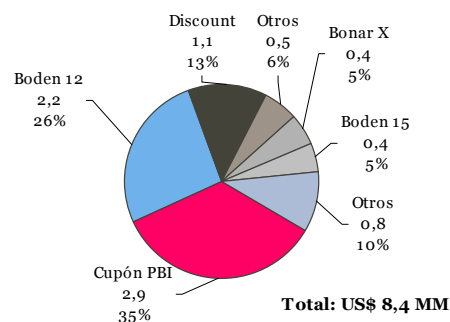
⁴ Por la metodología de cálculo, dicho incremento no se verá reflejado en el IPC (ya que se trata de un recorte de subsidios que no afecta la tarifa).

No obstante, ese faltante puede llegar a atenuarse en 2012, aunque por las “malas razones”: el escenario de desaceleración que prevemos para la economía y el empeoramiento del frente externo es consistente con un estancamiento de las importaciones y de las exportaciones. **El superávit comercial sería similar al de 2011 (en torno a los US\$ 10.000 M) y la cuenta corriente se mantendría otro año más en terreno positivo.**

El programa financiero luce manejable. En 2012 hay vencimientos de deuda por US\$ 18.000 M (3,8% del PBI). De esa cifra, US\$ 11.000 M están denominados en moneda extranjera, los cuales están focalizados en agosto y diciembre por los pagos del Boden 12 y el Cupón del PBI, respectivamente. Dejando de lado los compromisos con los Organismos Internacionales (US\$ 2.100 M) y las colocaciones directas intra-sector público de letras del Tesoro en dólares (US\$ 500 M), que en la práctica cuentan con refinanciación automática, **el Tesoro tiene que afrontar US\$ 8.400 M de pagos por los vencimientos de los títulos que cotizan en el mercado denominados en moneda extranjera.** Esta es la cifra por la que se debería conformar el Fondo de Desendeudamiento del 2012. Pero como US\$ 300 M se los tiene que pagar a la ANSES, las necesidades verdaderas se reducen a US\$ 8.100 M.

Por el lado de la deuda denominada en moneda nacional, los vencimientos brutos por US\$ 7.000 M se reducen a sólo US\$ 2.300 M por los vencimientos de la deuda intra-sector público. En resumen, **los vencimientos netos de deuda se ubican en US\$ 10.500 M (US\$ 2.300 M en moneda nacional y US\$ 8.100 M en moneda extranjera).**

Vencimientos de deuda performing en moneda extranjera
En miles de millones de US\$



VENCIMIENTOS NETO DE DEUDA 2012

En miles de millones de USD

	Ene-12	Feb-12	Mar-12	Abr-12	May-12	Jun-12	Jul-12	Ago-12	Sep-12	Oct-12	Nov-12	Dic-12	2012
VENCIMIENTOS	0,5	0,9	1,3	1,3	0,7	1,8	0,5	2,6	1,0	1,0	0,5	5,7	18,0
<i>Moneda nacional</i>	0,5	0,4	0,7	0,5	0,2	0,9	0,4	0,3	0,5	0,4	0,3	1,9	7,0
<i>Moneda extranjera</i>	0,1	0,4	0,5	0,9	0,5	0,9	0,1	2,4	0,6	0,6	0,3	3,8	11,1
REFINANCIACIONES	0,3	0,6	0,9	0,6	0,6	0,7	0,3	0,5	0,6	0,6	0,4	1,4	7,6
<i>Moneda nacional</i>	0,2	0,4	0,6	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	1,1	4,6
- Intra sector público	0,2	0,4	0,6	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	1,1	4,6
- Org. Internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Moneda extranjera</i>	0,1	0,2	0,2	0,4	0,2	0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3	2,9
- Intra sector público	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,8
- Org. Internacionales	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	2,1
VENCIMIENTOS NETOS	0,2	0,3	0,4	0,7	0,1	1,1	0,2	2,2	0,4	0,4	0,1	4,4	10,5
<i>Moneda nacional</i>	0,2	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,9	2,3
<i>Moneda extranjera</i>	0,0	0,2	0,3	0,5	0,3	0,6	0,0	2,1	0,3	0,3	0,1	3,5	8,1

Intra-sector público: US\$ 5,4 MM (30% de los vencimientos brutos)

Fuente: LCG en base a Sec. de Finanzas

Con un crecimiento de la economía en torno al 1-2%, el comercio exterior estancado⁵ y un incremento menor de los salarios, **la recaudación de impuestos tendrá un crecimiento del 20%**. Esto implica una desaceleración de 10 puntos en relación a 2011, que será compensada parcialmente con mayores ingresos extraordinarios de la ANSES y el BCRA, que totalizarán \$ 30.000 M (+50% ia.). **De esta forma, los ingresos totales ascenderían a \$ 535.000 M, 23% más que en 2011.**

Por su parte, el gasto tendrá un crecimiento algo menor pero que de todas maneras seguirá estando por arriba de la trayectoria de los ingresos. **Estimamos un crecimiento del gasto público del 25% (\$ 530.000 M / 24% del PBI).** El gobierno podrá seguir mostrando que las cuentas fiscales siguen en el terreno positivo, ya que el resultado primario se ubicará en \$ 5.000 M (0,2% del PBI). **Pero de no considerarse los ingresos extraordinarios, el resultado primario será negativo por \$ 25.000 M (1,1% del PBI).**

⁵ Un tercio de la recaudación está compuesta por los impuestos que gravan las exportaciones e importaciones.

FISCAL GOBIERNO NACIONAL

	Millones de \$		Var. % anual	
	2011	2012	2011	2012
INGRESOS TOTALES	435.906	534.453	24%	23%
GENUINOS	415.712	504.192	30%	21%
EXTRAORDINARIOS	20.194	30.261	-32%	50%
Cuasifiscal BCRA	8.900	14.522	-56%	63%
Rentas ANSES	11.294	15.739	33%	39%
GASTO PRIMARIO	425.171	529.541	31%	25%
AUTOMÁTICO	272.726	345.845	29%	27%
Salarios y operación	96.828	113.359	28%	17%
Jubilaciones	145.117	196.433	36%	35%
Subsidios ANSES	23.515	28.218	15%	20%
Coparticipación soja	7.266	7.835	-3%	8%
DISCRECIONAL	152.445	183.696	33%	20%
RESULTADO PRIMARIO	10.735	4.912	-57%	-54%
Intereses	39.596	45.962	80%	16%
RESULTADO FINANCIERO	-28.861	-41.050	-1051%	42%
RDO. PRIM. S/ EXTRAORD.	-9.459	-25.349		

Fuente: LCG en base a Mecon

Además del déficit primario “verdadero” (US\$ 5.200 M asumiendo un tipo de cambio promedio de \$/US\$ 4,67) y los vencimientos netos de deuda (US\$ 10.500 M), la Nación deberá financiar el déficit de las provincias por US\$ 2.500 M. En total **las obligaciones ascienden a poco más de US\$ 18.000 M**, de los cuales US\$ 10.000 M son en pesos y US\$ 8.000 M en moneda extranjera.

El gobierno cuenta con la ANSES y el BCRA para poder financiarlas. **Hoy por hoy tiene asegurado US\$ 10.000 M** que se componen del resultado cuasifiscal del BCRA, los Adelantos Transitorios del BCRA y las rentas que obtiene la ANSES del resto de sus activos financieros que no son títulos públicos del Gobierno Nacional.

¿De dónde salen los US\$ 8.000 M que faltan? No hay dudas que de las reservas internacionales, como lo reconoce el Presupuesto 2012 que acaba de ser votado. **Si bien las Reservas de Libre Disponibilidad se agota-**

PROGRAMA FINANCIERO 2012

En miles de millones de US\$

	Moneda nacional	Moneda extranjera	TOTAL
OBLIGACIONES	-10,0	-8,1	-18,2
Vencimientos netos de deuda	-2,3	-8,1	-10,5
Rdo. Primario SPNF neto extra.	-5,2	-	-5,2
Financiamiento pccias	-2,5	-	-2,5
FUENTES	7,8	10,1	17,9
BCRA	6,3	10,1	16,4
- Cuasifiscal	3,1	-	3,1
- Adelantos transitorios	3,2	1,7	4,9
- FONDEA 2012	-	8,4	8,4
RENTAS FGS (*)	1,5	-	1,5
BRECHA FINANCIERA	-2,3	2,0	-0,3

Se financia con el excedente de dólares del FONDEA 2012

(*) Netas de interés generados por los títulos públicos Gob. Nac.

Fuente: LCG en base a Sec. de Finanzas, Sec. de Hacienda y BCRA

ron, el Gobierno no tendrá mayores inconvenientes para implementar un mecanismo alternativo para apropiárselas.

De ser así, y paradójicamente, al Gobierno le van a terminar sobrando fuentes de financiamiento en dólares: para afrontar obligaciones por US\$ 8.100 M tendrá fuentes por US\$ 10.100 M. La diferencia de US\$ 2.000 M servirá para financiar el gasto en pesos. Considerando también a las otras fuentes del BCRA, **nada menos que casi la mitad de la brecha fiscal del gobierno será financiada con emisión monetaria: son US\$ 8.300 M que representan el 20% de la Base Monetaria.**

Con un escenario externo que limitará la colocación de deuda en el exterior (tanto pública –provincias- como privada), **el equilibrio del mercado cambiario** (y por ende, el efecto final sobre las reservas) **dependerá esencialmente de lo que suceda con el ritmo de dolarización de la economía.** Si el cuasi-desdoblamiento del mercado cambiario y los controles implementados logran llevar la dolarización a valores algo más “normales” en 2012 (por ejemplo US\$ 15.000 M), el superávit comercial asociado al enfriamiento de la economía le permitiría al Gobierno afrontar con reservas el pago de los vencimientos de la deuda y terminar el año US\$ 46.000 M de reservas, el mismo valor que en diciembre 2011.

Irónicamente para un Gobierno que ha maximizado el crecimiento, el enfriamiento de la economía le permitirá superar el principal problema sufrido en el 2011: la tensión cambiaria. Naturalmente, el problema asociado a la apreciación del tipo de cambio real sigue en pie, pero al menos el Gobierno compró un tiempo que le permitirá surfear los vencimientos de la deuda en 2012 sin poner en riesgo el stock de reservas.

MERCADO DE CAMBIOS

Miles de millones de US\$

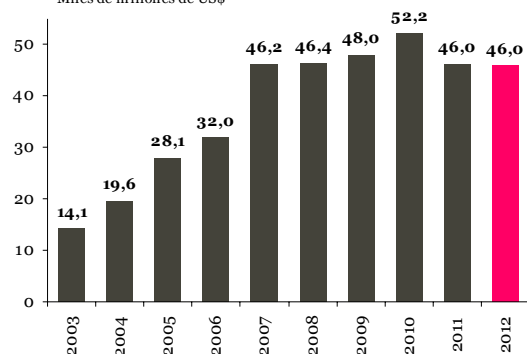
	2011	2012	Var.
OFERTA	105,8	101,2	-4,6
Exportaciones	81,0	81,0	0,0
Nuevas liquidaciones expo	0,0	3,7	3,7
Financiamiento importaciones	9,1	6,5	-2,5
Ingresos netos de capital (*)	15,7	10,0	-5,7
DEMANDA	112,0	101,3	-10,7
Impo sin financiamiento	74,0	74,4	0,3
Dolarización	24,0	15,0	-9,0
Giro de utilidades y otros	4,8	3,4	-1,4
Pago deuda con reservas	9,1	8,4	-0,6
VAR. DE RESERVAS	-6,2	0,0	

(*) Incluye fondos del BIS al BCRA

Fuente: LCG en base a BCRA

Reservas internacionales

Miles de millones de US\$



Fuente: LCG en base BCRA

La complejización del contexto externo hará posible que el Gobierno elabore un relato para desligar responsabilidades por la desaceleración de la economía. Asimismo, los tiempos de crisis le conceden a los gobiernos un mayor margen de discrecionalidad, que el kirchnerismo ha sabido utilizar profusamente: no es lo mismo estatizar el sistema jubilatorio en tiempos de calma que hacerlo cuando “el mundo se viene abajo”. Claro está, si a diferencia de lo que sucedió en 2009 (con una crisis muy fuerte pero de corta duración) el escenario de bajo crecimiento se prolonga en el tiempo, el Gobierno deberá empezar a pagar los costos políticos de una sociedad que votó mayoritariamente por la promesa oficial de “bonanza permanente”.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.