

# Los controles llegaron para quedarse

## Informe Mensual Mayo

Lunes 04 de junio de 2012

**labourcapitalgrowth**

Ramsay 1810 - Piso 5°  
(5411) 4786-9768  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

En la lógica del Gobierno, los controles cambiarios implementados a finales del año pasado habían resultado exitosos: los pesos encerrados en el circuito formal permitieron una suba pronunciada de los depósitos privados en paralelo con una caída de la tasa de interés, las expectativas de depreciación se habían moderado con respecto a los niveles del año pasado, la dolarización de carteras se redujo sensiblemente y las trabas a las importaciones aseguraban un superávit comercial elevado. En este contexto de delicado equilibrio, a principios de mayo el Gobierno decidió, de forma un tanto inexplicable, endurecer todavía más el cepo a la demanda de dólares en el mercado formal.

Como era de esperar, la consecuencia inmediata del cierre del grifo a la compra de dólares fue un salto abrupto de la brecha cambiaria con el tipo de cambio informal. En un escenario externo que ya se presentaba complejo (rebrote de la tensión financiera en Europa, fortalecimiento del Dólar, menor crecimiento en China y Brasil, depreciación del Real) y con una economía doméstica en clara desaceleración, el ensanchamiento de la brecha genera todavía más incertidumbre y le pone un techo elevado a la inflación: sumado a las trabas generalizadas a las importaciones, diluye el efecto de contención sobre los precios domésticos de la apreciación cambiaria. Así, el Gobierno está enfrentando buena parte de los costos asociados a una devaluación pero sin ninguno de sus beneficios.

Las zozobras que están viviendo las economías desarrolladas resultan funcionales al Gobierno para cargar las culpas por el menor ritmo de la actividad doméstica y elaborar un relato de cara a la sociedad. Pero difícilmente pueda sostenerse si se profundizan los controles y se acentúa la desaceleración.

El margen de acción con que cuenta el Gobierno para revertir la situación actual es limitado. Dada la anarquía en materia de expectativas inflacionarias, una depreciación acelerada del tipo de cambio oficial (que el Gobierno siempre se esforzó en evitar) tendría impacto directo sobre la inflación. Un *shock* de confianza asociado a un anuncio creíble de implementar un plan integral de lucha contra la inflación, previo a una intervención de magnitud en el mercado cambiario, permitiría generar calma. Pero las declaraciones recientes de distintos voceros del Gobierno (ninguno del área económica) van precisamente en el sentido contrario: acotar el problema a los privilegiados que cuentan con capacidad de ahorro, forzar a la economía a funcionar en pesos y endurecer los controles.

Esto no implica un escenario de crisis, pero sí de estancamiento e inflación elevada, con impacto sobre el empleo y los indicadores sociales. Un combo difícil de afrontar para un Gobierno que ganó las elecciones prometiéndole a la sociedad una bonanza permanente.

## Pisando el freno

Ya en nuestro Informe Mensual de Diciembre pasado (“Menos crecimiento, más dólares”) anticipábamos que la economía iba a perder impulso en el 2012, previendo una pauta de crecimiento en el rango 1-2%. El pronóstico resultaba la consecuencia lógica de la etapa en la que había ingresado la economía: poco margen para aumentar los salarios reales y un sector público sin nuevos recursos para inflar la demanda (de hecho, todo lo contrario: enfrentado a la necesidad de ajustar los desarreglos acumulados previamente).

Pese a que el PBI terminó creciendo en promedio 6% en 2011, desde el 4T-11 comenzaron a observarse signos evidentes de desaceleración: de acuerdo a nuestras estimaciones, la tasa de crecimiento desestacionalizada y anualizada del semestre comprendido entre oct-11 y mar-12 fue de apenas el 2,6%<sup>1</sup>, que se compara con una expansión del 6,4% ia en los primeros nueve meses de 2011.

Esa desaceleración **no puede aún compararse con la que tuvo lugar en el 2009, cuando la tasa de crecimiento interanual mostró una desaceleración de más de 9 pp en apenas cuatro meses.** Sin embargo, aquel episodio tuvo un componente principalmente externo y la duración se acotó a tres trimestres: a partir de jun-09 la economía volvió a crecer en términos desestacionalizados. **Ahora la explicación radica en la situación estructural de la economía doméstica más las intempestivas y desconcertantes medidas tomadas en los últimos meses.** La economía requería cada vez más artificios para sostener altas tasas de crecimiento (estatización de AFJP, uso de reservas, emisión monetaria para financiar el creci-

---

<sup>1</sup> Este crecimiento se descompone en una expansión desestacionalizada contra el trimestre anterior del 0,3% en el 4T-11 y del 1% en el 1T-12.

miento del gasto público, etc). Éstas a su vez generaban inflación, atraso cambiario y pérdida de competitividad, junto con una cada vez mayor dolarización de portafolios, Y para resolver la cuestión, en lugar de trabajar sobre los problemas de fondo, el Gobierno apeló a controles cambiarios y comerciales cada vez mayores. **Todo ello provoca mayores obstáculos aún para retomar un crecimiento sostenible, lo cual se aprecia en la dinámica de casi todas las variables.**

**Tomando una serie de indicadores líderes vinculados con el consumo privado, la construcción y la industria se observa que la desaceleración del 1T-12 se profundizó aún más en el mes de abril. De hecho, la mayoría de los indicadores mostraron variaciones interanuales negativas<sup>2</sup> en dicho mes.** Parte de esta evolución se explica porque la falta de acuerdo en las negociaciones paritarias de la mayoría de los sindicatos, lo que hace que el salario real de los asalariados formales se encuentren en el valor mínimo de los últimos 12 meses. Seguramente, los aumentos salariales a percibirse en los próximos meses podrán suavizar esta evolución. Pero no serán suficientes para revertirla.

Las ventas de automóviles a concesionarios se contrajeron 7% en abril, después de crecer al 27% en 2011 (y 5% en el 1T-12). Salvo supermercados, el resto de los indicadores vinculados a las ventas minoristas (*shoppings*, CAME, electrodomésticos) mostraron caídas interanuales en abril, y **el ritmo de crecimiento conjunto del 1C-12 se redujo, en promedio, a 1/5 del mostrado en 2011.**

---

<sup>2</sup> Si bien en la magnitud de las caídas influyeron los dos días hábiles menos que tuvo abril en la comparación interanual, aún descontando este efecto se mantiene la desaceleración con respecto al 1T-12.

## Indicadores de avance

Variación anual

	2011	1T-12	Abr-12
<b>Indicadores de consumo</b>			
Supermercados	4,1%	5,6%	2,2%
Ventas minoristas	7,1%	2,1%	-3,6%
Ventas en shoppings	7,1%	0,6%	-3,8%
Consumo de Naftas	13,4%	12,1%	5,0%
Consumo de Gas oil	7,0%	-2,1%	-5,1%
Transporte autom. de pasajeros	5,2%	8,5%	6,9%
Peajes	6,8%	6,6%	2,5%
Electrodomésticos CAME	10,7%	6,5%	-6,1%
Ventas a Concesionarios	26,7%	5,3%	-7,1%
Patentamientos 0 km	29,1%	9,6%	-7,2%
Importaciones Bs. Consumo	21,6%	-5,9%	-29,6%
Recaudación de IVA	7,5%	0,2%	-3,7%
Índice Confianza Consumidor (UTDI)	17,0%	-4,1%	-19,5%
<b>Indicadores de la Actividad de la Construcción</b>			
ISAC (Indec)	8,7%	3,5%	-7,6%
Índice Construya	9,3%	1,5%	-8,1%
Despacho de Cemento	11,8%	1,2%	-16,5%
Escrituras CABA	12,2%	-6,8%	-17,6%
<b>Indicadores de la Evolución Industrial</b>			
Prod. automotriz	15,0%	2,7%	-24,4%
Ref. petróleo	-0,9%	-0,9%	1,4%
Ind. Siderúrgica	7,4%	1,7%	9,3%

Fuente: LCG en base a diversas fuentes.

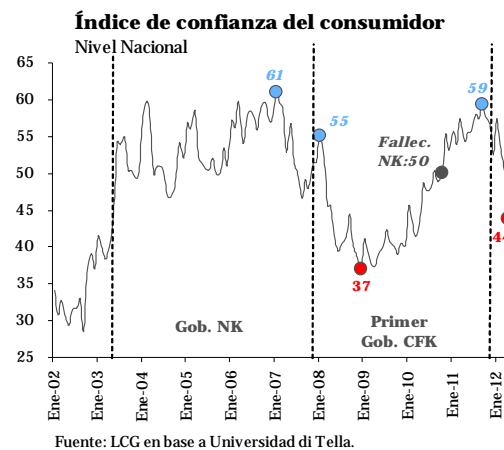
El consumo de combustible es un muy buen indicador de la marcha de la actividad económica. **En el caso del gasoil acumula cuatro meses consecutivos de caída inter-anual** (-3% ia), aunque esta evolución se debe en parte a la menor cosecha agropecuaria de la campaña 2011/12 y, por ende, a un menor transporte de sus productos. No obstante, **en el consumo de naftas también se observa una importante desaceleración**: en abr-12 creció 5% ia, prácti-

camente 1/3 del ritmo de expansión del 2011 (a pesar de la venta récord de autos del 2011).

**La recaudación del IVA también pone de manifiesto el menor ritmo de crecimiento de la actividad.** Tomando la suma del IVA-DGI (transacciones domésticas) y el IVA-DGA (importaciones), se observa que no creció en términos reales en los primeros cuatro meses del año (-0,8% ia). Este promedio oculta una evolución muy dispar entre sus componentes. El IVA-DGI sorprendió por su aceleración en el ritmo de crecimiento (+38% en el 1C-12, probablemente explicada por la liquidación de *stocks* asociada a la menor actividad económica), mientras que el IVA-DGA acumula una caída del 8% en el año como consecuencia del endurecimiento de los controles a las importaciones.

**El índice de confianza del consumidor que releva la UTDT acumula una contracción del 24% con respecto a enero,** y el nivel actual se encuentra por debajo del existente en abr-08 durante el conflicto con el campo. Por su parte, las expectativas de inflación se incrementaron 5 pp con respecto al valor de enero pasado, tanto al considerar el promedio como la mediana (que permite licuar el impacto de los valores extremos) de la muestra.

Pese a la abundante liquidez del sistema financiero derivada del cepo cambiario (que provocó un salto significativo en los depósitos en pesos a partir de dic-11), **los préstamos en pesos al sector privado vienen perdiendo impulso de forma clara desde enero.** Tomando promedios móviles de tres meses (para suavizar movimientos mensuales puntuales), se observa que **el ritmo de crecimiento inter-anual de los préstamos al sector privados se redujo del 70% en sep-11, al 50% en dic-11 y al 21% en abril.**



**Esto implica que ya están cayendo en términos reales al 1,5% ia<sup>3</sup>.**

Por el lado de la construcción, **incluso el ISAC (que publica el INDEC) reconoce el menor ritmo de crecimiento de la actividad:** después de crecer 9% en 2011, la expansión en el 1C-12 fue de sólo 0,6% ia. En el caso de otros indicadores vinculados a la construcción (como el Índice Construya o los despachos de cemento, que en 2011 mostraron una evolución similar al ISAC) la desaceleración fue aún más pronunciada. Sin dudas, **el cepo cambiario implementado desde octubre pasado impactó fuertemente sobre la compra-venta de inmuebles:** las escrituras en la CABA acumulan una caída del 9% en los primeros cuatro meses del año.

Cuando se analiza cuáles fueron los motores del crecimiento del PBI en 2011 por el lado de la oferta, se observa que **hubo 5 sectores** (Comercio, Industria, Transporte, Construcción y Actividades Financieras) que explicaron prácticamente  $\frac{3}{4}$  del total de la expansión. Ahora bien, **4 de esos 5 sectores ya están mostrando claros signos de desaceleración y las perspectivas no lucen favorables para lo que resta del año.**

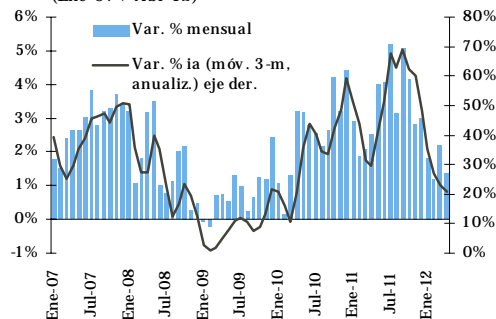
**En 2011, el sector automotriz fue el motor del crecimiento industrial:** explicó el 40% del total y su tasa de expansión más que triplicó a la del resto de los sectores (15% vs 4%). En cambio, **en los primeros cuatro meses del año el sector acumula una contracción de 5,4%**, y padeció una caída del 24% en abril. Esto se debe tanto a factores internos como externos: las ventas internas en Brasil, que es el principal destino de exportación y absorbe casi el 50% de la producción automotriz de nuestro país, tuvieron una contracción del 6% en el 1T-12.

<sup>3</sup> La desaceleración se mantuvo en mayo: el crecimiento mensual fue del 2,2%, prácticamente la mitad del que tuvo lugar en igual mes del año pasado.

## labourcapitalgrowth

Ramsay 1810 – Piso 5°  
(5411) 4786-9768  
[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)  
contacto: [info@lcg.com.ar](mailto:info@lcg.com.ar)

**Préstamos al Sector Privado en \$**  
(Ene-07 / Abr-12)



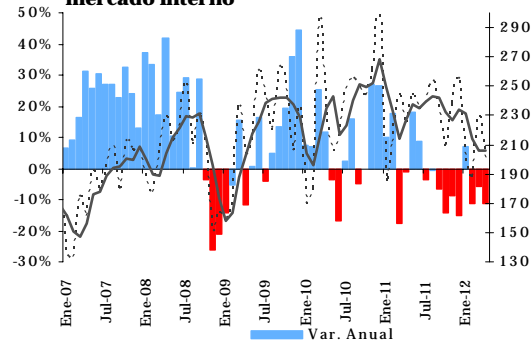
Fuente: LCG en base a BCRA.

**Crecimiento económico por sectores**  
**Año 2011**

	Var ia (en %)	Aporte (en %)
<b>PBI real</b>	<b>6,0%</b>	
Comercio	8,1%	18,5%
Industria Manuf.	5,6%	17,0%
Transp. Y Comunic.	5,5%	13,0%
Construcción	10,3%	12,3%
Act. Financieras	13,5%	10,9%
Hoteles y Restaurantes	4,4%	1,9%
Elect., Gas y Agua	3,5%	1,8%
Act. Agrícolas	-3,5%	-3,1%
Resto	4,3%	27,7%

Fuente: LCG

**BRASIL: Ventas de vehículos en el mercado interno**



Fuente: LCG en base a BCB  
..... Miles de unidades (eje der)



**Así, no es de extrañar que la industria manufacturera acumule en los primeros cuatro meses del año una expansión de apenas el 0,6% ia. De hecho, hasta el propio INDEC reconoce la marcada desaceleración de la actividad industrial: el EMI mostró una caída del 0,5% ia en abril y el crecimiento acumulado en los primeros cuatro meses del año es de apenas 1,5% ia.**

Como mencionamos, **la construcción ya ha mostrado una significativa desaceleración en el 1T-12**, aún cuando la inercia de los proyectos inmobiliarios en marcha suaviza la evolución agregada del sector. **El endurecimiento del cepo cambiario tiene efectos contrapuestos para el sector.** Por un lado, traba las operaciones de compra-venta sobre el stock ya que el ensanchamiento de la brecha cambiaria impacta sobre los precios y aporta incertidumbre. Por otro lado, parte de los pesos “acorralados” en el sistema formal que no encuentran otras alternativas de inversión (dólares, plazo fijo, etc) podrían terminar volcándose en proyectos inmobiliarios en el pozo. **No obstante, para que el último efecto tenga relevancia es importante que el precio en dólares de los inmuebles no caiga, como probablemente terminará sucediendo.** Por ello, estimamos que el impacto neto será negativo. Si a ello agregamos las menores transferencias de capital que recibirán las provincias para realizar obra pública (en el bimestre mar-abr cayeron 1% ia en términos reales), el panorama de la construcción luce complejo en el 2012.

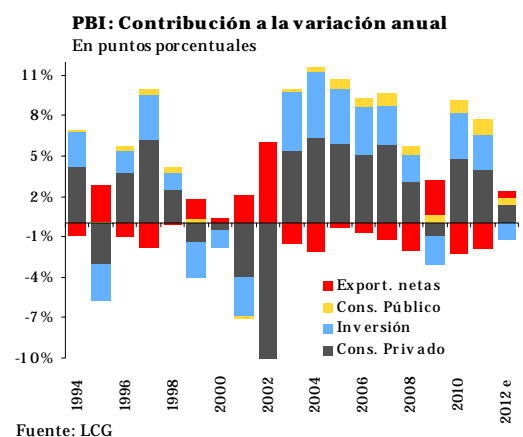
El **sector financiero** ya evidencia un freno por el lado de los préstamos al sector privado, que puede profundizarse en la medida en que la incertidumbre en materia cambiaria comience a presionar sobre la demanda privada de pesos (y, por ende, sobre los depósitos en el sistema financiero). En el caso de **Comercio**, el menor ritmo de expansión que ya evidencia el consumo privado **también le pone un techo ba-**

**jo al crecimiento del sector para este año.** Y difícilmente esta tendencia pueda ser revertida en lo que resta del año: la combinación de una negociación salarial que se encamina a cerrar en torno al 25% con una inflación que se mantiene firme aún con la desaceleración de la actividad económica **limita el efecto dinamizador del consumo privado sobre la actividad económica, que ha sido una constante durante las gestiones kirchneristas.**

De hecho, cuando se mira a la dinámica del PBI por el lado de la demanda se observa que **el Consumo Privado, con un incremento del 6%, aportó el 70% del total del crecimiento en 2011.** Sin mayor poder adquisitivo es difícil dinamizar el consumo, en especial si el crédito se ralentiza. La masa salarial real se verá este año afectada no sólo por el lado de los precios (salario real constante para los trabajadores formales y con caída para los informales) sino también por las cantidades, con un estancamiento por el lado del empleo (que puede inclusive transformarse en caída si el Gobierno persiste en sus yerros).

**El margen que tiene el Consumo Público como dinamizador de la actividad económica es acotado:** en primer lugar porque representa menos del 15% del total del PBI y en segundo lugar por las complicaciones en materia fiscal (en particular en el caso de las provincias, que no cuentan con el financiamiento del BCRA).

**La menor contribución del consumo al crecimiento en 2012 no podrá ser compensada por los otros componentes. La inversión es el agregado más volátil del PBI.** Después de crecer un 17% en 2011, este año inevitablemente sentirá el impacto de la desaceleración de la actividad de la construcción (63% del total de la IBIF), el desplome de las importaciones de bienes de capital (-22% en los primeros cuatro meses) y un escenario macro particularmente adverso (cepo comercial, trabas a la remisión de utilidades, ampliación de la brecha cambiaria, incertidum-



bre, aumento del costo de financiamiento y riesgo regulatorio *post* YPF, etc). **Nuestra estimación de la Inversión ya mostró una caída del 1% en el 1T-12 y esperamos que el año cierre con una contracción promedio superior al 5%.**

Las exportaciones netas serán el único componente que aumentará su aporte aunque su contribución absoluta será acotada (en torno a 0,5 pp) y sólo consecuencia de la pronunciada caída de las importaciones derivada de los controles implementados.

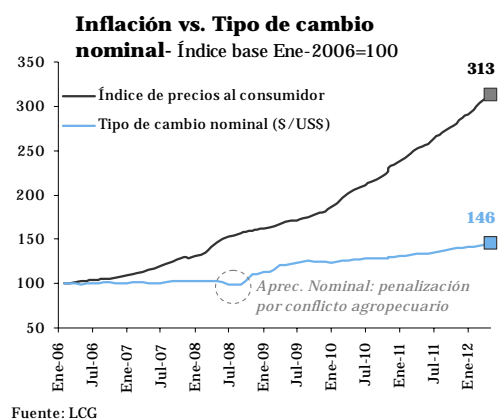
En resumen, **tanto por el lado de la oferta como de la demanda se observa que la economía se encamina hacia una desaceleración de la actividad económica (que no excluye un escenario de estancamiento o recesión).** Por ahora, la evidencia es **consistente con un crecimiento del 1% para el PBI en el año que involucraría una mayor desaceleración en el segundo semestre.** El límite inferior de la pauta estará marcado por lo que suceda en el frente internacional y la evolución de las medidas de política económica en el frente doméstico. **Y no somos particularmente optimistas en ninguno de los dos frentes.**

## Inflación, apreciación...y Real

La combinación de una política macro muy expansiva que convalidaba una inflación en el rango 20-25% y una depreciación del tipo de cambio nominal contra el dólar que la siguió muy por detrás, fue la causa principal que explicó el proceso de apreciación real que experimentó la economía en los últimos tiempos. **En los últimos dos años la tasa de inflación fue del 23% y la de depreciación sólo del 5%, lo que implica una brecha de 18 pp cada año.**

### labourcapitalgrowth

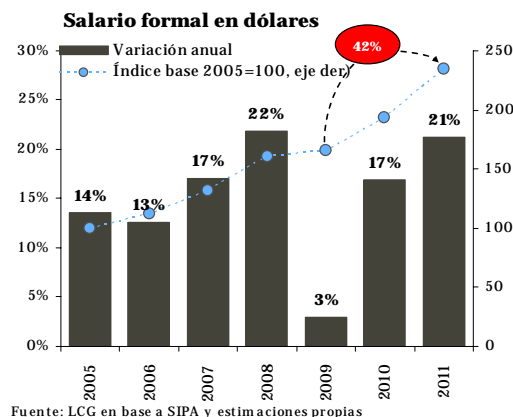
Ramsay 1810 - Piso 5°  
(5411) 4786-9768  
[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)  
contacto: [info@lcg.com.ar](mailto:info@lcg.com.ar)



Desde la lógica económica del Gobierno, y pese al énfasis que siempre se puso en la importancia de mantener un “tipo de cambio competitivo y estable”, la apreciación del Peso no sólo no fue resistida sino que incluso comenzó a ser bienvenida principalmente por dos razones: 1) exacerbar el *boom* del consumo privado derivado del aumento del salario formal en dólares (42% acumulado en los últimos dos años<sup>4</sup>) y, 2) utilizarla como **principal ancla antiinflacionaria** en el caso de los bienes transables. La otra “política antiinflacionaria” fue el cuasi congelamiento de las tarifas de los servicios públicos, lo que generó un crecimiento exponencial de los subsidios y que el Gobierno ya ha intentado infructuosamente reducir en dos oportunidades (a finales de 2008 y de 2011, curiosamente las dos ocasiones en un contexto evidente de desaceleración de la actividad económica).

Sin embargo, los costos asociados a la progresiva apreciación real del Peso comenzaron a hacerse más que evidentes en el 2S-11: la percepción de que el dólar estaba barato llevó a un persistente y sostenido salto en la dolarización de portafolios de los agentes privados, a la vez que el aumento de costos domésticos incentivó el incremento de las importaciones (creciendo al 40% ia) y el consecuente deterioro sobre la balanza comercial.

Después de tratar de calmar la demanda dólares ofreciendo generosamente al mercado reservas a “precio de remate”, el **Gobierno finalmente optó, después de las elecciones presidenciales, por “sentarse” sobre las mismas cerrando el grifo de la demanda** (controles de AFIP a la compra de dólares, limitación al giro de utilidades al exterior, restricciones a las importaciones) y **aumentando de prepo la oferta** (fin de excepción para la no liquidación de exportaciones para mineras y petroleras, repatriación de fon-



<sup>4</sup> En el cálculo del salario formal en dólares se descuenta la inflación en los EEUU.

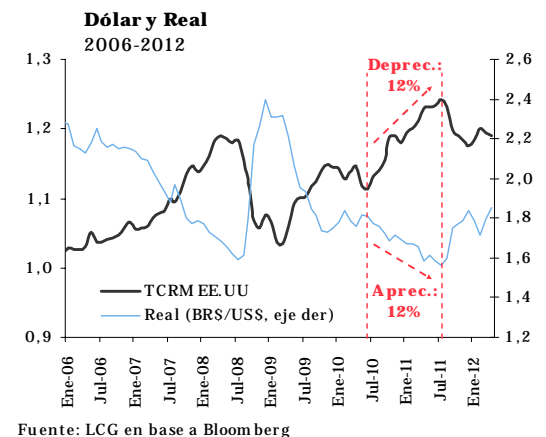
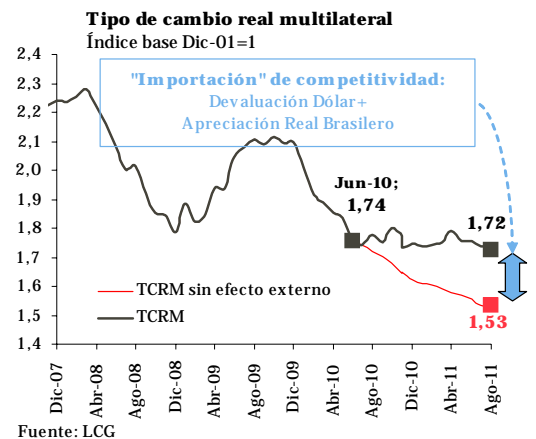
dos de las aseguradoras, acortamiento de plazos para liquidar exportaciones, etc).

**Pero las trabas implementadas y la dinámica inflacionaria sugieren que la apreciación real llegó para quedarse.** Y de hecho, hasta podría acelerarse. Visto en perspectiva, el efecto sobre la pérdida de competitividad asociado al diferencial inflacionario con el resto del mundo pudo ser atemperado por dos factores exógenos: **el fortalecimiento del Real brasileño y el debilitamiento del dólar, que le permitieron a la economía “importar” competitividad desde afuera.**

**Pese al diferencial inflacionario con el resto del mundo, entre jun-10 y ago-11 (antes de iniciarse el ciclo de baja de la tasa Selic en Brasil) el Tipo de Cambio Real Multilateral de nuestro país se mantuvo prácticamente constante (se apreció apenas un 1%).** Pero ello se debió a que el dólar se depreció con respecto a las monedas países comercialmente importantes para Argentina. De obviar este fenómeno, **la apreciación real del Peso hubiera sido del 12%:** esta evolución es la línea roja del gráfico, que representaría la continuación de la tendencia mostrada por el TCRM previo a jun-10.

**El súper Real brasileño (que se ubicó por debajo de los R\$/US\$ 1,60) y el debilitamiento del Dólar fueron los “plenos” externos que se sacó el país y que le permitieron posponer (momentáneamente) el problema de la pérdida de competitividad asociado a nuestros mayores niveles inflacionarios. Este bálsamo externo no se repetirá en 2012.**

**Como anticipamos el año pasado, la economía brasileña continúa desacelerando su ritmo de crecimiento y está tardando en reaccionar a los estímulos monetarios:** creció apenas 0,8% i.a. en el 1T-12. Esta desacele-



ración la lidera la industria manufacturera, que en 2011 no creció (0,1%) y en el 1T-12 ya descendió un -3,1% ia.

Con la intención de frenar la desaceleración económica, el BCB viene bajando las tasas de interés desde sep-11. La tasa SELIC pasó del 12,5% anual al 8,5% esta semana y **el BCB dio señales claras de que el ciclo bajista de las tasas de interés se mantendrá a futuro.** Al flexibilizar el esquema de remuneración de las cajas de ahorro<sup>5</sup>, el mercado interpretó la señal de que el Banco Central allanó el camino para bajar aún más las tasas (por lo menos al 8%). Esto llevó a un mayor debilitamiento de la moneda brasileña: **acumula una devaluación superior al 25% los últimos doce meses y en mayo superó la barrera de los R\$/US\$ 2.**

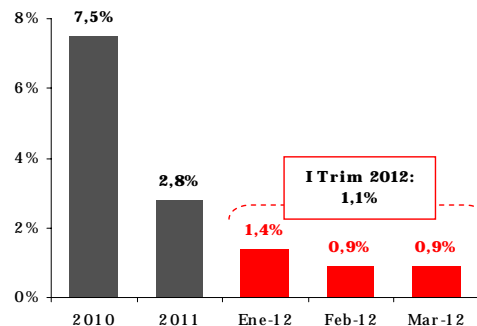
**La apreciación cambiaria ha terminado por ahogar la industria brasileña, que no crece desde el 2010 y, peor aún, todavía no logró superar el máximo registrado en 2008.** Resulta claro que uno de los actuales objetivos consiste en desandar el camino que llevó al atraso cambiario.

Pese a los malos indicadores de la economía en el 1T-12 (+1,1% ia), el sector privado todavía es optimista –con tendencia a la baja- y espera un crecimiento del 2,95% en el año, lo que implicaría un mercado rebote para el segundo semestre. Más allá de cómo evolucione la actividad, **lo cierto es que el “súper Real” es ya un recuerdo del pasado.**

**Por otro lado, el deterioro de la situación financiera en Europa hace prever un escenario futuro de fortalecimiento del dólar.** Después de la tregua (que siempre consideramos efímera) obtenida con el canje de la deuda griega y la mega inyección de liquidez por parte del BCE, **la crisis europea volvió al centro de la escena en mayo.**

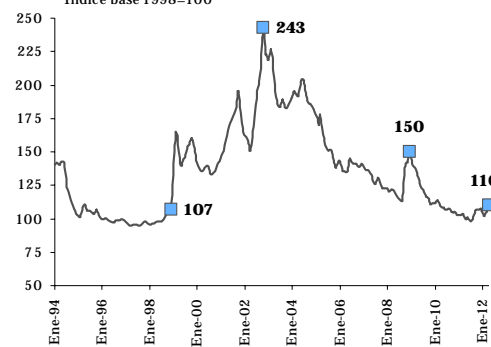
<sup>5</sup> Se estableció que para valores de la SELIC menores a 8,5%, el interés pagado por las cajas de ahorro será del 70% de dicha tasa.

**BRASIL - Evolución del PBI**  
 Var. % interanual



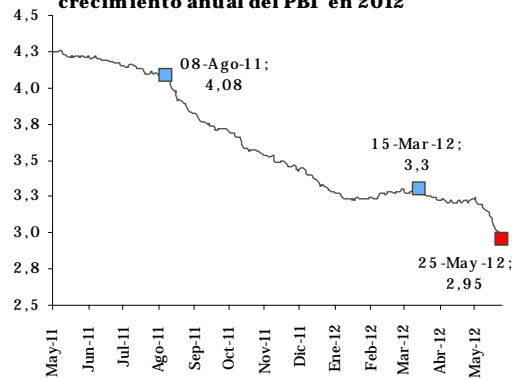
Fuente: LCG en base al BCB

**BRASIL: Tipo de cambio real multilateral**  
 Índice base 1998=100



Fuente: LCG en base a BCB

**BRASIL: Expectativas privadas de crecimiento anual del PBI en 2012**



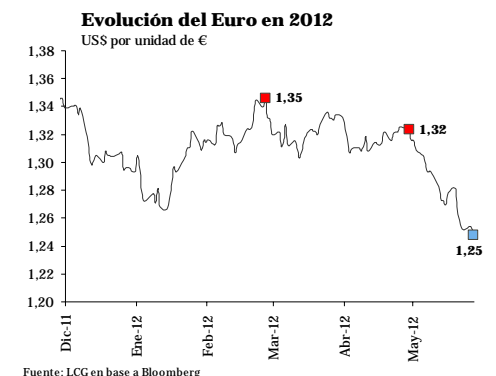
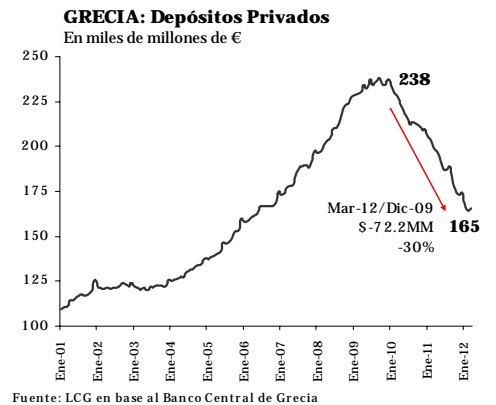
Fuente: LCG en base a BCB

**En esta ocasión el detonante pasó por los resultados en elecciones que muestran el hastío de los votantes con el proceso de ajuste.**

**En Grecia**, con economía que acumula tres años de recesión con una caída acumulada del PBI del 11,2%, **se impuso a principio de mayo la Coalición de Izquierda Radical (Syriza)**, cuyo líder Alexis Tsipras propone no cumplir con los ajustes pactados con Europa (lo que implicaría una salida inmediata del Euro). En Francia –nada menos- triunfó Hollande, **quien ya manifestó públicamente sus diferencias con el método alemán de enfrentar la crisis financiera**: prefiere la emisión de eurobonos para rescatar a los países en problemas, algo que Alemania rechaza de plano ya que implicaría socializar entre todos los países miembros el costo del rescate. **La estrategia alemana del ajuste se ha quedado sin su contraparte francesa, y el descontento popular creciente en los países más afectados hace prever que será finalmente la política la encargada de modificar el *statu quo* vigente y la inacción de las autoridades europeas.**

Pero el temor principal actual pasa por la situación estructural de otros países, principalmente España. En dicho país, **la incipiente salida de depósitos en España culminó con la estatización de uno de los principales bancos del sistema financiero español (Bankia), elevó el riesgo país por encima de los 500 puntos básicos y obligó al gobierno a desmentir los rumores de la necesidad de un rescate al sistema financiero.**

**Como era de esperar, la mayor incertidumbre llevó a un acelerado proceso de debilitamiento del Euro: sólo en abril perdió un 5,7% de su valor al pasar de 1,324 a 1,248 dólares por unidad de euro, siendo el nivel más bajo en lo que va del año.**

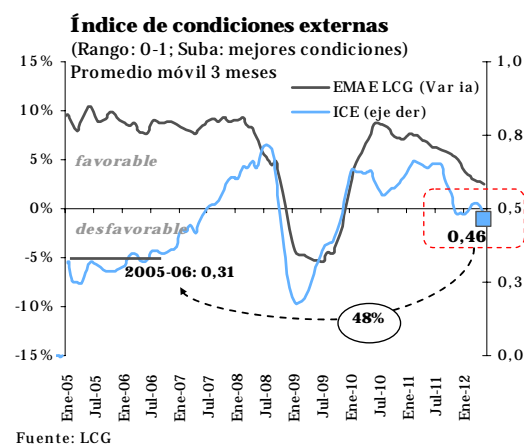
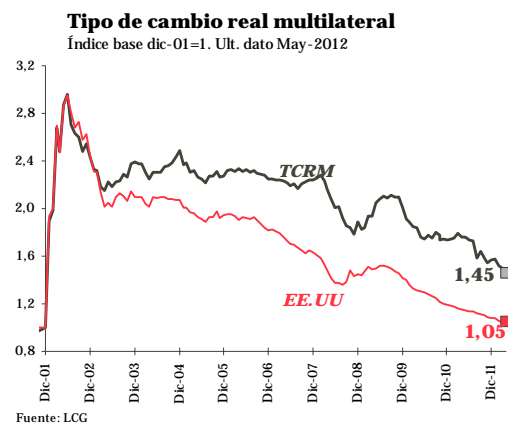


**En resumen, con el cambio de ciclo de la política monetaria en Brasil y la incertidumbre financiera en Europa, el TCRM de la Argentina ha vuelto a mostrar una rápida apreciación: actualmente se ubica 45% por encima del valor de dic-01 y con respecto al dólar ya volvió al nivel de aquella época.**

Si bien el carácter mayormente administrado del comercio bilateral entre Argentina y Brasil hace que su evolución sea más sensible a los diferenciales de tasas de crecimiento entre los países que a la evolución del TCR bilateral, lo cierto es que en el contexto de desaceleración de la actividad en Brasil poco ayuda la depreciación del Real (en especial en aquellos sectores industriales “sensibles”).

**Con una Real brasileño alcanzando los 2,2 por dólar, la relación Dólar-Euro en 1,20, y el Gobierno manteniendo un deslizamiento con cuentagotas del tipo de cambio (10% promedio), el TCRM se ubicaría a finales de año en 1,35.** Aun así, si se toma un Índice de Condiciones Externas (que incluye la tasa de crecimiento del PBI en Brasil, la cotización del Real, el precio de la soja y la actividad industrial en China)<sup>6</sup> se observa que el nivel actual se encuentra muy por encima de los de 2009, aunque con una tendencia decreciente. Ello demuestra que es **el elevado precio de los commodities** (y de la soja en particular, en torno a US\$/ton 500) **lo que –todavía– permite atenuar el impacto que la apreciación cambiaria tiene sobre el equilibrio de las cuentas externas.**

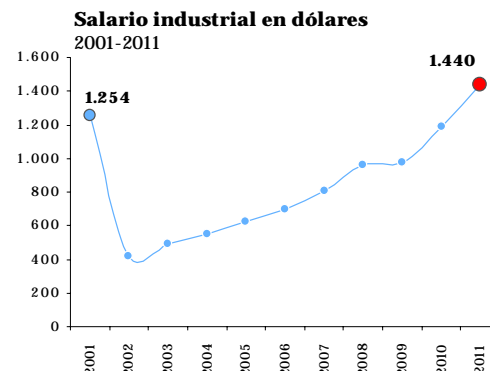
Obviamente esto es válido desde una perspectiva macro y, aun así, requirió de la implementación de fuertes trabas a las importaciones para poder engrosar el superávit comercial. **La historia es muy distinta desde una perspectiva micro del sector industrial. El cierre de las importa-**



<sup>6</sup> En todos los casos, medidos como desviaciones con respecto a los valores promedio históricos.



ciones puede tener cierto (limitado) impacto positivo sobre aquellas industrias sustitutivas (al costo de mayores precios domésticos), pero en nada beneficia a las empresas exportadoras: al acelerado proceso de suba del salario en dólares de los últimos años y al acortamiento del plazo para la liquidación de exportaciones, se le agrega la dificultad para acceder a los insumos y bienes de capital importados. Precisamente, **este efecto combinado de trabas comerciales y apreciación real termina impactando más pronto que tarde sobre la actividad económica y el empleo.**

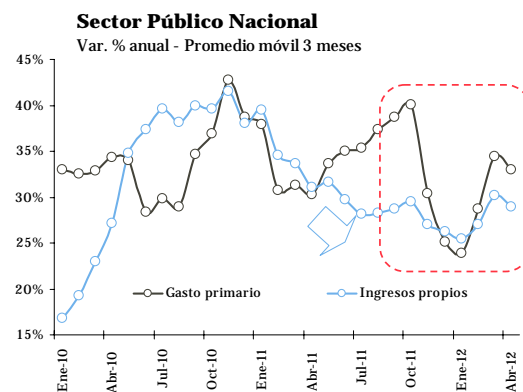


Fuente: LCG en base a SIPA y estimaciones propias

## El ¿diagnóstico? del Gobierno

Hacia finales del año pasado, el discurso de la sintonía fina encarado por el Gobierno preanunciaba un recorte abrupto de los subsidios, una moderación en el ritmo de crecimiento del gasto público y una pauta salarial “moderada” (con una meta del 18%) que se enfocara más en la inflación futura que en la pasada. **El objetivo parecía claro: quitarle algo de nominalidad a la economía y evitar una pérdida acelerada de competitividad.**

**Este esquema ha quedado definitivamente en el pasado:** el recorte de los subsidios fue dejado en *stand-by* después de la tragedia de Once (sólo afectó al 5% de los usuarios residenciales), la pauta salarial parece ubicarse mucho más cerca del 25% que del 18%, el gasto público ha vuelto a crecer a todo vapor (+33% en el 1C-12, 1 pp por encima que en igual período de 2011 previo a las elecciones presidenciales) y la reforma de la Carta Orgánica del BCRA le aseguró al Tesoro \$ 55.000 M de financiamiento adicional (vía emisión monetaria) para sostener su ritmo de gasto a futuro.

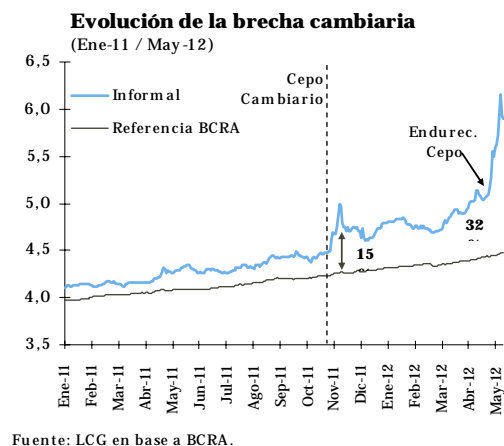
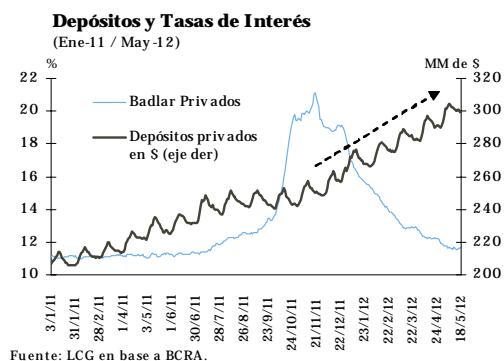


Fuente: LCG en base a Sec. de Hacienda

El *shock* de confianza y una mayor depreciación - que con el nivel de reservas era perfectamente controlable- dejó su lugar a crecientes controles y trabas de distintas índole.

En el corto plazo, la primera etapa de los mismos resultó exitosa (en la visión del Gobierno) para alcanzar un delicado equilibrio en materia financiera. El ritmo de dolarización mensual se redujo a US\$ 500 M en el 1T-12. Con el fortalecimiento de la balanza comercial por las menores importaciones, las expectativas de depreciación se mantenían acotadas: la brecha entre el dólar oficial y el paralelo se mantenía relativamente estable, a la vez que el valor del dólar futuro en el Rofex a dic-12 había descendido de \$ 4,96 en diciembre a \$ 4,80. El acorralamiento de los pesos en el sistema formal había posibilitado una baja abrupta de las tasas de interés en simultáneo con un impactante crecimiento de los depósitos privados en pesos<sup>7</sup>. Por último, la pronunciada suba en el precio de la soja a partir de enero (+20%) traía algo de alivio y permitía compensar el efecto de la caída de la cosecha.

En este contexto de relativa calma después de la corrida de finales del año pasado y con los dólares necesarios para afrontar los pagos de deuda del 2012, de forma inexplicable el Gobierno decidió restringir aún más el grifo de la demanda formal de dólares. Como era a todas luces esperable, esta medida derivó en un salto de magnitud de la brecha cambiaria, no sólo con respecto al dólar financiero (contado con liquidación) sino también con el informal, que actualmente se ubica por encima del 30%. Llamativamente, todo en momentos en los cuales se produce la liquidación de divisas asociada a la cosecha gruesa (y todavía con buenos precios internacionales). Es realmente complicado entender



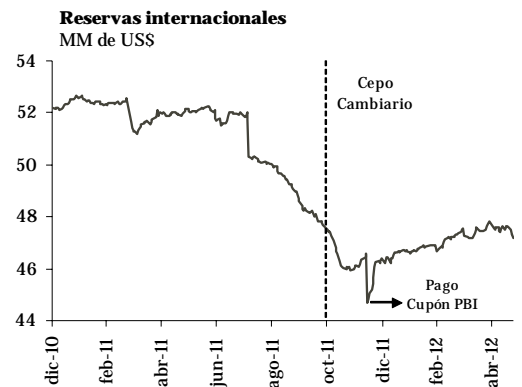
<sup>7</sup> Los depósitos en dólares, que registraron una abrupta caída del 20% en apenas 2 meses, se habían estabilizado a partir de enero.

**cuál fue la motivación que llevó al Gobierno a endurecer los controles cambiarios, salvo una vocación cada vez más marcada por la regulación.**

Quizás el objetivo haya sido sencillamente cerrar aún más el grifo de la demanda de dólares para fortalecer las reservas de forma previa a los meses en los cuales se concentran el pago de los servicios de la deuda (máxime con la caída de las exportaciones que tuvo lugar en abril). **Si bien el BCRA lleva comprados US\$ 6.300 M en lo que va del año, el efecto sobre las reservas ha sido sustancialmente inferior** (subieron sólo US\$ 800 M) **como consecuencia del pago de vencimientos de deuda y la cancelación de pases tomados con el BIS e instituciones europeas durante la corrida de finales del año pasado.** De ser el caso, la incertidumbre generada por la medida y la nueva caída de los depósitos en dólares (US\$ 1.000 M en tres semanas, 8% del total) cortaron de cuajo la intención inicial.

**Por lo pronto, el impacto generado por la medida agrega tensión a un escenario macroeconómico que ya se vislumbraba complejo. El salto de la brecha cambiaria tiene dos efectos negativos evidentes.** El primero es el impacto adicional que tiene sobre una inflación que no desacelera, ya que el tipo de cambio que utilizan los agentes para formar sus expectativas comienza a alejarse del oficial (disminuyendo, por ende, el efecto de contención sobre los precios domésticos de la apreciación cambiaria). El segundo es el eventual efecto que puede tener sobre aquellas negociaciones salariales que aún no se han cerrado, en un contexto de creciente conflictividad sindical. **Esto implica tener todos los costos asociados a una devaluación pero sin sus beneficios** (mejora de la competitividad, aumento de la recaudación, etc).

**De hecho, la incertidumbre cambiaria y la ampliación de la brecha puede incluso afectar la oferta de dólares en el corto plazo,** en la medida en que los pro-



Fuente: LCG en base a BCRA

ductores agropecuarios pospongan la venta de la cosecha a la espera de un deslizamiento más acelerado del tipo de cambio oficial (además del incentivo a la informalidad que genera).

**¿Qué caminos le quedan al Gobierno? Sinceramente pocos. En especial si se descartan cambios de Gabinete y en los modos de gestión que generen confianza: si no se lleva a cabo un ajuste fiscal que reduzca la inflación por distintas vías es difícil liberalizar el mercado de cambios y lograr un valor del dólar razonable y sostenible, que no genere un salto en las expectativas inflacionarias.**

**Descartado ese escenario, sólo parece restar la profundización de las regulaciones y controles. O nuevas alquimias cambiarias (como los desmentidos tipos de cambio múltiples). Todas las señales del Gobierno en los últimos días dan cuenta de una profunda desorientación.** La lectura que se desprende de las declaraciones públicas recientes de la presidenta y de distintos funcionarios (llamativamente ninguno del área económica) es que los demandantes de dólares son un grupo acotado –y privilegiado– de la sociedad, que la economía debería acostumbrarse a futuro a pensar en pesos, o que el propio Gobierno negocia con las casas de cambio para establecer un valor para el dólar *blue*, es decir informal e ilegal. Definitivamente, **los controles cambiarios y comerciales han llegado para quedarse.**

**El resultado no será una crisis como las que han caracterizado a nuestro país en el pasado, pero sí una combinación de estancamiento económico y alta inflación, con impacto sobre los niveles de empleo y la situación social y con una brecha cambiaria elevada.**

Un descalabro económico final en Europa le resultaría funcional al Gobierno para encontrar un culpable en el relato oficial por la menor actividad económica. En el 2009, esta

estrategia discursiva resultó acertada porque el parate doméstico fue de corta duración y la economía se recuperó con fuerza. Un peor escenario internacional lo configuraría la continuidad de la letanía actual sin explosión.

**Pero además esta vez la situación es distinta.** El origen de la crisis es fundamentalmente doméstico y, más allá del panorama sombrío que presentan las economías desarrolladas, **si el Gobierno sigue encerrado en su laberinto de controles no se encuentran razones que permitan esperar un rebote de la actividad en el futuro.**

**El Gobierno ha planteado como prioridad absoluta la obtención de dólares.** Sin financiamiento externo, el superávit comercial es la variable de ajuste para generar los dólares necesarios que permitan sostener el nivel de reservas del BCRA. **Con la pérdida de competitividad asociada al diferencial inflacionario con el resto del mundo, este objetivo se vuelve cada vez más costoso en términos de actividad económica.**

**¿Cómo espera el Gobierno que se produzca un rebote de la economía en el futuro?** Es realmente una incógnita. Probablemente su pobre diagnóstico se base en su propia experiencia pasada: “creceremos bien porque así sucedió en el pasado”. Cometerá un grave error: con una economía que se ha quedado sin colchones, con crecientes trabas que complican su funcionamiento y una brecha cambiaria elevada, **el Gobierno, que ganó las elecciones prometiendo la bonanza permanente, deberá enfrentar un escenario inéditamente malo para sus años de administración nacional en materia económica.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.