

Un crecimiento que no logrará entusiasmar

Informe Mensual Diciembre

Viernes 28 de diciembre de 2012

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA

(5411) 4862-8992

www.lgcsa.com.ar

contacto: info@lgcsa.com.ar

Editorial

Se cierra un año en el cual la economía, a diferencia de lo sucedido en el bienio previo, reportó malas noticias: el crecimiento fue prácticamente nulo, el empleo se mantuvo estancado y la inflación se aceleró al 25% anual. El año que viene será mejor en términos de actividad económica pero en una magnitud que no llegará a mejorar demasiado el humor social. Estimamos un crecimiento del 2,5% con una inflación aún mayor a la del 2012.

La economía argentina hace ya un tiempo que ha perdido su dinamismo natural, dado que la progresiva pérdida de competitividad derivada de la alta inflación representa un lastre que limita el potencial de crecimiento. El 2013 tendrá un atraso cambiario un poco mayor, que no puede ser compensado por aumentos de productividad debido al desaliento a la inversión, la incertidumbre macro, las restricciones discrecionales a las importaciones, las limitaciones al giro de utilidades al exterior y una mayor conflictividad gremial. Así, el resultado final dependerá de las ayudas que la economía reciba de la cosecha agropecuaria, la eventual recuperación de Brasil y los menores pagos de la deuda. Estos factores aportarán algo de aire el año próximo especialmente por el lado cambiario, lo cual genera la posibilidad de pasar sin mayores contratiempos en el año que está comenzando.

Sin embargo, siendo un año electoral, habrá que ver cómo se van desplegando las cartas políticas. Durante 2012 asistimos a un evidente deterioro de la imagen presidencial, tanto por la ralentización de la economía como por los persistentes errores de gestión. En el marco de esta tendencia de base, las subas y bajas temporarias en la popularidad de la Presidenta muestran que el Gobierno todavía retiene un núcleo duro de respaldo popular de tamaño significativo (que probablemente se mantendrá a su lado aun en tiempos sin

bonanza) y que las oscilaciones se vinculan con las medidas coyunturales adoptadas por el Gobierno.

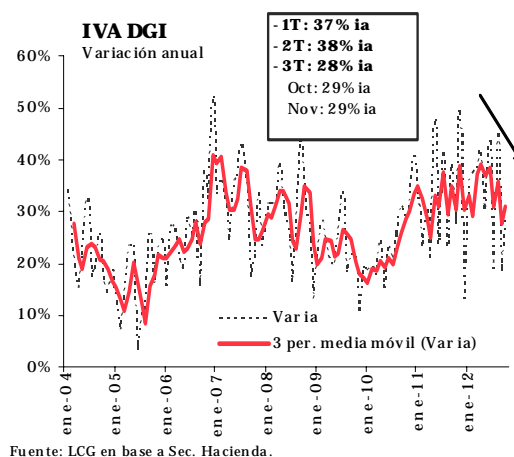
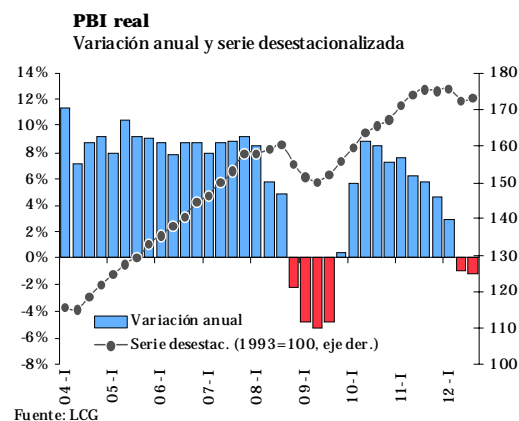
De cara a las cruciales elecciones del año próximo, la apuesta del Gobierno parece pasar por galvanizar ese apoyo y mostrar que nadie le ha ganado en la general, aún cuando haya perdido un enorme caudal de votos y sufra derrotas en territorios significativos (Capital Federal, Córdoba, Mendoza y Santa Fe). En un contexto de tanta fragmentación ser dueño de un caudal del 30% representa una ventaja significativa. Puede inclusive jugar a mantener latente la posibilidad de la reforma constitucional. La clave para alterar esta dinámica pasa hoy por la provincia de Buenos Aires. Pero dudamos de que sus principales referentes tengan la voluntad suficiente para generar un vuelco. Salvo que la economía y la gestión nos deparen otra andanada de malas nuevas.

Una economía que no termina de arrancar

Pese a las expectativas que muchos tenían para el cierre del año, **lo cierto es que el cierre del 2012 en materia de actividad económica se muestra falto de impulso.** En ese sentido, los lastres con los cuales viene operando la economía hacen que se trate de un crecimiento “pesado”. Por lo pronto, **la mejora que la economía había mostrado en octubre (+0,4 desest. contra el mes anterior y 0,2% ia) no se pudo confirmar en noviembre:** con la excepción de la recaudación, todos los indicadores de avance muestran que la recuperación viene en cámara lenta. Así, **el 2012 cerrará con un crecimiento de apenas 0,3%.**

En el caso de la recaudación, debe destacarse que el mayor dinamismo se explicó esencialmente por el salto en ganancias (debido a la no actualización del mínimo no imponible) y la normalización de los derechos de exportación (por la baja base de comparación de nov-11). De hecho, **los componentes más vinculados con la actividad económica siguen sin repuntar:** IVA-DGI mantuvo el ritmo de crecimiento del 29% ia (contra un promedio del 35% ia en el 1S-12) a la vez que Débitos y créditos sigue haciéndolo por debajo de la inflación (+23% ia).

Sin embargo, **los datos más preocupantes vinieron por el lado de dos sectores que fueron los motores de la actividad en el 2010 y 2011 y que todavía se mueven en terreno negativo: la venta de bienes durables y la actividad de la construcción.** La implementación del cepo debería haber jugado claramente a favor de estos sectores: al prohibir la compra de dólares para atesoramiento y encerrar los pesos dentro del sistema en un contexto de alta inflación y tasas de interés reales negativas, debería haber generado un incentivo adicional a la inversión en ladrillos y a la

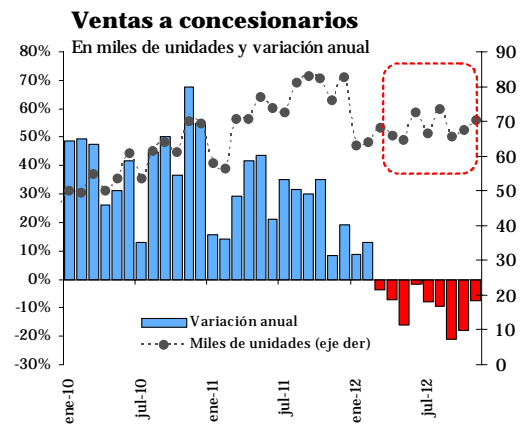


compra de bienes durables. Sin embargo, la realidad se muestra distinta.

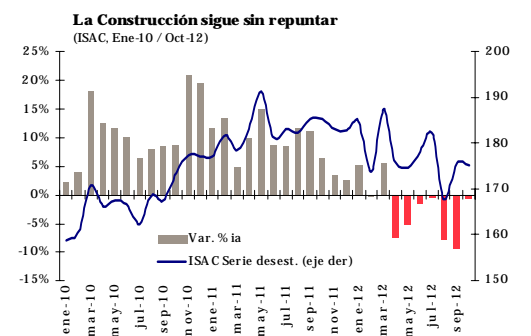
Las ventas de automóviles cayeron 7% ia en noviembre (aun cuando la base de comparación no era elevada ya que empezaba a mostrar los efectos del cepo) **y se encuentran prácticamente estancadas desde mar-12, con una caída acumulada en el año del 7,5% ia.** De hecho, la leve recuperación en la producción automotriz (que del 8,4% ia de octubre se redujo al 3,2% en noviembre) se debió enteramente a la mayor demanda brasileña¹. Por su parte, **las ventas de electrodomésticos relevadas por la CAME cayeron 2,5% ia en noviembre** y sólo moderaron la dinámica contractiva del mes anterior (-4,2% ia).

En materia de construcción, desde un principio sostuvimos que la pesificación de prepo del sector iba a afectar no sólo la compra-venta de inmuebles sino también el flujo de nuevas obras. En el primer caso, la falta de un precio de referencia provocó un desplome de las operaciones de compra-venta, con un ajuste que se está dando mucho más por cantidades (están cayendo a un ritmo del 35% ia y se encuentran en niveles similares a los de 2009) que por precios. Pero **la incertidumbre asociada al precio de venta también afectó al flujo de nuevas edificaciones, incluso frente al incentivo que significaba el cepo cambiario.** El ISAC que mide el INDEC registró en los primeros diez meses del año una caída acumulada del **-2,5% ia** (-1% ia en oct-12), y los datos de avance del Índice Construya y los despachos de cemento al mercado interno profundizaron el ritmo de caída interanual en noviembre (a -3,4% ia y -8,5% ia, respectivamente). Lo llamativo es que la caída se da no sólo en las Obras viales y Otras obras de infraestructura (-6% ia acumulado en el año, afectadas por el ajuste fiscal en la

¹ De hecho, la recuperación de las ventas en el mercado brasileño se explica por la rebaja temporaria del IPI que, en principio, expira en dic-12. La evolución de las ventas domésticas en Brasil una vez finalizada la prórroga es otro factor de incertidumbre para la industria automotriz local.



Fuente: LCG en base ADEFA



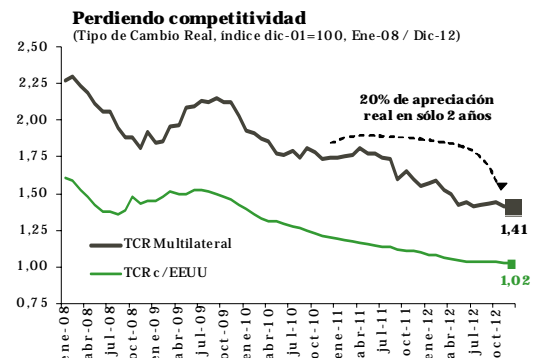
Fuente: LCG en base a INDEC.

obra pública nacional y provincial), sino también en el **componente de Viviendas que registró una caída del 1,5% ia en el período ene-oct**. Esta evolución contrasta con lo sucedido en la recesión de 2009, ya que el rubro Viviendas fue el único que no se contrajo (+2,5%).

El año que viene será mejor en términos de actividad económica, pero consideramos que se tratará de una recuperación *light* que, a diferencia de lo sucedido en 2010 y 2011, no se sentirá en el humor social: estimamos un crecimiento del PBI **2,5% ia**. Se trata de una economía que ha perdido su dinamismo natural, ya que la progresiva pérdida de competitividad derivada de la alta inflación limita el potencial de crecimiento.

Tanto la experiencia de la Argentina durante buena parte de los '90 como la más reciente en Brasil, muestran que **el crecimiento económico es compatible con el atraso cambiario – al menos por un período determinado si se da en un contexto de fuertes incentivos a la inversión y mejoramiento del acceso al crédito. La Argentina del 2013 tendrá mayor atraso cambiario (esperamos que el año cierre con un Tipo de Cambio Real apenas 30% por encima del existente en dic-01) pero en un contexto de desaliento a la inversión, incertidumbre macro asociada a la alta inflación, restricciones discrecionales a las importaciones, limitaciones al giro de utilidades al exterior y mayor conflictividad gremial.** Este combo impone un techo demasiado bajo al crecimiento de la actividad económica y del empleo.

Dado este escenario de base, el foco debe ponerse en las **distintas “ayudas” que podrá recibir la economía de factores puntuales. La primera tiene que ver con Brasil.** Aun con las dudas que todavía plantea la economía brasileña (el desempeño del 3T-12 estuvo bastante por debajo de lo esperado, con un crecimiento de sólo 0,6% contra el trimestre anterior), se espera un mejor 2013 con un creci-



miento que rondará el 3,5%. En este escenario (a nuestro juicio, optimista), **el impulso positivo sobre la economía argentina vía mayores exportaciones sería equivalente a 0,6 pp del PBI**, y prácticamente la mitad de dicho aporte provendrá de la industria automotriz (0,26 pp).

La segunda se vincula al agro: aun con el exceso de lluvias que afecta esta campaña, se espera un salto del 16% en la cosecha de los 4 principales cultivos (53 M de ton en el caso de la soja, y cuyo complejo aportará exportaciones por US\$ 6.000 M). **La mayor cosecha traerá alivio por dos canales: en términos de actividad aportará 0,9 pp** (sumando el efecto directo y el indirecto vía mayor transporte de cargas), **a la vez que permitirá un crecimiento en el total de las exportaciones del 11%: esto implica mayores divisas por US\$ 9.200 M en 2013.** Si a ese monto se agregan los menores vencimientos en dólares de la deuda por el no pago del cupón del PBI y la amortización del Boden 2012 (US\$ 4.000 M menos que este año), **el mercado cambiario tendrá un flujo positivo de US\$ 13.200 M en 2013.**

¿Qué uso le dará el Gobierno a este mayor margen cambiario? Por lo pronto, le permite relajar las restricciones a las importaciones –al menos en lo referido a los insumos industriales–, de forma de que sea compatible con el crecimiento de la economía. Teniendo en cuenta la dinámica autónoma que siguen las importaciones de combustibles y las elasticidades históricas del resto de los componentes, **si la economía crece 2,5% se requiere que las importaciones lo hagan un 15%: esto significa US\$ 10.000 M adicionales en 2013.** Del saldo remanente de US\$ 3.200 M, una parte significativa deberá destinarse a la recomposición de reservas (el año cerrará con US\$ 43.500 M, 8,5% por debajo del valor existente en oct-11), pudiendo destinar un monto acotado (¿US\$ 500 / 1.000 M?) a relajar parcialmente el cepo a los giros de utilidades y divi-

Exportaciones 2013

En millones de US\$

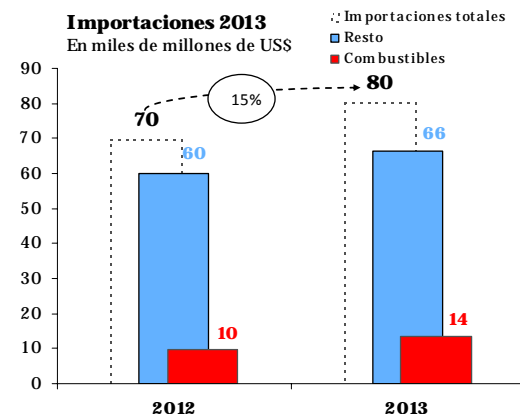
	2012 US\$ M	2013 e US\$ M	Var ia
Exportaciones totales	81.929	91.156	11,3%
Primarios	19.297	22.830	18,3%
Cosecha gruesa*	9.872	11.990	21,5%
MOA	28.020	32.498	16,0%
MOI	28.193	29.730	5,5%
Combustibles	6.419	6.098	-5,0%
Complejo sojero	19.390	25.301	30,5%

Fuente: LCG

* Soja, maíz, trigo y girasol

Importaciones 2013

En miles de millones de US\$



Fuente: LCG

dendos². De ser el caso, las autorizaciones muy probablemente exigirán como contrapartida que las empresas transnacionales realicen mayores inversiones locales orientadas a la sustitución de importaciones.

La última ayuda se explica por la baja base de comparación que implicará el 2012. Por ejemplo, si las ventas de concesionarios se estancan en el valor mostrado en noviembre último, el crecimiento del 2013 sería del 3%. Debido a la abrupta caída de las exportaciones que tuvo lugar en 2012, este efecto se amplifica al analizar la producción automotriz total: de mantenerse las cantidades producidas en noviembre (infladas por la demanda brasileña), el crecimiento de la industria automotriz podría rondar el 15% en 2013.

Lo cierto es que **la recuperación que mostrará la economía en 2013 quedará muy lejos de la sensación de bonanza que caracterizó los años que siguieron a la recesión de 2009 y que permitieron el contundente triunfo electoral de CFK en 2011.** La manera más clara de graficar este argumento es a partir de la evolución que vienen mostrando los dos principales componentes de la demanda (la Inversión y el Consumo privado), que conjuntamente explican el 90% del PBI.

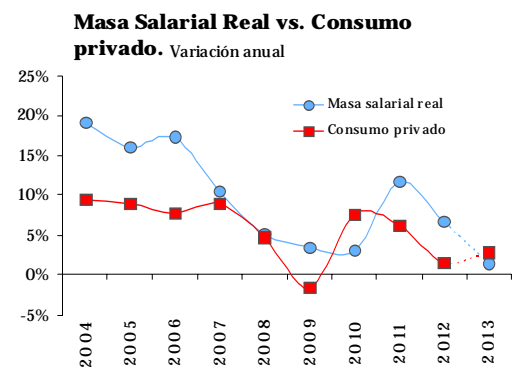
La Inversión se desplomó un 15% ia en el 2T-12, y en el acumulado del año muestra una retracción del 6,5% ia. Aun cuando ya parece haber pasado lo peor, a los desincentivos notorios que genera la política económica se le agrega la “certeza” de una mayor apreciación del tipo de cambio real. En la práctica, este combo representa un pesado lastre para el ánimo inversor del sector privado, limita el impacto asociado a las escasas políticas de estímulo implementadas (como el aumento del crédito productivo a tasas subsi-

² Mientras que en 2011 el monto total girado fue de US\$ 4.500 M, hasta sep-12 el acumulado fue de apenas US\$ 90 M

diadas, que en muchos casos es utilizado como reemplazo del financiamiento propio) y acota los proyectos a aquellas empresas en sectores protegidos que crean que se les mantendrá el nicho de mercado. Las más afectadas serán las inversiones de grandes empresas y aquellas orientadas al mercado externo. Estimamos un crecimiento de la inversión de sólo 4% con respecto al piso de este año.

Por el lado del consumo (que da cuenta de 2/3 del total del PBI) cuesta encontrar los factores que podrán dinamizarlo. La dinámica de la inversión y un salario en dólares que seguirá creciendo implican un crecimiento muy bajo del empleo. Por otra parte, la mayor inflación que esperamos para el año próximo y el menor margen de la macro para convalidar incrementos salariales muy por encima de los de 2012 harán que, en el mejor de los casos, el salario real se mantenga constante. Así, **la masa salarial real tendrá un crecimiento apenas positivo en 2013, lo que representará un limitante significativo para la expansión del consumo masivo.** Los factores que pueden aliviar (sólo parcialmente) esta dinámica dependen de la propensión al consumo de los mayores ingresos de la cosecha agropecuaria y de un eventual impacto que la mayor inflación puede generar sobre la compra de durables (algo que no sucedió en 2012).

En ese contexto, **los esfuerzos del Gobierno se limitarán al impacto dinamizador del mayor gasto público en un año electoral** (que sólo representa poco más del 10% del PBI), **seguir limitando el ingreso de importaciones no indispensables para el crecimiento para preservar la sustitución de importaciones, confiar en que una aceptada gestión del Plan Procrear le de algo de impulso a la construcción y esperar que la rueda del consumo vuelva a girar.**

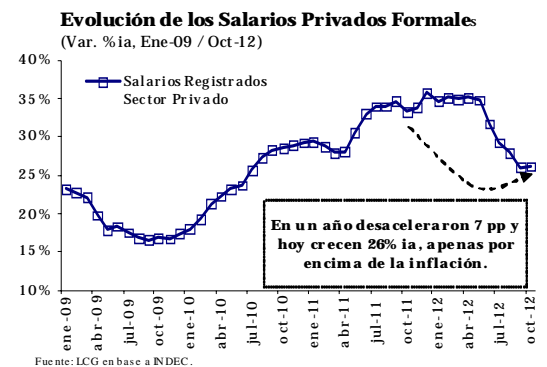


¿Otra vez el amague de la moderación?

Como había sucedido en otras ocasiones en el pasado, **en los últimos meses el Gobierno ha mostrado algunas señales incipientes en materia de moderación de la política económica.** Aunque no representan un abordaje integral para combatir la inflación sino que se trata más bien de medidas aisladas y parciales en distintos frentes (salarial, fiscal, cambiario, tasas de interés, tarifas, etc), sí blanquean al menos cierta preocupación del Gobierno en materia inflacionaria. ¿Cuáles han sido estas señales?

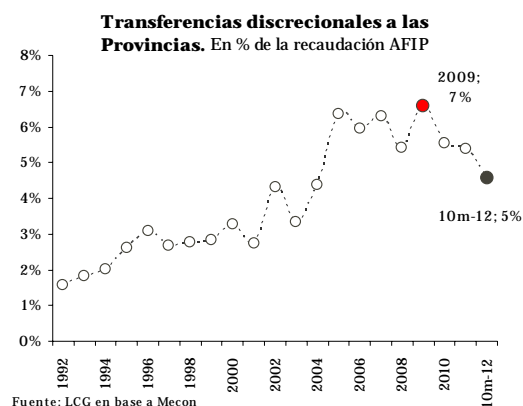
La primera se vincula con la evolución de los salarios. Si bien la “meta del 18%” que se había dejado trascender luego de las elecciones presidenciales quedó en el recuerdo, lo cierto es que **los salarios formales pasaron de crecer al 33% ia en oct-11 al 26% en la actualidad, lo que implica una desaceleración de 7 pp en la comparación inter-anual.** El Gobierno contribuyó a esta dinámica con dos señales claras: primero dispuso por decreto un aumento del 20% para el mínimo del salario docente que después negociaban las provincias (lo que generó más de un cortocircuito en la relación con los gremios docentes), y luego cerró un aumento del 21% en los salarios de los empleados públicos nacionales.

En materia fiscal, **ya van cuatro meses consecutivos en los cuales el Gasto Primario crece al mismo ritmo de los ingresos:** así, pasó de promediar un crecimiento del 32% ia en el 1S-12 al 24% ia en el cuatrimestre jul-oct (reduciéndose al 28,4% ia la expansión acumulada en los primeros 10 meses del año)³. Con un gasto rígido que desaceleró sólo

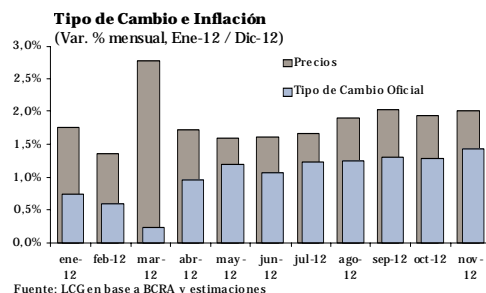


³ Al respecto, debe destacarse que parte de la desaceleración de los últimos meses se explica por la elevada base de comparación que implicó el salto

en el margen, las principales variables de ajuste fueron las transferencias discrecionales a las provincias (tanto corrientes como de capital) y, más recientemente, la obra pública nacional. En el acumulado del año, **las transferencias discrecionales a las provincias crecieron apenas 6% ia, lo que implica una caída en términos reales del 14%**. Como resultado de ello, **la participación de las transferencias discrecionales a las provincias sobre el total de la recaudación se redujo al 5% en 2012, siendo la menor participación desde el 2004**⁴.



Por el lado cambiario, **en el último mes se aceleró el ritmo de depreciación del Peso, que fue del 24% en términos anualizados** (en la comparación interanual, la variación es todavía del 14%). Si bien sigue corriendo por detrás de la inflación, el deslizamiento más acelerado del tipo de cambio nominal (que el Gobierno rehusó implementar en 2011) permite al menos atenuar los efectos asociados a la pérdida de competitividad de la economía. No se trata de una solución en sí misma, ya que requiere de una coordinación con el resto de las políticas macroeconómicas para no entrar en una carrera entre depreciación y subas de precios, pero sí deja traslucir cierta preocupación del Gobierno respecto de la competitividad.



En materia de tasas de interés, y después de algunos fallidos intentos de ponerles techo, **el BCRA finalmente terminó convalidando una leve suba de las tasas nominales que ofrecen los bancos a los depositantes**. Actualmente la tasa Badlar de bancos privados para depósitos mayoristas se ubica por encima del 15%, 3,5 pp por encima del valor existente a mediados de mayo. Aunque sigue siendo muy negativa en términos reales (casi 8%), la evolución reciente

del gasto en el trimestre previo a las elecciones de 2011, período en el cual creció al 40% ia.

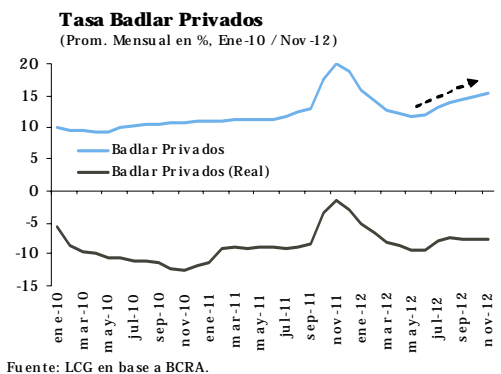
⁴ Para ponerlo en contexto, la pérdida de participación de 2 pp con respecto al 2007 implicó menores recursos para las provincias por \$ 13.600 M.

permitió al menos acotar mínimamente la brecha con respecto a la evolución de los precios domésticos.

En lo referido a subsidios y energía también se dieron algunas señales que, si bien no modifican el panorama estructural, al menos van en el sentido correcto. Después del amague de suba tarifaria anunciado por Boudou y De Vido en nov-11, **finalmente se implementó un muy moderado incremento en las tarifas de gas y electricidad** (bajo la forma de un costo fijo en función del consumo, que implica un incremento promedio del 22%). Le siguió esta semana un incremento promedio del 35% en los colectivos y del 38% en los trenes metropolitanos. Asimismo, **se anunció un aumento del precio de gas a boca de pozo a US\$ 7,5 MBTU para la producción incremental de YPF, que implica más que triplicar el valor actual que reciben los productores.** Esta última decisión tuvo mucho más que ver con tonificar el flujo de caja de la petrolera estatal que con un progresivo sinceramiento de los costos reales de producción (de hecho, aún no se explicitó la forma en la cual se hará extensiva al resto de las productoras gasíferas), pero así y todo fue resistida por parte del gabinete económico.

Y hasta podría considerarse que el último mojón en esta seguidilla de amagues moderación fue **la convocatoria de Moreno a empresarios y sindicalistas alineados con el Gobierno.** Como si fuera un nuevo intento de reeditar el tanta veces anunciado pero nunca concretado acuerdo social, con el propósito de limitar las subas salariales y coordinar las expectativas inflacionarias para el 2013, en ausencia de una seguramente ya añorada alianza con el sindicalismo.

Es absolutamente lógico que la cuestión inflacionaria genere preocupación. Pese a una economía que se mantuvo estancada y prácticamente sin ajustes en las tarifas de servicios públicos, la inflación se aceleró y cerrará el año con una variación interanual del 25%. Estas señales dan cuenta de que algunos sectores dentro del Gobierno han tomado nota de los



desafíos crecientes. Sin embargo, las medidas esporádicas no resuelven los problemas. Para tener impacto en las expectativas se requiere de un enfoque integral, sistemático y coherente. Algo que esta administración no está en condiciones de proveer. Se precisaría que la totalidad de la política económica se coordinara poniendo foco en la lucha contra la inflación, de forma de corregir los pronunciados desequilibrios en materia de precios relativos, y disipe la incertidumbre que limita la inversión del sector privado. No es el caso: las medidas enunciadas son de naturaleza más bien aislada, descoordinada e impuestas por las circunstancias.

Por si ello fuera poco, inclusive mantener esta “moderación” será difícil de cara al 2013 y las elecciones. **Es inconcebible que las medidas antipáticas de fondo que el Gobierno no tomó luego del triunfo de 2011 sean implementadas en un contexto de caída de la imagen presidencial y con el calor de las urnas tan cercano.**

Si la economía no rebota en la magnitud que espera el Gobierno las necesidades electorales lo forzarán a adoptar medidas tendientes a dinamizar la actividad económica. Y **el kirchnerismo siempre ha preferido la herramienta fiscal como motor de la actividad.** En el mismo sentido, la imperiosa necesidad de sostener el armado político territorial hace poco menos que inevitable un aumento de magnitud de los componentes más “sensibles” del gasto en términos políticos (obra pública y transferencias discrecionales a provincias), para contentar a gobernadores e intendentes. **Así lo evidencia la experiencia reciente de los años eleccionarios: tanto 2009 como en 2011 el ritmo de crecimiento de estos componentes del gasto más que se duplicó con respecto al año previo.**

El financiamiento en pesos ciertamente no representa un obstáculo para el Gobierno. Incluso dentro de los márgenes vigentes (y que fueron modificados con la reforma de la Carta Orgánica de marzo pasado), **el Banco**

Central dispone de un enorme margen de maniobra en materia de asistencia financiera al Tesoro. Debido al mayor ritmo de depreciación del tipo de cambio nominal en 2012, estimamos que el resultado cuasifiscal “virtual” (esto es, la ganancia contable asociada a los activos denominados en dólares cuando se miden en pesos) ascenderá a \$ 31.000 M en 2013. El efecto combinado de la reforma de la Carta Orgánica y la nominalidad de la economía incrementó el margen para asistencia al Tesoro vía adelantos transitorios en \$ 79.000 M en 2012, de los cuales el Gobierno terminará utilizando \$ 48.000 M, quedando disponibles otros \$ 31.000 M para el año próximo. Finalmente, el efecto de la inflación sobre la base monetaria y los ingresos del Sector Público Nacional (sobre los cuales se calculan los límites de los adelantos transitorios) aseguran un financiamiento adicional por \$ 42.000 M. Así, **el BCRA podrá asistir al Tesoro por un total de \$ 104.000 M en 2013, cifra equivalente al 3,8% del PBI.**

Por último, **la perspectiva de mantener el ritmo de moderación y apuntar a una supuesta meta del 20% en materia de salarios formales luce por demás compleja, tanto por motivos políticos como económicos.** Máxime después de una inflación del 25% en 2012 que representa un piso para el 2013, y aun con el margen de maniobra que da la posibilidad de modificar el mínimo no imponible del Impuesto a las Ganancias para maximizar el impacto sobre el salario de bolsillo. **La ruptura con Moyano y la atomización del frente gremial (fogueada por el Gobierno, paradójicamente en el momento en el cual más lo necesitaba unido) representan un obstáculo adicional:** tanto porque impide tener un eje ordenador de peso sobre las restantes negociaciones paritarias como por el hecho de que exacerba las demandas de los sindicatos opositores. Además de complicar la relación con el sindicalismo amigo, que empezaría a preguntarse cuál es la utilidad de la cercanía con el Gobierno: el “mérito” sería con-

validar una suba salarial por debajo de la inflación, habiendo obtenido muy poco en término del mínimo no imponible de Ganancias y nada en materia de asignaciones familiares. Por último, **está la cuestión central de la deseabilidad de un techo salarial demasiado bajo en 2013**: el costo sería profundizar el freno de la actividad económica, precisamente en las vísperas de las elecciones.

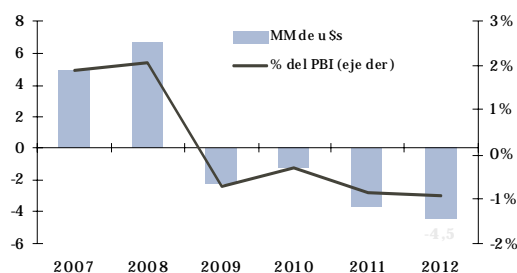
El riesgo inflacionario

A partir de la recesión de 2009, la posición fiscal entró en terreno negativo y fue deteriorándose en paralelo con el aumento del gasto público: el resultado primario del Gobierno Nacional (neto de ANSES y BCRA) pasó de un superávit del 2,1% del PBI en 2008 a un déficit del 0,9% este año (US\$ 4.500 M). Cerradas las fuentes de financiamiento genuino y una vez estatizadas las AFJP, **el Gobierno debió apelar crecientemente a la asistencia del Banco Central vía emisión monetaria y reservas**.

Así, **la política monetaria pasó de estar dominada por la política cambiaria** (emisión para comprar los dólares excedentes del intercambio comercial y sostener el tipo de cambio) **a la dominancia fiscal**. El efecto del sector público sobre la variación de la base monetaria, que había sido negativo hasta 2008 y neutro en 2009, pasó a adoptar un sesgo claramente expansivo: **en 2011 explicó la mitad del aumento de la base**, porcentaje que se ubicará por encima del 60% en el acumulado del 2012 (por un monto aproximado de \$ 45.000 M).

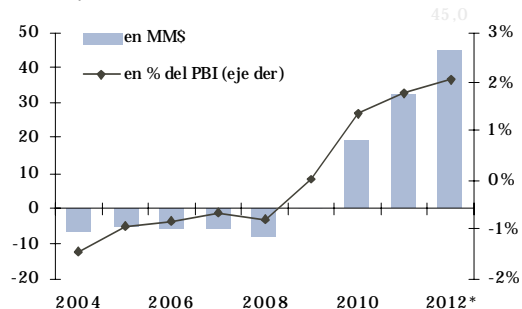
El efecto combinado del estímulo monetario, la elevada inflación y las mayores expectativas de devaluación provocó un salto dolarizador en 2011, que duró hasta que el Gobierno impuso restricciones a la demanda de dólares que luego deri-

Resultado Primario (neto ANSES y BCRA)
(en MM u\$s y % del PBI, 2007-12)



Fuente: LCG en base al Mecon

Sector Público - Impacto en Base Monetaria
en MMS y en % del PBI



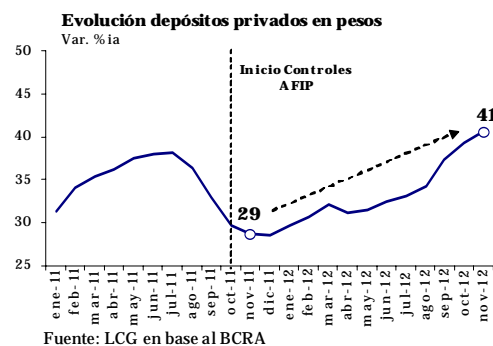
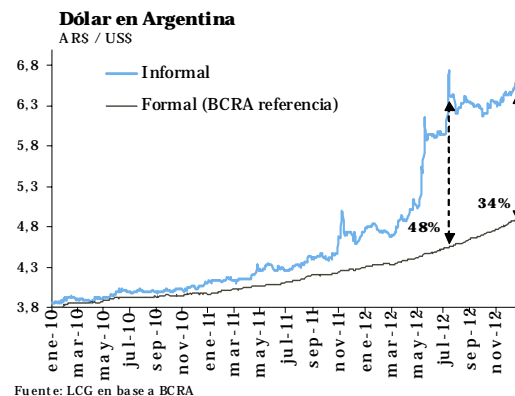
Fuente: LCG en base a BCRA

varon directamente en su prohibición. Desde la lógica oficial, **el cepo cambiario resultó muy eficiente para “encerrar” a los pesos dentro del sistema financiero local y obligar al sector privado a financiar al Gobierno vía impuesto inflacionario.**

La implementación del cepo tuvo dos efectos claros. En primer lugar, **reapareció el “dólar paralelo” en la economía:** la brecha con respecto al oficial es hoy del 34%, aunque alcanzó picos del 48% a mediados del año. **Y la existencia del blue no agota el exceso de pesos en la plaza,** dado que si un privado fuga mediante la compra de dólares por el mercado informal necesariamente hay otro privado que entra.

Ello explica también el sorprendente salto en el ritmo de crecimiento de los depósitos privados, y en particular de los plazos fijos. La motivación fue la de volcar el excedente de pesos en algún activo que cubra, aunque sea parcialmente, una inflación del 25% anual. **Los depósitos del sector privado pasaron de crecer del 29% ia en nov-11 al 41% en nov-12,** porcentaje que se eleva al **51% ia en el caso de los plazos fijos.** Y hacia el interior de los plazos fijos, los mayores a \$ 1 millón crecen actualmente a un ritmo del 65% ia, contra un 38% ia de los minoristas. Las empresas imposibilitadas de transferir sus utilidades al exterior se ven obligadas a realizar depósitos a plazo fijo para mitigar el impacto de la inflación sobre los resultados acumulados.

El gobierno emite moneda para financiarse pero no deja vía de escape a los excedentes de pesos en manos del sector privado. **La imposibilidad de atesorar dólares y girar utilidades al exterior terminó acelerando la tasa de crecimiento de los agregados monetarios en moneda local.** Como gran parte fue a parar a plazos fijos, atenuando el incremento de los agregados monetarios más ligados a la evolución de precios y nivel de actividad, no se vio el impacto



Depósitos Privados

(Prom. Mensual, en MM de \$)

	nov-12	nov-11	Var. ia \$	Var. ia %
TOTAL DEPÓSITOS	354	252	102	41
Cuentas a la Vista	195	146	49	33
Cta. Cte.	96	72	23	32
Caja de Ahorro	86	64	22	35
Otros	13	10	3	29
Plazo Fijo	159	106	54	51
Menos de 1M	77	56	21	38
Más de un 1M	82	50	32	64

Fuente: LCG en base al BCRA

pleno que ello podría haber tenido en la evolución de precios. El M2 privado, que comprende los billetes y monedas en poder del público más los depósitos a la vista (cuenta corriente y caja de ahorro), elevó su tasa de crecimiento desde 29% ia a fines de 2011 al 36% ia en noviembre último. Por su parte, el **M3 (que le suma al M2 los plazos fijos) está creciendo al 40% ia.** De hecho, **tanto el M2 como el M3 privados se encuentran en máximos históricos.**

Ahora bien, **nada garantiza que este delicado equilibrio pueda mantenerse inalterado a futuro, y la variable clave a monitorear es la tasa de interés.** Una vez que la brecha entre el informal y el oficial se redujo del máximo del 50% alcanzado a mediados de julio, los depositantes comenzaron a exigir una mayor tasa de interés para no destinar los pesos excedentes al mercado informal. Si la tasa de interés no cubre la expectativa de devaluación, los pesos excedentes se vuelcan al paralelo y presionan para encontrar un nuevo equilibrio entre la tasa de interés y la expectativa de devaluación del tipo de cambio informal.

¿Puede sostenerse esta dinámica de forma permanente? De cara a 2013, **resulta difícil suponer que de mantenerse el actual ritmo de expansión de los agregados monetarios en el rango 35%-40% ia, las expectativas de devaluación queden inalteradas.** Y si la tasa de interés no responde al alza, se observará una ampliación de la brecha entre el oficial y el paralelo, con el consecuente impacto sobre el nivel de precios. Creemos que **el año próximo mostrará tanto aumentos de la brecha como también de la tasa, a los efectos de mantener a los pesos dentro del sistema financiero.**

Esta dinámica, muy compleja de anticipar en *timing* y efecto total, es la que determinará cuál terminará siendo la variación de los precios en 2013. Nosotros estimamos que la inflación será del orden del del 27% ia en la comparación dic/dic. No obstante, con un

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

Gobierno que siempre ha utilizado la herramienta fiscal para dinamizar la actividad y que probablemente se haya “enamorado” de las bondades de corto plazo asociadas al cepo cambiario, **no descartamos que la inflación pueda alcanzar el 30%.**

En resumen, cuando faltan días para el comienzo del nuevo año, nos cuesta mirar el 2013 con optimismo. Vemos un crecimiento más bien magro, que no alcanzará a ser sentido en el empleo y en la temperatura de la calle, con una inflación en aumento. Ambas cosas estarán afectadas por los recursos que el Gobierno decida volcar en un año eleccionario. Pero también creemos que la estrategia política de galvanizar a los incondicionales para tener un caudal de votos que pueda considerarse incondicional o cautivo despertará nuevas tensiones, que serán palpables en el humor general y también en la economía.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.