

# El tiempo de la delegación de poder

Informe Mensual Noviembre

Viernes 29 de noviembre de 2013

**labourcapitalgrowth**

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

El nombramiento de Capitanich al frente de la Jefatura de Gabinete y la unificación de criterio en el área económica en la figura de Kicillof –ida de Moreno mediante- plantean un escenario inédito. Por primera vez desde que está en el gobierno, el kirchnerismo acepta delegar poder en una figura con peso político propio y que tendrá injerencia directa en las decisiones del área económica: el dato saliente es que habrá alguien en el Gobierno preocupado por la situación de la economía el 11 de diciembre de 2015. El efecto combinado del traspasé electoral y las dificultades de salud terminó forzando a la presidenta a un giro pronunciado en el proceso de toma de decisiones gubernamentales, que implica una evidente concesión a los gobernadores oficialistas.

En el informe pasado habíamos planteado que, luego de las elecciones, la presidenta tenía la alternativa de recostarse en la estructura tradicional del PJ o bien darle un mayor peso a La Cámpora: con las designaciones, CFK hizo las dos cosas al mismo tiempo. Kicillof se transformará en el primer ministro desde Lavagna que dispondrá de todos los resortes de la política económica, pero deberá consensuar las decisiones de política económica con Capitanich. Teniendo en cuenta las distintas visiones que tienen Capitanich y Kicillof en materia cambiaria, fiscal, inflacionaria y financiera, nada garantiza que no surjan cortocircuitos en la relación entre ambos.

Pese a que se mantiene el acelerado drenaje de reservas, no se produjeron anuncios con respecto al turismo y las principales señales económicas emitidas luego del recambio de Gabinete han sido esencialmente cuatro: el acuerdo con Repsol, una aceleración en el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial, una fuerte intervención de la ANSES para bajar la cotización del contado con liquidación y los trascendidos de que no se avanzará en ningún desdoblamiento cambiario. Así, la apuesta del Gobierno para estabilizar las reser-

vas parece ser la de achicar la brecha cambiaria con un mayor ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial y manteniendo a raya la evolución del *blue* con las intervenciones de la ANSES.

Por cierto, para que la mejora de competitividad asociada al mayor ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial no sea erosionada por una aceleración inflacionaria, es crucial que se implemente una moderación en serio del frente fiscal y, consecuentemente, monetario. Las posiciones adoptadas en el pasado reciente por Kicillof generan dudas con respecto al énfasis que se pondrá en materia de lucha contra la inflación y las herramientas a utilizar para combatirla. El hecho de que el margen de maniobra sea hoy mucho más acotado que en el pasado, la ida de Moreno, y el peso preponderante de una figura como la de Capitanich con espalda suficiente para administrar políticamente las medidas antipáticas a implementar, representan algunas señales favorables de que quizás esta vez el diseño de la política económica será distinto. Nada garantiza que ello vaya a ocurrir.

## Una inédita apertura política

El retorno de CFK a la escena pública estuvo marcado por la esperada modificación del gabinete, con la designación de Capitanich al frente de la Jefatura de Gabinete y la reorganización del área económica. **El reemplazo de Abal Medina por el gobernador chaqueño pone de relieve tres señales claras.** La primera es que, por primera vez desde que está en el Gobierno, **CFK aceptará delegar parte del proceso de toma de decisiones en un ministro con peso político propio.** La segunda es el correlato natural del duro traspié en las urnas y está orientada a los gobernadores todavía dentro del oficialismo: **el Gobierno inicia una nueva etapa de mayor apertura política, en la cual se recostará más en el PJ.** Esto es un dato muy relevante, máxime en un Gobierno que luego del rotundo triunfo de 2011 se había encerrado cada vez más en sí mismo, tanto en la gestión cotidiana como en el armado político y de las listas legislativas.

Y la tercera se orienta a la discusión interna por la sucesión: **por enésima vez el kirchnerismo hace explícito que hará todo lo posible para evitar que Scioli se transforme en el sucesor “natural” de CFK.** Al frente de la Jefatura de Gabinete, Capitanich dispondrá de una inmejorable vidriera para ganar en conocimiento nacional para apuntalar su proyecto presidencial como candidato del oficialismo, aunque deberá enfrentar el desgaste natural de dos años complejos en materia económica durante los cuales inevitablemente deberá adoptar medidas antipáticas para contener los desequilibrios que viene acumulando la macro.

De hecho, **Scioli emerge como el principal afectado por el recambio ministerial.** Habiendo sido la cara excluyente de la campaña oficialista en la provincia de Buenos Aires (y de la derrota), deberá enfrentar los últimos dos años con un bloque massista que entorpecerá la gestión legislativa

en las cámaras bonaerenses y un Gobierno Nacional que irá poniendo distintos obstáculos a su carrera presidencial.

**Que el Gobierno finalmente haya aceptado “compartir” el poder responde esencialmente a dos cuestiones:** el deterioro de la salud de CFK que la imposibilita de concentrar todo el proceso de toma de decisiones, a lo que se sumó el reclamo audible de los gobernadores oficialistas luego del duro traspie electoral. Puesto en otras palabras, **si CFK no implementaba cambios priorizando el rearmado de una estructura política con peso real, corría el riesgo de enfrentar un complejo escenario de aislamiento político en los dos años de la transición.**

En el Informe Mensual del mes pasado habíamos planteado que la señal clave para anticipar el devenir de los dos últimos (y complejos) años de la gestión de CFK iba a ser la forma en la cual reorganizaba el gabinete: el resultado sería muy distinto si convocaba a alguna figura con peso político propio (votos) dentro del PJ o si prefería aumentar el peso de los “jóvenes” de La Cámpora dentro del Gobierno. **Con la designación de Kicillof al frente del Ministerio de Economía, la decisión de CFK fue hacer las dos cosas de forma simultánea:** esto explica la cautela con que fueron recibidos los anuncios. **El dato saliente no es tanto la designación de Kicillof** (la injerencia de Lorenzino en materia de política económica siempre fue nula), **sino el tantas veces anunciado desplazamiento de Moreno de la Secretaría de Comercio Interior.**

En la lógica habitual del kirchnerismo, **nunca se concentra el poder en un ministro sino que se ubican contrapesos internos para evitar la consolidación de una figura con vuelo propio.** Lavagna fue la única excepción a esta regla: vino heredado de la gestión Duhalde, y apenas el kirchnerismo estuvo en condiciones de hacerlo (luego del contundente triunfo en la provincia de Buenos Ai-

res en octubre de 2005), decidió desplazarlo del Ministerio de Economía. Sin la omnipresencia de Moreno, **Kicillof se transformará en el primer ministro desde Lavagna que dispondrá de todos los resortes de la política económica:** con la excepción de Hacienda y Comercio Exterior (sorprende que Paglieri se mantenga aún en el cargo)<sup>1</sup>, todos los secretarios del equipo económico son personas de su estrecha confianza. **Pero que no tenga contrapesos internos no quiere decir que el margen de maniobra de Kicillof sea ilimitado:** el mayor peso de los gobernadores del PJ en la estructura de gobierno y el involucramiento de Capitanich en los temas económicos **serán el límite para eventuales iniciativas disruptivas por parte del nuevo ministro.**

Por cierto, el nombramiento de un Jefe de Gabinete en serio que funcione como un *primus inter pares* y con aspiraciones serias de suceder a CFK en 2015 representa un dato muy relevante: en el Gobierno habrá alguien que muy preocupado por el estado que la economía tendrá el 11 de diciembre 2015. Luego del traspíe de las urnas y sin chances de intentar una reforma constitucional, **no se podía descartar que CFK intentara “aguantar” estos dos años sin arrear ninguna de sus banderas en materia de política económica, dejándole una situación macro muy difícil de administrar para quien le tocara sucederla en el cargo.** Mientras Capitanich esté en el gobierno, este escenario ya no luce factible.

Si bien la salida de Moreno resulta una muy buena noticia por todo lo que representaba y por su notable capacidad para dinamitar las iniciativas de sus supuestos superiores jerárquicos, **lo cierto es que con la consolidación de Kicillof no cabe esperar cambios de fondo de la política**

---

<sup>1</sup> Asimismo, llama mucho la atención que aún no se haya hecho ningún anuncio con respecto a un cambio en la autoridades del INDEC, primer paso obligatorio si se quiere restablecer la confianza pública en las estadísticas oficiales.

**económica. Vale la pena hacer un breve *racconto* de algunas posiciones económicas de Kicillof en los últimos años.**

Luego del contundente triunfo en las elecciones de 2011, el Gobierno había iniciado un proceso progresivo de quita de subsidios. **Desde que fue designado como secretario de Política Económica (dic-11) se opuso fuertemente al recorte de subsidios** dado que, en su visión, implicaba profundizar el parate de la economía provocado por la sequía que afectó a la cosecha y a la menor demanda externa derivada de la desaceleración económica mundial. Si bien el proceso de quita de subsidios terminó abortándose definitivamente luego del accidente ferroviario en Once (feb-12), prefirió seguir financiándolos vía emisión monetaria (reforma de la Carta Orgánica del BCRA mediante) y promovió la implementación de cargos fijos para el gas y la electricidad en función del consumo de cada hogar, un cosmético que no sirvió para contener la escalada de los subsidios<sup>2</sup>.

El 2011 también mostró un acelerado proceso de caída del stock de reservas internacionales como consecuencia del abaratamiento relativo del precio del dólar. Luego de las elecciones, **el Gobierno se enfrentó a una disyuntiva:** aceleraba el ritmo de depreciación del tipo de cambio en línea con las expectativas de mercado, o bien implementaba controles cambiarios para contener el drenaje de reservas. Bajo la premisa de que devaluar es bajar el salario de los trabajadores y representa una transferencia de recursos a los grandes grupos exportadores (argumentos que fueron utilizados públicamente por CFK), **Kicillof prefirió los controles cambiarios ya que, de forma indirecta, con-**

---

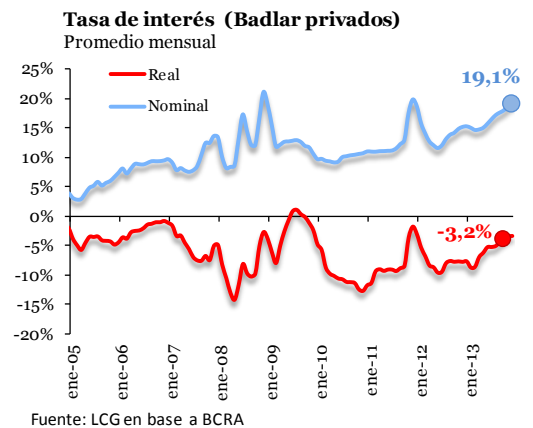
<sup>2</sup> En el caso de la electricidad los cargos fueron implementados exclusivamente a los usuarios de Edesur y Edenor (en promedio \$ 16 bimestrales, +22% promedio); en tanto que en gas recayeron sobre los usuarios de todo el país (en promedio \$ 22 bimestrales; +27% promedio). Para más detalle ver Informe Quincenal N°88.

**tribuirían a dinamizar la actividad económica local vía sustitución de importaciones.**

En materia de política monetaria, y además de mencionar en reiteradas ocasiones que la emisión monetaria no genera inflación (máxima compartida por la presidenta saliente del Banco Central), a través del director que logró nombrar en el BCRA **expresó sus críticas por el proceso de suba de tasas de interés nominales que tuvo lugar durante 2013** (y que, pese al alza de más de 600 pb, siguen ubicándose por debajo de la inflación). Con la presión existente en el mercado del dólar informal y una inflación persistentemente por encima del 20% es difícil justificar que la suba de las tasas de interés nominales podía implicar un enfriamiento aún mayor de la actividad económica.

**Debe destacarse que Kicillof fue, junto a Moreno, uno de los más férreos opositores a la emisión de deuda que permitiera al menos refinanciar los vencimientos de la deuda** (disminuyendo la carga sobre las reservas del Banco Central) **y de tomar los pasos necesarios para normalizar las relaciones financieras con el resto del mundo** (acuerdo con el Club de París, permitir el cumplimiento del artículo IV del FMI, negociación en serio con los *hold-outs*, etc). Adicionalmente, **es un convencido del importante rol que debe tener el Estado regulando la rentabilidad del sector privado en niveles “adecuados”** estudiando a fondo sus balances, y han sido reiteradas las discusiones con Gallucio en cuestiones energéticas (precio reconocido a los productores locales de gas, precios domésticos de los combustibles, acuerdo Chevron-YPF, etc).

Así, **tanto en materia fiscal (subsidios), monetaria, inflacionaria, cambiaria y financiera, las posiciones adoptadas en el pasado por Kicillof no permiten abrigar demasiadas esperanzas con respecto a las**





**modificaciones que puedan implementarse desde la política económica.**

Pese a ello, **existen algunos elementos que permiten morigerar esta visión.** Por lo pronto, el margen de maniobra que presenta la economía es muchísimo más acotado que el existente dos años atrás: la dinámica contractiva de las reservas es a todas luces insostenible. **Y además deberá consensuar las decisiones en materia económica con el nuevo Jefe de Gabinete, quien más allá de haber defendido férreamente todas las decisiones del Gobierno Nacional, tiene conocimientos en materia económica y una visión mucho más pragmática que Kicillof.**

Por cierto, entre ellos existe una relación de larga data: durante muchos años Kicillof se desempeñó como asesor de Capitanich (tanto en la actividad pública como privada). **Pero ello está muy lejos de garantizar que la convivencia entre ellos no genere cortocircuitos.** Teniendo en cuenta que Kicillof tiene llegada directa a CFK y Máximo Kirchner, con un gobierno que cambiará de raíz el proceso de toma de decisiones y cuyos nuevos referentes poseen visiones muy diferentes de cómo corregir los desequilibrios macroeconómicos acumulados, **no resulta obvio que existirá una convivencia pacífica entre los dos sectores que representan Capitanich y Kicillof** (el PJ tradicional y los jóvenes de La Cámpora).

Por último, **el nombramiento de Fábrega garantiza que al frente del Banco Central se encontrará alguien con amplios conocimientos del funcionamiento del sistema financiero,** algo de lo que Marcó del Pont carecía. **La designación de dos directores de los cinco que estaban vacantes refleja la nueva estructura de poder del Gobierno:** Sebastián Aguilera es el presidente del Nuevo Banco de Chaco y Germán Feldman es un hombre de Kicillof que se desempeñaba como asesor de Pablo López

**labourcapitalgrowth**

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

(que del directorio del BCRA pasó a reemplazar a Cosentino en la Secretaría de Finanzas). Más allá de lo que implica la designación de Fábrega, **la subordinación fiscal del ritmo de emisión monetaria deja un sendero muy estrecho por el cual moverse:** si no se modera en serio la política fiscal, será muy complejo que la política monetaria pueda servir para atenuar la dinámica inflacionaria. Máxime si el inevitable cierre del grifo dolarizador por el Turismo resulta exitoso en 2014, ya que obligará al Banco Central a un mayor esfuerzo de emisión monetaria justo en un contexto en el cual la liquidez bancaria viene reduciéndose de forma acelerada.

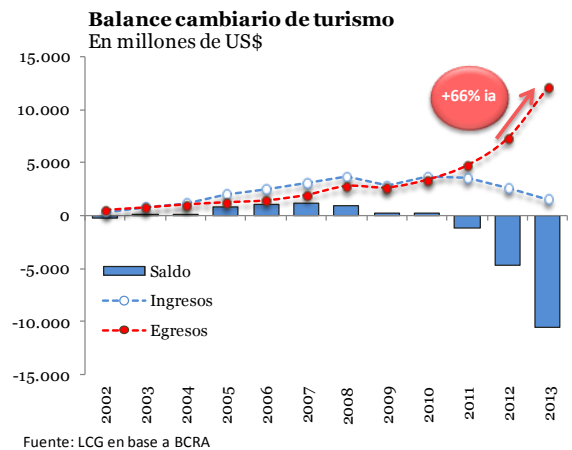
## Las alternativas cambiarias

**La dinámica de caída de las reservas se ha acelerado fuertemente en las últimas semanas, y resulta a todas luces insostenible. Desde septiembre la caída acumulada de las reservas totaliza US\$ 5.000 M, a la vez que las ventas mensuales de divisas realizadas por el Banco Central pasaron de US\$ 350 M en agosto, a US\$ 1.150 en septiembre y US\$ 2.000 M en octubre. Adicionalmente, debe destacarse que la cuenta “Otros Pasivos” del balance semanal del BCRA (que es dentro de la cual se incluyen los préstamos de corto plazo del BIS y/o del Banco de Francia, y que mostró saltos significativos durante los episodios de *stress* cambiario de finales de 2009 y de 2011), volvió a aumentar fuertemente en los últimos meses:** después de la reducción de US\$ 3.000 M que tuvo lugar en el 1S-13 debido a la cancelación del saldo remanente con el Banco de Francia, **actualmente tiene nuevamente un saldo apenas inferior a los US\$ 3.800 M.** Si bien no es posible identificar exactamente cuál es su impacto neto sobre el stock de reservas declarado (y



además en esta cuenta se incluyen otros componentes), **es evidente que**, pese a la abrupta caída registrada en los últimos meses, **se ha vuelto a reactivar la línea de financiamiento con el Banco de Francia.**

Como mencionamos reiteradamente, **el crecimiento exponencial del gasto por el “turismo ampliado”** (+66% ia en el 1S-13, que incluye las compras por *e-commerce* en el exterior) **es el factor determinante: el déficit cambiario totalizará US\$ 10.500 M en 2013, equivalente a 1/4 del total de las reservas existentes a principios de año.** El drenaje de las últimas semanas se aceleró por pagos energéticos pendientes y un sorpresivo mayor ritmo de autorización de pagos de importaciones y cancelaciones de deuda en el exterior. **Teniendo en cuenta esta dinámica, todo hacía presumir que de forma inmediata con el cambio de Gabinete se iba a implementar algún tipo de dique específico contra el turismo:** no obstante, el camino elegido parece ir en otro sentido.



**Desde hace largo rato ha trascendido públicamente la preferencia de Kicillof por un desdoblamiento cambiario:** no sólo entre uno financiero (por el cual también se canalizarían las operaciones vinculadas al turismo) y uno comercial, sino entre los distintos sectores exportadores en función de su competitividad relativa. Más allá de que en los últimos días se ha dicho que no se avanzará en este sentido, **bajo la lógica económica de Kicillof es difícil encontrar un camino alternativo:** si se parte de la creencia de que devaluar es regresivo porque implica bajar el salario real y se transfieren recursos a los grandes grupos exportadores, y a la vez se es consciente del impacto que el atraso cambiario tiene sobre las economías regionales y las exportaciones industriales, **la implementación de múltiples tipos de cambio comerciales parece la respuesta natural.**

¿Cuáles serían los pros y contras de esquemas de este tipo? **Si se opta por un desdoblamiento hacia un tipo de**

**cambio financiero “libre”** (lo que en la práctica sería legalizar el dólar *blue*), **los riesgos son variados**. Debe tenerse en cuenta que la racionalidad de esta estrategia es tratar de acotar la brecha cambiaria (este es, si se cree que la cotización actual del *blue* está por encima de la de equilibrio) y ofrecerle un tipo de cambio más atractivo para los dólares que ingresen como inversión desde el exterior<sup>3</sup>.

**El problema es que para que el primer objetivo se cumpla, se deben cumplir tres condiciones:** señales creíbles de moderación de la política macro, voluntad del Banco Central para arriesgar reservas en pos de defender una determinada paridad objetivo y asegurarse una mayor oferta de divisas para contener la demanda. **De no ser el caso, el resultado puede ser contraproducente:** un mayor drenaje de reservas (si el Banco Central interviene) o bien un valor del tipo de cambio financiero que en el corto plazo podría ubicarse incluso por encima del informal (por el efecto de los depósitos en pesos “encerrados” en el sistema bancario con tasas de interés reales negativas que aprovecharían la ventana para pasarse a dólares). En este caso, **la expectativa de depreciación del tipo de cambio comercial se aceleraría y retroalimentaría la pérdida de reservas si se profundiza la retención de exportaciones.**

Por cierto, un tipo de cambio financiero más elevado que el oficial **impactaría de lleno sobre las empresas y provincias que poseen deuda en dólares** (en el caso provincial, el grueso se concentra en la provincia de Buenos Aires), y, muy probablemente, **también sobre aquellas que**

---

<sup>3</sup> Esencialmente, esta era la apuesta de Moreno (apoyada por Kicillof) con respecto a la suscripción del BAADE por parte de empresas que se endeuden en dólares en el exterior, pudiendo venderlos en el mercado local en pesos a una cotización más cercana al paralelo. Apuesta que, durante la ausencia de CFK, Marcó del Pont se encargó de vedar con la normativa impuesta desde el Banco Central.

**emitieron deuda en la modalidad *dollar-linked*** (dependiendo de los prospectos respectivos)<sup>4</sup>.

Con respecto a **la implementación de múltiples tipos de cambio comerciales**, como ya habíamos analizado en el informe mensual de jun-12, **la baja participación de los bienes de importación “no indispensables” en el total importado deja un margen estrecho para la promoción cambiaria de exportaciones sin un costo cuasifiscal de magnitud para el Banco Central**: el 80% de las importaciones se utiliza en el proceso productivo (insumos intermedios, bienes de capital y sus piezas, energía) y el 6% corresponde a comercio automotriz administrado con Brasil. Así, **sólo el 14% de las importaciones** (unos US\$ 10.000 M) **es susceptible de ser castigado con un tipo de cambio más elevado, siendo la gran mayoría bienes de consumo** (lo que impactaría sobre la inflación local). Obviamente, a esto se agrega la gran complejidad que implica administrar un esquema de este tipo, el enorme espacio para la generación de rentas sectoriales en función de la capacidad de *lobby* de cada sector y los riesgos de penalidades por parte de distintas instituciones multilaterales (OMC, FMI, etc).

CFK se ha expresado en reiteradas ocasiones en contra de los múltiples tipos de cambio comerciales, y nada indica que haya cambiado de opinión. En un principio se pensaba que **el eventual desdoblamiento sólo iba a regir para canalizar las operaciones vinculadas al “turismo ampliado”** (turismo, pasajes y compras electrónicas al exterior). **Un tipo de cambio “turista” más elevado es preferible a los topes cuantitativos** (además de que esta alternativa tiene mayor costo político –sólo Venezuela las aplica-, complica las actividades comerciales de los representantes de empresas cuando realizan misiones comerciales al ex-

---

<sup>4</sup> Desde 2012, CABA, Chubut, Córdoba, Neuquén, Tucumán y Mendoza emitieron títulos provinciales *dollar-linked* por un monto total superior a los US\$ 1.100 M.

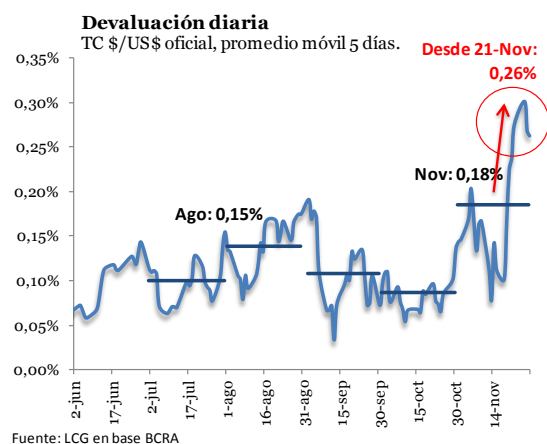
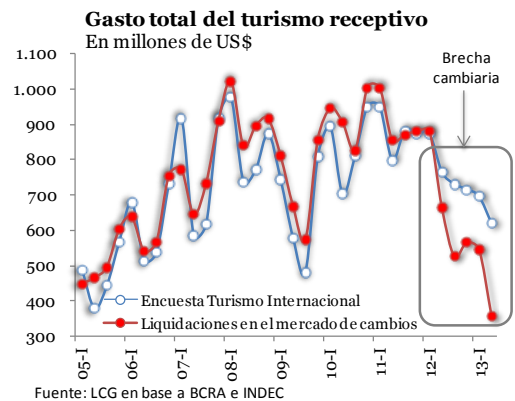
terior) y al cargo a cuenta de Ganancias. Esto es así porque, además de ser un mayor costo efectivo que impacta sobre el gasto en el exterior (no se podría deducir del pago de ningún impuesto), **incentivaría una mayor liquidación de divisas por parte de los turistas extranjeros que vienen al país** (y que la implementación del cepo liquidan cada vez más en el mercado informal para aprovechar la brecha cambiaria). Es notable como se amplió la brecha entre el gasto del turismo receptivo en el país que releva el INDEC a través de la Encuesta de Turismo Internacional y el efectivo registrado en el Balance Cambiario.

Más allá de todas las hipótesis planteadas, y pese al continuo drenaje de reservas internacionales, **el Gobierno parece encaminarse hacia un gradualismo para tratar de encausar la dinámica cambiaria**: sin anuncios explícitos en materia de modificaciones de la política económica, lo más trascendente ha venido por el lado de las señales implícitas y el acuerdo con Repsol. ¿Será suficiente?

## Tratando de cerrar la brecha (por debajo)

Las principales señales económicas que se han producido luego del recambio de Gabinete han sido **esencialmente cuatro**: el acuerdo con Repsol, una aceleración en el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial, una fuerte intervención de la ANSES para bajar la cotización del contado con liquidación y los trascendidos de que no se avanzará en ningún desdoblamiento cambiario<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> A ellas debe agregarse el proyecto de elevar al 30% el impuesto para los autos de alta gama con un precio (sin impuestos) superior a \$ 170.000 y al



Así, la intención del Gobierno es achicar la brecha cambiaria con la señal de una aceleración en el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial y manteniendo a raya la evolución del *blue*, debido al sesgo bajista registrado en la cotización del contado con liquidación por la venta doméstica de títulos cortos en dólares realizada por la ANSES. A ello se agrega el demorado acuerdo con Repsol, por el cual se aspira a destrabar nuevos acuerdos para la explotación del yacimiento de Vaca Muerta y a que sea interpretado como una evidencia de “racionalidad” de la gestión económica a futuro: no es un dato menor que uno de los artífices del acuerdo sea la misma persona que promovió la estatización de Repsol-YPF y quien había manifestado que la que debía pagar era la propia Repsol por un supuesto daño ambiental.

**Pese a estas señales novedosas que se produjeron desde el cambio de Gabinete, las reservas mantienen su acelerada caída.** El problema es que, más allá de las buenas intenciones, los problemas estructurales siguen en pie. **Hasta tanto no se produzca una reducción sensible de la brecha cambiaria y sin cambios en la normativa vigente, la dolarización vía el gasto en turismo seguirá siendo atractiva.** Y más allá del acuerdo con Repsol (que en términos cambiarios sólo podrá generar impacto positivo sobre las reservas en el mediano plazo), **los dólares del exterior seguirán sin entrar a la Argentina.** Por el momento, **lo que ha trascendido en materia de intentos por recomponer reservas no pasan de ser expresión de deseos:** financiamiento para inversiones en infraestructura proveniente de China, utilización de la cartera de títulos públicos en dólares de la ANSES, emisión de deuda en el exterior de YPF, etc.



50% para los superiores de \$ 210.000. Teniendo en cuenta la baja incidencia (las importaciones anuales tienen un valor aproximado de US\$ 600 M), tiene un carácter más bien simbólico.

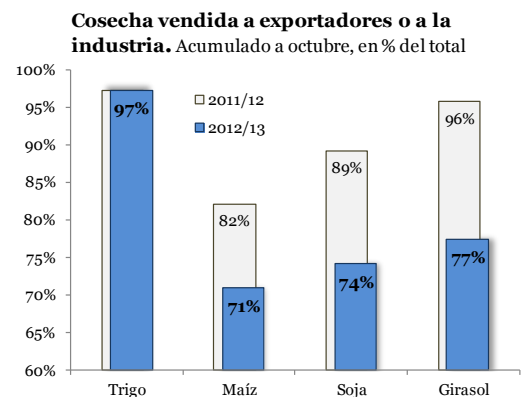
## labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA  
(5411) 4862-8992  
[www.lcg.com.ar](http://www.lcg.com.ar)  
contacto: [info@lcg.com.ar](mailto:info@lcg.com.ar)

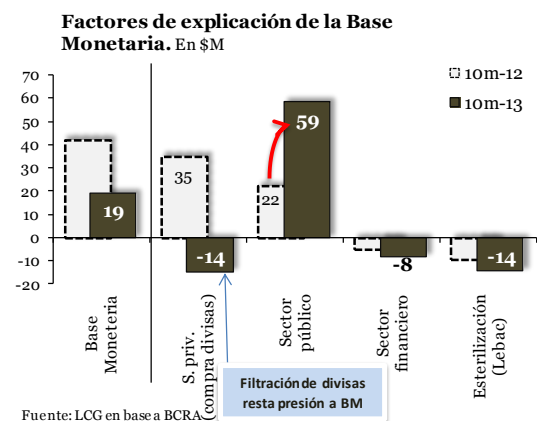
En materia cambiaria hay una cuestión adicional asociada a la devaluación “en cuotas”: si existe la percepción de que el tipo de cambio seguirá un sendero estable de mayor depreciación, los productores agropecuarios tienen un incentivo adicional a postergar la liquidación de exportaciones. Esto ya se ha observado durante este año: hasta octubre se liquidó el 74% de la cosecha de soja, cuando en igual momento del año pasado se había liquidado el 89%. Esto implica que **sólo en caso de la soja existen 7,5 M de toneladas pendientes de liquidación** (equivalente a divisas por **US\$ 3.500 M**).

Así, nada hace prever que la dinámica contractiva de las reservas pueda revertirse en el futuro mediano si no se implementan medidas para contener el drenaje asociado al turismo.

Por cierto, para que la mejora de competitividad asociada al mayor ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial no sea erosionada por una aceleración inflacionaria, es crucial que se implemente una moderación en serio del frente fiscal y, consecuentemente, monetario. Hay un punto no menor en materia monetaria: si en 2014 el Gobierno logra estabilizar la dinámica de las reservas (hoy la prioridad N°1 de la política económica), el esfuerzo monetario del Banco Central será sensiblemente mayor y se producirá en un contexto de caída de la liquidez bancaria. La desaceleración en el ritmo de crecimiento de la base monetaria durante 2013 (pasó de hacerlo del 38% ia en dic-12 al 23% ia en la actualidad) se debió íntegramente a la “dolarización alternativa” que tuvo lugar (turismo, bienes durables, autos importados de alta gama, etc) y que provocó el drenaje de reservas: **si la compra de divisas hubiera sido la misma que en 2012, el ritmo de crecimiento de la base monetaria sería 19 pp mayor**. De hecho, el financiamiento al sector público demandó la emisión de **\$ 36.600 millones adi-**



Fuente: LCG en base Min. Agricultura





**cionales** respecto de igual período del año pasado (+165% ia).

**La desaceleración del gasto requiere, de forma inevitable, un reajuste tarifario de magnitud para poder anclar nominalmente el gasto en subsidios;** reforma que el Gobierno ya intentó llevar a cabo en dos ocasiones (jul-08 y fines de 2011) y se vio obligado a dar marcha atrás. Y en este sentido, **ningún anuncio explícito se ha hecho con respecto a la política tarifaria ni a la lucha contra la inflación** (más allá de la implementación de nuevos acuerdos de precios).

En el corto plazo, una suba tarifaria significativa pondría más presión sobre los precios domésticos<sup>6</sup>, lo que, sumado a un contexto de mayor depreciación del tipo de cambio oficial y creciente atomización del frente gremial, **representaría un obstáculo no menor para que el Gobierno pueda coordinar exitosamente una pauta salarial “moderada”**.

En resumen, **para que esta estrategia gradualista tenga alguna chance de funcionar** (esto es, crecimiento nulo, inflación en torno al 27%, reducción de la brecha cambiaria y estabilización de las reservas en 2014), **se requiere una coordinación de la política económica que el kirchnerismo sistemáticamente se negó a implementar**. Y las posiciones adoptadas en el pasado reciente por Kicillof generan dudas con respecto a su visión del fenómeno inflacionario y las herramientas de política económica necesarias para combatirlo. El hecho de que el margen de maniobra sea hoy mucho más acotado que en el pasado, la ida de Moreno, y el peso preponderante de una figura como la de Capitanich con espalda suficiente para administrar políticamente las medidas antipáticas a implementar, repre-

---

<sup>6</sup> Duplicar las tarifas de gas, electricidad, colectivos y trenes tiene un impacto directo de 4 pp sobre los precios minoristas.

sentan algunas señales favorables de que quizás esta vez el diseño de la política económica será distinto. **Nada garantiza que ello vaya a ocurrir.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.