

# Alquiler de dólares, atraso cambiario y recesión

## Informe Mensual Febrero

Viernes 13 de febrero de 2015

**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

Al iniciarse el 2015, se esperaba que el principal foco de tensión estuviera puesto en el devenir de la economía: con la sorpresiva muerte del fiscal Nisman la agenda de discusión se focalizó de forma excluyente en el frente político. Aun cuando todavía resulta muy prematuro para poder medir el impacto de la ola expansiva del episodio sobre la contienda electoral, no se debe soslayar la magnitud de los desafíos que enfrenta la economía.

El frente externo se presenta particularmente desafiante como consecuencia de los mayores vencimientos de la deuda pública (la amortización completa del Boden 15 en octubre por US\$ 6.200 M) y el cambio del contexto internacional. Esto último tiene un doble impacto sobre la economía: no sólo por la caída de los precios de los *commodities* sino también por la pérdida de competitividad que implica la revaluación de la moneda con la cual está atada el Peso (el Dólar) y la desvalorización de las monedas de nuestros socios comerciales (Brasil, Europa, etc).

De acuerdo a nuestras proyecciones, esperamos una reducción de US\$ 4.800 M en la balanza comercial en 2015. En un principio, la gran incógnita del 2015 era si el Gobierno, una vez expirada la mentada cláusula RUFO, iba finalmente a sentarse a negociar un acuerdo con los *holdouts*. Aun cuando resultó un rotundo fracaso, con la emisión y el canje realizado en diciembre pasado el Gobierno dejó en claro que estaba dispuesto a arriar la bandera del “desendeudamiento” y emitir nueva deuda convalidando una tasa de interés de mercado con tal de obtener los dólares necesarios para llegar a diciembre sin pasar sofocones cambiarios.

Por lo pronto, el Gobierno avanzó en el “alquiler” de dólares para tonificar artificialmente las reservas: entre el swap con China, el financiamiento del Banco de Francia y los atrasos

en los pagos de deuda reestructurada, el maquillaje asciende a US\$ 5.400 M (monto al cual debe adicionarse la deuda por unos US\$ 4.500 M generada con los importadores en 2014). Aun siendo relativamente optimistas con los supuestos, si el Gobierno quiere terminar el año con reservas brutas en US\$ 27.300 M (el mínimo valor de 2014), deberá canjear completamente el Boden 15 y conseguir fondos frescos en el mercado por US\$ 5.000 M adicionales.

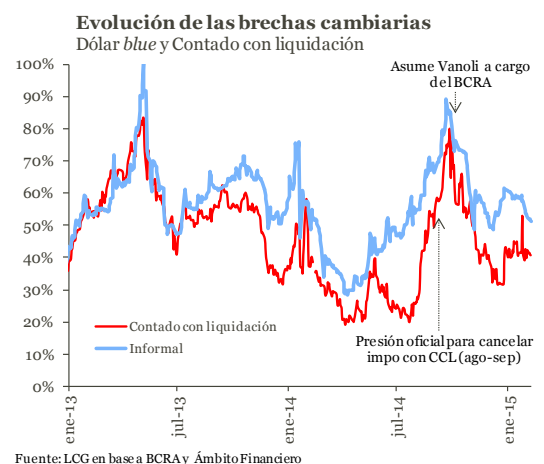
La principal apuesta económica del Gobierno para este año es profundizar el atraso cambiario para quitarle presión al frente inflacionario y tratar de dinamizar el consumo privado vía una suba del salario en dólares. De forma paralela, seguirá utilizando el gasto público para ponerle un piso a la actividad económica. Más allá del obvio atractivo político que tiene para el kirchnerismo profundizar el atraso cambiario (complicando el inicio de la próxima gestión), existen diversos riesgos que deberá afrontar este año: mayor demanda de importaciones, deterioro de la producción de las economías regionales, más dificultades para las empresas exportadoras, incentivo a la retención de la cosecha y demora en el ingreso de capitales desde el exterior. Por todas estas razones, que hacen del atraso cambiario un lastre para la actividad económica, es que creemos que la economía no podrá retomar el sendero del crecimiento económico en 2015.

## El cierre del 2014

**Los vaivenes cambiarios fueron el aspecto distintivo de la economía argentina en el 2014:** después del salto devaluatorio de enero que impactó sobre la dinámica de los precios domésticos, se pasó a una *pax cambiaria* que duró hasta el desencadenamiento del default a principios de agosto. Luego, los desatinos del Gobierno (presiones a las empresas importadoras para que se hicieran de los dólares en el Contado con Liquidación (CCL), baja de las tasas de las LE-BAC, sanción de las leyes de Abastecimiento y de Pago Soberano, etc) volvieron a poner presión sobre el frente cambiario y llevaron la brecha cambiaria al 90%.

**La situación sólo pudo calmarse luego de la llegada de Vanoli al Banco Central, debido a algunos giros que dio el Gobierno,** como la suba de las tasas de interés, emisión de deuda *dollar-linked*, se dejó de presionar a las empresas para que acudieran al CCL, etc. **A esto se sumó la activación de distintos mecanismos para “alquilar” divisas y tonificar las alicaídas reservas del BCRA:** *swap* cambiario con el Banco de China, reactivación del financiamiento proveniente del Banco de Francia, licitación de espectro para 3G y 4G, acuerdo con las exportadoras para que adelanten las liquidaciones. **El efecto fue inmediato: se desplomó el dólar blue** (al igual que la brecha cambiaria) y las expectativas de devaluación a un año se pincharon.

**El “alquiler” de dólares, más las divisas “retenidas” por los atrasos en la deuda reestructurada** (consecuencia del fallo de Griesa y, posteriormente, de la sanción de la Ley de Pago Soberano), **permitieron mostrar un mayor nivel de reservas en el Banco Central:** después de tocar un mínimo de US\$ 27.300 M a mediados de oct-14, cerraron el año por encima de los US\$ 31.400 M. Obviamente, **esta recomposición en el nivel de reservas es en**



su mayor parte un maquillaje contable que sólo permite dilatar en el tiempo el impacto derivado del desequilibrio de las cuentas externas. De hecho, cuando se restan los US\$ 2.322 M provenientes del swap cambiario con China a fines de 2014, US\$ 1.300 M de atrasos en los pagos de deuda reestructurada y US\$ 1.000 M de financiamiento de corto plazo proveniente del Banco de Francia (y otras operaciones de países), se observa que el “verdadero” nivel de reservas existentes al 31/12/2014 era de US\$ 26.825 (US\$ 4.618 M menos que el stock informado)<sup>1</sup>. Más allá de que se trata de un maquillaje contable, fue suficiente para revertir las expectativas del sector cambiario con respecto a la devaluación de corto plazo.

### "Maquillaje" de las reservas internacionales

En millones de US\$

1. Stock de Reservas Internac. al 31-Dic-2014	31.443
2. "Alquiler" de reservas	4.618
Swap con China	2.322
Atrasos de pagos de la deuda canjeada	1.296
Banco de Francia/ Otros	1.000
3. Stock genuino de Reservas Internac. (1-2)	26.825

Fuente: LCG en base a BCRA

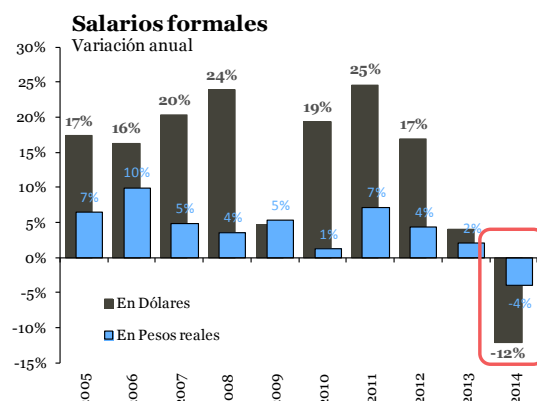
El “ajuste desbalanceado” implementado por el Gobierno en 2014, que combinó devaluación, caída del salario real y suba de las tasas de interés nominales, pero sin la implementación de un plan antiinflacionario y con una fuerte aceleración en el ritmo de crecimiento del gasto público, impactó directamente sobre la dinámica de la actividad económica y, en particular, sobre la del consumo privado.

<sup>1</sup> Y si se excluyen los US\$ 8.500 M de encajes en dólares (que se computan como Reservas Internacionales pero que el BCRA no puede utilizar porque respaldan los depósitos en dólares en el sistema financiero), el stock de reservas al 31/12 se reduce a US\$ 18.371 M. Durante 2014, los encajes en dólares se redujeron US\$ 2.300 M.

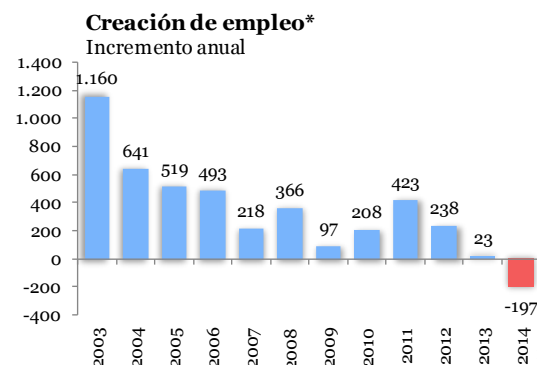
De acuerdo a nuestras estimaciones, el PBI registró una caída del 2,4% en 2014<sup>2</sup>. Así, en los tres años del segundo mandato de CFK la economía acumula un crecimiento nulo. Pese a que la caída se profundizó en el 2T y 3T-14 (promediando una contracción del 2,9% ia en dicho semestre), en el último trimestre del año pasado se observó una moderación en el ritmo de contracción interanual y algunos indicadores sectoriales parecen mostrar que lentamente se está encontrando el piso.

Hacia el interior del consumo, se observaron comportamientos muy heterogéneos. Como era de esperar, el consumo de bienes durables fue el más afectado por la devaluación, la caída de los salarios (especialmente medidos en dólares), la incipiente destrucción de empleo y la contracción crediticia. La dinámica de los salarios es muy ilustrativa al respecto, ya que en términos reales experimentaron la primera caída anual de todo el ciclo kirchnerista (-4%), que se amplifica al 12% cuando se mide el salario en dólares<sup>3</sup>. Esta situación contrasta con lo sucedido en el trienio 2010-12, cuando producto de la cuasi fijación del tipo de cambio los salarios formales en dólares promediaron un incremento del 20% anual (nada menos que 74% acumulado en apenas tres años). En el mismo sentido, el empleo también actuó como lastre del consumo: después de un 2013 prácticamente estancado en materia de empleo, los datos del INDEC reconocen que en 2014 se destruyeron 197.000 empleos<sup>4</sup> (por primera vez en el período kirchnerista).

El sector automotriz sufrió una tormenta perfecta en 2014 que culminó con una caída del 36% en las



Fuente: LCG en base a SIPA y estimaciones propias



Fuente: LCG en base a INDEC

\* Datos extrapolados al total de la población.

\*\* A partir 2014 se incorporan las tasas derivadas de la muestra de la EPH en base a ICN 2010. El dato al 3T-14 (último disponible).

<sup>2</sup> Esta variación contrasta con la informada por el INDEC, que de acuerdo al EMAE se mantuvo estancada en 11M-14.

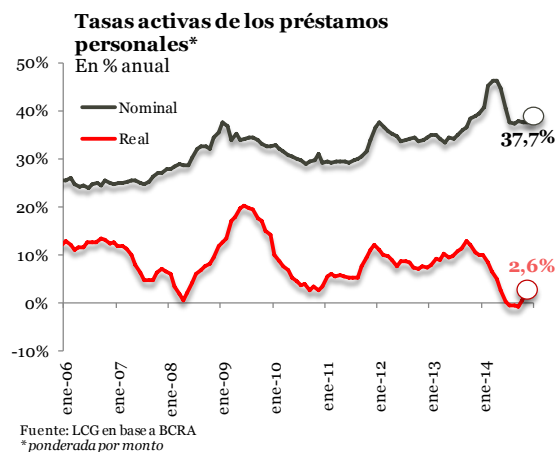
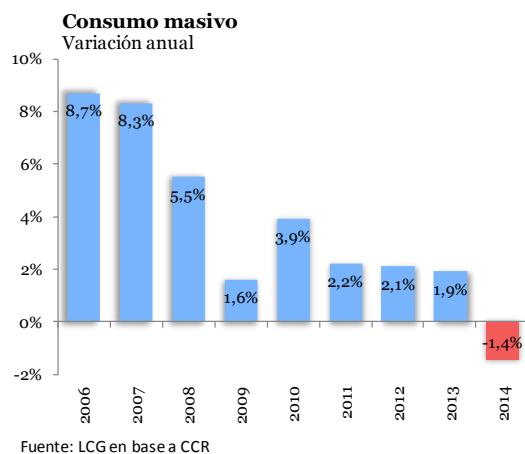
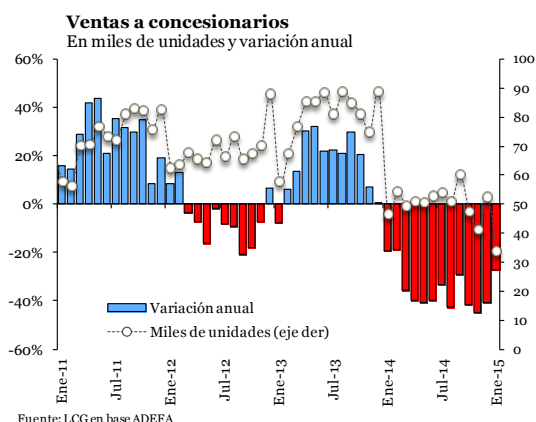
<sup>3</sup> De forma similar, la jubilación mínima cayó 5% real en 2014.

<sup>4</sup> Se toma el último dato disponible (3T-14).

**ventas de autos a los concesionarios**<sup>5</sup>. Al impacto de la devaluación sobre los precios y los salarios, se sumó el salto discreto en las alícuotas de impuestos internos para los autos de alta gama por la escasez de reservas, la suba pronunciada en los precios de los combustibles y el desplome del crédito prendario, que cerró el 2014 con una caída en términos reales del 22% ia. Las ventas mensuales siguen sin repuntar (-27% ia en ene-15) y el ritmo de caída interanual sólo se moderará debido a la base de comparación que implica el 2014. Por su parte, **las ventas de electrodomésticos que releva CAME registraron una contracción del 7% en 2014**, aunque en el último bimestre de 2014 se observaron algunas señales positivas: promediaron una suba del 4,5% ia.

**Si bien el consumo masivo también sufrió el contexto, la fluctuación fue mucho más moderada: de acuerdo a CCR el año pasado fue la primera caída desde 2002 (-1,4%),** contrastando con la suba promedio del 3,3% anual que tuvo lugar durante la primera presidencia de CFK. De hecho, **otros indicadores referidos al consumo masivo muestran caídas aún más pronunciadas en 2014:** las ventas en shoppings que informa el INDEC (deflactadas por nuestro indicador de precios) se contrajeron 2,7%, a la vez que las ventas minoristas relevadas por CAME cayeron 5,3%<sup>6</sup>.

**El deterioro de las expectativas económicas** (afectadas por la devaluación, incertidumbre cambiaria, incipientes problemas del mercado laboral, caída del salario real, etc) **y, en menor medida, la suba en las tasas de interés nominales pegaron de lleno la dinámica del crédito al consumo:** cerraron el 2014 con una caída del 5% ia en



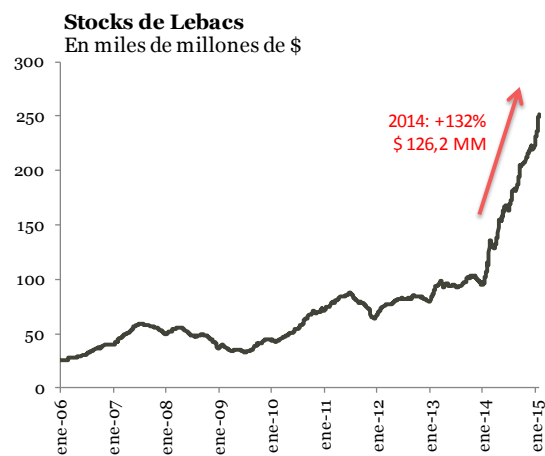
<sup>5</sup> Tomando el dato de patentamientos, la caída acumulada en 2014 fue del 29%.

<sup>6</sup> En el mismo sentido, el consumo de gasoil se redujo 3,4% en 2014 (el de nafta se mantuvo prácticamente estancado), el número de pasajeros en subtes y transporte automotor cayó 4,3% y el uso de peajes se contrajo 1,7%.

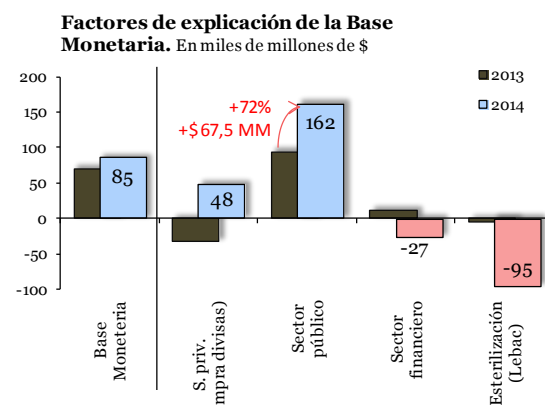
términos reales, siendo prácticamente la primera caída de toda la gestión K7. Es importante destacar que la incidencia de la suba de las tasas de interés fue menor: de hecho, en términos reales la tasa de interés promedio de los préstamos personales se redujo como consecuencia de la aceleración inflacionaria.

**El parate crediticio fue clave para sostener la estrategia muy expansiva del Gobierno en materia fiscal pero sin poner presión adicional en el frente monetario.** El mayor crecimiento de los depósitos en relación al registrado por los préstamos al sector privado (28,8% ia vs 20,3% ia, respectivamente) generó un colchón de liquidez en el sistema bancario que permitió absorber el fenomenal crecimiento de \$ 126,2 mil millones (MM) en el stock de LEBAC del Banco Central (+132% ia).

Así, se dio la paradoja de que a pesar del incremento del 72% en la emisión realizada por el BCRA para asistir al Tesoro en 2014 (totalizó \$ 162 MM, 3,6% del PBI), la base monetaria mostró un crecimiento del 22,6% ia en dic-14 (0,7 pp por debajo del dinamismo de cierre del 2013). Esta evolución sólo fue posible por el efecto contractivo de las LEBAC sobre la base monetaria, que totalizó \$ 95 MM en 2014 (contrastando con el impacto monetario prácticamente neutro de 2013). Obviamente, **el aumento en la tasa de interés y en el stock de las LEBAC impacta directamente sobre el balance cuasifiscal del BCRA:** el monto pagado por intereses fue de aproximadamente \$ 43.500 M, prácticamente triplicando los intereses pagados en 2013. Además, **cuanto mayor es el stock y más elevada la tasa, menor es el “efecto esterilizador neto” de la emisión de LEBAC sobre la base monetaria.**



Fuente: LCG en base a BCRA

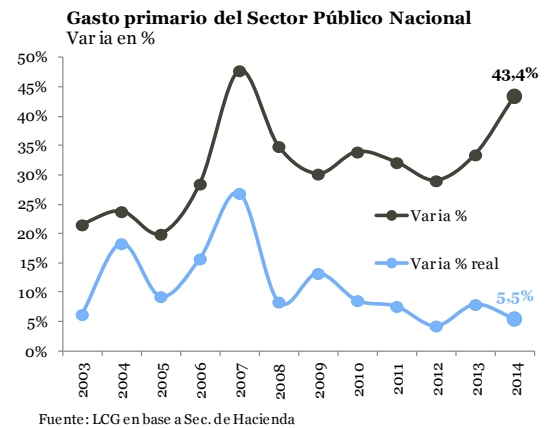


Fuente: LCG en base a BCRA

<sup>7</sup> Sólo en el 2S-09 el crédito al consumo se contrajo en términos reales como consecuencia de la crisis financiera internacional, y la caída promedio fue mucho más acotada (-1,6% ia).



**En materia fiscal, el Gobierno hizo caso omiso a la falta de financiamiento:** creció **43,4%** en 2014 (10 pp por encima del registro del año previo), equivalente a una expansión del **5,5% en términos reales**. Cabe destacar que esta aceleración se produjo a pesar de que algunos componentes relevantes como Jubilaciones (34% del total del gasto primario), Obra Pública Nacional (5% del total) y Transferencias discrecionales a provincias (5% del total) crecieron por debajo de la dinámica inflacionaria (34%, 32% y 32% ia, respectivamente). **La dinámica del gasto primario se explica esencialmente por el elevado crecimiento que mostró el rubro de Subsidios y otras transferencias al Sector Privado (+57% ia, 23,5% del total del gasto primario)**. Como adelantamos desde un principio, sobre este rubro impactó mucho más el salto devaluatorio (por el alto componente importado) que la progresiva reducción de subsidios en agua y gas, y la recomposición tarifaria en el caso de las tarifas del transporte público (colectivos, trenes).



## El mundo te da, el mundo te quita

Luego de la recesión que golpeó a la economía el año pasado, **el 2015 se presenta particularmente desafiante en términos cambiarios por dos razones: los mayores vencimientos de deuda pública en dólares y el cambio del contexto económico mundial.**

**Los vencimientos netos de deuda pública en dólares totalizan US\$ 9.600 M<sup>8</sup>** (casi triplicando el monto del año pasado), **debido a la amortización completa del Borden 15 por unos US\$ 6.200 que tendrá lugar a principios de octubre.** Si bien en términos del producto la

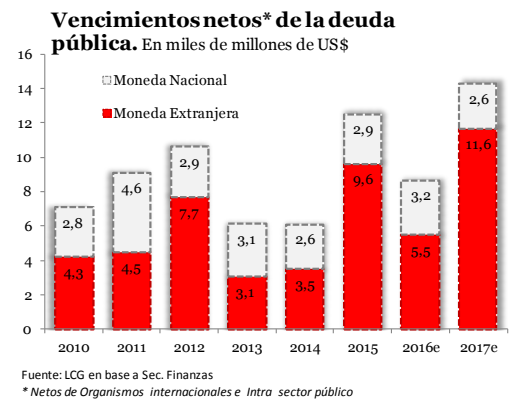
<sup>8</sup> Netos de deuda intra sector público y con Organismos Multilaterales (Banco Mundial, BID, CAF, etc).

magnitud de vencimientos netos luce absolutamente manejable (representan 1,7% del PBI), dado el escenario existente de escasez de divisas el Gobierno no cuenta con margen de maniobra para afrontar dicho vencimiento utilizando reservas sin verse obligado endurecer aún más los controles a las importaciones (lo que profundizaría el impacto sobre la actividad económica). **Más allá del fracaso del canje propuesto por el Gobierno en diciembre pasado** (explicado mucho más por los errores de diseño que por la falta de apetito de los mercados por deuda argentina<sup>9</sup>), **entendemos que inevitablemente el Gobierno ensayará otra propuesta de canje para no presionar sobre las reservas internacionales** (de hecho, en las últimas semanas circularon rumores con respecto a una nueva colocación).

**El cambio de contexto internacional significa una “doble nelson” sobre el frente externo del país:** no sólo por la caída en los precios internacionales de los *commodities*, sino también por la pérdida de competitividad que implica la revaluación de la moneda con la cual está atada el Peso (el Dólar) y la desvalorización de las monedas de nuestros socios comerciales (Brasil, Europa, etc). De la misma forma que en el pasado la Argentina se ha beneficiado con la debilidad del dólar, la fortaleza del Real y los altos precios de los *commodities*, ahora se ve perjudicado por el cambio del contexto mundial.

El buen desempeño de la economía norteamericana y el descenso sostenido en la tasa de desempleo llevaron a la Reserva Federal a culminar con el programa de estímulo monetario (*Quantitative Easing 3*) en octubre pasado y se espera en el futuro mediato el inicio de un ciclo alcista en las tasas de referencia de la FED. Como consecuencia de ello, el dólar ha iniciado un acelerado proceso de fortalecimiento: **el Tipo de**

<sup>9</sup> Un claro ejemplo en este sentido es la reciente operación realizada por la CABA, que colocó –en el exterior– US\$ 500 M a 6 años a una tasa del 8,95%.



## Cambio Real Multilateral del dólar se ha apreciado 8% desde jul-14.

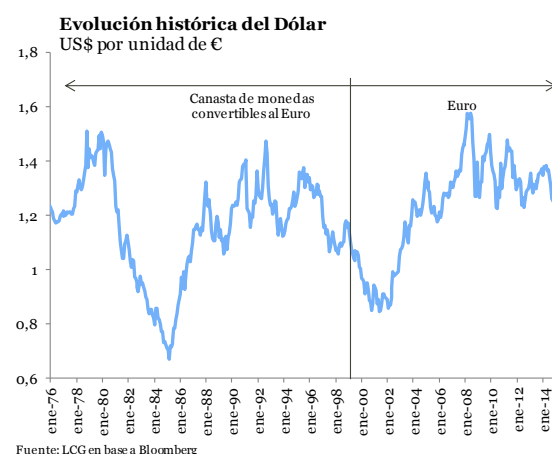
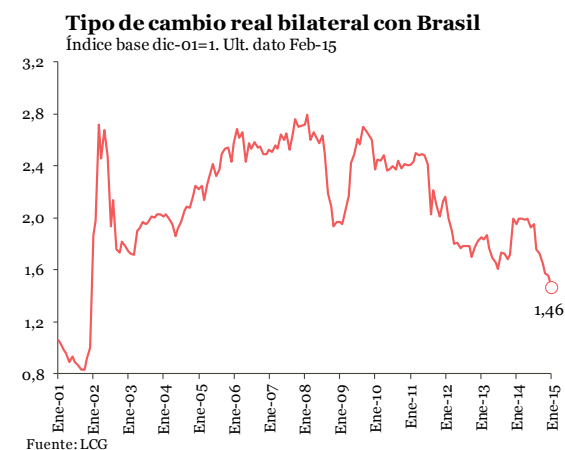
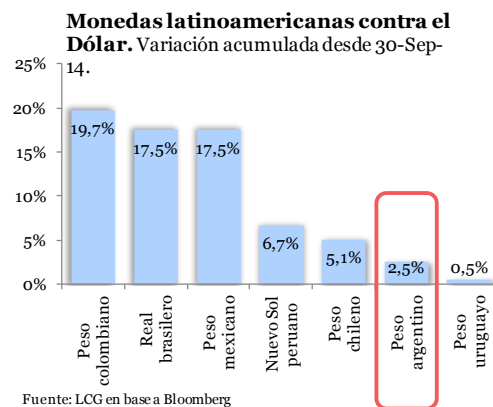
Obviamente, el proceso de revalorización del Dólar ha provocado **la depreciación de las monedas en el resto de los países de la región**. Desde la perspectiva argentina, **este panorama resulta particularmente preocupante en el caso de Brasil**, principal socio comercial que concentra el 21% del comercio exterior argentino: no sólo por la acelerada caída en el valor del Real, sino porque se trata de una economía que está en recesión (creció apenas 0,1% en 2014) a pesar de la recomposición de la competitividad que tuvo lugar en los últimos años<sup>10</sup>. **La desvalorización reciente del Real** (el tipo de cambio bordea R\$/US\$ 2,90) **impactó sobre el Tipo de Cambio Real bilateral con Brasil**, que se apreció 27% contra ene-14 y se encuentra apenas 46% por encima del valor de dic-01 (el mínimo valor desde la Convertibilidad).

En paralelo al fortalecimiento del dólar, la asincronía del ciclo monetario en Europa (que finalmente terminó por implementar su propio programa de flexibilización cuantitativa), la incertidumbre asociada con la situación en Grecia luego del triunfo de Syriza y la chance cierta de que la agrupación Podemos llegue al gobierno en España, auguran **una mayor debilidad del Euro en el futuro mediano que puede profundizar el proceso de revalorización del dólar**. Por lo pronto, la relación entre el Dólar y el Euro se derrumbó un 17% desde julio pasado y se encuentra en el valor mínimo de los últimos 11 años<sup>11</sup>.

**Si a este contexto sumamos la desaceleración de la economía china** (principal país demandante de *commodities*, cuyo crecimiento económico en 2014 -7,4%- fue el más

<sup>10</sup> El TCR Multilateral brasileño acumula una depreciación del 28% contra el mínimo de jul-11 (y se ubica 34% por encima del valor de dic-98, previo al fin del Plan Real).

<sup>11</sup> Contra el máximo de abr-08, la caída acumulada es del 29%.



bajo desde 1990), era de esperar el derrumbe en el precio de los *commodities*: la soja acumula una baja del 37% con respecto al máximo previo de abr-14 y el precio del petróleo se redujo a la mitad con respecto al existente en jul-14.

Para una economía ávida de dólares y con creciente atraso cambiario, el nuevo contexto económico mundial representa una pésima noticia. Por lo pronto, la caída en los precios de los *commodities* implica un menor ingreso de divisas por US\$ 3.400 M de los principales cultivos<sup>12</sup>. Si a ello agregamos el efecto de la caída del precio del petróleo sobre las exportaciones energéticas y la menor demanda brasileña de manufacturas industriales (por recesión y devaluación del Real), para el 2015 proyectamos una caída del 9% para el total de las exportaciones.

#### Estimación Campaña 2014/2015

	Producción*		Precio		Exportaciones		
	Mill. Tns		US\$/ Tn		US\$ M		
	2014	2015	2014**	2015***	2014	2015	Varia
Complejo Sojero					18.801	15.530	-3.271
Soja	54,0	56,0	497	360	3.762	2.792	-970
Aceite					3.405	3.040	-365
Pellets					11.635	9.698	-1.936
Maíz	25,0	23,5	164	155	3.508	2.598	-910
Trigo	10,7	12,5	218	200	604	1.388	784
<b>TOTAL</b>	<b>89,7</b>	<b>92,0</b>			<b>22.913</b>	<b>19.516</b>	<b>-3.397</b>

Fuente: LCG en base a USDA y BCR.

\* Últimas proyecciones de USDA.

\*\* Precio promedio ponderado por cantidades exportadas en el año calendario 2014.

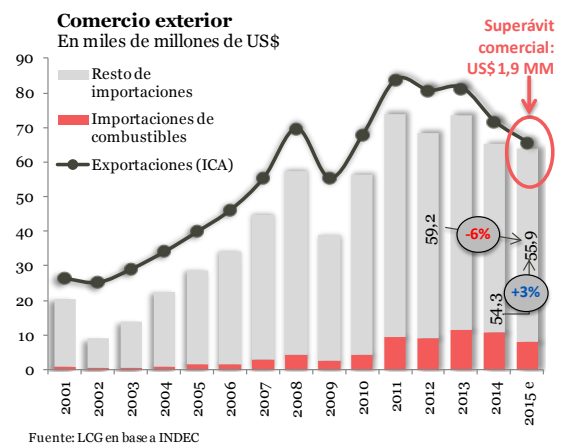
\*\*\* Precio futuro de las posiciones de Mar-15 y May-15.

Contrariamente a la estrategia adoptada en los últimos días por el Banco Central, si el Gobierno pretende al menos moderar el ritmo de caída inevitablemente deberá relajar parcialmente las trabas so-

<sup>12</sup> La pérdida derivada de la caída en los precios de los *commodities* se moderó como consecuencia de la corrección al alza de las proyecciones de la cosecha (la USDA elevó la cosecha de soja de 54 a 56 M de toneladas).

bre las importaciones (que en 2014 se contrajeron 11%). ¿Cuál es el margen disponible? Por lo pronto, la caída en el precio del petróleo alivia las importaciones energéticas: asumiendo un precio de US\$ 55 para el barril de petróleo, el ahorro bruto es equivalente a US\$ 2.700 M<sup>13</sup>. De esta forma, asumiendo un incremento del 2,8% en las importaciones no energéticas<sup>14</sup> el resultado comercial del ICA totalizaría US\$ 1.900 M en 2015<sup>15</sup>, US\$ 4.800 M menos que el año pasado.

¿Cómo hará el Gobierno para conseguir los dólares necesarios? En un principio, la gran incógnita del 2015 era si el Gobierno, una vez expirada la mentada cláusula *RUF0*, iba finalmente a sentarse a negociar un acuerdo con los *holdouts*. Aun cuando resultó un rotundo fracaso, con la emisión de Bonar 24 y el canje del Boden 15 realizado en diciembre pasado el Gobierno dejó en claro que estaba dispuesto a arriar la bandera del “desendeudamiento” y emitir nueva deuda convalidando una tasa de interés prácticamente de mercado (9,6%) con tal de obtener los dólares necesarios para llegar a diciembre sin pasar sofocones cambiarios. Así, y como habíamos adelantado desde un principio, todo indica que el problema de los *holdouts* será una herencia que deberá afrontar el próximo presidente dado que el kichnerismo recurrirá al mercado para conseguir los dólares faltantes.



<sup>13</sup> En términos netos, estimamos que un barril de petróleo en US\$ 55 implica una disminución del déficit comercial energético por US\$ 1.400 M. Así, para 2015 estimamos un déficit de la balanza energética (ICA) de US\$ 5.100 M.

<sup>14</sup> El monto total de las importaciones no energéticas totalizaría US\$ 55.900 M, 6% por debajo de lo importado en 2012 (primer año de vigencia plena del cepo cambiario). En nuestro escenario proyectado para 2015, las importaciones totales se contraen 2%.

<sup>15</sup> Tomando los datos de exportaciones de la Base Usuaría (BU), el resultado comercial proyectado para 2015 es deficitario en US\$ 2.800 M. Como mencionamos reiteradamente en nuestro Informe Quincenal, se mantienen las diferencias en las exportaciones que informa el INDEC a través del ICA y de la Base Usuaría: así, el superávit comercial ICA en 2014 fue de US\$ 6.700 M, que se reduce a US\$ 1.700 M según la BU (US\$ 5.000 M de diferencia, la misma que se observó en 2013).

¿Cuál es el monto de dólares que necesita el Gobierno para pasar el 2015? Por lo pronto, **las reservas “netas” con las que cuenta actualmente el BCRA totalizan US\$ 25.900 M** (US\$ 31.200 M de reservas brutas, menos US\$ 3.100 M del swap Chino, US\$ 1.000 M de financiamiento del Banco de Francia y otros, y US\$ 1.300 M de atraso en el pago de deuda reestructurada). Y debe recordarse que el año pasado **se generó una deuda con importadores por un monto estimado de US\$ 4.500<sup>16</sup>**, no exigible a corto plazo pero que deberá cancelarse en el futuro mediato: **así, las reservas “netísimas” se reducen hoy a US\$ 21.400 M.**

**Siendo optimistas y asumiendo que el Gobierno logra canjear el 100% de la amortización completa del Boden 15**, el swap chino totaliza US\$ 4.000 M hacia dic-15, se mantiene pendiente la deuda con los importadores por US\$ 4.500 M generada el año pasado, se siguen “ahorrando” los pagos de la deuda reestructurada (US\$ 1.500 M adicionales en 2015<sup>17</sup>), se mantiene el financiamiento del Banco de Francia y se limita a US\$ 1.000 M el giro de Utilidades al exterior, **el stock de reservas “brutas” finalizaría el año en apenas US\$ 22.300 M (y netas de los “alquileres” de dólares se reduciría a US\$ 14.500 M)**. Obviamente, este escenario difícilmente podría darse sin sufrir cimbronazos cambiarios.

Así, **tomando como “objetivo” de reservas brutas a fin de año el valor mínimo que mostraron en 2014** (US\$ 27.300 M a mediados de octubre), **el Gobierno debería, además de canjear el 100% de los US\$ 6.200 M de la amortización del Boden 15, conseguir fondos frescos US\$ 5.000 M adicionales en el mercado.** Da-

---

<sup>16</sup> Esta deuda infló artificialmente el superávit cambiario de mercancías que informa el BCRA, que totalizó US\$ 9.000 M en 2014.

<sup>17</sup> Sobre este total habría que descontar US\$ 226 M, a partir del reciente fallo de la justicia británica que destraba el pago de los servicios deuda bajo legislación UK que había bloqueado Griesa.

do el escenario de liquidez internacional se trata de una cifra absolutamente manejable, pero teniendo en cuenta el rotundo fracaso del canje y colocación intentados en diciembre pasado representan todo un desafío para el Gobierno.

### Principales fuentes y usos de las reservas internacionales

En millones de US\$

	2013	2014	2015 e
<b>1. Usos</b>	<b>20.039</b>	<b>19.395</b>	<b>23.825</b>
Vencimientos de deuda	9.670	9.019	14.055
Organismos Internacionales	2.719	2.335	2.283
Intra sector público	3.878	3.139	2.133
Club de París	0	667	800
Mercado (Sector privado)	3.073	2.878	8.839
Bza cambiaria servicios	9.403	5.812	5.370
Turismo	-8.708	-5.423	-5.120
Dolarización	-397	3.248	3.400
Utilidades y dividendos	1.363	1.316	1.000
<b>2. Fuentes de financiamiento</b>	<b>10.800</b>	<b>20.739</b>	<b>14.290</b>
Superávit cambiario mercancías	1.790	8.975	-770
Complejo sojero	18.839	18.801	15.530
Energía	-5.880	-6.490	-5.088
Resto*	-11.169	-3.336	-11.212
Inversión extranjera directa	2.413	1.672	1.200
"Alquiler" de reservas internacionales	0	4.618	3.182
Swap con China	0	2.322	1.678
Atrasos de pagos de la deuda canjeada	0	1.296	1.504
Banco de Francia/ Otros	0	1.000	0
Roll over Org. Internacionales	2.719	2.335	2.283
Roll over deuda intra sector público	3.878	3.139	2.133
Otras fuentes	-2.542	-501	400
¿Roll over 100% Boden 2015?	0	0	6.262
<b>3. Variación Reservas Internacionales (2-1)</b>	<b>-11.780</b>	<b>843</b>	<b>-9.135</b>
<b>Stock Reservas Internacionales Brutas</b>	<b>30.599</b>	<b>31.443</b>	<b>22.308</b>
En % PBI	4,9%	5,7%	4,0%
En meses de importaciones	5,0	5,8	4,2
TC Convertibilidad**	12,33	14,71	27,99
<b>Stock Reservas Internac. Netas de "Alquiler"</b>	<b>30.599</b>	<b>26.825</b>	<b>14.508</b>

Fuente: LCG

\* En 2014 incluye la deuda flotante con importadores por aproximadamente US\$ 4.500 M.

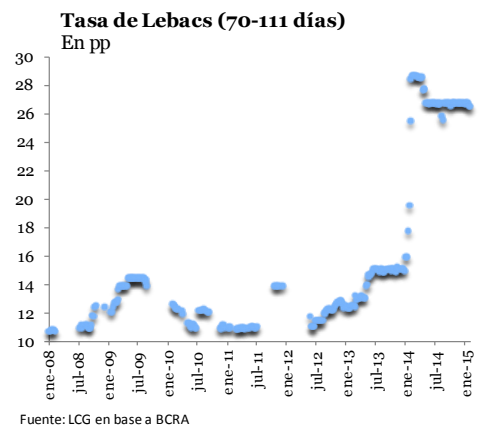
\*\* Base monetaria/ Reservas internacionales

## 2015: atraso cambiario, gasto público y recesión

Luego del “alquiler” de dólares para descomprimir el frente cambiario, la principal apuesta económica del Gobierno para este año es profundizar el atraso cambiario para quitarle presión al frente inflacionario y tratar de dinamizar el consumo privado vía una suba del salario en dólares. De forma paralela, seguirá utilizando el gasto público para ponerle un piso a la actividad económica y progresivamente tratará de ir disminuyendo la tasa de interés con el propósito de reactivar el crédito al sector privado<sup>18</sup>.

Aun cuando el objetivo principal del Gobierno es minimizar los riesgos de episodios de *stress* cambiario, se trata de una estrategia que no está exenta de costos. Si bien el atraso cambiario es una herramienta efectiva para quitarle impulso al frente inflacionario, sólo funciona en el corto plazo y tiene diversos riesgos asociados. Las “virtudes” del atraso cambiario en materia de contención inflacionaria están a la vista: desde octubre se observó una marcada desaceleración de la inflación, que en términos anualizados se redujo al 24%. Y para este año esperamos una inflación promedio del 28,5% y una depreciación (dic/dic) que como máximo será del 25% ia.

En un contexto de revalorización del dólar y devaluación del Real brasileño, esto complica aún más el problema de pérdida de competitividad que ya venía arrastrando la economía: el Tipo de Cambio Real Multi-



<sup>18</sup> Este proceso ya se inició en las últimas semanas: a mediados de enero el BCRA rebajó entre 8 y 15 puntos básicos (pb) la tasa de las LEBAC mayores a 120 días, y a fin de dicho mes redujo 30 pb la tasa de las letras menores a 120 días (que incluyen a las de 90 días que se utilizan para fijar las tasas de préstamos y depósitos).

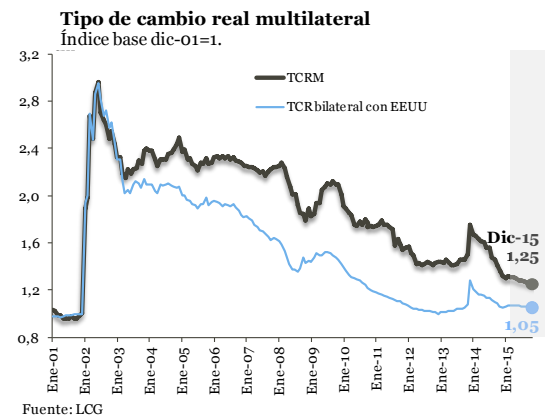


lateral (TCRM) se ubica actualmente en el mínimo valor de todo el período kirchnerista y siendo moderados con los supuestos terminaría el año apenas 25% por encima del piso de dic-01. Si se mira el TCR bilateral contra los EEUU, el 2015 cerraría prácticamente en los mismos niveles que al final de la Convertibilidad.

**Indudablemente, profundizar el atraso cambiario genera un importante atractivo político para el kirchnerismo: complicar los primeros días del próximo gobierno,** que iniciará su gestión con un nivel de TCRM muy difícil de sostener y deberá compatibilizar una corrección cambiaria con la implementación de un plan anti-inflacionario.

**El problema es que existen otros costos asociados al atraso cambiario que el kirchnerismo deberá afrontar este año.** Por lo pronto, la recomposición del salario en dólares impactará sobre las importaciones de bienes durables, lo que representa un factor adicional que presiona para la obtención de dólares. En segundo lugar, semejante nivel de atraso cambiario profundizará el impacto sobre la producción de las economías regionales, obligará a mantener los controles a las importaciones en los sectores “sensibles” intensivos en mano de obra (calzado, textil, juguetes, etc) y complicará aún más a las empresas exportadoras que sufren por la falta de crédito derivado del *default* y la incertidumbre macro.

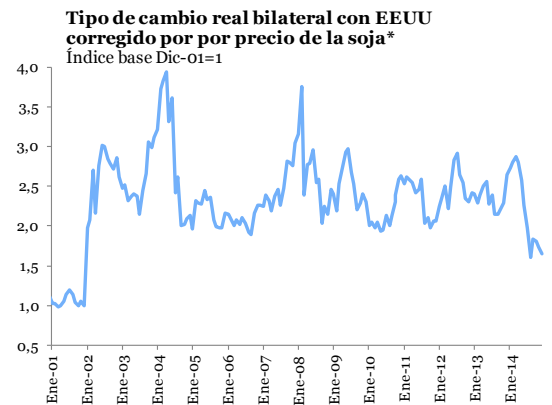
**Pero hay otro riesgo latente que el Gobierno no parece estar sopesando correctamente: el efecto combinado entre el atraso cambiario y la cercanía del recambio presidencial puede impactar sobre el ritmo de las liquidaciones del sector agropecuario.** Ante un escenario de precios internacionales que parecen haber recorrido todo el camino descendente, una vez liquidada la parte de la cosecha necesaria para cubrir los costos de la campaña existirán enormes incentivos a retener el máximo



tiempo posible el remanente de la cosecha. No sólo por la expectativa de corrección cambiaria derivada del recambio presidencial, sino también por la implementación de una eventual rebaja en las alícuotas de los derechos de exportación ante la baja de los precios internacionales. Si bien el TCR bilateral contra EEUU corregido por el precio de la soja (neto de retenciones) se encuentra todavía 66% por encima de 2001, en la actualidad muestra el valor mínimo desde dic-01. Teniendo en cuenta el angosto margen por el cual el Gobierno se mueve en materia de divisas, **una ralentización en el ritmo de liquidaciones podría complicar el frente cambiario durante los últimos meses del gobierno kirchnerista:** el año pasado el sector agropecuario liquidó exportaciones por un total de US\$ 24.000 M, de las cuales US\$ 6.500 M (27% del total) se liquidaron en el último cuatrimestre del año.

**Pero la profundización del atraso cambiario tiene otro efecto adicional que también complica el frente externo: al combinarse con una brecha cambiaria elevada, conspira contra el ingreso de capitales privados del exterior.** De forma similar a lo que ocurre con las liquidaciones agropecuarias, pese a la expectativa positiva que genera el recambio presidencial y el bajo precio de los activos, **la coyuntura cambiaria incentiva a postergar el ingreso de capitales a la espera de la “normalización cambiaria” que lleve a cabo el próximo gobierno.**

**Por todas estas razones, que hacen del atraso cambiario un lastre para la actividad económica, es que creemos que la economía no podrá retomar el crecimiento económico en 2015 y proyectamos una caída del 1,2%. Al igual que el año pasado, el Gobierno intentará utilizar a la política fiscal para ponerle un piso a la actividad. El problema es que el atraso cambiario también impactará sobre la disponibilidad de recur-**



Fuente: LCG en base a estimaciones propias y Bloomberg  
 \* Precio de la soja neto de retenciones.

**sos: el 20% del total de la recaudación depende directamente del comercio exterior**, por lo que en 2015 desacelerarán significativamente como consecuencia de la menor depreciación del tipo de cambio y de la caída de los precios de los *commodities*. Así, **estimamos un crecimiento de la recaudación del 28,7%, 8 pp por debajo del registrado el año pasado**. Y como los derechos de exportación son los más afectados<sup>19</sup>, **esto repercute directamente sobre los ingresos genuinos del Gobierno Nacional que crecerán 26,6%** (casi 10 pp por debajo del registro del año pasado).

**En el mismo sentido, la menor depreciación también impacta sobre los ingresos “extraordinarios” del Gobierno, que de duplicarse en 2014 crecerán sólo 19% en 2015**. En el caso del cuasifiscal esto se agrava por los mayores pagos de intereses que el Banco Central debe realizar por el aumento en el stock y en las tasas de LEBAC: **el resultado cuasifiscal a transferir totalizará \$ 92.100 M (+15%)**. Como resultado de ello, **los ingresos totales del Sector Público Nacional (genuinos + extraordinarios) crecerán sólo 25,7% en 2015, después de haber aumentado 42,5% en 2014 (-16,8 pp)**.

**El menor crecimiento de los ingresos limita el margen de maniobra en materia de gasto: aun asumiendo un incremento “moderado” del gasto primario del 32% nominal y del 2,8% en términos reales<sup>20</sup>** (que sería el más bajo de la gestión kichnerista), **el déficit pri-**

---

<sup>19</sup> En el caso del petróleo, además del efecto asociado a la caída en el precio y en las cantidades exportadas, se suma la pronunciada reducción en la alícuota del derecho de exportación (se redujo de un promedio de 43% en 2014 a 10% en la actualidad).

<sup>20</sup> La menor depreciación y la baja en el precio del petróleo alivia sensiblemente el gasto en subsidios, para el cual proyectamos un crecimiento del 16%. Por lo pronto, el 40% de los subsidios energéticos (que son casi el 70% del total de los subsidios) son importaciones de energía. Distintamente, la moratoria previsional implica una aceleración de 6 pp en el ritmo de crecimiento del gasto en jubilaciones.

mario representaría nada menos que 4,8% del PBI (\$ 258 MM).

## Sector Público Nacional

En millones de \$

	Millones de \$			Varia		
	2013	2014	2015 e	2013	2014	2015 e
<b>INGRESOS TOTALES</b>	717.898	1.023.219	1.285.989	30,4%	42,5%	25,7%
GENUINOS	660.090	904.356	1.144.675	26,1%	37,0%	26,6%
EXTRAORDINARIOS	57.808	118.863	141.314	114,6%	105,6%	18,9%
Cuasifiscal BCRA	34.881	79.840	92.145	267,7%	128,9%	15,4%
Rentas ANSES	22.927	39.023	49.169	31,4%	70,2%	26,0%
<b>GASTO PRIMARIO</b>	740.382	1.061.781	1.403.040	33,5%	43,4%	32,1%
AUTOMÁTICO	480.059	656.575	902.780	32,4%	36,8%	37,5%
DISCRECIONAL	260.323	405.206	500.259	35,5%	55,7%	23,5%
<b>RESULTADO PRIMARIO</b>	-22.484	-38.562	-117.051	413,9%	71,5%	203,5%
Intereses	41.998	71.158	81.801	-18,0%	69,4%	15,0%
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	-64.482	-109.720	-198.852	16,0%	70,2%	81,2%
<b>RDO. PRIM. S/ EXTRAORD.</b>	-80.292	-157.425	-258.365	156,5%	96,1%	64,1%

Fuente: LCG en base a Sec. Hacienda y estimaciones propias

Como ha venido sucediendo en los últimos años, **el Gobierno no tendrá otra alternativa que financiar el mayor agujero fiscal vía emisión monetaria.** Esto plantea un doble desafío: financiero y monetario. En primer lugar, **los topes contemplados en materia de asistencia financiera al Tesoro por parte del BCRA resultan insuficientes:** con nuestra estimación de resultado cuasifiscal (\$ 92,1 MM) y utilización a tope del margen por adelantos transitorios (\$ 75,5 MM), **quedaría un saldo a financiar por \$ 77 MM.** Para ello, el Gobierno puede optar por conseguir dichos fondos emitiendo deuda en pesos o bien modificar la Carta Orgánica del Banco Central (como sucedió en 2012).

**Si como escenario de máxima se asume el segundo escenario, el impacto sobre el frente monetario sería significativo:** dado el achicamiento de la brecha de crecimiento entre los depósitos y los préstamos del sector privado que proyectamos para 2015<sup>21</sup> (28% vs 27%), el margen de absorción de LEBAC de los bancos se reduciría sensiblemente y sólo alcanzaría absorber base monetaria por \$ 50 MM (la

<sup>21</sup> Esperamos que los depósitos crezcan 28% ia en 2015 y los préstamos se aceleren a 27% ia.

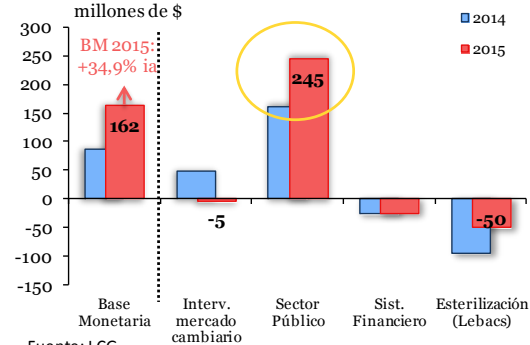
## Programa financiero en \$

Estimación 2015

	2015	
	\$M	% PBI
<b>Necesidades de financiamiento</b>	244.606	4,6%
Déficit Primario (sin incluir cuasifiscal)	209.196	3,9%
Asist. Financiera a Provincias (Def. Prim.)	7.500	0,1%
Vencimientos de deuda en \$ neto ISP	27.910	0,5%
<b>Fuentes de financiamiento (emisión)</b>	167.622	3,1%
Cuasifiscal	92.145	1,7%
Adelantos Transitorios BCRA (incremento)	75.477	1,4%
<b>Margen remanente a financiar</b>	76.984	1,4%

Fuente: LCG

## Factores de expansión de la base monetaria. Variación anual, en miles de millones de \$



Fuente: LCG

mitad que en 2014). **De ser el caso, la base monetaria cerraría el 2015 con un crecimiento del 35% ia.**

Obviamente, es de esperar que el Gobierno elija algún *mix* entre emisión monetaria y deuda, pero está administrando una frazada corta: la emisión de deuda en pesos resta liquidez a los bancos y disminuye su capacidad de absorción de LEBAC. **Si el Gobierno mantiene su política de reducción de tasas, el impacto monetario de la emisión para asistir al Tesoro asegura que se mantendrá elevada la brecha cambiaria.** El escenario alternativo, una desaceleración más pronunciada del ritmo de crecimiento del gasto público, no parece esperable en el último año de mandato del kirchnerismo.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.