

**INSTITUTO DE
INVESTIGACIÓN
EN CIENCIAS
ECONÓMICAS**

Director:

Juan Miguel Massot

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Investigadores:

Eloy Aguirre

Fernando Bava

Gustavo Martín

Maximiliano Ramírez

Jorge Viñas

**MARCELO TORCUATO
DE ALVEAR 1335
C1058AAU CIUDAD DE
BUENOS AIRES, ARGENTINA
TEL +5411-4811-1279
<http://eco.usal.edu.ar>**

INFORME ECONÓMICO MENSUAL IEM

19 DE FEBRERO DE 2014 – N° 113 AÑO 12

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ ENERO "BLUE": DEVALUACIÓN, FIN DE FIESTA Y... ¿"HARD LANDING"?	2
▪ CAMBIOS PARA CONTENER LA FUGA: ¿HACIA DÓNDE VAMOS?	8
▪ SECTOR AGRÍCOLA: UNA DEVALUACIÓN QUE MEJORA EL PANORAMA PARA 2014	11
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ ESCENARIO GLOBAL: TEMPORADA DE TORMENTAS	14
▪ LUEGO DEL "TAPERING", ¿EL DILUVIO?... MÁS BIEN LLOVIZNA	20
INDICADORES	24

La presente publicación es resultado del trabajo de los miembros del Programa de Investigación en Análisis y Prospectiva de la Economía Mundial y Argentina del IIE-USAL.

Las opiniones aquí expresadas no representan bajo ningún concepto una posición u opinión de la Facultad o de la Universidad y corresponden exclusivamente a sus autores. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación por el medio que fuere, sin previa autorización del Instituto de Investigación en Ciencias Económicas de la Universidad del Salvador. Se permite la mención de los artículos citando la fuente.

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- El gobierno inició la publicación de un nuevo Índice de Precios al Consumidor, de cobertura nacional. El indicador mostró para el mes de enero una inflación mensual de 3,7% (que equivale a 54,6% anualizado). Si bien es inferior a las estimaciones del sector privado, indica una inequívoca y preocupante aceleración de la inflación en Argentina.

LO IMPORTANTE

- En enero pasado el tipo de cambio registró una suba de 26,5% y las reservas internacionales del Banco Central (BCRA) registraron una caída de US\$ 2.851 M (-9,3%). La autoridad monetaria estabilizó el mercado estableciendo restricciones a las tenencias de dólares de las entidades financieras, junto a una contracción de la oferta monetaria que impulsó una suba de las tasas interbancarias de corto plazo al 30% anual.

LO QUE HAY QUE SABER

- Argentina comenzó el año con una crisis cambiaria y una crisis energética. Si bien el BCRA detuvo la caída de las reservas internacionales, la improvisación de las autoridades ha fortalecido las expectativas de inflación y recesión para el año 2014.
- La flexibilización parcial del “cepo” cambiario descomprimió expectativas y presión sobre la divisa norteamericana. La devaluación del tipo de cambio a \$8 por dólar, las nuevas normativas y los acuerdos con el sector exportador han tranquilizado al mercado cambiario y debilitado la presión sobre las reservas internacionales del BCRA.
- Las exportaciones provenientes de trigo, maíz, soja y sus subproductos representan el 33% del total exportado en Argentina. Las proyecciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA) de enero de 2014 indican que la cosecha 2013/14 de maíz, trigo y soja rondará los 91 millones de toneladas en Argentina y que la demanda internacional sostendría sus precios internacionales en 2014. En este contexto, la devaluación del peso mejoraría la rentabilidad del sector.
- La economía mundial ha tenido un comienzo de año agitado: el avance del *tapering* de la Fed, el impacto del frío polar en los datos de actividad de EE.UU., síntomas de desaceleración y problemas en el sistema financiero paralelo en China, y zozobras financieras y cambiarias en los países emergentes más vulnerables. Estos factores han introducido inestabilidad e incertidumbre en un escenario global que presentaba perspectivas positivas a fines de 2013. Por el momento, la calma parece haberse restablecido en los mercados financieros, pero los riesgos siguen latentes.
- Un reciente estudio del Banco Mundial advierte que en caso de un acomodamiento desordenado ante el retiro gradual de estímulo monetario extraordinario, las economías emergentes podrían sufrir de crisis bancarias o de balance de pagos. Para la Argentina, el riesgo de una crisis por este motivo específico sería circunstancialmente bajo.

LO QUE VIENE

- Negociaciones colectivas (paritarias) para acordar incrementos salariales. La conflictividad laboral, es ya visible, con pedidos generalizados de incrementos salariales -inicialmente entre 25% y 35%- superando a lo deseado por el gobierno, y con reticencia a aceptar negociaciones anuales.
- Efectos evidentes de la crisis de balanza de pagos de enero pasado: aceleración inflacionaria, actividad económica con síntomas recesivos, y dificultades para la obtención de financiamiento accesible para empresas privadas, familias, y varias administraciones provinciales.
- Eventuales definiciones sobre eliminación gradual de subsidios en las tarifas eléctricas para las familias residentes en los principales aglomerados urbanos.
- Incertidumbre sobre el futuro desempeño de países emergentes con problemas macroeconómicos (Turquía, India, Brasil, Indonesia y Sudáfrica) y crisis políticas severas (Venezuela y Ucrania).
- El próximo 11 de marzo Michelle Bachelet asume por segunda vez como Presidente de Chile, y anticipó el debate de proyectos de reformas drásticas del sistema educativo, del régimen impositivo y de la Constitución Nacional. Se observa cierta preocupación ante el probable aumento de la carga tributaria sobre las empresas, anunciado por Bachelet el año pasado.

PANORAMA DE ARGENTINA

ENERO “BLUE”: DEVALUACIÓN, FIN DE FIESTA Y... ¿“HARD LANDING”?

Héctor Rubini

Argentina comenzó el año con una crisis cambiaria y una crisis energética. Si bien el BCRA detuvo la caída de las reservas internacionales, la improvisación de las autoridades ha fortalecido las expectativas de inflación y recesión para el año 2014.

“...es muy riesgoso utilizar los tipos de cambio más que para un esfuerzo de consolidación muy transitorio e inicial. El tipo de cambio no puede cargar con gran parte o mucho del peso de la estabilización.

La política monetaria tampoco puede hacer todo el trabajo por sí sola.

La política fiscal y la competencia deben hacer una porción sustancial del trabajo”.

(Rudiger Dornbusch (2000)¹)

1. Devaluación y fin de fiesta

Enero trajo consigo la primera crisis cambiaria de la década. El Ministro de Economía Kicillof, renuente a moderar el expansionismo fiscal y monetario de 2012 y 2013², viajó en diciembre a China y en enero pasado contactó a funcionarios del Club de París para reabrir el acceso al financiamiento externo. Sin embargo, regresó de ambos viajes con las manos vacías y la huida de pesos a dólares se exacerbó con sucesivos **errores comunicacionales**: a) la desmentida de Kicillof al titular de la AFIP, Echegaray, sobre cambios en el impuesto a los Bienes Personales luego de un confuso incidente de este último en Río de Janeiro, b) la aparente intención de Kicillof de ordenar la importación de tomates en el mes de mayor oferta de ese alimento, y c) las restricciones a compras de bienes importados por Internet (22 y 23 de enero) y expresiones del Jefe de Gabinete contra los medios de prensa por difundir la cotización del “dólar blue”.

Entre el 21 y el 23 de enero el Banco Central (BCRA) perdió reservas internacionales por un total de US\$ 608 M, debiendo permitir un aumento del tipo de cambio oficial. Luego, el 24 de enero el Jefe de Gabinete Capitanich y el ministro Kicillof anunciaron la reducción del 35% al 20% del anticipo al Impuesto a las Ganancias que retiene el Estado sobre el precio de bienes importados. El BCRA igual debió convalidar una nueva suba del tipo de cambio oficial a \$8,02, perdiendo otros US\$ 202 M, mientras las casas de electrodomésticos aumentaron de inmediato los precios de sus productos entre un 20% y un 40%. A la posterior generalización de subas de precios y las desmentidas de Kicillof sobre la flexibilización del “cepo” en ese fin de semana, siguió el anuncio del lunes 27 de enero su liberación limitada, y sujeta a fuertes restricciones de la AFIP³. A pesar de la suba del tipo de cambio oficial, que superó los \$ 8 y del “dólar blue” que osciló en torno de los \$12, **entre el 27 y el 30 de enero el BCRA perdió US\$ 1.050 M, aumentando la velocidad de caída de reservas internacionales de US\$ 162 M diarios de la semana anterior, a US\$ 260 M.** De mantenerse invariable ese promedio diario de caída de reservas, el BCRA se encaminaba a quedar sin un solo dólar a más tardar a fin de junio. Ergo, **la perforación del piso psicológico de US\$ 15.000 M (que a dicho ritmo significaría la expectativa de pérdida total de reservas en 58 días hábiles) y el consiguiente estallido cambiario era un hecho factible a más tardar para la segunda quincena de abril.** En un escenario de desconfianza, demanda de dólares y retención de divisas de exportadoras de granos, el ministro Kicillof debió ceder la iniciativa al BCRA que logró detener la corrida cambiaria con tres instrumentos:

- a) la Comunicación “A” 5536 del 4/02/14 por la cual las tenencias de divisas de los bancos no pueden ahora superar el 30% de su responsabilidad patrimonial computable (RPC, que es el patrimonio neto ajustado por riesgo), o de sus recursos líquidos propios (el menor de ambos) del mes anterior y las posiciones compradas en futuros y otros derivados sobre divisas no podrán superar el 10 % de su Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC)⁴, o de sus recursos líquidos propios (el menor), también del mes anterior;

¹ Dornbusch, Rudiger (2000): “Lessons from the Mexican Crisis”, en *Keys to Prosperity: Free Markets, Sound Money and a Bit of Luck* (ed. por Rudiger Dornbusch). Cambridge University Press. Pág. 54.

² Entre el 20 de noviembre (fecha de asunción de Kicillof) y el 31 de enero la contracción de base monetaria por venta de dólares del BCRA (pérdida de reservas internacionales) fue de \$ 23.660 M (en igual período del año anterior se observó una expansión de base por compra de dólares por US\$5.364 M), mientras que la expansión monetaria para financiar al sector público no financiero en ese período ha sido por un total de \$ 37.969 M (54,2% mayor a la de igual período del año anterior).

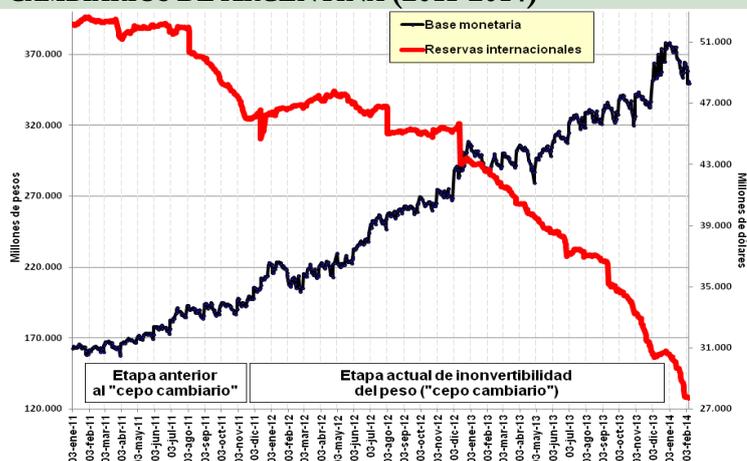
³ Para más detalles, ver Bava, Fernando G.: “Cambios para contener la fuga: ¿Hacia dónde vamos?” en este Informe.

⁴ La RPC es un indicador del capital propio líquido de las entidades financieras aproximadamente igual al patrimonio neto exigido a las entidades a efectos de calcular exigencias de capitales mínimos

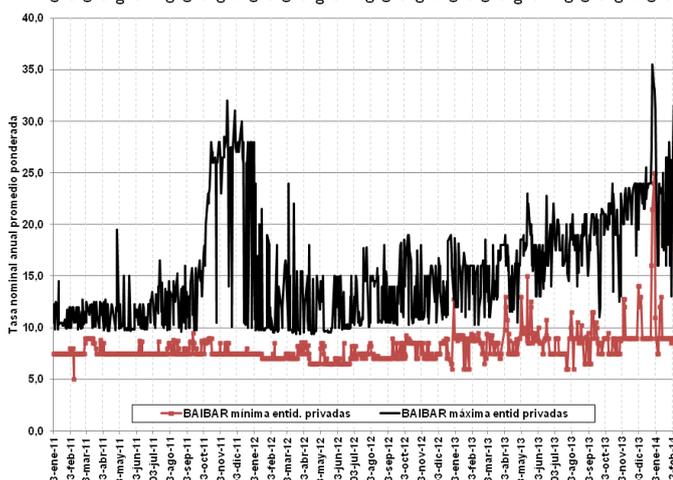
- b) la colocación de Letras del BCRA (LEBAC) en pesos a tasas de interés entre 26 y 28% anual que permitió el 5 de febrero absorber \$ 7605 M⁵, y
- c) la reapertura de la emisión de LEBAC en dólares, para captar divisas en poder de los bancos.

GRÁFICO 1: INDICADORES MONETARIOS Y CAMBIARIOS DE ARGENTINA (2011-2014)

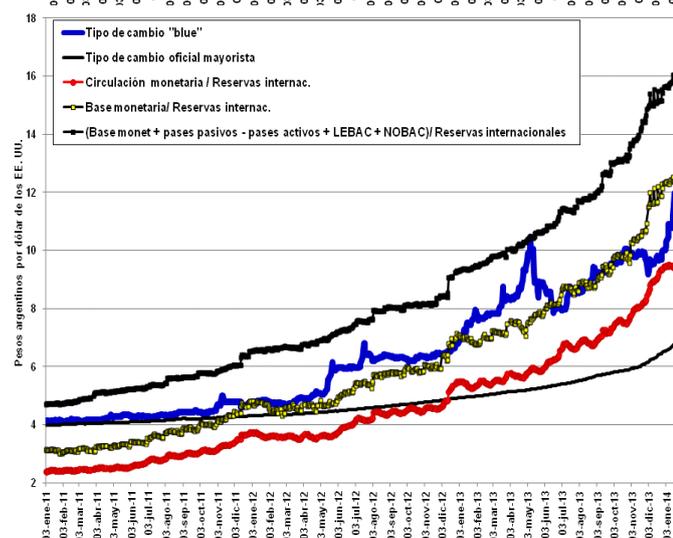
a. Reservas internacionales y base monetaria (datos diarios)



b. Tasas interbancaria (BAIBAR) hasta 15 días de plazo entre bancos privados (datos diarios)



c. Tipo de cambio (pesos/dólar) oficial, paralelo ("blue") e indicadores alternativos (datos diarios)



Fuente: IICE-USAL, en base a datos del BCRA y de bancos privados.

⁵ Ese día el BCRA absorbió pesos de los bancos con nuevas LEBAC (en moneda local por \$ 7.417 M. y US\$ 147 M de las entidades financieras con LEBAC en dólares.

El triple torniquete de la primera semana de febrero detuvo la hemorragia de reservas internacionales, y puso fin a la corrida cambiaria. La base monetaria se contrajo en \$ 14.509 M en la primera semana de febrero y en \$ 13.359 M en el mes de enero, pero la desagregación de esos totales muestra una dinámica que todavía no asegura la estabilidad del mercado cambiario ni del nivel de precios. En enero se emitieron pesos para financiar al sector público por \$ 8.515 M, y otros \$ 8.942 M por conceptos no especificados, mientras que la absorción de base monetaria provino la venta de dólares del BCRA (\$ 13.359 M), operaciones de pase (\$ 7.398 M), y colocación de LEBAC (\$ 10.746 M). En la primera semana de febrero se registró emisión por compra de divisas (\$ 8.554 M) contrarrestada por la absorción de pesos vía operaciones de pase (\$ 12.012 M), colocación de LEBAC (\$ 5.298 M), reducción de crédito al sector público (\$ 1.213 M) y otros conceptos no especificados (\$ 4.907 M). **La contracción de base monetaria de enero y primera semana de febrero totalizó \$ 27.848 M., absorbiendo sólo el 49% de la expansión de diciembre último por \$ 40.351 M (sobre este total, el 54%, esto es, 21.779 millones fue emisión para financiar al sector público).** Si se considera el período que va del 20 de noviembre de 2013 (fecha en que asumió Kicillof como Ministro de Economía) y el 7 de febrero pasado (fin de la semana en que se detuvo la corrida cambiaria) la evolución de las principales variables monetarias y cambiarias ha sido altamente preocupante:

- a) **Reservas internacionales:** cayeron US\$ 4.002 M, de US\$ 31.786 M a US\$ 27.784 M (-12,6%).
- b) **Circulación monetaria:** registró un incremento de \$ 19.745 M (+7,6%).
- c) **Base monetaria:** aumentó por \$ 14.829 M (+4,4%).
- d) **Deuda del BCRA bajo la forma de letras (LEBAC):** aumentó 12,5% por un total de \$ 12.557 M.
- e) **Relación base monetaria/reservas internacionales:** aumentó 19,5%, terminando el 7 de febrero con una relación o tipo de cambio implícito de \$12,6 por dólar.
- f) **Tipo de cambio oficial (BCRA mayorista):** aumentó un 30,1% (23% sólo en el mes de enero), estabilizándose en torno de \$ 7,86 por dólar.
- g) **Tipo de cambio “blue”:** aumentó un 22,4%, estabilizándose en \$ 12,15, luego de haber superado los \$ 13 el pasado 23 de enero.
- h) **Tasas de interés de licitaciones de LEBAC :** el 26/11/03 el BCRA pagó entre 15,07% anual a 70 días y 18,08% anual a 413 días, pero el 04/02/14 pagó entre 28,52% anual a 70 días y 30,41% anual a 399 días⁶.
- i) **Tasa de interés BAIBAR (tasa promedio nominal anual por préstamos interbancarios) entre bancos privados hasta 15 días de plazo:** el 20/11/13 se operó pagando tasas entre el 9% y el 20% anual. El 07/02/14 los bancos pagaron tasas entre el 9% y el 13,5% anual. Sin embargo el 4 y el 10 de febrero se registraron operaciones en las que se pagó hasta 31,5% anual.
- j) **Tasa de interés BADLAR (promedio ponderado por depósitos a plazo fijo en pesos por más de \$ 1 M) en bancos privados a 30 días:** aumentó de 17,74% anual a 23,53%.
- k) **Tasas de interés promedio (nominal anual) por adelantos en cuenta corriente a empresas privadas no financieras con acuerdo de 1 a 7 días y por \$ 10 M o más:** aumentó de 20,33% a 26,32%.

Este cuadro de situación, que se completa con una aguda crisis energética, aceleración inflacionaria, e incipientes síntomas de recesión -al menos en el sector manufacturero-, es el inequívoco resultado de la llamada “profundización del modelo K” iniciada a fin de octubre de 2011: “cepo cambiario”, desborde de gasto público financiado con emisión monetaria, y expectativas de que las autoridades desean “ir por todo” en términos de cambios sorpresivos de asignación de derechos de propiedad y cumplimiento de contratos. Si bien dicha estrategia permitió sostener el mercado interno **profundizó los excesos de demanda de bienes, de oferta de moneda local y de demanda de moneda extranjera.** Las consecuencias económicas han sido la creciente inflación y esta crisis cambiaria, acompañada por una aguda crisis energética. En la arena política, la derrota electoral del Gobierno en agosto y octubre pasado, y los cambios ministeriales en noviembre último.

En la administración de la actual crisis cambiaria, la tardanza del nuevo ministro en permitir al BCRA subir las tasas de interés para desalentar la demanda de dólares fue, sin dudas, fatal. Mientras mantuvo invariable el expansionismo fiscal financiado con emisión monetaria, las expectativas de mayor inflación y de una espiral precios

⁶ En la licitación del pasado 11/02/14 el BCRA pagó 28,71% anual por las LEBAC a 84 días y 30,38% anual por las letras a 392 días. En la del 18/02/14 el BCRA pagó tasas levemente superiores. Desde enero y hasta esa fecha, el BCRA ha absorbido base monetaria vía emisión de LEBAC por aproximadamente \$ 32.700 M. El efecto total no ha sido publicado aún. Al cierre de este informe la última información oficial disponible sobre evolución de la base monetaria es del 07/02/14.

salarios a partir de las próximas paritarias salariales, promovió subas preventivas de precios. La visible inacción desde fines de noviembre, con tasas de interés reales negativas incentivó el endeudamiento en pesos para comprar divisas a futuro. En el caso de los productores agrícolas, dio lugar a la retención de stocks no vendidos para postergar sus ventas, esperando una depreciación del peso. La estabilización de febrero cortó la salida de reservas, y permitiría al Gobierno ganar tiempo y calma hasta la llegada de las divisas por la cosecha de soja (fines de marzo-abril). **Los costos ya visibles son los de una aceleración inflacionaria, encarecimiento del crédito, y expectativas de una caída en la actividad económica.** Desde una perspectiva de largo plazo, la secuencia no ha sido diferente de los fracasos de los regímenes de tipo de cambio fijo o semifijo con una irrestricta expansión de la demanda que provoca una apreciación real de la moneda que destruye la competitividad y genera presiones correctivas incontenibles. Como señalaba años atrás el fallecido profesor Rudiger Dornbusch⁷:

“La política basada en el tipo de cambio fijo pasa por tres fases: la primera ... ayuda a poner en marcha la estabilización. En la segunda fase, la apreciación real se hace cada vez más evidente... pero es políticamente inconveniente hacer algo... En la tercera fase, finalmente es ya muy tarde hacer algo al respecto. La apreciación real ha llegado a un punto donde es necesario hacer una gran devaluación. Pero las presiones políticas no lo permiten. Las autoridades pasan un poco más de tiempo en negación y entonces –en algún momento- se han acumulado suficientes malas noticias para causar un desplome”.

En períodos sin desbordes fiscales y monetarios los saltos del tipo de cambio no provocaron crisis macroeconómicas:

CUADRO 1: CRISIS CAMBIARIAS “INOFENSIVAS”: 1948-1971

Presidente de la Nación	Devaluaciones de la moneda local		Inflación (IPC) del año de crisis
Juan D. Perón	Junio 1948:	19,9%	18,8%
	Septiembre 1949:	87,9%	33,7%
	Enero 1950:	68,5%	22,1%
	Marzo 1951:	30,8%	50,2%
	Enero 1952:	24,7%	19,1%
Arturo Frondizi	Sept-octubre 1958:	52,2%	50,7%
	Abril-marzo 1959:	40,4%	101,6%
José María Guido	Abril-junio 1962:	50,0%	30,7%
Arturo Humberto Illia	Junio-julio 1964:	22,7%	18,1%
Alejandro Agustín Lanusse	Sept-noviembre 1971:	47,5%	49,1%

Fuente: IICE-USAL con datos de INDEC y de Vitelli, G. (1986): *Cuarenta Años de Inflación en la Argentina: 1945-1985*. Ed. Legasa. Buenos Aires.

La evidencia de devaluaciones traumáticas se observa a partir del año 1975. El cuadro de la página siguiente resume parte de dichos registros históricos. Puede observarse que **no hay tantas similitudes entre la crisis actual y los episodios más traumáticos de las últimas cuatro décadas:**

- El desequilibrio fiscal preexistente **no es inmanejable** y está todavía lejos de los niveles observados en el llamado “Rodrigazo” de 1975, ni en la hiperinflación de 1989-90.
- El torniquete del BCRA ha permitido, hasta ahora, detener la suba del tipo de cambio a tiempo: el incremento ha sido el menor si se lo compara con el de las crisis anteriores. Sin embargo este fue precedido por **la mayor caída de reservas internacionales en el año previo al de la crisis: US\$ 12.691 M.**
- Si se deja de lado el escenario deflacionario y de desmonetización por huida de depósitos y fuga de capitales del fin de la Convertibilidad, **la tasa de inflación y la tasa de crecimiento de los billetes y monedas son todavía inferiores a las registradas en las crisis cambiarias anteriores.**
- Si bien no hay datos oficiales disponibles, el saldo de la cuenta corriente cerraría en 2013 con un déficit entre 0,5%y 1% del PBI, **es casi el mínimo respecto al observado el año anterior a las otras crisis cambiarias observadas desde 1975 hasta la actualidad.**

⁷ Ver Dornbusch, R. (2000) op cit. Pág. 125.

CUADRO 2: CRISIS CAMBIARIAS “DURAS” EN LA HISTORIA ARGENTINA RECIENTE: 1975-2014

Variables	Unidad de medida	Período	“Rodríguez”	Pre golpe de estado 1976	Fin Tablita de Martínez de Hoz	Período hiperinflacionario (Feb.1989 a feb.1990)		Pre-convertibilidad	Fin de la Convertibilidad	Crisis actual
						Hiper-inflación	Planes BB II, Erman I y Bonex			
			Junio-julio 1975	Enero-marzo 1976*	Abril-junio 1981	Febrero-junio-1989**	Dic.1989-febrero 1990	Enero 1991	Enero 2002	Enero 2014
Déficit fiscal gobierno nacional	% PBI	Año anterior	7,8	13,8	6,5	7,9	7,8	4,7	7,0	5,0
		Año de la crisis	13,8	10,3	11,3	7,8	4,7	1,4	0,8	...
		Año posterior	10,3	4,0	11,4 ^(b)	4,7	1,4	0,7	-1,6	...
Billetes y monedas en poder del público	Var. %	Año anterior	67,4	186,6	100,6	365,9	4123,8	24,1	-21,5	24,0
		Período de la crisis	21,6	20,8	19,4	65,2	46,8	-10,6	4,2	5,3
		Año de la crisis	186,6	231,7	92,7	4123,8	24,1	131,4	80,9	...
Reservas internac. del BCRA	Var. en Millones de US\$	Año anterior	-72	-722	-2.796	-1.150	-1.150	2.338	-10.602	-12.691
		Año de la crisis	-722	1.193	-3.807	-1.720	-1.720	2.520	-4.061	-2.851 (ene-'14)
		Año posterior	1.193	2.227	-651	2.338	2.338	4.097	-4.756	...
Tipo de cambio oficial ^(a)	Var. %	Año anterior	0,0	509,2	23,1	255,6	14.484,9	186,7	0,0	32,6
		Período de la crisis	293,7	130,3	177,7	1779,5	811,5	38,7	40,0	23,0
		Año de la crisis	509,2	355,6	436,1	14.484,9	186,7	78,9	236,3	...
Tipo de cambio libre o paralelo ^(a)	Var. %	Año anterior	0,0	344,1	39,5	292,0	11.783,0	280,6	0	47,1
		Período de la crisis	41,5	111,8	183,8	2322,9	305,3	47,9	102,5	26,5
		Año de la crisis	344,1	257,1	230,3	11.783,0	280,6	7,8	234,0	...
Saldo cuenta corriente	Var. % punta a punta	Año anterior	0,4	-3,5	-7,6	-0,7	-1,4	1,4	-1,4	s.d.
		Año de la crisis	-3,5	1,7	-7,4	-1,4	1,4	-0,3	2,6	...
		Año posterior	1,7	3,0	-3,8	1,4	-0,3	-2,4	0,8	...
Inflación (IPC)	Var. % punta a punta	Año anterior	40,1	335,0	87,6	387,7	4.923,6	1343,9	-1,5	28,0
		Período de la crisis	63,2	29,6	26,9	410,5	40,1	7,7	2,3	4,0 (e)
		Año de la crisis	335,0	347,5	131,3	4.923,6	1.343,9	84,0	40,9	...
Crecimiento PBI	Var. %	Año anterior	6,5	-1,3	1,5	-3,0	-6,2	0,1	-4,2	3,0% (e)
		Año de la crisis	-1,3	-2,9	0,7	-6,2	0,1	8,9	-10,8	...
		Año posterior	-2,9	4,4	-4,5	0,1	8,9	8,7	7,9	...
Presidente de la Nación			María E. Martínez de Perón	María E. Martínez de Perón*	Roberto E. Viola	Raúl R. Alfonsín*	Carlos S. Menem	Carlos S. Menem	Eduardo Duhalde	Cristina F. de Kirchner
Ministro de Economía			Celestino Rodrigo	Antonio Cafiero y Emilio Mondelli	Lorenzo Sigaut	Juan V. Sourrouille, Juan C. Pugliese y Jesús Rodríguez*	Néstor Rapanelli y Antonio E. González	Antonio E. González	Jorge Remes Lenicov	Axel Kicillof
Presidente del Banco Central			Ricardo Cairoli	Emilio Mondelli y Eduardo Zalduendo	Julio Gómez	José L. Machinea y Enrique García Vázquez	Egidio lanella Rodolfo Rossi y Enrique Folcini	Javier González Fraga	Roque Maccaroni	Juan C. Fábrega

(a): Unidades de moneda local por dólar estadounidense. (b): En 1982 el déficit cuasifiscal del Banco Central por variación de la Cuenta de Regulación Monetaria y los subsidios por operaciones de pases y seguros de cambio llegó a representar 1,6% del PBI. (e): estimación propia. s.d.: sin datos oficiales

* El gobierno militar que la sucedió dispuso en abril de 1976 una devaluación adicional de 29,22 % (tipo de cambio oficial).

**El 8 de julio de 1989 asume como presidente Carlos Saúl Menem y dispone una inmediata megadevaluación adicional (tipo de cambio oficial) del 150%. La devaluación acumulada de la moneda local (austral) entre enero y julio fue, entonces, de 4.799%. En ese mes el tipo de cambio paralelo aumentó un 58,6%.

Fuente: IICE-USAL en base a datos de BCRA, CEPAL, INDEC, Asociación Argentina de Presupuesto Público (ASAP) y textos adicionales⁸

⁸ Ávila, J., R.H.López Murphy y R. Zorzno (1988): “Crecimiento Económico, Políticas Públicas y Reforma Fiscal”, en *Asociación de Bancos Argentinos, ed.: Reforma Fiscal y Crecimiento Económico, Tomo II*, Buenos Aires; Canitrot, A. y A. Petrecolla, eds. (1993): *Apertura Comercial y Condiciones Macroeconómicas*. Instituto Torcuato Di Tella-Banco Interamericano de Desarrollo. Buenos Aires; Cavallo, D.F. y A. Peña (1983): “Déficit Fiscal, Endeudamiento del Gobierno y Tasa de Inflación, Argentina 1940-1982”, *Estudios*, Abril-Junio. Fundación Mediterránea, Córdoba; Dagnino Pastore, J. M. (1988): *Crónicas Económicas Argentinas, 1969-1988*. Ed. Crespillo, Buenos Aires; Di Tella, G. (1985): *Perón-Perón 1973-1976*, Ed. Hyspamérica. Buenos Aires; Dornbusch, R. y J. C. De Pablo (1988): *Deuda Externa e Inestabilidad Macroeconómica en la Argentina*. Ed. Sudamericana, Buenos Aires; Guissarri, A. (1989): *La Argentina Informal. Realidad de la Vida Económica*. Emecé Editores, Buenos Aires; Schwarzer, J. (1986): *La Política Económica de Martínez de Hoz*. Ed. Hyspamérica. Buenos Aires; y Vitelli, G. (1986): *Cuarenta Años de Inflación en la Argentina: 1945-1985*. Ed. Legasa, Buenos Aires.

2. Lo que viene: ¿“hard landing”?

La evidencia previa indica que la situación no es inmanejable. Pero los datos del sector privado muestran un escenario nada auspicioso. En línea con el fin de varias de las crisis cambiarias de las últimas cuatro décadas, se observan síntomas incipientes de recesión, y perspectivas de aumentos salariales de no menos del 25% -30% anual, más probables subas de suma fija en dos o tres oportunidades en el año. De observarse esto, difícilmente se pueda estabilizar la inflación “verdadera” en valores inferiores al 35%. Las reacciones esperables en ese caso son fácilmente predecibles:

- a) Aumento de precios de alimentos frescos por las heladas tardías del año pasado que afectaron la oferta de estos meses.
- b) Subas progresivas (con frecuencia casi semanal) de combustibles y otros derivados de petróleo.
- c) Incrementos escalonados en el costo de peajes de rutas y autopistas.
- d) Subas preventivas (que no han sido en general revertidas) de precios de bienes durables de consumo, repuestos y partes.
- e) Incremento inevitable (asociado a la suba del tipo de cambio) de los costos de insumos y bienes finales importados que no se fabrican en el país.

La no moderación del expansionismo fiscal y monetario torna, entonces dificultosa la estabilización de expectativas, y probablemente recién se observe un impacto favorable en la demanda agregada y en las ventas hacia el mes de mayo. La cercanía del mundial de fútbol en Brasil podría potenciar la venta de electrodomésticos, aunque el ingreso disponible de las familias viene cada vez más golpeado por la inflación y la persistente suba de la presión tributaria, de las administraciones provinciales y municipales. La suba de las tasas de interés en curso podría limitar en extremo las ofertas y ventas en cuotas no indexadas, tan habituales en la última década. Si a esto se suman las perspectivas de no aceleración del crecimiento de nuestros principales compradores de bienes (Brasil y República Popular China), y una devaluación inferior a la inflación percibida en el último año, el escenario económico ha mutado a uno de atraso cambiario y aumento de costos salariales y financieros. A esto se suma la visible crisis energética a la cual el Gobierno no parece encontrarle solución. En consecuencia, **el salto inflacionario asociado a la devaluación de enero no sólo tiende a consolidar una ya visible inflación “inercial”, sino que torna casi inevitable una dinámica recesiva al menos hasta el próximo trimestre.**

Un anticipo de esto ya se venía observando desde el año pasado en la industria manufacturera: en el año 2013 la utilización promedio de la capacidad instalada fue de 72,7%, **el nivel más bajo desde 2004, y con dos años de caída consecutiva.** En particular es llamativa la fuerte caída del uso de la capacidad instalada en la industria automotriz: **durante 2013: de 81,8% en mayo pasado a 44,8% en diciembre. El Estimador Mensual de Actividad Industrial (EMI) del INDEC si estacionalidad registró un visible “frenazo” en 2013: cayó un 1,2%, luego de haber crecido 6,5% en 2012 y 9,8% en 2011.** La crisis cambiaria y los cortes de energía probablemente muestren que enero también habría cerrado con baja actividad industrial.

Si esta devaluación es seguida de uno o dos trimestres con inflación creciente y fuerte encarecimiento del crédito, cuesta pensar en escenarios que no sean recesivos. Si las autoridades no recrean condiciones percibidas como “amigables” por el empresariado, y no logra recuperar en breve el acceso a financiamiento externo fluido y a bajo costo, difícilmente podrán evitar entonces un 2014 con crecimiento nulo, e inclusive caída del Producto Bruto Interno en este año e inclusive en 2015.

La evidencia del cuadro anterior es contundente al respecto: **salvo en la experiencia del “Rodrigazo” y en la crisis cambiaria de enero de 1991, en el año siguiente al de la devaluación de la moneda, el crecimiento económico se aceleró cuando se redujo el déficit fiscal, no cuando este aumentó.** Probablemente las autoridades entiendan la necesidad de girar hacia un incipiente ajuste fiscal vía reducción de subsidios a tarifas públicas. El interrogante es si tienen o no un plan para evitar una posterior estampida de precios como en el “Rodrigazo” de 1975. Eso, al menos hasta ahora, nadie lo sabe.

CAMBIOS PARA CONTENER LA FUGA: ¿HACIA DÓNDE VAMOS?

Fernando Gabriel Bava

La flexibilización parcial del “cepo” cambiario descomprimió expectativas y presión sobre la divisa norteamericana. La devaluación del tipo de cambio a \$8 por dólar, las nuevas normativas y los acuerdos con el sector exportador han dotado de mayor tranquilidad durante estos días al BCRA en términos de exigencias de divisas.

1. Introducción

Desde la asunción del nuevo ministro de economía Axel Kicillof en noviembre de 2013, el mercado cambiario continuó siendo objeto de regulaciones en el comercio exterior y en la modalidad de operar los bancos para desalentar la demanda de dólares, contener el descenso de las reservas internacionales y reducir expectativas sobre la volatilidad del tipo de cambio. Estos cambios fueron sucediéndose en conjunto con diversas resoluciones emitidas por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP).

2. Bitácora de la crisis

4 de diciembre de 2013: Se endurecen las restricciones en el mercado cambiario. Se publica en el Boletín Oficial la suba al 35% del recargo a las compras con tarjeta en el exterior y la extensión de la alícuota a paquetes turísticos, pasajes y adquisición de moneda extranjera para turismo⁹.

10 de enero de 2014: Mayor participación del BCRA en el mercado OCT-MAE. Mediante la normativa “A” 5501, se extiende la posición abierta computable máxima que cada entidad financiera puede mantener con el BCRA del 100% al 125% de la responsabilidad patrimonial computable (RPC) y al monto máximo que cada entidad puede operar de US\$ 600 millones a US\$ 800 millones¹⁰.

21 de enero de 2014: Mayor control a las compras por internet. Se publica la Resolución General 3579 (AFIP) donde se obliga a presentar declaración jurada para compras por internet y al pago de un impuesto del 50% del monto de la operación.

22 de enero de 2014: Más límites a las compras en el exterior. A través de la Resolución General 3582 (AFIP) se limita a dos veces por año la adquisición de mercancías por internet. Las compras superiores a US\$ 25.- anuales quedarán al amparo del Régimen General de Importación. Se eximen los libros, medicamentos y obras de arte.

27 de enero de 2014: Se flexibiliza el “cepo” cambiario. La Com. “A” 5526 del BCRA deroga la prohibición¹¹ de comprar moneda extranjera para atesoramiento, estableciendo además que el pago de las operaciones deberá realizarse contra débito en cuenta a la vista, no pudiendo realizarse en efectivo. El monto al que las personas físicas podrán acceder en concepto de atesoramiento a la adquisición de divisas, se verá reflejado en el “Programa de consulta de operaciones cambiarias” habilitado en el sitio web de la AFIP. Se podrá usar hasta el 20% del salario mientras que para poder acceder a la operatoria, el límite inferior de ingresos asciende a \$7200, siendo la suma de US\$ 2000.- el máximo posible mensual a adquirir en tanto los ingresos del solicitante sean los correspondientes. La norma establece además el cobro de una alícuota del 20% a quienes no dejen las divisas depositadas por al menos 365 días en la entidad bancaria.

30 de enero de 2014: Flexibilización de encajes. La Com. “A” 5532 estableció que se levante el encaje del 30% que se aplicaba al ingreso de capitales destinados a inversiones directas en el país, la venta de participaciones en empresas locales a inversores directos y la cobertura del patrimonio neto negativo o reintegro de capital social cuando este se hubiera perdido parcial o totalmente¹².

⁹ Resolución General 3550 (AFIP) y modificatoria de la Resolución General 3450 (AFIP).

¹⁰ Circular CAMEX 1 – 720 Participación del Banco Central de la República Argentina en el Mercado OCT-MAE. Comunicación “A” 4840, su modificación. “A” 5501. Emitida el 06/12/2013 y publicada en Boletín Oficial No: 32.803 de fecha 10/01/2014

¹¹ La normativa deroga el punto II de la Comunicación “A” 5312 (5/7/2012) y reemplaza el IV de la “A” 5236 (27/10/2011).

¹² Circular CAMEX 1 - 723. Mercado Único y Libre de Cambios. Com “A” 5532. Emitida el 29/01/2014 y publicada en el Boletín Oficial con fecha 30/01/2014.

31 de enero de 2014: El BCRA implementa mayores requisitos para las importaciones. Mediante la Com. “A” 5507, se modifican las normas cambiarias establecidas en la Com. “A” 5274, para el acceso al mercado local de cambios con el para pagos al exterior por importaciones de bienes¹³.

1 de febrero de 2014: Suben los encajes. Mediante la Comunicación “A” 5534, el BCRA establece nuevas tasas para la integración de capital mínimo en moneda extranjera, subiendo estos 10 puntos porcentuales para febrero, marzo y abril, llegando así a este último al nivel del 50%. Al mismo tiempo, se permite la utilización de Lebac en dólares como aplicación de recursos en moneda extranjera y como disminución de la exigencia promedio de efectivo en dólares.

4 de febrero de 2014: Límites a las posiciones en dólares de los bancos. Mediante la publicación de la comunicación “A” 5536 del BCRA, se establecen dos tipos de límites para la tenencia de moneda extranjera de los bancos. El primero se refiere a la posición neta positiva de moneda extranjera, constituida por la cantidad de divisas y valores negociables en dólares en cartera de una entidad financiera. Para esta, se dispuso un límite máximo del 30% de la responsabilidad patrimonial computable o los recursos líquidos de la entidad. El segundo, se refiere a la posición neta positiva en moneda extranjera a término, la cual no podrá superar al 10% de la RPC. Todas aquellas entidades que a enero tuvieran posiciones netas global y de contado superior a estos límites deberán cumplir un cronograma hasta abril para deshacerse de sus excedentes vendiéndolos en el mercado de cambios y en el mercado de futuros.

3. La fiebre del dólar: ida y vuelta.

El primer mes del año 2014 marcó jornadas con récords históricos para la suba del dólar en los últimos años. El dólar paralelo, tan celosamente custodiado por el ex secretario de comercio Guillermo Moreno, pareció cotizar con mayores grados de libertad, y hasta el 23 de enero mostró un comportamiento predominantemente alcista. De esta forma, y con la aceleración en la devaluación del peso frente al dólar los días 22, 23 y 24 de enero, cuando la moneda norteamericana pasó a cotizar en forma oficial de \$6,89 a \$8 (con máximos de 8,40 tras lo que el BCRA salió a vender reservas para estabilizarlo nuevamente en \$8 por dólar), el mercado paralelo no dio tregua llegando a cotizar \$13 por dólar, para luego acomodarse en la última jornada antes mencionada en torno a \$11,55 pesos. Es así entonces que el 24 de enero se produjo un pronunciado descenso en la brecha entre ambos mercados, el oficial y el paralelo, pasando del 71% al 44%. Los últimos días de enero el dólar oficial cotizó estable ubicándose en \$8,02 sin sufrir modificaciones en toda la semana.

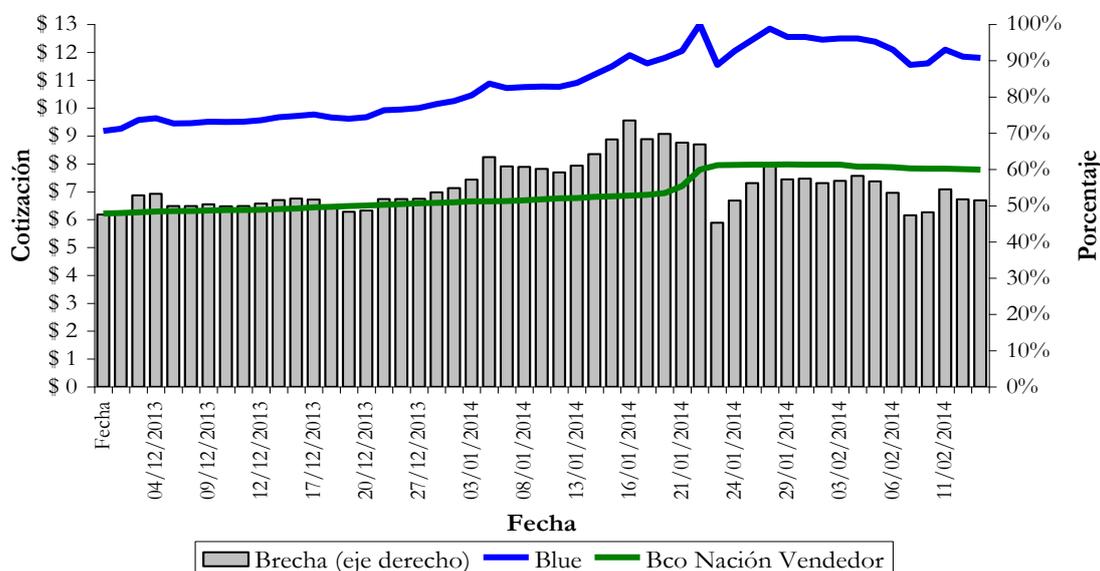
En la primera semana de febrero se produjo un cambio de rumbo inesperado para lo que venía siendo la política cambiaria del BCRA. Con la flexibilización del “cepo” y, por lo tanto, con la habilitación parcial para la compra-venta de dólares para atesoramiento, las casas de cambio paralelas vieron muy disminuida la demanda. Esto sucedió gracias a la estabilidad del tipo de cambio oficial -una vez alcanzado el nivel de \$8 por dólar- y la posibilidad de los agentes de adquirir moneda extranjera, previa validación de AFIP, al tipo de cambio oficial en las entidades bancarias. Junto a la obligación de las entidades bancarias de desprenderse de sus posiciones en dólares, ahora excedentes¹⁴ según la comunicación “A” 5536 del Banco Central del 4 de febrero, se produjo el comienzo de la baja del tipo de cambio hasta ubicarse en torno a \$7,88 al cierre del 7 de febrero. El dólar “blue”, a su vez, descendió a niveles de \$12,10 por dólar para dicha fecha.

La siguiente semana mostró continuidad en el comportamiento del tipo de cambio, descendiendo jornada tras jornada, cerrando en torno a \$7,79 y una baja semanal de \$0,09 centavos al cierre de las operaciones el día viernes 14 de febrero. Por su parte el mercado paralelo se comportó con mayor volatilidad durante la semana del 10 al 14 de febrero descendiendo a \$11,55 al cierre del lunes 10, cotizando en alza hasta el cierre de la jornada del miércoles 12 a \$12,10. Luego volvió a bajar durante los últimos dos días de la semana cerrando el 14 de febrero en torno a \$11,80 con una caída semanal acumulada de \$0,30 centavos por dólar.

¹³ Circular CAMEX 1 – 721 Normas cambiarias en materia de pagos de importaciones de bienes, Com. “A” 5507. Emitida el 13/12/2013 y publicada en Boletín Oficial Nro: 32.818 de fecha 31/01/2014.

¹⁴ Se estiman aproximadamente US\$ 3.500 millones en billetes, títulos y futuros que las entidades bancarias deberán vender hasta abril.

**GRÁFICO 2: TIPO DE CAMBIO OFICIAL, “BLUE” Y BRECHA ENTRE AMBOS
 (DICIEMBRE 2013 A FEBRERO 2014)**



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Reuters.

4. Actividad del Banco Central

La constante pérdida de reservas por parte del BCRA para sostener un ritmo de devaluación estable ha inquietado a la autoridad monetaria. Se estima que desde los últimos meses del 2013 el BCRA ha requerido de una actividad vendedora diaria de alrededor de US\$ 200 millones, lo que resultó al 7 de febrero pasado en un nivel de reservas a un nivel de US\$ 27.784 M, según el último dato oficial. El salto devaluatorio de enero pasado aumentó la transmisión de incertidumbre y volatilidad a los mercados. La publicación de la Comunicación “A” 5536 y las negociaciones con el sector agroexportador, en las cuales se acordó una liquidación que ingresaría para febrero aproximadamente US\$ 2.000 M, parecen haber estabilizado las expectativas en principio hasta junio teniendo en cuenta que el ingreso de divisas por la cosecha gruesa comienza en los meses de marzo-abril, siempre y cuando los exportadores realicen las liquidaciones.

Las autoridades ejercieron una creciente presión sobre el sector importador de la economía, limitándose primero a las firmas el giro al exterior en concepto de regalías y dividendos, luego restringiendo los montos para realizar pagos anticipados y, finalmente, implementando un sistema de autorización previa por parte del BCRA para poder realizar los cierres de cambio de las importaciones. Estas acciones contrajeron la demanda de dólares, de modo que el BCRA ya no tuvo que vender divisas, logrando frenar la presión sobre el tipo de cambio para luego de que la autoridad monetaria se corriera del mercado. De esta forma el BCRA logró frenar la caída del nivel de reservas e incluso pudo intervenir recomprando divisas, cerrando el viernes 7 de febrero con una suba en el nivel de las mismas, por US\$ 49 millones.

La semana del lunes 10 al viernes 14 de febrero reflejó una conducta del BCRA similar a la de la última jornada de la semana previa. Sin la presión sobre las reservas internacionales y sin necesidad de ventas de dólares para controlar el tipo de cambio, la autoridad monetaria se mantuvo recomponiendo, su stock de divisas en torno a los US\$ 27.823 M, a un ritmo promedio aproximado de US\$ 20 M diarios.

5. Consideraciones finales

El comienzo del 2014 trajo entonces muchas novedades en materia de normativa y en la forma de operar de los bancos y agentes. A la vista están las acciones realizadas para detener el descenso de las reservas internacionales -las cuales llegaron a perforar el nivel de US\$ 28.000 M- pero, bajo el nuevo escenario, el BCRA pudo revertir la necesidad de su intervención vendedora en el mercado a una posición de recomposición de divisas. Para llevarlo adelante, durante el mes de enero las autoridades pusieron el foco en las compras con tarjeta en el exterior, canal por el cual se venían

perdiendo alrededor de US\$ 2500 M por trimestre en 2013. El aumento de la alícuota y la restricción implementada, sumado al salto devaluatorio hacia fines de dicho mes, redujeron casi en su totalidad las ventajas de operar vía tarjeta para adquirir bienes en el exterior, los cuales resultaban más que atractivos dado el atraso cambiario y el menor precio respecto al mercado local.

En cuanto a la flexibilización del “cepo” cambiario, sorpresivamente se levantó la restricción -aunque en forma parcial y con ciertos límites- para la adquisición de divisa en concepto de atesoramiento. Hasta el jueves 6 de febrero se habían concretado 313.905 operaciones por un total de \$ 1.345.406.536 equivalentes a US\$ 168.372.742, según lo informado por la AFIP. Si bien desde el comienzo de las operaciones quedó reflejada la conducta demandante por los ahorristas, con el correr de los días y el descenso del tipo de cambio, disminuyeron las compras y las nuevas solicitudes. Respecto de las normas que afectan la operatoria bancaria en cuanto a efectivo mínimo y posiciones en moneda extranjera, claramente apuntan a darle aire al BCRA hasta abril, periodo de mayor liquidación de divisas por el sector exportador agropecuario. En las primeras jornadas y luego de la publicación de la Comunicación “A” 5536, las entidades comenzaron a desprenderse de sus excedentes en moneda extranjera, títulos en dólares y posiciones abiertas a término para ajustar las relaciones técnicas a las nuevas exigencias. Esto dio lugar a caídas entre el 8% y 9% en los bonos nominados en US\$, (AA17 y RO15), en los precios de los contratos a término, mostrando tasas negativas en los plazos más cortos, y en la cotización del dólar, la cual retrocedió de \$8,02 a \$7,88 en apenas dos días (cotización del dólar billete Banco Nación).

De acuerdo a lo anunciado por la Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina (CIARA) y el Centro de Exportadores de Cereales (CEC), durante la semana del 3 al 7 de febrero de 2014, las empresas de dicho sector liquidaron aproximadamente US\$ 419 millones, totalizando en el año US\$ 1.488 M. Al parecer el gobierno se juntó a negociar con el sector exportador, acordando luego del salto devaluatorio de enero, la liquidación por unos US\$ 2.000 M para el mes de febrero.

Las modificaciones y reformas llevadas adelante por las autoridades avanzan sin demasiada planificación y con una visión cortoplacista. Igualmente, permitieron detener momentáneamente la merma de las reservas internacionales, generando el espacio para recomponer el stock de reservas internacionales del BCRA y su poder de intervención. La preocupación por la caída de las reservas del BCRA parece haber disminuido y, luego de la tormenta cambiaria, aparecen aires de tranquilidad por lo menos hasta junio, cuando comienza a emerger la necesidad de divisas para financiar el déficit energético argentino.

SECTOR AGRÍCOLA: UNA DEVALUACIÓN QUE MEJORA EL PANORAMA PARA 2014

Eloy Aguirre

Las exportaciones provenientes de trigo, maíz, soja y sus subproductos representan el 33% del total exportado en Argentina. Las proyecciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (United State Department of Agriculture, USDA) de enero de 2014 indican que la cosecha 2013/14 de maíz, trigo y soja rondará los 91 millones de toneladas en Argentina y que la demanda internacional sostendría los precios internacionales de estos productos este año. En este contexto, la devaluación del peso mejoraría la rentabilidad del sector.

En un contexto de incertidumbre cambiaria y necesidad de oferta de dólares en Argentina, el sector agrícola tiene un rol preponderante para la inyección de moneda extranjera. En este sentido, el clima, la demanda externa y los precios internacionales de los productos agrícolas van a determinar el mencionado ingreso de divisas por exportaciones¹⁵ en un alto porcentaje.

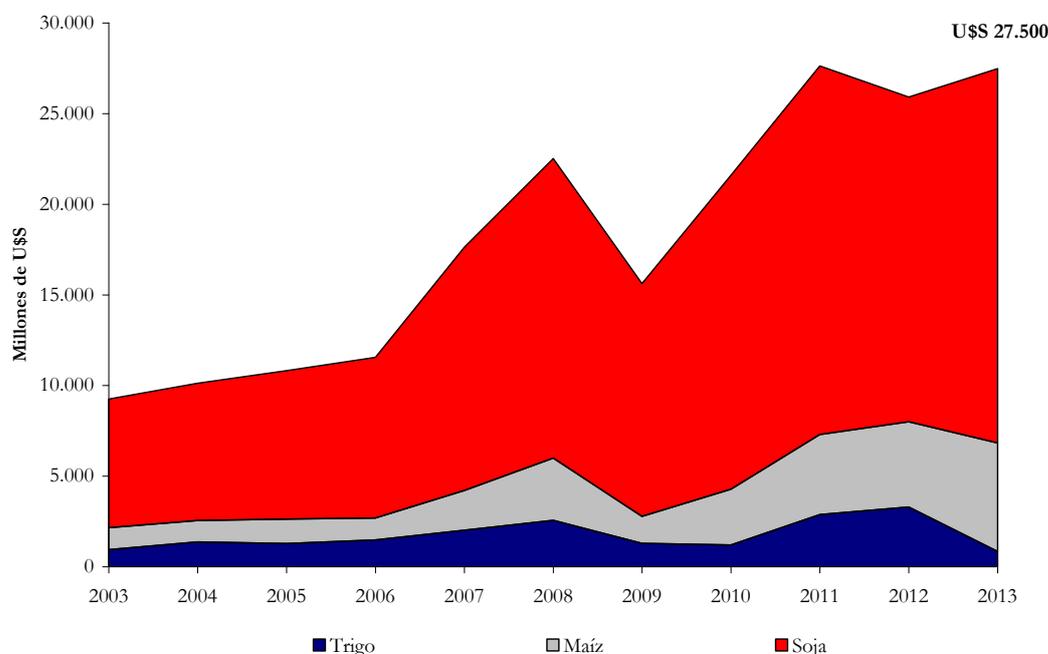
Durante 2013 el saldo comercial argentino fue USD 9.024 millones, mostrando una reducción del 27% respecto del año 2012, debido principalmente al incremento en las importaciones de combustibles que pasaron de USD 9.267 millones en 2012 a USD 11.415 millones en 2013 y en el mismo período las exportaciones de este rubro se redujeron en un 24%. En 2013 las divisas generadas por el trigo, el maíz, la soja y los subproductos¹⁶ del trigo y de la soja,

¹⁵ Este artículo analiza solamente a los productos maíz, trigo, soja y sus derivados ya que representan más del 90% de las exportaciones agrícolas y más del 85% de su producción.

¹⁶ Se toma como subproductos harina de soja, aceite de soja y harina de trigo.

representaron el **33,1% del total exportado, equivalente a USD 27.500 millones**, distribuidos en USD 20.650 millones provenientes de la soja, USD 6.000 millones del maíz y USD 850 millones del trigo. Esto muestra la alta dependencia que tiene la balanza comercial de la venta externa de los productos agrícolas y sus derivados.

GRÁFICO 3: EXPORTACIONES DE TRIGO, MAÍZ, SOJA Y SUBPRODUCTOS. 2003 - 2013



Fuente: IICE - USAL en base a INDEC

El gráfico 3 exhibe la evolución de las exportaciones del trigo, maíz, soja y sus subproductos entre el período 2003-2013. Durante 2013 las exportaciones de trigo cayeron un 74% respecto de 2012, mientras que las ventas internacionales de maíz se incrementaron un 27% y las de soja un 15%. Si se toman los subproductos de la soja, el mayor aumento fue en poroto de soja un 40% anual (USD 4.430 millones), un 12% en harina de soja (USD 11.845 millones) y un 4% en aceites (USD 4.375 millones). El incremento de las exportaciones de maíz y soja en 2013 no alcanzaron para superar el máximo valor exportado en 2011 de USD 27.650 millones.

La fuerte disminución en las exportaciones de trigo fue consecuencia de una magra cosecha en la campaña 2012/13 que alcanzó los 9,5 millones de toneladas¹⁷ y de las restricciones del sistema de cupos para la exportación. La proyección de trigo para la campaña 2013/14, según último informe de USDA, es de 10,5 millones de toneladas, un 10% mayor a la anterior pero lejos de las 17,2 millones de toneladas de la campaña 2010/11 y de las 15,5 millones de toneladas de 2011/12. Además, USDA proyecta para la campaña 2013/14 una producción mundial de trigo de 712 millones de toneladas, esto es 8,5% superior a la campaña 2012/13, destacando a EEUU con una cosecha de 58 millones de toneladas y a Canadá con 37,5 millones de toneladas.

Además, el citado informe indica que la producción de soja en Argentina en la campaña 2012/13 aumentó un 23% respecto de la campaña 2011/12, alcanzando los 49,3 millones de toneladas, menor a las de 55 millones que se esperaba. Las proyecciones para la campaña 2013/14 son de una cosecha mundial de 286,8 millones de toneladas de soja, correspondiendo 54,5 millones de toneladas para Argentina, 89,5 millones de toneladas en EEUU y 89 millones de toneladas en Brasil, un incremento de la oferta mundial del 7% para esta campaña. Asimismo, estima que la demanda externa de soja proveniente de China alcanzaría las 69 millones de toneladas, un 15% superior a la demanda del 2012/13. En cuanto al maíz, el informe de USDA proyecta que la producción argentina para la campaña 2013/14 rondaría las 26 millones de toneladas, similar a la campaña 2012/13 (26,5 millones de toneladas) y 26% superior a la del 2011/12. La

¹⁷ Datos del último informe del USDA de enero de 2014.

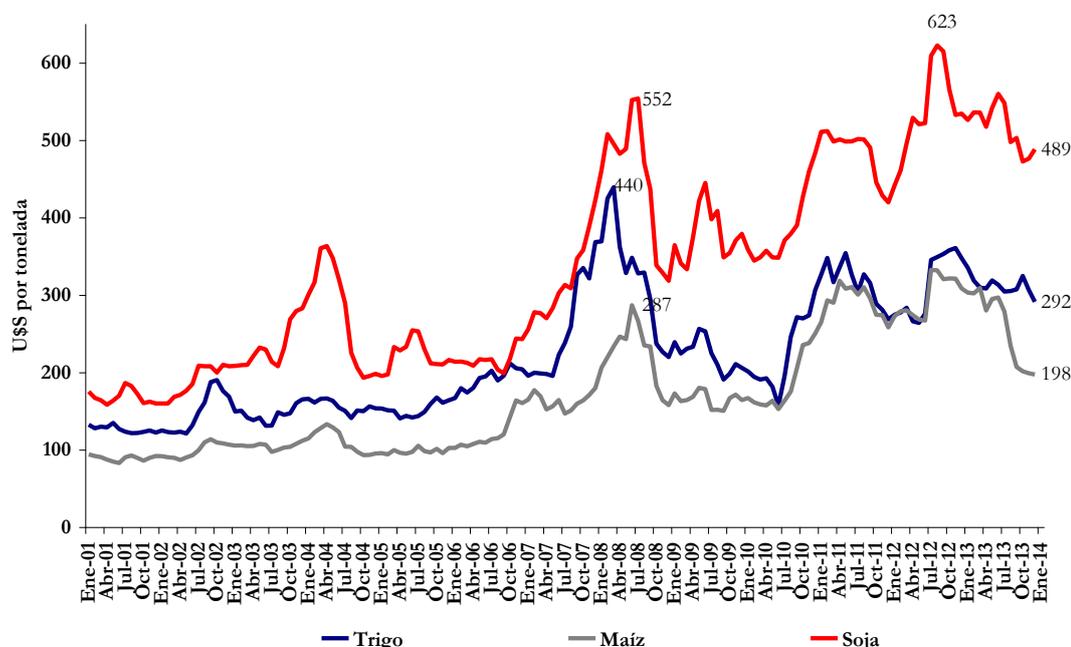
producción mundial proyectada para el mismo período es de 967 millones de toneladas, mostrando un incremento del 11,5% respecto de la campaña 2012/13. El mayor productor mundial es EEUU, para el cual se proyecta una cosecha de 353,7 millones de toneladas para 2013/14 y le sigue Brasil con 70 millones de toneladas.

Según el Informativo Semanal del 07/02/2014 que publica la Bolsa de Cereales de Rosario (BCR), el Consejo Internacional de Cereales estimó una cosecha mundial de maíz para la campaña 2013/14 de 959 millones de toneladas y en trigo de 707 millones de toneladas, resultando para todos los cereales un incremento proyectado del 10% respecto de la campaña 2012/13, cifras similares a las proyectadas por el USDA. Además, el informe del 14/02/2014 indica que el perjuicio del calor sobre el maíz de primera sería compensado con las buenas condiciones de reservas de agua en el suelo para el maíz de segunda, el cual podría alcanzar rindes de 90 qq/ha¹⁸. En cuanto al trigo, el informe menciona que no existirían problemas en el abastecimiento de la industria molinera para el 2014, ya que el incremento de las tasas de interés y la baja expectativa de mayores devaluaciones en el corto plazo, luego de la de enero pasado, generarían incentivos a la venta de stocks de granos.

Por su parte, la Bolsa de Cereales de Buenos Aires en su informe del 06/02/2014¹⁹, estima que la producción de soja argentina alcanzaría, en la campaña 2013/14, 53 millones de toneladas sobre la base de una siembra de 20,3 millones de hectáreas, una estimación un poco menor a la realizada por el USDA.

Si se suma la producción de trigo, maíz y soja proyectada por dicho organismo, en la campaña 2013/14 se alcanzaría un total de 91 millones de toneladas para la Argentina, mejorando en un 6,5% la producción del 2012/13. En general las proyecciones para Argentina son conservadoras, teniendo en cuenta la producción local, el clima, la oferta de los distintos competidores y la demanda desde los mayores importadores. A nivel mundial, se proyecta un incremento de la demanda levemente por encima de la oferta en estos productos. En cuanto a la evolución de los precios internacionales, el gráfico 4 exhibe los precios del maíz, el trigo y la soja desde enero de 2001 hasta diciembre de 2013. Se puede observar una tendencia creciente en el precio de la soja, con el máximo en agosto de 2012 de USD 623 la tonelada y un valor promedio en 2013 de USD 517 por tonelada.

**GRÁFICO 4: EVOLUCIÓN DEL PRECIO INTERNACIONAL DE LA SOJA, MAÍZ Y TRIGO.
 ENERO 2001 – DICIEMBRE 2013**



Fuente: IICE - USAL en base a Index Mundi Commodity Price – Banco Mundial

¹⁸ Quintales por hectárea.

¹⁹ Panorama Agrícola Sectorial

En el caso del trigo, se puede ver una recuperación en el precio a partir de julio de 2010, llegando a USD 292 la tonelada en diciembre de 2013. Durante los años 2011 y 2012 el trigo y el maíz tuvieron precios internacionales similares, tendencia que finalizó a partir de 2013 debido a la recuperación del stock maicero que trajo como consecuencias disminuciones en el precio, que en diciembre de 2013 alcanzó los USD 198 por tonelada. El promedio de los precios internacionales del maíz en 2013 fue de USD 259 la tonelada y el del trigo USD 312 por tonelada.

Según los datos proyectados por el USDA, se estima que en el caso de la soja el crecimiento de la demanda podría generar un incremento de precios en 2014, dada las proyecciones de la oferta y de los stocks resultantes. Por otro lado, las estimaciones de crecimiento de la oferta, demanda y stocks del trigo y maíz no generarían un incremento importante de los precios internacionales de estos productos.

En síntesis, sobre la base de las diversas estimaciones de producción de bienes agrícolas presentadas y la presunta estabilidad de precios internacionales de cereales y oleaginosas, se estima que el valor de las exportaciones de estos productos aumentaría en 2014 respecto de 2013. Lo que generaría, dada la devaluación reciente, una mejora en la balanza comercial argentina, con el consecuente mayor ingreso neto de divisas este año.

La devaluación realizada en Argentina el mes de enero pasado sumada a la depreciación del peso durante todo el 2013, estarían generando condiciones propicias para el sector agrícola en general, teniendo mayor beneficio aquellos cultivos con menores insumos importados. El panorama es favorable, teniendo en cuenta que la suba anual de los precios de los bienes no transables utilizados en la producción agrícola (25% - 30%) no superaron la devaluación del peso de este último año (63,1% incluyendo enero 2014).

Además, se podría generar una mayor rentabilidad si los precios de los insumos no transables del sector agrícola, que en promedio representan entre el 35% y el 40% del costo de estos cultivos, no aumentan al mismo ritmo de la devaluación en el año 2014. Todo dependerá del clima y de las decisiones de política económica que se implementen en los próximos meses.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: TEMPORADA DE TORMENTAS

Jorge Viñas

La economía mundial ha tenido un comienzo de año agitado: el avance del *tapering* de la Fed, el impacto del frío polar en los datos de actividad de EE.UU., síntomas de desaceleración y problemas en el sistema financiero paralelo en China, zozobras financieras y cambiarias en los países emergentes más vulnerables. Estos factores han introducido inestabilidad e incertidumbre en un escenario global que presentaba perspectivas positivas a fines de 2013. Por el momento, la calma parece haberse restablecido en los mercados financieros, pero los riesgos siguen latentes.

1. Introducción

La economía mundial y los mercados financieros han tenido un comienzo del año agitado, signado por las inclemencias climáticas en el hemisferio norte y las zozobras financieras y cambiarias en los principales países emergentes.

Todo esto dio impulso a una búsqueda de refugio (*flight to quality*) por parte de los inversores, lo que se vio reflejado en una baja de la tasa del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años, que tras haber llegado al 3% tras el anuncio del comienzo del *tapering* por parte de la Fed, retrocedió hasta 2,6% a fines de enero (ver el gráfico 5).

Dicha reacción va a contramano de la mayoría de los pronósticos que auguraban que las tasas de mercado en EE.UU. continuarían en alza como consecuencia del cambio de orientación en la política monetaria de la Fed.

GRÁFICO 5: EE.UU.: EVOLUCIÓN DE LA TASA DEL BONO DEL TESORO A 10 AÑOS (% ANUAL)



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Si bien en el transcurso de febrero se observa un gradual retorno de la calma a los mercados financieros internacionales, incluyendo a los países emergentes, y en general se asume que el freno en la actividad económica de EE.UU. es transitorio, las secuelas que han quedado en muchos países así como la posibilidad de rebrotes, continuarán influyendo en el escenario global a lo largo del 2014.

2. EE.UU. La ola de frío polar “congela” los indicadores de actividad económica.

La economía de EE.UU. había terminado el año 2013 con un tono positivo. El ritmo de creación de empleo se estaba fortaleciendo, el consumo privado se mantenía firme y había síntomas de recuperación de la inversión de las empresas en maquinaria y equipos. De esta forma, el PIB del 4º trimestre de 2013 arrojó un crecimiento del 3,2% trimestral anualizado, que se suma al crecimiento del 4,1% anualizado del trimestre anterior para redondear un segundo semestre vigoroso.

Las perspectivas de continuidad de las condiciones favorables de fines de 2013 llevó a la Fed a anunciar a mediados de diciembre el inicio del *tapering* desde enero, mediante una reducción de u\$s 10.000 millones en las compras mensuales de bonos del Tesoro de EE.UU. y títulos hipotecarios, de u\$s 85.000 millones a u\$s 75.000 millones. En la reunión de enero, la última de Bernanke como Presidente antes de traspasarle el mando a Janet Yellen, la Fed prosiguió con el plan de reducción gradual del QE3, anunciando una nueva reducción de \$10.000 millones en las compras mensuales a u\$s 65.000 millones.

Sin embargo, los indicadores de actividad económica más recientes muestran un súbito deterioro. Existe un factor determinante para explicar el freno abrupto en ventas minoristas, producción industrial y creación de empleo entre diciembre y enero: el clima. En efecto, el invierno inusualmente crudo que está atravesando el hemisferio boreal, que se ha sentido con particular intensidad en el noreste de EE.UU. con sucesivas tormentas de nieve, ha actuado como un impedimento para el normal desarrollo de numerosas actividades. Por ello, entre economistas y agentes económicos en general tiende a prevalecer la visión de que se trata solo de un bache transitorio y que, una vez superadas las inclemencias climáticas, la economía de EE.UU. retomará la senda de crecimiento vigoroso que despuntaba a fines de 2013.

De todos modos, queda un margen de duda respecto a cómo se hubiera desempeñado la actividad económica si el invierno hubiera presentado condiciones más “normales”. A esta altura, no es posible determinar con precisión si el freno es exclusivamente atribuible al factor climático²⁰. Hay que recordar que desde la salida de la gran crisis financiera de 2008-2009, la economía de EE.UU. ha experimentado varios “arranques en falso”, es decir, períodos en que la actividad

²⁰ Algunas revisiones recientes a la baja de datos de los meses anteriores, como es el caso de las Ventas Minoristas de noviembre y diciembre, podrían sugerir que la desaceleración ya había comenzado antes de la llegada de los temporales invernales.

económica parecía tomar impulso suficiente para alcanzar una recuperación sostenida, lo que llevó a plantear la necesidad de una estrategia de salida (“*exit strategy*”) de las medidas de política monetaria no convencionales, para poco después volver a debilitarse y requerir nuevos estímulos monetarios para evitar recaer en recesión.

En su primer testimonio ante el Congreso como Presidente de la Fed, Janet Yellen se encargó de transmitir un mensaje de continuidad respecto a la gestión de Bernanke tanto en el enfoque como en la orientación actual de la política monetaria. Una de las implicaciones es que el plan de reducción gradual del QE3, a razón de u\$s 10.000 millones menos de compras mensuales en cada reunión de la Fed, seguirá adelante.

Yellen no fue explícita al ser interrogada sobre las causas de la desaceleración reciente en la creación de empleo, dando a entender que el clima puede haber influido. Pero enfatizó que el comportamiento del mercado laboral dista mucho de ser satisfactorio, por lo que la política monetaria deberá continuar laxa por un período considerable de tiempo, aun cuando la tasa de desempleo se esté aproximando al 6,5% originalmente identificado como el nivel a partir del cual debería procederse a la normalización de las tasas de interés. De esta forma, reforzó el mensaje que ya venía comunicando Bernanke, que el *tapering* no significa un endurecimiento de la política monetaria y que no habrá suba de tasas por lo menos hasta bien entrado el año 2015.

3. China: aparece la punta del “iceberg” del sistema financiero paralelo

China también había terminado el año 2013 con un tono positivo. El ambicioso programa de reformas anunciado en el 3er. Plenario del Partido Comunista había generado expectativas favorables para el mediano plazo, mientras que en el corto plazo el nivel de actividad mostraba un crecimiento sostenido. El PIB del 4º trimestre de 2013 arrojó un crecimiento interanual de 7,8%, promediando en el año 2013 un crecimiento del 7,7%, en línea con las estimaciones más recientes, pero por encima de lo que se preveía en la primera parte de 2013, cuando un flojo primer trimestre despertó temores de que el crecimiento pudiera caer por debajo del 7%.

Sin embargo, ya a fines de 2013 se vislumbraban algunos síntomas preocupantes para la evolución económica en la primera parte de 2014. Tales síntomas se manifestaban especialmente en las tensiones en el mercado monetario, con las tasas de interés interbancarias registrando subas fuertes, a niveles que solo registraban como precedente el episodio a mediados de 2013, cuando el Banco Popular de China (BPCH) había decidido reducir la inyección de liquidez al sistema.

La suba de las tasas interbancarias, si se extiende en el tiempo, puede traducirse en un encarecimiento del crédito para las empresas y a una desaceleración en el ritmo de otorgamiento de nuevos préstamos y del stock total de financiamiento en la economía. Cabe destacar que la economía de China se ha mostrado particularmente sensible a la tendencia del crédito, con los períodos en que las autoridades actuaron para “enfriar” el crecimiento excesivo del crédito dando lugar a una desaceleración de la actividad, mientras que los períodos de rápida expansión crediticia impulsando “booms” económicos.

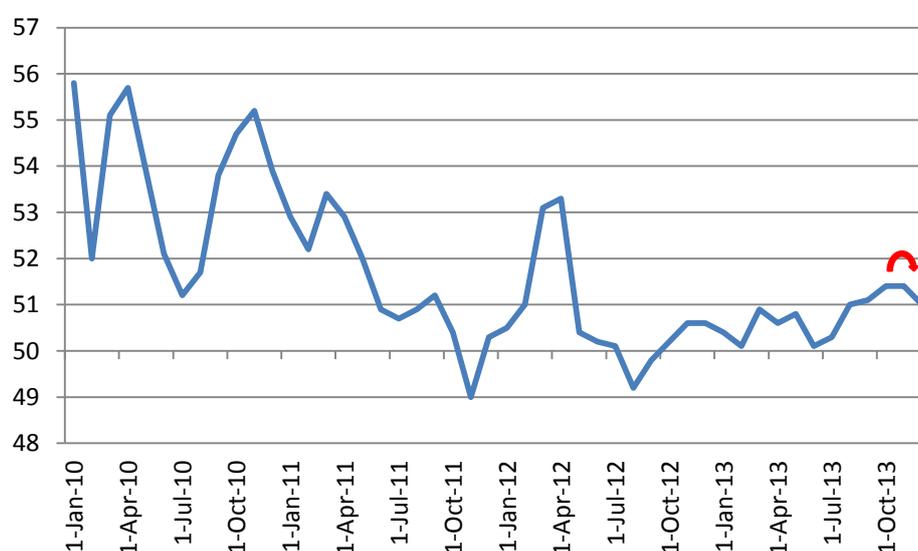
Pero en esta ocasión, el efecto no se limita al impacto sobre el sistema bancario “tradicional”, sino principalmente sobre lo que se denomina el sistema financiero “paralelo” (“*shadow banking system*”), con menores regulaciones que el sistema bancario, que en los últimos años ha adquirido una creciente preponderancia en el nivel agregado de crédito en la economía china. En más de una ocasión se ha advertido que, más allá de los indicadores financieros (incobrabilidad, liquidez, leverage, solvencia) relativamente estables y moderados que muestra el sistema bancario chino, la verdadera “bomba de tiempo” se estaba gestando en la amplia y creciente gama de vehículos e instrumentos financieros no convencionales que se canalizaban a través del canal no regulado.

La primera evidencia de que tales advertencias no se trataban solo de un alarmismo excesivo, surgió a principios de año, cuando uno de los vehículos financieros que proliferaron en los últimos años anunció de que no estaba en condiciones de hacer frente a su vencimiento a fines de enero, en lo que se hubiera constituido en el primer default en esta industria. Como es usual en estos casos, el riesgo de que la ola de desconfianza generada por un caso puntual y aislado termine contagiando a todas las entidades similares, se transformó en una amenaza tangible con consecuencias imprevisibles para toda la arquitectura financiera en la que está apoyada la economía de China. Por ello, el BPCH decidió intervenir para evitar el default del mencionado vehículo financiero, a la vez que inyectó suficiente liquidez en el sistema para que las tasas interbancarias vuelvan a la “normalidad”. De esta forma, consiguió evitar una situación potencialmente

caótica en el muy corto plazo. Sin embargo, dicha decisión conlleva costos a futuro: 1) sienta un precedente respecto a la convalidación del “riesgo moral” que trae aparejada el salvataje de una entidad al borde del default y 2) la nueva inyección masiva de liquidez en el sistema financiero implica un retroceso en el proceso de dar una mayor participación al mercado en la determinación de las tasas de interés, como camino para limitar la tendencia al crecimiento excesivo del crédito que frecuentemente ha experimentado la economía china.

En cuanto a la evolución del nivel de actividad económica en el corto plazo y las perspectivas para 2014, el impacto de este episodio de stress financiero y sus potenciales secuelas aumentan el nivel de incertidumbre. Los únicos datos disponibles²¹ hasta el momento presentan un panorama contradictorio. Por un lado, las encuestas cualitativas de actividad PMI reflejaron una desaceleración en diciembre y enero (véase el gráfico 6). Por otro lado, las estadísticas de comercio exterior de enero mostraron un fuerte salto de las exportaciones, con un crecimiento interanual del 10,6% respecto al 4,3% registrado en diciembre²².

GRÁFICO 6: CHINA: EVOLUCIÓN DE LA ENCUESTA DE ACTIVIDAD PMI MANUFACTURING



Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

Por el momento, las estimaciones de crecimiento para 2014 no han sufrido revisiones a la baja, oscilando en torno al 7,5%²³. Sin embargo, los sucesos de fines de 2013 y principios de 2014 son un recordatorio de los desafíos que enfrenta China para mantenerse en la senda del crecimiento sostenido a ritmo elevado, aun cuando sea inferior al de las últimas dos décadas, en los próximos años.

4. Países emergentes: el tapering y China desatan el vendaval financiero en los más frágiles.

Tras una década muy favorable (solo interrumpida transitoriamente por la crisis financiera internacional de 2008-2009), que los tuvo como protagonistas principales de la economía mundial en materia de crecimiento económico, ingreso de capitales y apreciación cambiaria, el grupo de países emergentes tuvo un año 2013 muy difícil. Las expectativas de comienzo anticipado del *tapering* instaladas por Bernanke en mayo de 2013, dieron lugar a una brusca suba en la estructura de tasas de interés en EE.UU., con la tasa de 10 años prácticamente duplicándose de 1,6% a 3,0% en 3 meses.

²¹ Debido a las dificultades estacionales planteadas por el hecho de que el Año Nuevo Lunar cae alternativamente a fines de enero o principios de febrero, ya no se publican las estadísticas de actividad interna para enero, debiéndose esperar a principios de marzo para los datos del primer bimestre.

²² Como siempre, sobrevuelan las sospechas respecto a la confiabilidad y veracidad de las estadísticas oficiales, alentadas en este caso por algunas incongruencias en los datos de exportaciones de enero, en lo que también podría jugar un papel la sobrefacturación de exportaciones que practican algunos exportadores para ocultar ingresos de capitales.

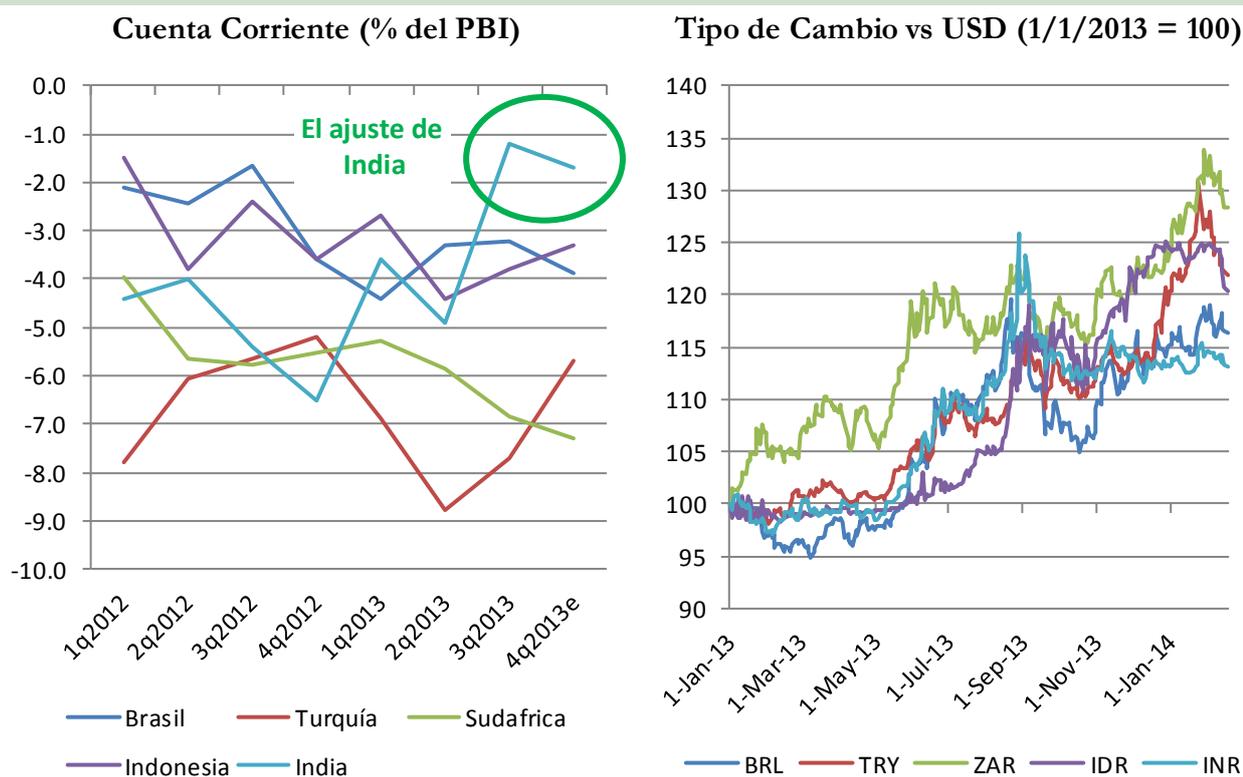
²³ En su actualización de proyecciones globales a enero de 2014, la estimación de crecimiento del FMI para China en 2014 se ubica en 7,5%, 0,3 puntos porcentuales por encima de la proyección de octubre de 2013.

Esto provocó una súbita salida de capitales de los países emergentes, lo que derivó en fuertes depreciaciones cambiarias, deterioro en el crecimiento económico y presiones alcistas sobre la inflación, reduciendo el margen de maniobra de las autoridades de los respectivos países para contrarrestar el shock externo negativo.

Pero hacia fines de 2013, la situación en la mayoría de estos países parecía haberse estabilizado. A tal punto que el anuncio concreto del inicio del *tapering* a mediados de diciembre tuvo un impacto significativamente inferior en los países emergentes que el que había tenido su anticipo a mediados de año. Por ello, parecía posible que, en tanto y en cuanto las tasas libres de riesgo en EE.UU. permanecieran en su piso histórico independientemente del *tapering*, el año 2014 presentara condiciones externas más benignas para este grupo de países. Sin embargo, la calma duró poco y a mediados de enero se hizo evidente que los países emergentes estaban entrando en el ojo de la tormenta nuevamente. Los síntomas de desaceleración y los problemas en los mercados de crédito de China analizados en el punto anterior, se transformaron en una nueva amenaza para la estabilidad de estos países, debido al gran peso que tiene la demanda de China tanto para los países productores de commodities como para los países del sudeste asiático proveedores de insumos industriales.

El foco de atención se centró en los países que presentaban el mayor grado de vulnerabilidad, en especial el grupo denominado “los cinco frágiles” (“*the fragile five*”), compuesto por India, Indonesia, Brasil, Turquía y Sudáfrica. Todos estos países presentan déficits gemelos (fiscal y de cuenta corriente), desaceleración del crecimiento económico, inflación por encima de las metas y algún grado de incertidumbre política derivada de próximos procesos electorales²⁴.

**GRÁFICO 7: PAÍSES EMERGENTES SELECCIONADOS.
 EVOLUCIÓN DE TIPO DE CAMBIO Y CUENTA CORRIENTE 2013-2014**



Nota: BRL: Real Brasileño, TRY: Lira Turca, ZAR: Rand Sudafricano, IDR: Rupia Indonesia, INR: Rupia India

Fuente: IICE-USAL en base a datos de Bloomberg

²⁴ Para un análisis de los problemas que afectan a los países emergentes véase el artículo de Nouriel Roubini, “*The trouble with Emerging Markets*”, Enero 31 de 2014, Project Syndicate. <http://www.project-syndicate.org/commentary/nouriel-roubini-explains-why-many-previously-fast-growing-economies-suddenly-find-themselves-facing-strong-headwinds>

Estos países enfrentaron un proceso de fuerte salida de capitales que provocó una rápida depreciación de sus respectivas monedas, amenazando la estabilidad del sistema financiero y complicando el acceso al financiamiento del sector público y del sector privado. Las autoridades económicas y monetarias de estos países se enfrentaron con alternativas desfavorables, ya que si tomaban medidas para frenar la “corrida”, básicamente suba de tasas de interés y medidas fiscales restrictivas, en el corto plazo acentuarían el impacto negativo sobre la actividad económica, pero si buscaban apuntalar la actividad económica, no harían más que alimentar la corrida cambiaria.

La mayoría de ellos optó por adoptar medidas para frenar la sangría del mercado cambiario. El primero fue Turquía, anunciando una fuerte suba de tasas de 275 p.b. al 10%, seguido por Sudáfrica (+50 p.b. a 5,50%), mientras que en Brasil, cuya situación se analizará en detalle en el siguiente punto, el Banco Centra en la reunión de enero decidió una suba adicional de 50 p.b. en la tasa SELIC pese a que en la reunión anterior se había mostrado propenso a aminorar el proceso de suba de tasas iniciado el año anterior.

El caso de India es algo diferente, ya que tras haber sido uno de los países cuya moneda fue más castigada durante 2013 (más de 20% entre mayo y septiembre), el impacto a principios de 2014 fue mucho más acotado. Desde el anuncio del *tapering* de la Fed a mediados de diciembre la rupia india (INR) ha sido una de las monedas de países emergentes que menos se ha depreciado, sólo un 0,5%.

Los motivos para el menor castigo sufrido por India en esta ocasión, hay que buscarlo por el lado del ajuste significativo que ha experimentado India en su cuenta corriente, con una reducción del déficit a menos de la mitad, del 5% del PBI prevaleciente hasta mediados de 2013 a alrededor del 2% del PBI a fines de 2013, promediando sólo un 1% del PBI de déficit en los últimos 6 meses. En otros países como Turquía y Sudáfrica, el ajuste de la cuenta corriente ha sido mucho más gradual.

También en el frente fiscal, señalado siempre como uno de los talones de Aquiles de India, la mejora ha superado las expectativas, cerrando 2013 con un déficit de 4,8% frente al 6% proyectado hasta mediados de año. Las medidas del Banco Central, interviniendo en el mercado de cambios en forma directa e indirecta a través de operaciones de swap con las compañías petroleras, también contribuyeron a anclar las expectativas cambiarias.

El ejemplo de India, aun cuando no está totalmente fuera de peligro, muestra que los países emergentes no están condenados a la crisis, y que en general cuentan con recursos y alternativas para “capear” el temporal, aunque muy probablemente se enfrenten a una etapa de menor abundancia y menor crecimiento que en la década anterior. Sin embargo, para aquellos países que se resistan a adoptar los ajustes necesarios, puede haber más problemas hacia adelante, lo que siempre conlleva el riesgo de que un episodio de crisis en algún país individual termine contagiando al resto. Por el momento, las medidas de emergencia adoptadas en los países más afectados, junto con la normalización de la situación en China y la reafirmación por parte de Yellen de la política monetaria laxa de la Fed, han alcanzado para restablecer la calma, pero los riesgos siguen latentes.

5. Brasil: La sequía se suma a la larga lista de problemas

La racha negativa de Brasil parece no tener fin. El año 2013 cerró con malas noticias en materia de actividad económica, con una fuerte caída de la actividad industrial y desaceleración en las ventas minoristas, lo que llevó a que el indicador mensual de actividad económica que elabora el Banco Central, el IBC-Br, exhiba en diciembre una variación mensual desestacionalizada del -1,35% y que en términos interanuales se desacelere a sólo +0,7% respecto a +1,3% en noviembre. La persistencia de los datos débiles de actividad ha llevado a una nueva ronda de revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento del PIB para 2013 y para 2014, que ahora se ubica en torno al 2,2% y 1,5% respectivamente.

En materia de política económica, además de la continuidad en el proceso de suba de tasas mencionado en el punto anterior, el debate actualmente se centra en torno a la posibilidad de anunciar un plan de ajuste fiscal, concentrado en la reducción del gasto público, que permita aumentar la meta de superávit primario para 2014 para recuperar la confianza. En los medios de prensa locales se habla de una meta de superávit primario del 1,8% del PIB para 2014, que sería anunciado esta semana. Pero por el momento no parece haber consenso suficiente en el Gobierno para implementarlo y, aun cuando sea anunciado, en un año electoral, las posibilidades de cumplirlo son reducidas.

Para peor, la severa sequía que está sufriendo parte del territorio brasileño está amenazando la generación de energía por parte de las centrales hidroeléctricas, que continúan concentrando la mayor parte del parque de generación de electricidad en Brasil. Si bien por el momento no se ha planteado la necesidad de racionar el consumo de energía a escala masiva, como ocurriera en el año 2000, la necesidad de recurrir en forma intensiva a la generación termoeléctrica, de mayor costo medio y marginal, impone un aumento de costos a consumidores industriales y familias. Para evitar el impacto inflacionario y la pérdida de competitividad y poder adquisitivo asociados al mismo, es posible que el Gobierno opte por aumentar los subsidios, lo que complicaría el objetivo de ajuste fiscal.

6. *Comentario final*

Los países emergentes han atravesado otro episodio de inestabilidad cambiaria y financiera y la calma parece haber retornado. Sin embargo, el contexto global apunta a que seguirán enfrentando dificultades y desafíos en el corto y mediano plazo. Una de las conclusiones que puede extraerse de los últimos episodios es que si bien en los momentos de máxima tensión se impone el efecto contagio y todos los países del grupo son arrastrados al ojo de la tormenta, con el transcurso del tiempo la diferencia de fundamentos macroeconómicos y la calidad de las medidas de ajuste implementadas por los distintos países empiezan a prevalecer. En este sentido, preocupa el caso de Brasil, que si bien no presenta los peores fundamentos, no consigue establecer un programa de ajuste creíble que le permita enfrentar los desafíos externos con menos sobresaltos.

LUEGO DEL “TAPERING”, ¿EL DILUVIO?... MÁS BIEN LLOVIZNA

Gustavo Martín

Un reciente estudio del Banco Mundial advierte que de darse un acomodamiento desordenado del retiro gradual de estímulo monetario extraordinario, las economías emergentes podrían sufrir de crisis bancarias o de balance de pagos. Para la Argentina, el riesgo de una crisis por este motivo sería circunstancialmente bajo.

1. *Introducción*

En el mes de enero, el Banco Mundial presentó un análisis en el que daba cuenta de un escenario de riesgo para las economías emergentes²⁵ dada la disminución gradual de las compras de títulos del Tesoro americano y activos de agencias por parte de la FED a partir de este año conocida como *tapering*. Según este estudio, dado que los flujos de capital hacia los mercados emergentes se encuentran dominados por estímulos mundiales, más que locales, estas economías serían más vulnerables a cambios en la política de la FED, más aún si estos comienzan a elevar la volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros tornando la política monetaria de EE.UU desordenada. De esta manera, una brusca corrección de los flujos de capital hacia los mercados emergentes, estimada en una reversión del 80% según el escenario de riesgo, causaría importantes daños económicos y algunos países sufrirían algún tipo de crisis económica según su actual estado.

2. *Bases del estudio y mensaje general*

El siglo XXI ha probado ser favorable para las economías en desarrollo, en los años transcurridos, se vieron cambios dramáticos en los flujos de capitales privados hacia estos países. Estos flujos han aumentado considerablemente tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB. No obstante, se caracterizan por su alta volatilidad en respuesta a los distintos escenarios mundiales, sobre todo por las políticas monetarias y fiscales tomadas en EE.UU.

Debido a las bajas tasas de interés y, a los programas de estímulo masivo implementados por la FED, las entradas de capitales llegaron a promediar 6% del PIB de las economías emergentes a partir final del la crisis de las hipotecas. Asimismo, las perspectivas de altas tasas de crecimiento en estas economías ayudaron a incrementar este flujo.

²⁵ “Capital Flows and Risk in Developing Countries”, Global Economic Prospects capítulo 3, Banco Mundial, enero de 2014.

Del estudio se infiere que las condiciones mundiales, sobre todo en lo que se refiere flujos de capitales internacionales, cambiarán dramáticamente a medida que la recuperación se afirme en las economías desarrolladas, y comiencen a retirarse paulatinamente los estímulos extraordinarios de política monetaria. Es de esperar que aumente la demanda por productos provenientes de países en desarrollo a la vez que disminuyan los flujos de capital hacia estos países.

En el escenario más probable que plantea el Banco Mundial en el informe, el proceso de normalización de la actividad y de la política en los países de altos ingresos debería ser suave y ordenado, con tasas de interés mundiales subiendo lentamente para llegar a un 3,6% a mediados de 2016. De esta manera, el análisis presentado advierte que tal endurecimiento gradual implicaría un “impacto limitado” a los países en desarrollo. La desaceleración de las entradas de capital proyectadas reducirían la entrada de capitales de 4,6% a 4% del PIB en promedio para estas economías.

Sin embargo, el riesgo de ajustes más bruscos sigue siendo importante, sobre todo si el aumento de la volatilidad del mercado acompaña la reversión de las intervenciones de los bancos centrales. Según las simulaciones del Banco Mundial, los cambios abruptos en las expectativas del mercado, que provocarían incrementos cada vez mayores a los rendimientos de los bonos globales, 100 a 200 puntos básicos en un par de trimestres, podrían dar lugar a una fuerte reducción de los flujos de capital hacia los países en desarrollo entre un 50 y un 80% durante varios meses.²⁶

Llegado el caso que el escenario de riesgo se materialice, algunos países en desarrollo podrían enfrentar crisis bancarias. Centrándose en una evaluación de los factores predominantes en anteriores crisis bancarias, la evidencia que presentan sugiere que los países en desarrollo que han experimentado una expansión sustancial del crédito interno en los últimos cinco años, deterioro del saldo en cuenta corriente, altos niveles de deuda externa y de corto plazo, y tipo de cambio real apreciado son los de mayor riesgo en las circunstancias actuales.

Para este estudio, en aquellas economías emergentes donde el margen de maniobra sea más limitado, los gobiernos podrán verse en la necesidad de realizar ajustes en su política fiscal y monetaria para reducir las necesidades de financiación y generar la confianza para evitar que los capitales se fuguen luego y atraer flujos adicionales. En el caso existan reservas de divisas suficientes, estas podrían ser utilizadas para moderar el ritmo de depreciación del tipo de cambio, mientras que un relajamiento de las regulaciones a la entrada de capitales e incentivos para la inversión extranjera directa podrían ayudar a suavizar dichos ajustes de política.

3. *El escenario de riesgo*

El análisis del Banco Mundial llega a la conclusión que en el largo plazo, la retirada de la flexibilización cuantitativa (*Quantitative Easing*) y la vuelta a una política monetaria más restrictiva en los países de altos ingresos tendrá, al final, un impacto relativamente pequeño en la entrada de capitales de los países emergentes. La reducción esperada en los flujos va desde el 4,6% del PIB de estos países en el tercer trimestre de 2013 a 4,0% a finales de 2016. Sin embargo, **advierte que lo que importa es la dinámica de este ajuste ya que un cese abrupto en el flujo es lo que podría provocar una crisis.**

En el caso de un cese abrupto de los flujos de capital, una reacción precipitada hacia el cambio en la política monetaria podría reducir los mismos hasta un 80% durante varios meses según los cálculos de los autores. Esto elevaría la probabilidad de *sudden stops* a nivel de país e involucraría a más del 25% de las economías en desarrollo.

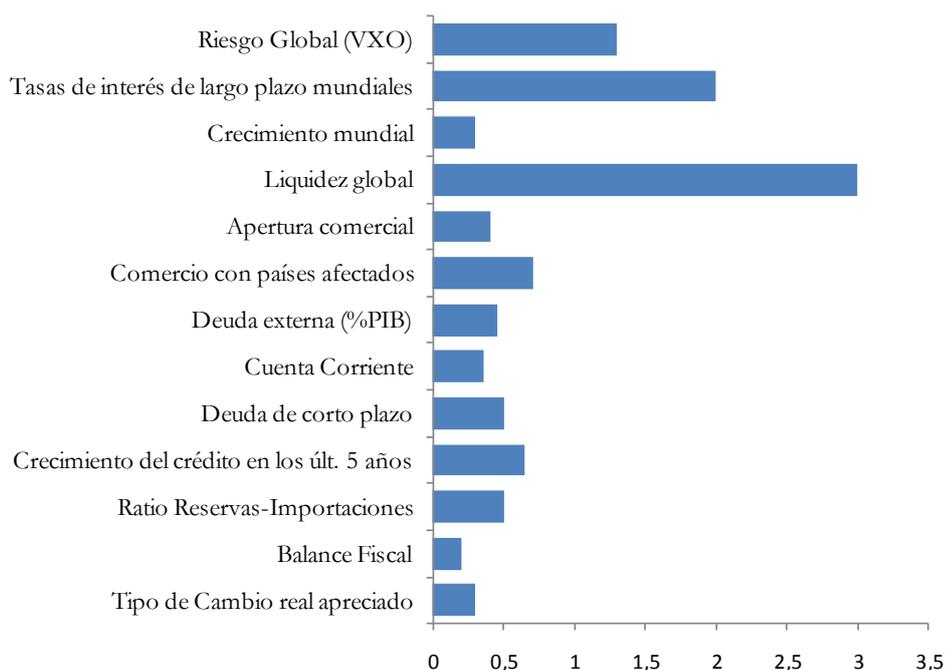
Con su modelo, los autores concluyen que el riesgo de una crisis bancaria en las economías emergentes aumenta con un incremento en la aversión al riesgo global, una suba de las tasas de interés mundiales y con la reducción de la liquidez mundial, especialmente después de un período de condiciones monetarias relajadas a nivel mundial.

Entre las variables de contagio examinadas por los autores, sólo la variable que representa los vínculos comerciales (en particular con otros países que sufrirían una crisis) fue estadísticamente significativa de manera consistente. Ello no resulta sorprendente, toda vez que la crisis de 2009 encontró su forma de contagio a través de este canal.

²⁶ El informe no especifica la cantidad de meses.

Asimismo, los resultados del estudio advierten que los factores internos también juegan un papel crítico en la determinación de si un determinado país entra en crisis o no. Los altos niveles de deuda externa y de deuda a corto plazo, un rápido crecimiento del crédito interno (medida como la variación del crédito interno con respecto al PIB en los cinco años anteriores), bajos niveles de las reservas internacionales, y una sobrevaluación del tipo de cambio real incrementan el riesgo de una crisis (ver gráfico 8).

GRÁFICO 8: CONTRIBUCIÓN ESTIMADA A UNA CRISIS EN TASA DE IMPACTO PARA TODOS LOS PAÍSES ESTUDIADOS



Fuente: Banco Mundial.

Finalmente, el trabajo realiza un diagnóstico de las regiones que se encuentran en mayor o menor peligro de sufrir una crisis. Según los autores, América Latina y el Caribe es la de menor riesgo inmediato. Las variables clave a monitorear como las principales fuentes de riesgo en los países de la región serían el rápido crecimiento del crédito y los ratios de deuda a corto plazo. Por su parte, en Oriente Medio y el Norte de África, el mal desempeño en las tasas de crecimiento estuvo condicionado a la agitación política en los últimos años. De esta manera, los riesgos del sector bancario se derivan principalmente de su exposición a la calidad del crédito interno y las necesidades financieras de los respectivos gobiernos en un contexto de un deterioro de la cuenta corriente.

Para la zona del Sudeste Asiático e India los riesgos son bajos. No obstante, los autores advierten acerca del peligro que podría significar el aumento de la morosidad en la India que a su vez, posee un deterioro significativo en su cuenta corriente de los últimos años. Los países de mayor riesgo serían sólo unos pocos de en África Subsahariana, dado el deterioro en sus niveles de reservas internacionales ya alta exposición a la deuda externa de corto plazo.

4. Impacto sobre la Argentina

El actual contexto de la economía argentina pone de manifiesto que su riesgo sería de alguna manera controlado, dado que no recibe un gran flujo de capitales externos que la condicionen. Las variables del estudio que más pesarían en este caso son el canal de comercio exterior, el ratio de reservas sobre importaciones, el balance fiscal y la sobrevaluación del tipo de cambio real.

Según se observa en el gráfico 8 que muestra el impacto que tendría cada variable para todos los países estudiados, la contribución de las últimas dos variables es baja y la actual devaluación, que llevó al tipo de cambio real multilateral²⁷ a niveles parecidos a los del período junio de 2010 a diciembre de 2011, descartan que sean detonantes de una crisis por la reversión de los flujos de capitales.

Por su parte, el canal de comercio exterior aparece como relevante, dada su magnitud en el impacto, lo mismo que el ratio de reservas/ importaciones dada la fuerte caída (USD 12.692 millones sólo en 2013) de las reservas en el BCRA. No obstante, el grueso del comercio internacional de la Argentina se concentra en Brasil, China, UE, Estados Unidos, Chile y Venezuela, países de bajo riesgo de crisis por reversión de flujo de capitales. De esta manera, Argentina tendría una baja probabilidad de contagio en el caso que se cumpla el escenario de riesgo propuesto por el Banco Mundial.

5. Conclusiones

Aunque el escenario base del Banco Mundial es el de un ajuste suave que conllevaría sólo una “reducción modesta” en las entradas de capital a los mercados emergentes, el Banco advierte sobre un riesgo de crisis latente. Dado que la experiencia del año pasado y la naturaleza sin precedentes de las políticas de los Bancos Centrales implicarían repentinos ajustes, de hasta 200 puntos básicos, en las tasas de interés a largo plazo de las economías desarrolladas, el Banco Mundial elabora un escenario de riesgo para las economías emergentes.

El informe advierte que, en un escenario de riesgo o con “ajuste desordenado”, los flujos financieros hacia los países en desarrollo podrían disminuir hasta en un 80 % durante un período significativo lo que implicaría, en promedio, un impacto negativo sobre las economías emergentes. El riesgo no es simplemente un escenario imaginado, posee cierta probabilidad de materializarse. Sin ir más lejos, durante el año pasado se vivieron episodios de turbulencias debido a la incertidumbre de si se iniciaba el *tapering* o no. En aquellos sucesos, la tasa de rendimiento de los bonos del Tesoro americano llegó a incrementarse en hasta 100 puntos básicos. En consecuencia, durante los meses de junio y agosto de ese año, los inversores retiraron cerca de USD 64 mil millones de fondos mutuos en economías emergentes. Es más, países como Brasil, Indonesia, India, Malasia, Turquía y Sudáfrica tuvieron además impactos negativos en los mercados de acciones, bonos y monedas.

De esta manera, el estudio hace hincapié en la posibilidad que varias economías emergentes sufran de crisis de balanza de pagos o financiera interna debido a un fuerte incremento en las tasas de interés en EE.UU y por la consecuente reversión del flujo de capitales hacia los países desarrollados.

No obstante ello, la economía argentina se vería muy poco afectada por este escenario de riesgo. Sin embargo, no habría que descartar que una combinación de crisis en países emergentes con escenario conflictivo interno conduzcan a nuestro país a una recesión.

²⁷ Estimado con el IPC Congreso o promedio de provincias según el período.

INDICADORES

Indicador	Fuente	Unidad de Medida	Fecha	Último Dato	Variación Interanual %	Período Anterior	Variación Interanual Período Anterior %
<i>Cuentas Nacionales</i>							
Producto Bruto Interno	INDEC	Millones de pesos a precios de 1993	2013: III	494.042	5,5	519.609	8,3
Consumo Privado	INDEC	Millones de pesos a precios de 1993	2013: III	337.708	8,3	345.534	9,2
Consumo Público	INDEC	Millones de pesos a precios de 1993	2013: III	68.875	2,7	72.745	8,6
Inversión Bruta Interna Fija	INDEC	Millones de pesos a precios de 1993	2013: III	124.704	9,5	118.207	16,2
<i>Actividad</i>							
Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Base 2001 = 100	Nov-13	-0,1	2,2	-0,4	3,2
Estimador Mensual Industrial	INDEC	Base 2006 = 100	Dic-13	-2,2	-5,4	-3,4	-4,9
Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Base 2004 = 100	Dic-13	-10,0	5,2	-4,4	2,9
Ventas Supermercados	INDEC	Precios Constantes - Base 2008 = 100	Dic-13	39,6	36,5	5,8	24,2
Ventas Shoppings	INDEC	Precios Constantes - Base 2008 = 100	Dic-13	61,5	17,4	-8,5	24,1
<i>Precios</i>							
Índice de Precios al Consumidor Nacional Urbano	INDEC	Base T IV 2013 = 100	Ene-14	3,7	s/d	s/d	s/d
Índice de Precios Mayoristas	INDEC	Base 1993 = 100	Ene-14	4,9	19,2	1,5	14,7
Indicador Precios Materias Primas en Dólares	BCRA	Base 1995 = 100	Ene-14	-1,0	-12,0	-0,5	-13,3
Indicador Precios Materias Primas en Pesos	BCRA	Base 1995 = 100	Ene-14	10,2	25,5	5,0	12,6
Indice de Costos de la Construcción	INDEC	Base 1993 = 100	Ene-14	1,7	22,4	1,1	20,9

Indicador	Fuente	Unidad de Medida	Fecha	Último Dato	Variación Interanual %	Período Anterior	Variación Interanual Período Anterior %
<i>Indicadores Laborales, Pobreza e indigencia</i>							
Índice de Demanda Laboral	UTDT	Base 2000 = 100	Enc-14	29,5	-14,7	32,5	-3,8
Tasa de Desocupación	INDEC		2013: III	6,8	7,6 ^(*)	7,2	7,1 ^(*)
Tasa de Subocupación Demandante	INDEC		2013: III	5,8	6,2 ^(*)	6,7	5,0 ^(*)
Valor Canasta Básica	INDEC		Dic-13	577,2	10,6	566,4	9,4
Valor Canasta Indigencia	INDEC		Dic-13	254,8	9,5	249,1	7,4
Índice de Salarios Nivel General	INDEC	Base abril 2012 = 100	Dic-13	146,6	25,9	144,9	26,1
<i>Sector Público</i>							
Recaudación Nominal	MECON	Millones de pesos	Enc-14	90.307	37,5	76.059	22,2
Resultado Operativo Primario	MECON	Millones de pesos	Dic-13	-19.897	-280,1	-6.679	-1023,4
<i>Sector Externo</i>							
Exportaciones Totales	INDEC	Millones de dólares	Dic-13	5.447	-13,0	6.829	3,0
Importaciones Totales	INDEC	Millones de dólares	Dic-13	5.175	-5,0	5.928	2,0
Saldo Comercial	INDEC	Millones de dólares	Dic-13	272	-67,4	901	11,1