

Balance y perspectivas de la economía argentina

Más allá de las cifras de expansión de la actividad, que ubican al país en el grupo de economías de mayor crecimiento, un dato revelador para su evaluación, fue la fuerte adquisición de dólares por parte del sector privado.

El monto de exportaciones alcanzó nuevos máximos históricos. Las ventas al exterior cerrarían el año con un crecimiento del 25%, alcanzando los u\$s 85MM. El aumento se explica por subas de precios, con incidencia del orden del 75%.

El balance del año arroja un alto crecimiento de la economía pero también suma un dato significativo al marcar la interrupción de un ciclo de condiciones externas sumamente propicias para el crecimiento de las exportaciones del país.

Balance 2011

La marcha de la economía confirma el escenario presentado hace un año. Se confirmó un fuerte aumento en el nivel de actividad impulsado por los altos precios de los productos de exportación, y por la política del gobierno de gran impulso a la demanda a través del crecimiento del gasto público -acentuado en los meses previos a las elecciones- y un muy elevado ritmo de emisión monetaria. El análisis prospectivo de aquel momento también remarcaba la agudización de desequilibrios como el alza de la inflación, el exceso de gasto público, el atraso del tipo de cambio y de tarifas de servicios públicos; características de la marcha de la economía que se verificaron con el transcurso del año.

El balance del año 2011 arroja un crecimiento del 8% del producto, una leve mejora en los indicadores del mercado de trabajo con una tasa de desocupación cercana al 7% y una inflación en torno al 25% anual de acuerdo a estimaciones privadas.

Más allá de las cifras de expansión de la actividad que ubican al país en el grupo de economías de mayor crecimiento, un dato revelador de la evaluación sobre las perspectivas económicas, fue la fuerte adquisición de dólares por parte del sector privado (salida de capitales), generada por el predominio de expectativas de una fuerte devaluación del peso una vez concluidas las elecciones presidenciales. De acuerdo a cifras del Banco Central¹, la adquisición de dólares del sector privado habría alcanzado un récord en el trimestre previo a la votación de octubre, de poco más de US\$ 7MM. El máximo anterior correspondía al segundo trimestre del 2008, con adquisiciones de dólares por parte de privados de US\$ 5,3MM. Una vez ratificada la continuidad del gobierno, ante la ausencia de señales de anuncios sobre planes o medidas para bajar la inflación o acelerar el ritmo de depreciación del peso, las compras de dólares por parte de los ahorristas se mantuvieron en octubre. Con la disminución de reservas del Banco Central se afirmaban las expectativas de aumentos en la cotización del dólar y por lo tanto, crecía la tendencia compradora. En paralelo, la fuerte desaceleración de los depósitos (retiro de pesos colocados en los bancos para comprar dólares) impuso la necesidad de aumentar los rendimientos pagados a depositantes, lo que se tradujo en un brusco salto de las tasas de interés sobre préstamos (la tasa BADLAR pasó del 11% en julio al 19% en diciembre). A partir de noviembre, el nivel de transacciones en el

¹BCRA, Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario al tercer trimestre de 2011.

mercado oficial de cambios presentó un brusco descenso, forzado por la intervención del BCRA exigiendo la autorización previa de la AFIP para realizar compra de divisas. Con esta medida, el gobierno se reservó la decisión de establecer cupos para la venta de moneda extranjera a privados de acuerdo a la evolución del nivel de reservas del Banco Central. Con las restricciones impuestas para realizar cambios de moneda y la consecuente reactivación de las operaciones en el circuito marginal con cotizaciones superiores a las del mercado oficial, el mercado cambiario dejó de ser libre y único.

Los temores a una devaluación brusca del peso tenían fundamento. Dado que en el 2010, con una inflación del 22% anual, la devaluación fue de apenas el 4.8%, el aumento de los costos en dólares resultó cercano al 17% anual. En el 2011 la situación tendió a ser similar con una diferencia entre la inflación y la tasa de devaluación del 15%. A ello se sumaba la consolidación de la tendencia a la baja del superávit comercial, pese a las muy buenas condiciones de mercado para las principales exportaciones del país.

El monto de exportaciones en el 2011 alcanzó nuevos máximos históricos. Las ventas al exterior cerrarían el año con un crecimiento del 25%, alcanzando los US\$ 85MM. El aumento de los montos exportados se explica por aumentos de precios, con una incidencia del orden del 75% en tanto que el 25% restante se asocia a mayores volúmenes de carga. Entre los rubros que componen exportaciones, el más destacado fue "Productos Primarios" con un alza del 33%. Entre los principales productos, se destacaron los cereales, aceites y harina de soja y automotores. Los factores relacionados con estos resultados fueron los elevados precios de los productos de la soja y sus derivados durante el primer semestre, el buen resultado de la campaña agrícola 2010/2011 y el sostenido ritmo de ventas a Brasil de la industria automotriz durante la mayor parte del año.

El precio de la soja, de acuerdo a la cotización FOB mercado de Chicago, tuvo un fuerte aumento pasando de un promedio de US\$ 358 por tonelada en 2010 a un promedio de US\$ 490 a lo largo del 2011, con una clara tendencia a la baja a partir de septiembre. De acuerdo a estimaciones del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca, el máximo histórico anterior correspondía a la campaña 2007/2008 con 97 MT. La producción agrícola para la campaña 2010/2011 permitió superar el umbral de los 100 MT. Hasta fines de octubre, el monto total de ventas a Brasil registraba un crecimiento anual del 22%. Estas operaciones representan casi una quinta parte de las operaciones totales del país, y casi la mitad corresponden a ventas de la industria automotriz.

El impacto sobre la generación de divisas del aumento en las exportaciones en parte fue contrarrestado por el crecimiento de las importaciones (35%). El saldo comercial de US\$ 11.6 MM registrado en el 2010, descendería en el 2011 a cerca de US\$ 9.5MM (-18%). Este aumento fue impulsado por las compras de combustibles con un incremento superior al 100% destinado a mitigar el creciente déficit de energía. También se registraron subas de hasta el 30% en bienes intermedios y en menor medida en equipos de capital y accesorios, pese al creciente número de trabas impuestas por la Secretaría de Comercio.

Las compras al exterior fueron resultado del insuficiente crecimiento de la oferta doméstica frente a la gran expansión de la demanda de bienes y servicios. La opción de comprar al exterior presentaba menos riesgos frente a la decisión de invertir para ampliar la capacidad. El creciente atraso en la devaluación del tipo de cambio con respecto a la inflación reforzaba la conveniencia de importar mercaderías. En contraposición a las exportaciones, apenas un tercio de las importaciones se

explicaron por aumentos de precios, los dos tercios restantes del gasto se asociaron a un incremento de los volúmenes físico de compras.

De este modo, pese a los niveles sin precedentes de transferencias de ahorros privados al exterior, la actividad económica logró sostener una elevada tasa de crecimiento. La salida de capitales fue financiada por el superávit comercial y la disminución de reservas del Banco Central. El año finalizaría con un leve déficit en cuenta corriente y una reducción de reservas de US\$ 52MM a US\$ 46 MM.

En el plano interno, el nivel de consumo se sostuvo con la continuidad de la política de fuerte expansión del gasto público (34% anual desde enero a octubre) financiada con emisión monetaria (circulación monetaria aumentó un 27% de enero a noviembre) y ahorros del sistema previsional, apuntalada por un gran crecimiento de la demanda de crédito bancario (de acuerdo a cifras del BCRA, los préstamos en pesos al sector privado crecieron un 79%, alcanzando una participación del 12% sobre el producto bruto nominal), bajas tasas de interés en términos reales (hasta octubre, interés sobre plazo fijo rondaba el 10% anual con una inflación del 25% anual), aumento de salarios reales (2 a 3 puntos, con aumentos nominales promedio del 27%) y una sostenida apreciación del peso para incentivar el consumo (depreciación del 7,5% con una inflación del 25%).

El aumento del gasto público fue impulsado por prestaciones de la seguridad social, transferencias corrientes al sector privado (subsídios) e inversión real directa. Las dos primeras partidas representaron más del 60% de las erogaciones totales del estado nacional.

La recaudación tributaria alcanzó un valor récord de \$540 MM, con un incremento del 31,8% con respecto a lo recaudado el año 2010. El IVA creció 32,5% interanual, los aportes y contribuciones patronales un 34,1% y el impuesto a las Ganancias un 42%.

La inflación mantuvo su tendencia alcista alcanzando una tasa del 25% anual (22% en el 2010). Del alza estimada de precios, un 15% corresponde al período enero – julio. En los meses siguientes, la tasa se estabiliza en niveles altos pero similares a los del año anterior. Los resultados de la segunda mitad del año explican porque la inflación se ubicó por debajo de la mayoría de los pronósticos al comenzar el 2011, en torno al 30% anual.

En el comportamiento de los precios del segundo semestre influyó el cambio de contexto externo en el último trimestre del año con una desaceleración brusca de la actividad, como reflejo del menor ritmo de crecimiento de la economía de Brasil y la importante devaluación del real con respecto al peso. El impacto se reflejó en una desaceleración en el crecimiento de la producción industrial del último trimestre, siendo el sector automotriz el más afectado. El cambio de contexto tuvo como principal determinante la profundización de la crisis financiera en la Unión Europea, cuestión analizada en la primera sección. La falta de avances en la resolución de la crisis y un claro debilitamiento del ritmo de crecimiento de la economía mundial y por lo tanto, de la demanda, se reflejaron en una disminución importante de la cotización de los productos primarios de exportación.

El balance del año arroja un alto crecimiento de la economía pero también suma un dato significativo al marcar la interrupción de un ciclo de condiciones externas sumamente propicias para el crecimiento de las exportaciones del país y que por lo tanto, impondrá al gobierno la necesidad y el desafío de atender los desequilibrios generados por la expansión excesiva del gasto con financiamiento inflacionario. Un

camino efectivo sería la disminución de expectativas de devaluación con un aumento del superávit primario a través la racionalización del gasto público y la restitución de la autonomía del Banco Central. Estos objetivos no figuran en la agenda del nuevo gobierno, al menos de modo explícito.

Perspectivas 2012

- *El viento a favor disminuyó su intensidad y el gobierno se ve urgido por recuperar los motores internos (recomposición de superávit fiscal y en cuenta corriente, acumulación de reservas y tipo de cambio elevado) antes de que cese la inercia de la fuerte expansión de los últimos años. Para evitar mayores desequilibrios en el corto plazo (tendencia al déficit en cuenta corriente y disminución de reservas), se redobla la apuesta por los controles y prohibiciones, con altos costos por pérdidas de eficiencia y frenos al aumento de la productividad.*
- *Hay preocupación oficial por contener las expectativas de inflación y dado los límites para mantener el ancla cambiaria y de congelamiento de tarifas, la política parece apuntar a su reemplazo por el ancla salarial reforzada con un intento de contención del gasto público (eliminación de subsidios). Las posibilidades de evitar nuevos episodios de corridas cambiarias dependerán de mejoras en el contexto externo, contención del ritmo de expansión del gasto público, acceso al financiamiento en el mercado internacional y del grado de control en la emisión de dinero por parte del Banco Central.*

Exportaciones

Con el comienzo del año 2012, se inicia una etapa de transición con un lento crecimiento de la producción, esperándose una estabilización de la inflación en niveles altos. Como se señaló antes, el principal factor generador de cambios en el escenario es el agravamiento de la crisis de la deuda soberana de los países de Europa. Esta novedad, se suma a la débil recuperación de Estados Unidos.

El impacto de cambios en el contexto mundial sobre la economía argentina es muy significativo. Según estudios², más del 60% de las variaciones del PBI responden a factores externos y esta relación es mayor en épocas de crisis. El rol principal de la política doméstica consiste en determinar la velocidad de recuperación y sus costos.

Los efectos de este nuevo y adverso contexto mundial llegarán al país a través de un debilitamiento de las exportaciones a la Unión Europea y Brasil. Cada uno de estos destinos representa cerca de una quinta parte de las exportaciones del país. En el caso de Brasil, recibe poco más del 40% de las ventas de bienes industriales, destacándose las exportaciones de automóviles con una participación cercana al 80% sobre el total de ventas externas de la industria automotriz.

El volumen de ventas de productos primarios se ve amenazado por el impacto de la sequía sobre los resultados de la campaña agrícola 2010/2011. El efecto en el ingreso de divisas se podría ver amplificado por un menor precio en comparación al promedio del año anterior.

Inversión

El impulso de la inversión sería insuficiente para compensar las dificultades en el sector externo. Si bien la economía se encuentra casi al límite de la utilización de la capacidad productiva en gran número de industrias, la incertidumbre generada por la profundización de controles y cambios de reglas, sumada a la ausencia de señales claras sobre planes consistentes para disminuir la inflación y revertir el atraso del tipo de cambio, restan dinámica a la inversión en capital productivo. Por otra parte,

²Levy Yeyati E. y Cohan L.: "Innocent Bystanders in a Brave New World", *Perspectivas Económicas Latinoamericanas*. Brookings Institution. Noviembre 2011.

la importación de equipos abre grandes interrogantes debido a los estrictos controles y el cierre de la economía liderado por funcionarios de la Secretaría de Comercio. Cabría esperar una desaceleración de la inversión en obra pública en todos los niveles de gobierno, debido a que, sin las urgencias impuestas por las elecciones y ante la posibilidad de una recaudación más débil, sería una de las partidas afectadas para intentar contener el crecimiento del gasto público. La construcción privada seguirá siendo uno de los principales factores de impulso a la demanda, pero su intensidad podría decaer. Si bien la construcción representa una de las opciones preferenciales del ahorro, el mercado de vivienda presentaría un contexto más adverso. Entre los principales cambios se destaca el encarecimiento del crédito, la fuga de capitales, los elevados precios en dólares y las dificultades para operar con divisas por las restricciones impuestas al mercado de cambios.

Gasto público

Uno de los principales desafíos del gobierno consistirá en lograr una importante reducción de la tasa de crecimiento del gasto público. Entre las medidas tendientes a este objetivo se destacan los anuncios de la eliminación de subsidios a las tarifas de servicios públicos y la fijación de una meta de ajustes salariales muy inferior a la de años previos.

El monto de subsidios se aproxima a \$75 MM (16% del gasto público y 6% del PBI). Representa la partida de gasto público de mayor crecimiento. Los primeros anuncios concentran la reducción sobre empresas y hogares de mayor ingreso, con un ahorro en el gasto total de subsidios de casi el 7% sobre el monto total del año 2011. La meta del gobierno expresada por sus principales funcionarios ascendería a no menos de \$15MM. Un ajuste tan significativo requeriría alcanzar con la medida a sectores de ingresos medios, y de concretarse, su efecto inmediato se vería reflejado en una mayor desaceleración de la demanda.

El pago de los servicios de la deuda pública no estará en riesgo por cuanto aún se contaría con acceso a recursos extraordinarios provistos por el Banco Central y ANSES.

En 2012, se habrá agotado el espacio para nuevos incrementos de la participación sobre el PBI del gasto público, que hoy se encuentra en niveles máximos históricos y compromete la competitividad del sector privado. El desafío de la austeridad fiscal también comprenderá a los gobiernos provinciales y municipales, en modo particular a la provincia de Buenos Aires que arranca el período con un muy elevado déficit. Frente a este difícil panorama, ya se ha anunciado suba de impuestos y nuevos acuerdos de refinanciación de deudas con el gobierno nacional.

Es importante advertir que si se profundizara la crisis, en un escenario hipotético de recesión local, a diferencia del 2009, el gobierno ya ha agotado sus fuentes de financiamiento extraordinario (estatización del ahorro previsional, reservas de libre disponibilidad del BCRA) y por lo tanto, cuenta con escaso margen de maniobra para políticas anticíclicas sin el riesgo de una tasa de inflación fuera de control o expropiaciones de ingresos con consecuencias difíciles de prever. La necesidad de acceder a nuevas fuentes de financiamiento explica la importancia prioritaria asignada por el nuevo gobierno a la intensificación de gestiones para alcanzar un nuevo acuerdo con acreedores externos (Club de París).

En resumen, la perspectiva de un menor ritmo de recaudación y la necesidad de disminuir la inflación, imponen una reducción de la tasa de crecimiento del gasto

estatal nacional, provincial y municipal. El impulso sobre el gasto agregado disminuirá pero seguirá siendo positivo.

Consumo privado

De modo similar, el consumo privado seguiría contribuyendo a que la demanda se expanda pero a un ritmo menor. El cierre del año ya aporta datos con un impacto negativo sobre el gasto privado: el aumento del costo de los servicios públicos, la menor accesibilidad al crédito y el aumento de la presión fiscal. Si a ello se suma, una menor tasa de crecimiento del salario real, un ritmo de aumento en el empleo más bajo y la continuidad en la fuga de capitales; se cuenta con elementos de respaldo para pronosticar un freno en el ritmo de compras privadas. Estas previsiones en buena medida dependen de dos factores relacionados y con pronóstico incierto, y que en buena medida, junto con la marcha de la economía internacional, determinarán el curso de los acontecimientos económicos en el país. El primero de ellos, es el resultado de las negociaciones de ajuste de salarios a partir de marzo, el cual comenzará a formar las expectativas de inflación para el resto del año. El segundo factor es el ritmo de salida de capitales al exterior y el tiempo que puedan ser efectivas las barreras a la adquisición de divisas impuestas por el gobierno. En este caso, la segunda mitad del año puede deparar más riesgos al reducirse en forma significativa y por razones estacionales, el ingreso de divisas generadas por la liquidación de exportaciones del agro.

Al igual que en 2011, una tasa de inflación alta restaría incentivos a ahorrar y por lo tanto mantendría una alta propensión a canalizar los ingresos hacia el consumo. De todas formas, el efecto sobre el gasto podría ser menor por dos razones que aportan incentivos para ahorrar: una incertidumbre mayor sobre la evolución de ingresos y el aumento de los rendimientos para depósitos en pesos (necesario para compensar las expectativas de devaluación del peso).

Los bienes de consumo durables serían los más expuestos a cambios en el ritmo de crecimiento de demanda. La competencia facilitará que las empresas se esfuercen por minimizar los recortes al crédito a clientes pese al aumento de costos financieros. Debido a los ritmos record de crecimiento en las ventas en los últimos dos años y la disminución en la edad promedio del stock de equipamiento, la demanda de productos por renovación podría postergarse. El aumento de barreras a la importación podría agregar otro factor con negativa incidencia sobre la demanda de equipos del exterior, sobre todo, para aquellos productos que no encuentran un sustituto confiable en la industria nacional.

Inflación

El impacto de los desequilibrios y el grado de efectividad de las medidas oficiales para corregirlos se reflejan en la evolución de la tasa de inflación. En última instancia, el crecimiento de la cantidad real de pesos en circulación dependerá del ritmo de emisión de moneda del Banco Central, dictado en la actualidad por las crecientes necesidades de financiamiento del gobierno nacional, y la demanda de pesos por parte del público. El exceso de pesos se gasta en bienes o en dólares. Para reducir este excedente, deberían disminuir las expectativas de devaluación. El gobierno optó por controlar la demanda de dólares para frenar el flujo de salida de capitales, pero persisten las causas del problema y si en el tiempo ganado para recomponer el nivel de reservas del Banco Central no se toman medidas de fondo para revertir las expectativas, no tardarán en reaparecer las presiones sobre el dólar en el circuito

informal. En este marco, se espera que el Banco Central acelere la tasa de devaluación del peso a efectos de descomprimir las tensiones sobre el mercado cambiario.

Un acuerdo salarial con ajustes no superiores al 20% contribuiría a descomprimir las expectativas de inflación. Aumentos superiores comprometerían la rentabilidad y los niveles de empleo de muchos sectores industriales, en modo especial de aquellos orientados a mercados externos.

El impacto generado por el encarecimiento de los servicios públicos debido a la eliminación de subsidios podría ser amortiguado por el menor ritmo de aumento de precios en otros bienes y servicios, en el marco de una desaceleración general de la demanda. En este contexto y si se logra sostener la demanda de dinero, la inflación podría estabilizarse o bien presentar una leve tendencia a la baja, ubicándose en el rango que va del 20 al 25% según las circunstancias.

Crecimiento y empleo

Considerando el contexto de débil crecimiento mundial, un aumento del PBI del orden del 3 a 4% no representa un resultado negativo. Si se toma como referencia el ritmo de expansión del producto bruto en torno al 8% a mediados del 2011, a casi la mitad en el transcurso de un año, representa una desaceleración pronunciada y una señal de alerta. El principal impulso al crecimiento estará dado por las exportaciones de productos primarios y sus derivados (granos y aceite de soja, minería), pero con el gobierno forzado por las circunstancias a moderar su política de expansión del gasto, y un menor flujo de ventas a Brasil.

La actividad se estabilizaría en un nivel de producción y empleo alto, pero la suba de costos e intensificación de la competencia por el menor crecimiento de la demanda gradualmente se podría reflejar en un deterioro de la situación económica y social.

La eliminación de subsidios al transporte y energía no resuelve el problema de rentabilidad generado por el congelamiento de tarifas de las empresas del sector. Sin inversiones, se mantendrá el déficit de oferta y por lo tanto, la necesidad de importar en el caso de la energía y de ajustar costos a través de la calidad del servicio en el caso del transporte. El aumento del costo de los servicios para los usuarios debería contribuir a racionalizar el consumo. De todas formas, la demanda continuará creciendo a un ritmo mayor que la oferta y por esto, cabe esperar que se profundice el déficit comercial en el sector energético. El impacto en términos de pérdida de divisas dependerá de la evolución del precio del petróleo. Los problemas en el abastecimiento de combustibles seguirán siendo una restricción para el normal desarrollo de las actividades productivas.

Uno de los sectores más expuestos al riesgo de caídas en la producción es la cadena de valor en torno a la industria automotriz por su fuerte dependencia del mercado de Brasil. La industria petroquímica y plástica, también podrían verse afectadas por una menor demanda de Brasil, aunque en estos casos, el grado de exposición es menor. Las actividades ligadas a la industria de la construcción presentan una perspectiva de expansión pero a un ritmo menor. En el sector agroindustrial, la crisis en Europa sumada a la devaluación del euro plantea un cuadro complicado para actividades de exportación de productos con estos destinos (frutas frescas, pescados). Otras actividades relacionadas con el complejo de la soja se verían menos afectadas y podrían sostener un crecimiento mayor al del resto de los sectores.

En líneas generales, se mantendrá el crecimiento pero a una tasa menor. En este

marco, el aumento de costos impositivos, financieros, energéticos presionará sobre los márgenes de rentabilidad de las empresas. El traslado del aumento de costos a los precios presenta un mayor riesgo de ser contrarrestado por pérdida de ventas por el debilitamiento en el crecimiento de la demanda y la intensificación de la competencia. Para las industrias orientadas a la exportación, estas dificultades se ven amplificadas de continuar el retraso en la tasa de devaluación con respecto a la inflación (atraso cambiario). Muchos sectores no estarán en condiciones de absorber aumentos salariales mayores a la tasa de inflación esperada y por ello, una postura inflexible de los sindicatos en las próximas negociaciones salariales podría reflejarse en un posterior deterioro de la situación en el mercado laboral.

En resumen, el viento a favor disminuyó su intensidad y el gobierno se ve urgido por recuperar los motores internos (recomposición de superávit fiscal y en cuenta corriente, acumulación de reservas y tipo de cambio elevado) antes de que cese la inercia de la fuerte expansión de los últimos años. Para evitar mayores desequilibrios en el corto plazo (tendencia al déficit en cuenta corriente y disminución de reservas), el gobierno redobla la apuesta por los controles y prohibiciones, medidas que tienen un alto efecto negativo en términos de eficiencia y frenan el aumento de la productividad. Sin hacerla explícita, hay una preocupación oficial por contener las expectativas de inflación y dado los límites para mantener el ancla cambiaria y de congelamiento de tarifas, la política parece apuntar a su reemplazo por el ancla salarial reforzada con un intento de contención del gasto público (eliminación de subsidios). Las posibilidades de evitar nuevos episodios de corridas cambiarias dependerán de mejoras en el contexto externo, contención del ritmo de expansión del gasto público, acceso al financiamiento en el mercado internacional y del grado de control en la emisión de dinero por parte del Banco Central. ■