



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

***“Perspectivas para
el 2012: Brusco
Enfriamiento de la
Economía”***

Por Mario Brodersohn

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Marzo
2012**

42 1970 - 2012
*años dedicados al
Análisis Macroeconómico*

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: info@econometrica.com.ar

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso I Trim 2012: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A

economic research and forecasts

“PERSPECTIVAS PARA EL 2012: BRUSCO ENFRIAMIENTO DE LA ECONOMIA”

Por Mario Brodersohn¹

Como resultado de los altos precios internacionales de nuestros productos agropecuarios de exportación y la revolución tecnológica y expansión de la frontera agropecuaria hay diferencias importantes en la gestión del gobierno y en los resultados económicos hasta el 2008 con la de los años siguientes. Sería un error asociar los resultados del primer mandato con Néstor Kirchner y los del segundo solo con Cristina Kirchner porque Néstor Kirchner tuvo un rol central en el diseño de las políticas económica no solo en su primera etapa de gobierno sino también en los tres primeros años de los cuatro años de la gestión de gobierno de Cristina Kirchner. Por lo tanto, Néstor Kirchner está estrechamente asociado con los resultados del primer y segundo mandato presidencial.

Recién en este tercer periodo presidencial de los Kirchner vamos a mirar con más detenimiento la gestión de gobierno de Cristina Kirchner. Ahora sí, la historia podrá evaluar en sus justos términos, sin interferencias, el papel que va a jugar Cristina Kirchner como continuadora ideológica del “modelo kirchnerista”.

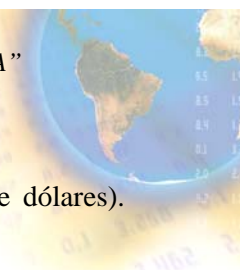
LOS ALTOS PRECIOS INTERNACIONALES Y LA REVOLUCION TECNOLOGICA EN EL CAMPO

El periodo 2003/08 combinó una serie de factores positivos que rara vez se han presentado en forma simultánea en la historia económica argentina.

- Una tasa de crecimiento del 6,8% anual del PBI (2003/08).

- Un superávit primario fiscal promedio del 3,0% del PBI
- Una política sostenida de tipo de cambio alto. En efecto, el tipo de cambio multilateral promedio del 2007 era no solo un 125% más alto que en el final de la convertibilidad sino que además se mantuvo sostenidamente en esos elevados niveles a lo largo de todo el periodo 2003/07.
- La revolución tecnológica y expansión de la frontera agropecuaria que se venía incubando desde fines de los 90 permitió que la producción de cereales y oleaginosos fuese en el 2008 un 46,8% superior a la del 2003.
- El superávit comercial en el periodo 2003/08 fue de 74,7 mil millones de dólares, lo cual permitió aumentar las reservas internacionales en 35,9 mil millones de dólares aun después de cancelar deuda con el exterior por 25,3 mil millones de dólares sólo a Organismos internacionales.
- La salida del “default” de la deuda fue con una renegociación que se estructuró con una quita en el monto de la deuda del 66%, con un periodo de gracia en los vencimientos de capital de la deuda de 30 años y un descenso en los servicios de intereses del 3,8% del PBI (2001) al 1,7% en el 2008.
- Esta quita en la deuda más la estatización de las AFJP a fin de 2008 permitieron reducir el peso de la deuda publica neta de activos en poder del Banco Central y del ANSES del 140% del PBI (fines del 2003) al 30,6% fines del 2008.

¹ E-mail: mbrodersohn@econometrica.com.ar



Este conjunto de factores favorables fue empañado por:

- La aceleración inflacionaria, que en un contexto de controles de precios llegó al 23% anual en el 2008 según estimaciones privadas.
- El acuerdo de Repsol con el grupo Petersen en febrero del 2008, aprobado por la Secretaría de Comercio Interior, autorizó a los accionistas a transferir al exterior el 90% de las utilidades. Este acuerdo sentó las bases para el posterior vaciamiento de YPF. En el periodo 2008/10 YPF distribuyó utilidades por el 142% de las utilidades de ese periodo debido a que el acuerdo del 2008 con el Grupo Eskenazi autorizó no solo a distribuir el 90% de las utilidades sino también las reservas acumuladas en ejercicios anteriores por 800 millones de dólares.

En el 2008 el superávit fiscal primario consolidado fue del 2.5% del PBI, lo que permitió hacer frente con recursos genuinos la totalidad de los servicios de intereses y de capital de la deuda pública en pesos y en dólares. El superávit externo de la cuenta corriente externa fue de 6.800 millones de dólares (2,1% del PBI) y el nivel de reservas internacionales de 46.400 millones de dólares.

Estos superávits gemelos le permitieron a Cristina Kirchner, pocos meses después de asumir a fines del 2007, encarar una política keynesiana expansiva del consumo interno para hacer frente al espectacular, por su magnitud, “*shock negativo externo*” que sufrió la economía argentina en el 2008/09 originado en la crisis de los préstamos hipotecarios sub prime y la quiebra de Lehman Brothers.

La combinación de la crisis financiera internacional más la sequía provocaron en el año 2009 una caída del 17% en nuestras exportaciones de cereales y oleaginosos (11.500 millones de dólares) y del 38% en los ingresos fiscales por retenciones a las

exportaciones (3.500 millones de dólares). (ver gráfico 1).

En su etapa inicial el shock externo provocó un brusco freno en la actividad productiva. Pasamos de un crecimiento del 9.8% en mayo del 2008 en relación a mayo del 2007 a una contracción interanual del 1.6% en julio del 2009. Pero así como fue muy brusca la caída también fue muy rápida la salida reactivadora. Un año después volvíamos a crecer al 8 y 10% anual.

La combinación de superávits gemelos en el 2008 evitó caer en el tradicional ciclo de “*stop and go*” que ha caracterizado en los 40 años previos la evolución de la economía argentina cada vez que enfrentaba una crisis externa.

Esta vez, la recesión dio como resultado un superávit comercial en el 2009 de 16.900 millones de dólares (5.5 % del PBI), una desaceleración de la inflación (precios implícitos del PBI) del 20.1% en el 2008 al 13.8 % en el 2009 con una aceleración en la devaluación del dólar del 1.5% en el 2008 al 17.9% en el 2009. Todo ello permitió salir rápidamente del “*stop*” del 2009 para retomar un año después la fase expansiva del “*go*” del ciclo económico. En el 2009 el PBI descendió un 2.5% y en el 2010 volvió a crecer al 8.5% anual y en el 2011 al 7%.

CRISTINA KIRCHNER LE DEJO A CRISTINA KIRCHNER UN CONTEXTO ECONOMICO MUY CONFLICTIVO PARA EL 2012

La realidad económica con la que asume Cristina Kirchner su segundo mandato está demandando decisiones altamente conflictivas. Cristina Kirchner al postergar en su primer mandato decisiones que podían implicar un costo político fue en forma progresiva incubando un escenario para el 2012 mucho más conflictivo que el que tuvo en su momento cuando asumió su primer mandato en el 2007.



1. Pasamos de una política de tipo de cambio alto y competitivo internacionalmente a otra de tipo de cambio atrasado y no competitivo. En diciembre del 2011 el tipo de cambio multilateral era un 29% inferior al de fines del 2007 y el precio del dólar no solo un 33% inferior al del 2007 sino que se acercó peligrosamente al valor que tenía el dólar al final de la convertibilidad.
2. Déficit fiscal primario proyectado del 1,3% del PBI en el 2012, frente a un superávit del 2.5% en el 2008.
3. Déficit en el 2012 de 3.000 millones dólares en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, frente a un superávit de 6.800 millones en el 2008.
4. Superávit comercial en el periodo 2008/11 de 51.500 millones de dólares mientras las reservas internacionales se mantienen constantes en ese mismo periodo en 46.400 millones de dólares. El superávit comercial financió en gran medida la fuga de capitales privados al exterior.
5. Pasamos de un sector energético superavitario de 2.600 millones de dólares en el 2007, a uno deficitario de 7.500 millones de dólares en el 2012.

EL PROGRAMA POST ELECTORAL DE AJUSTE FISCAL ES REEMPLAZADO POR EL FINANCIAMIENTO DEL BANCO CENTRAL

Cristina Kirchner, poco después del contundente triunfo electoral con el 54% de los votos, consideró que era oportuno empezar a corregir los desequilibrios acumulados en su primera gestión de gobierno. La presencia de los “*déficit gemelos*” y el atraso cambiario señalaban que el nuevo gobierno tenía mucho menos margen de maniobra que el que llegó a recibir en el 2008 para seguir sosteniendo su política de expansión del consumo interno.

Por ello, planteó de entrada enfrentar los desequilibrios que se fueron acumulando en su primer mandato con el siguiente esquema de política económica:

- Eliminación total o parcial de los subsidios económicos al consumo de gas, luz, agua y transporte que en el 2011 sumaron 70.000 millones de pesos y con este ajuste mejorar las cuentas fiscales.
- Control cambiario a la salida de capitales y control de importaciones para eliminar el déficit externo y defender las reservas internacionales.
- Atenuar el impacto inflacionario de la eliminación de los subsidios utilizando como ancla antiinflacionaria el tipo de cambio y un tope en las negociaciones salariales.

Esta propuesta inicial de un severo ajuste fiscal y de un tope salarial se vio amenazada, antes de su implementación, por dos temores que acentuaban aun más las tendencias recesivas del planteo inicial del ajuste fiscal:

- El primer temor estaba asociado con el impacto negativo interno de un contexto internacional amenazado por el inminente “*default*” en Grecia y Portugal con repercusiones sobre la sustentabilidad del euro en el resto de los países europeos.
- El segundo temor, que gravitó con más intensidad en el mes de enero del 2012, eran las expectativas de una sequía, no tan profunda como la del 2009, pero lo suficiente para agravar las ya debilitadas cuentas fiscales y externas.

A partir de marzo se disipan ambos temores. Grecia logra un acuerdo con su deuda pública y desaparecieron los temores de una sequía. A partir de esta nueva realidad el gobierno comienza a tomar decisiones para diluir en el tiempo el ajuste fiscal asociado con la eliminación de los subsidios. Con este objetivo plantea la reforma de la Carta Orgánica del Banco



Central para financiar sin restricciones legales las nuevas exigencias de financiamiento del gasto público y los vencimientos de la deuda pública en dólares.

En suma, el gobierno está dando señales que piensa abandonar su esquema de drástico ajuste fiscal y que se conforma con aumentos salariales que superarán el objetivo inicial del 18%. Por un lado, esperamos un mayor déficit fiscal en el 2012 que el observado en el 2011. Por el otro lado, el gobierno va a intentar mantener como ancla antiinflacionaria el tipo de cambio y la dilución en el tiempo de los ajustes tarifarios con el objetivo de contrarrestar las repercusiones inflacionarias que pueden generar el control de las importaciones, los aumentos salariales y el financiamiento monetario del déficit fiscal.

¿SINTONIA FINA O HACIA UN SHOCK DE AJUSTE FISCAL Y CAMBIARIO?

El nuevo enfoque pasa a depender crecientemente de los controles cambiarios y de importaciones. Ello está llevando a consolidar un doble mercado cambiario:

•Mercado cambiario oficial.

Este mercado está limitado a las operaciones comerciales no reprimidas, con un tipo de cambio administrado y con un creciente atraso cambiario. Es el abandono completo de la política de tipo de cambio alto y competitivo internacional que caracterizó la gestión inicial del gobierno de Néstor Kirchner. El objetivo de la creación de este mercado es proteger el nivel de reservas internacionales desplazando hacia el otro mercado importantes componentes de la demanda de divisas.

•Mercado financiero no oficial, el así llamado “mercado paralelo”.

La demanda de dólares en este mercado está alimentada por las crecientes restricciones a los movimientos de capitales y a las importaciones. Este mercado se regula con un tipo de cambio libre, flotante y sujeto a las reglas de juego de la demanda y oferta cambiaria sin la intervención del Banco Central.

La experiencia argentina, sea con gobiernos democráticos o con gobiernos autoritarios-militares, no es muy satisfactoria cada vez que se intentó crear el doble mercado comercial y financiero. Tarde o temprano el gobierno, frente a las complicaciones y complicidades que genera una brecha creciente en la cotización del dólar entre ambos mercados, termina por unificarlos con el tipo de cambio más alto que es el del mercado financiero paralelo. Esta realidad comenzara a tomar fuerza en el segundo semestre de este año cuando se debilite el mercado oficial porque ya se ha vendido la mayor parte de la cosecha de soja y el invierno estimula las importaciones de gas líquido.

Por supuesto esta nueva realidad no es neutra en términos de actividad económica. Las recientes cifras del PBI del cuarto trimestre del 2011 nos señalan una importante desaceleración de la actividad productiva. El PBI del 2011 creció, según las estimaciones oficiales, un 8,9%. Pero el cuarto trimestre del 2011 versus el mismo periodo del 2010 muestra que el crecimiento se desaceleró al 7,3% anual.

Asimismo, las cifras oficiales de producción industrial (EMI) desestacionalizado muestran una caída en enero del 2012 del -1,5% en relación a diciembre del 2011, acentuándose en febrero con una nueva caída del -1.4% en relación a enero del 2012. Esta desaceleración en la producción industrial se aprecia más claramente si tenemos en cuenta que en el 2011 la producción anual aumentó un +6,5% y, en cambio, cuando comparamos la producción industrial de los recientes meses de enero y febrero del 2012



con las del mismo periodo de un año atrás surge que aumentó un 2,4%.

El EMAE es un índice de producción que realiza el INDEC y que no se limita a la industria sino que cubre la economía global. Este índice mostró un crecimiento del 8,9% en todo el año 2011. El reciente índice del mes de enero 2012 nos muestra una desaceleración del crecimiento al 5,5% anual en relación al mismo mes del año anterior y del -0.4% contra diciembre del 2011 si desestacionalizamos el crecimiento.

El crecimiento del PBI en el 2011, según datos oficiales, fue del 8.9 % anual y según estimaciones privadas del 7%. Siguiendo esta última línea de estimaciones proyectamos para el 2012 un crecimiento del al 2.5%. Esta fuerte desaceleración se descompone, a su vez para el 2012, en un crecimiento del 3,5% anual en el primer semestre y del 1,5 % anual en el segundo semestre (todos ellos en relación al mismo periodo del año anterior). No podemos dejar de lado un contexto recesivo en el cuarto trimestre del 2012.

En este contexto de brusca desaceleración de la economía no descartamos que el gobierno intente volver a repetir la experiencia del 2009 con una política keynesiana expansiva del consumo financiada por el Banco Central. Esta es una estrategia altamente riesgosa por dos motivos:

- Primero, los superávit gemelos del 2008 le dieron solidez económica a la política expansiva keynesiana en el 2009. En cambio en el 2012 arrancamos con déficit gemelos. Ello le quita financiamiento genuino a la política expansiva keynesiana y aumenta la vulnerabilidad inflacionaria al intento de reactivación económica financiada por el Banco Central.
- Segundo, en el 2008 el tipo de cambio no estaba atrasado. En cambio, en el 2012 la apreciación cambiaria es significativa lo cual limita el margen de maniobra para seguir devaluando al 10% anual con una inflación superior al 20% anual. El

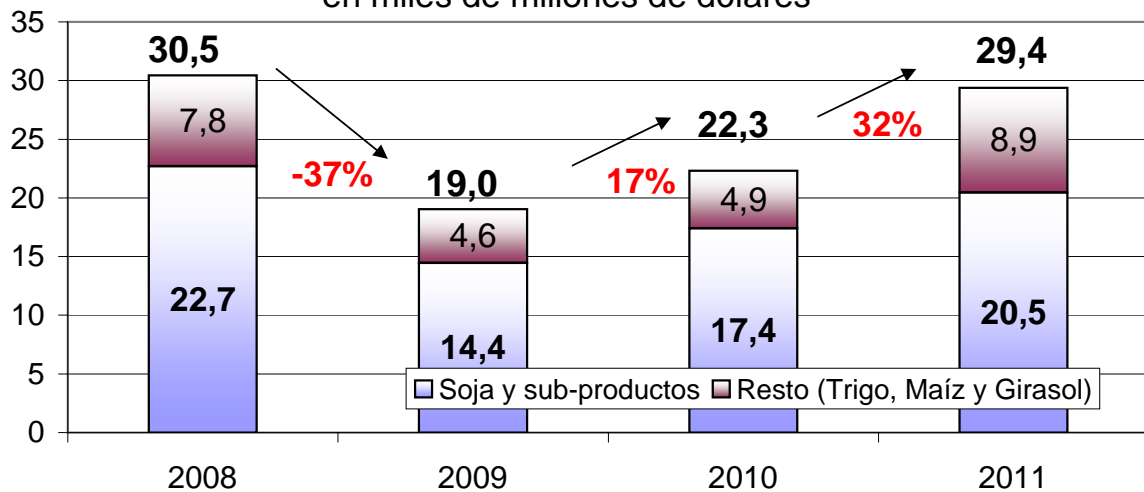
gobierno tiene poco margen de maniobra para seguir usando el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria.

Esta estrategia de financiar con el Banco Central la expansión keynesiana del consumo y el atraso cambiario involucra el riesgo de que el eje central de política económica pase a depender del control de cambios y de importaciones para contener el impacto precio o demanda de dólares que puede provocar esa política keynesiana de expansión monetaria y fiscal. Estaríamos reaccionando, mediante estos controles, con instrumentos de política económica propios de una economía de guerra sin guerra. Este fue el esquema económico con el reaccionaron los militares en la guerra de Las Malvinas. O más delicado aun. Estamos reaccionando con los mismos controles de cambio y de importaciones que se usaron para hacer frente a la crisis financiera internacional de 1929 del patrón oro. Los economistas, para bien o para mal, algo aprendieron en los últimos ochenta años

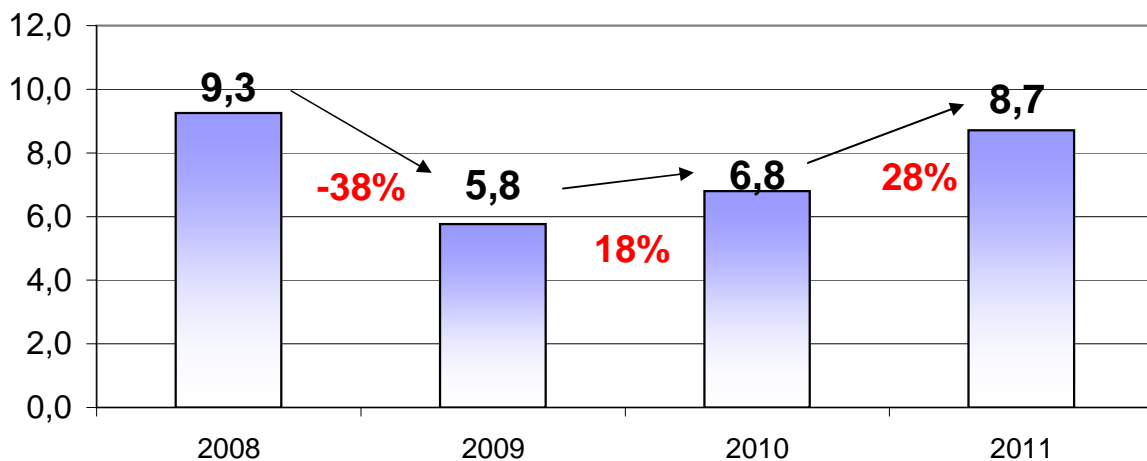
Obviamente, este último escenario que acabamos de describir, no va a ser el más favorable para llevar adelante un modelo de sintonía fina y para especular sobre el delicado tema de la sucesión presidencial.

Cuadro 1

Total Exportaciones de Soja/Trigo/Maíz/Girasol
en miles de millones de dólares



Recaudación por Retenciones a Principales Cultivos
Soja/Trigo/Maíz/Girasol - en miles de millones u\$s



Fuente: Econométrica S.A en base a Mecon

Proyecciones Macroeconómicas 2008 - 2012

Variable	Unidad	2008	2009	2010	2011*	2012*
Producto, precios y Tipo de Cambio						
PBI	Var. %	5,8	-2,5	8,5	7,0	2,5
Precios Impl. (prom. anual)	Var. %	20,1	13,8	16,1	19,5	17,2
PBI en pesos corrientes	M.M. \$	1.033	1.145	1.443	1.844	2.206
PBI en dólares	M. M. Dólares	326,6	307,2	368,7	446,6	479,5
PBI per Cápita	en dólares	8.217	7.653	9.100	10.920	11.638
<hr/>						
IPC (BA CITY)	Dic/Dic	23,0%	14,8%	25,2%	21,8%	20,0%
<hr/>						
Tipo de cambio (prom. Anual.)	\$ / US\$	3,16	3,73	3,91	4,13	4,60
	Var. %	1,5%	17,9%	4,9%	5,6%	11,4%
Tipo de cambio (prom. Dic.)	\$ / US\$	3,42	3,81	3,98	4,29	5,00
	Var. %	9,0%	11,2%	4,5%	7,8%	16,6%
TCRM (deflac. por BA City) (Prom. Dic.)	Dic 01=1,00	1,75	2,02	1,77	1,60	1,52
	Var. %	-20,1%	15,7%	-12,4%	-9,7%	-4,8%
<hr/>						
Situación Fiscal (neto ANSES; BCRA y DEG's) y Deuda Pública						
Superávit Primario Consolidado	en % PBI	2,5%	-1,0%	-0,2%	-1,1%	-1,3%
Nación	en % PBI	2,6%	-0,4%	-0,3%	-0,9%	-1,0%
Provincias	en % PBI	-0,1%	-0,6%	0,1%	-0,2%	-0,3%
<hr/>						
Deuda Pública Nacional Bruta	% PBI	44,7%	47,9%	44,6%	39,2%	37,0%
Neta (Privados y org.)	% PBI	30,6%	25,0%	23,7%	18,3%	16,0%
<hr/>						
Sector Externo						
Exportaciones	M. M. Dólares	70,0	55,7	68,1	84,3	87,0
	Var. %	25%	-20%	22%	24%	3%
Importaciones	M. M. Dólares	57,5	38,8	56,5	73,9	77,4
	Var. %	24%	-33%	46%	31%	5%
Saldo Comercial	M. M. Dólares	12,6	16,9	11,6	10,4	9,7
	% PBI	3,8%	5,5%	3,2%	2,3%	2,0%
<hr/>						
Cuenta Corriente BdP	M. M. Dólares	6,8	8,4	2,9	0,0	-2,5
	% PBI	2,1%	2,7%	0,8%	0,0%	-0,5%
<hr/>						
Deuda Externa (Pública + Priv)	% PBI	38,3%	37,9%	34,9%	32,1%	31,0%
<hr/>						
Empleo y Pobreza (Promedio Anual)						
Tasa de Desempleo	En % PEA	7,9	8,7	7,8	7,2	7,0
Trabajo no Registrado	en % Empleo	37,0	36,2	35,2	34,3	34,3
Salario Privado Registrado	Var. % Dic/Dic	19,2	16,7	28,9	30,0	21,0
Pobreza (SEL Consultores)	En % Población	24,9	23,5			
Indigencia (SEL Consultores)	En % Población	7,5	6,9			
<hr/>						
Reservas Internacionales, Tasa de Interés y Agregados Monetarios						
Reservas Int. (fin de año)	en M. M. Dólares	46,4	48,0	52,1	46,4	45,0
Badlar en pesos (Bcos. Priv.)	en % Fin de año	19,1	9,8	11,1	19,0	15,0
Riesgo País (JP Morgan)	p.p. Prom. Dic	1.820	708	501	905	
Depósitos Priv. \$ / PBI (Prom. Dic.)	% PBI	13,2	13,9	14,5	14,7	14,8
Crédito Priv. \$ / PBI (Prom. Dic.)	% PBI	10,6	10,6	11,5	13,3	13,5
M2 Privado (pesos)	Var. % int. dic.	8,0	15,8	33,1	28,0	24,0

* Estimado Econométrica

Fuente: Econométrica en base a Indec y Mecon