

Econométrica

economic research and forecasts

 **Quantum**
f i n a n z a s



Informe Mensual

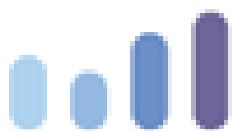
Abril 2013

***“Aterrizaje turbulento:
del crecimiento a tasas chinas,
al estancamiento económico
2012/15”***

Por Mario Brodersohn

www.econometrica.com.ar

www.qf.com.ar



“Aterrizaje Turbulento: del crecimiento a tasas Chinas al estancamiento económico 2012/15”

Por Mario Brodersohn¹

2011: marca el fin del ciclo de crecimiento a tasas chinas

No es cierto que en el 2011 la crisis internacional se nos vino encima. Por el contrario, en ese año el contexto internacional y el sector agropecuario jugaron tan a favor nuestro, que fue posible quebrar niveles récords insospechados unos años atrás.

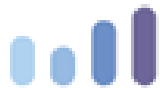
- Primero, la cosecha de cereales y oleaginosas tuvo un nivel jamás pensado: 103.6 millones de toneladas. En la década del '90 el promedio anual era de 46 millones de toneladas y en la década del '80 de 35 millones,
- Segundo, en el 2011 el precio promedio internacional de la soja también fue un récord histórico: 484 dólares la tonelada,
- Tercero, en el 2011 las exportaciones industriales fueron de 29.000 millones de dólares. Esta cifra no sólo es un récord histórico sino que, además, es superior al total de las exportaciones de cualquier año de la década del '90.
- Cuarto, las exportaciones totales alcanzan en el 2011 la increíble suma de 84.000 millones de dólares, cifra jamás pensada ni soñada años atrás. El promedio anual en la década del '90 que fue de 18.600 millones y en la década del '80 de 8.100 millones de dólares.
- Quinto, hay una fuerte correlación entre importaciones y expansión económica (alta elasticidad-ingreso de las importaciones). El 2011 es un ejemplo de esta correlación: el crecimiento al 7 % real, demandó un aumento del 31 % en las importaciones en USD.

Este contexto tan favorable para las exportaciones y el crecimiento económico coexistía con un conjunto de distorsiones que amenazaban su sustentabilidad en los próximos años. El tema de mayor preocupación, no el único, era el atraso cambiario porque generaba expectativas de que el Gobierno, después de las elecciones del 2011, no tendría otra alternativa que devaluar.

El atraso cambiario en el 2011 provocó una fuga de capitales de 21.500 millones y remesas de dividendos y regalías por 5.400 millones de dólares. Los dos años previos al 2011 también se

¹ mbrodersohn@econometrica.com.ar





“Aterrizaje Turbulento: del Crecimiento a tasas Chinas al estancamiento económico 2012/15”

Por Mario Brodersohn



vieron castigados por la fuga de capitales: 25.500 millones de dólares entre los dos años. Pero mientras en el 2009/10 las reservas internacionales crecieron en 5.500 millones, en el 2011 se produce una merma de 11.000 millones.

La elevada magnitud de la caída en las reservas en el 2011 introdujo preocupación en el gobierno. Su primera reacción fue ocultar durante la campaña electoral una parte de esta pérdida de reservas del Banco Central. Para ello recurrió a un juego contable que consistía en reemplazar una disminución de 5.000 millones en las reservas internacionales depositadas en el Banco de Arreglos Internacionales (BIS) por un auto-préstamo de ese mismo Banco por 5.000 millones. Por supuesto, este préstamo no se contabiliza como disminución de las reservas internacionales. El círculo se cerraba con la autorización del Banco Central para que sus depósitos en el BIS se constituyan en la garantía de cancelación del préstamo recibido.

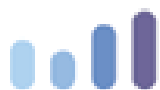
La segunda reacción del Gobierno frente a esa pérdida de reservas se explicitó pocos días después de su contundente triunfo electoral con el 54% de los votos. El Gobierno reconoció que la estrategia de financiar el aumento de las importaciones y la fuga de capitales con las reservas internacionales del Banco Central era insostenible en el tiempo y respondió con el control de cambios y de las importaciones. El objetivo era evitar que sigan cayendo las reservas internacionales.

En conclusión, entre 2003 y 2011 la Argentina creció a tasas chinas como resultado de la explosión exportadora. Sin embargo, ese nivel récord de exportaciones no logró impedir en 2011 que el Banco Central pierda reservas internacionales por 11.000 millones de dólares. El gobierno reconoció después de las elecciones que no podía seguir por ese camino y decidió establecer el control de cambios y el de importaciones. Ello marcó el fin de la etapa de crecimiento a tasas chinas y el comienzo a partir del 2012 de un nuevo ciclo caracterizado por el estancamiento de la economía.

2012: comienza el ciclo de estancamiento económico

En el 2012 el control de cambios logró reducir la salida de capitales de 27.000 millones de dólares en el 2011 a 3.800 millones. Este fue el principal objetivo del control de cambios. Sin embargo, el control de cambios tuvo efectos nocivos sobre otros componentes de las cuentas externas como resultado de la brecha entre el dólar oficial y el paralelo. Así aparecieron nuevos rubros que alentaron la salida de dólares al exterior.

- Primero, la brecha entre el dólar oficial y el paralelo favoreció el turismo internacional. En el 2011 la salida fue de 1.100 millones, suma que aumenta a 4.700 millones en el 2012.
- Segundo, en el 2011 cuando existía un solo tipo de cambio, ingresaron 4.500 millones de dólares por nuevos préstamos financieros al sector privado. En cambio, en el 2012 sucede



“Aterrizaje Turbulento: del Crecimiento a tasas Chinas al estancamiento económico 2012/15”

Por Mario Brodersohn



todo lo contrario. El sector privado estimulado por la brecha cambiaria en lugar de tomar nuevos préstamos decidió aprovechar el dólar oficial para cancelar deudas en dólares por 3.100 millones.

En el 2012 el control de cambio y el de importaciones no fueron suficientes por sí sólo para evitar nuevas caídas en las reservas internacionales. Fue necesario, además, para minimizar la pérdida de reservas internacionales enfriar la economía: pasamos de un crecimiento del 7% en el 2011 al 1% en el 2012. El estancamiento de la economía permitió contraer las importaciones en 5.000 millones de dólares y la pérdida de reservas descendió a 3.100 millones.

Este enfriamiento de la economía también se extendió al mercado laboral. En el período 2003/07 los nuevos empleos crecieron a un ritmo del 5% anual, crecimiento que desciende al 1.3% anual en el período 2007/12. En el cuarto trimestre del 2012 el empleo privado en blanco sólo creció al 0.1% anual².

2013/15: se consolida el estancamiento económico

Para el 2013 esperamos que las exportaciones alcancen el mismo nivel récord que el del 2011. En efecto, la cosecha de cereales y oleaginosas llegara a los 100 millones de toneladas, el precio internacional de la soja sería un 6.2% más elevado que el del 2011 y exportaciones industriales vuelven al nivel récord que tuvieron en el 2011. La combinación de estos factores da lugar a que en el 2013 las exportaciones totales lleguen a los 84.000 millones de dólares.

Sin embargo, este escenario de exportaciones tan favorable no alcanza para salir del estancamiento económico que se observó en el 2012. Las exportaciones en el 2013 aumentan en 2.300 millones (+3%). Un aumento del 1 al 2% en el PBI demanda más importaciones por 5.200 millones de dólares y ello conduce a una pérdida de 2.000 millones en las reservas.

Si, por el contrario, el objetivo es salir del estancamiento y crecer en el 2013, por ejemplo al 5% anual, las importaciones aumentarán en cerca de 10.000 millones, aumento que provocaría una pérdida en las reservas internacionales de 7.000 millones³.

Si la economía crece en el 2013 un 2% las importaciones de hidrocarburos aumentarían a 11.000 millones y el desequilibrio externo energético sería de 5.000 millones de dólares. Si en lugar de

² Fuente: Ernesto Kritz, *El fin de un ciclo en el mercado de trabajo*, Poliarquía Consultores, marzo 2013

³ Estimamos que por cada punto porcentual de crecimiento del PBI real en 2013, las importaciones crecen en USD 2.600 millones nominal, envolviendo los efectos precio y cantidad, como también el mayor déficit energético. Vale recordar que en 2010 el ratio fue USD 2.100 millones y en 2011 de USD 2.700 millones.





*“Aterrizaje Turbulento: del Crecimiento a tasas Chinas
al estancamiento económico 2012/15”*

Por Mario Brodersohn



crecer al 2% para salir del estancamiento económico crecemos al 5%, las importaciones energéticas serían de 15.000 millones y el desequilibrio externo aumentaría a 9.000 millones de dólares.

Detrás del aumento de importaciones está la crisis energética que se viene acumulando en los últimos años. La subinversión en exploración de gas y petróleo provocó una caída persistente en la producción de gas que es un 13.4 % inferior a la del 2003 y la de petróleo un 25% inferior a la del 2003.

“La producción energética nacional está en una fase de prolongado retroceso, especialmente en el área de hidrocarburos, fruto de una acelerada descapitalización caracterizada por el agotamiento de las reservas.... La producción cae porque se achican las reservas, y estas caen porque se evapora la inversión en exploración. En los próximos años el país tendrá que afrontar un escenario más exigente que el prevaleciente hasta el presente, ya que la fuerte descapitalización por rápido agotamiento de las reservas previamente existentes requerirá de un gran esfuerzo de nuevas inversiones, al mismo tiempo el creciente desfase entre precios y costos en todos los segmentos de la actividad energética, se convertirá en una cuestión de complejo manejo político durante el próximo periodo de gobierno”⁴.

En síntesis, en el 2013, aun partiendo de un nivel récord de exportaciones de 84.000 millones, no queda otra alternativa que seguir enfriando la economía porque ese nivel de exportaciones sólo alcanza para financiar el nivel de importaciones que demanda una economía que permanece estancada.

En el 2014 se agrava el impacto de la restricción externa porque para crecer un 1.5 % requerirá un nivel de exportaciones más alto que el del 2013 a fin de financiar el aumento en las importaciones. Lo mismo ocurriría en el 2015 si la economía crece un 1.5 %.

Todas estas proyecciones nos conducen a esperar para el 2013/15 una economía que prácticamente permanece estancada en los mismos niveles que en el 2012. El crecimiento a tasas chinas pasara a ser un recuerdo histórico.

Un supuesto implícito en estas proyecciones para el 2013/15 es que el juicio con los “hold outs” se resuelve con un mecanismo que le permite a la Argentina seguir pagando al 93% de los acreedores que entraron en los canjes de deuda del 2005 y 2010. Ello no quiere decir que el fallo será favorable para la Argentina. No descartamos un fallo que nos lleve a un “default técnico” que no impediría que, de una u otra forma, la Argentina encuentre rutas de pago a sus vencimientos de deuda, aún para los títulos públicos sujetos a la ley de EEUU. En otras palabras, la justicia

⁴ Alieto Guadagni, “El retroceso energético demanda una nueva política”, *Econométrica*, Junio 2011, pag.1



“Aterrizaje Turbulento: del Crecimiento a tasas Chinas al estancamiento económico 2012/15”

Por Mario Brodersohn



americana si bien puede llegar a castigar a la Argentina, ello no le impediría pagar su deuda mientras los “hold outs” siguen intentando encontrar activos embargables.

Desaprovechamos la mejor oportunidad de nuestra historia

La Argentina desde el comienzo del siglo XXI se vio favorecida por una revolución tecnológica y expansión de la frontera agropecuaria así como por la entrada de China y la India en el comercio internacional que se manifestó en un persistente aumento de precios para nuestros productos de exportación. Ello provocó en el 2003/11 un inesperado y explosivo crecimiento de las exportaciones. Estábamos frente a una gran oportunidad histórica que nos podía liberar de décadas dominadas por el estancamiento económico, la inflación y por recurrentes ciclos económicos de “stop and go”. La nueva realidad del siglo XXI creo evocaciones nostálgicas de la primera gran oportunidad histórica para la Argentina: 1880/1914.

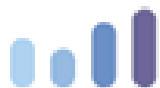
En la segunda mitad del siglo XIX Inglaterra abandona las teorías mercantilistas del proteccionismo y acepta los principios del libre comercio y de la división internacional del trabajo. Argentina, Australia y Canadá encajaron perfectamente en esa división internacional del trabajo como países exportadores de alimentos y materias primas e importadores de manufacturas.

Entre 1880 y 1914 la expansión de la frontera agropecuaria, la inmigración europea y la inversión extranjera directa crearon las condiciones para una prolongada y sostenida etapa de crecimiento económico al 4,8% anual. La Argentina no desaprovechó esa gran oportunidad. En efecto, en 1910 el ingreso por habitante de la Argentina era muy cercano al de las grandes potencias mundiales de ese entonces. Nuestro PBI por habitante era levemente inferior al de Alemania y levemente superior al de Francia. Otro ejemplo histórico: en 1915 en la Capital Federal se inauguró la primera línea de subterráneos no solo de América Latina sino también de países europeos. Entre 1880/1914 la Argentina vivió un verdadero despertar económico.

A partir de 1914 el mundo cambia y la Argentina también como resultado de dos guerras mundiales y de la crisis financiera internacional de la década de 1930. Luego de la Segunda guerra Mundial la coyuntura internacional le brindó a la Argentina muy esporádicas oportunidades de crecimiento. Ejemplos: la acumulación de reservas de oro durante la Segunda Guerra Mundial. La crisis de los *petrodólares* en la década del 70. La afluencia de inversiones directas extranjeras asociadas con el Consenso de Washington en la década del 90. Lamentablemente desaprovechamos estas oportunidades.

Un informe del Banco Mundial expone claramente de relieve el retroceso argentino en el periodo 1950/2000⁵. El PBI per-cápita de la Argentina creció al 1,1% anual en esos

⁵ Fuente: “Argentina Sustained Growth and Social Equity”, Document of the World Bank, October 2005.



"Aterrizaje Turbulento: del Crecimiento a tasas Chinas al estancamiento económico 2012/15"

Por Mario Brodersohn



cincuenta años. En América Latina sólo Bolivia y Venezuela crecieron a tasas inferiores. En cambio, Méjico, Brasil y Chile duplicaron la tasa de crecimiento de la economía argentina. La Argentina no sólo perdió posición en relación con el resto de los países latinoamericanos sino también en relación con los países más desarrollados. Aún los países más desbastados por la segunda guerra mundial como Alemania, Italia, Francia y Japón tuvieron un comportamiento en la post guerra muy superior al argentino.

Esta historia de la decadencia argentina cambia drásticamente en el siglo XXI. En 10 años duplicamos la cosecha de cereales y oleaginosas y hay un aumento sostenido en el precio internacional de la soja. Ello da lugar niveles record de exportaciones y superávit comercial externo anual entre 10.000 y 16.000 millones de dólares.

Este nuevo contexto externo en el 2003/08 favoreció un crecimiento a tasas chinas del 8,3% anual, crecimiento que se repite en el 2010 con un 8.5 % y el 7% en el 2011. Lamentablemente del crecimiento a tasas chinas hasta el 2011 pasamos al estancamiento económico en el 2012, estancamiento que continuará en el 2013/15. Estamos en el camino de desperdiciar una de la más grande oportunidad de la historia argentina, una oportunidad sólo comparable a la de 1880/1914.

Conclusión

Las elecciones del 2013 tendrán lugar no sólo en un contexto de estancamiento sino también bajo la amenaza que pueden eclosionar los desequilibrios y distorsiones que se vienen acumulando desde el 2008. No será nada fácil para el gobierno enfrentar después de las elecciones los siguientes desequilibrios:

- La fuga de capitales no sólo se observó en el 2011 sino que viene dominando el comportamiento de la economía desde el 2009 impulsada por expectativas de que el atraso cambiario se corregiría con un salto en la devaluación. En cambio, el gobierno respondió al atraso cambiario con el control de cambios. La fuga de capitales se desplazó, entonces, del mercado oficial de cambios al paralelo. Ello dio lugar a una creciente brecha ente el dólar oficial y el paralelo que, a su vez, generó una mayor compra de dólares oficiales para viajes y turismo al exterior así como aumento la demanda de dólares oficiales para cancelar deudas privadas con el exterior. Este ineficiente régimen de control de cambios es insostenible en el tiempo. Ello genera presiones para que el gobierno legalice el desdoblamiento con la creación del dólar financiero o lo abandone con un salto devaluatorio,
- En el 2012 para evitar que sigan cayendo las reservas internacionales no quedo otra alternativa que enfriar la economía para que conjuntamente con el control de importaciones frene las importaciones. Nuestras proyecciones para el 2013/15 sugieren que más allá de la voluntad del gobierno la restricción externa al crecimiento conducirá a sostener una





*“Aterrizaje Turbulento: del Crecimiento a tasas Chinas
al estancamiento económico 2012/15”*

Por Mario Brodersohn

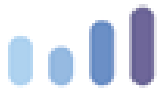


economía estancada. Pasamos del crecimiento a tasas chinas en el 2003/11 al estancamiento económico en el 2012/15.

- Creciente consolidación de expectativas inflacionarias que superan el 30% anual en un contexto de puja distributiva salarial y un régimen ineficiente de control de precios,
- Déficit fiscal primario del 1.8 % del PBI y creciente emisión monetaria para financiarlo
- Elevada y creciente participación del gasto público nacional en la actividad económica (25% del PBI) al mismo tiempo que aumentan las ineficiencias en la gestión operativa del gobierno nacional,
- Tasas de interés por debajo de las expectativas de inflación debilitan los incentivos para atesorar en pesos al mismo tiempo que favorece el atesoramiento en dólares,
- El nulo acceso a los mercados financieros internacionales lleva a cancelar los intereses y los vencimientos de capital de la deuda pública en dólares con las reservas internacionales del Banco Central,
- Falta de incentivos para generar confianza en los inversores privados y baja credibilidad sobre las reglas de juego que fija el gobierno nacional a medida que crece el clima de denuncias de corrupción,
- La producción de gas viene cayendo desde el 2004 y la de petróleo desde 1998. Ello se debe a la subinversión en exploración energética tanto del sector privado como del sector público. Estas caídas en la producción dan lugar a importaciones cada vez más caras, a crecientes déficit externo energético y a mayores subsidios al consumo energético.

El crecimiento a tasas chinas en el periodo 2003/11 nos ofreció una gran oportunidad histórica que no nos sucedía desde el despertar económico en 1880/1914. Lamentablemente el estancamiento económico que se proyecta para los próximos años nos sugiere que estamos en el camino de desaprovechar esa gran oportunidad histórica.

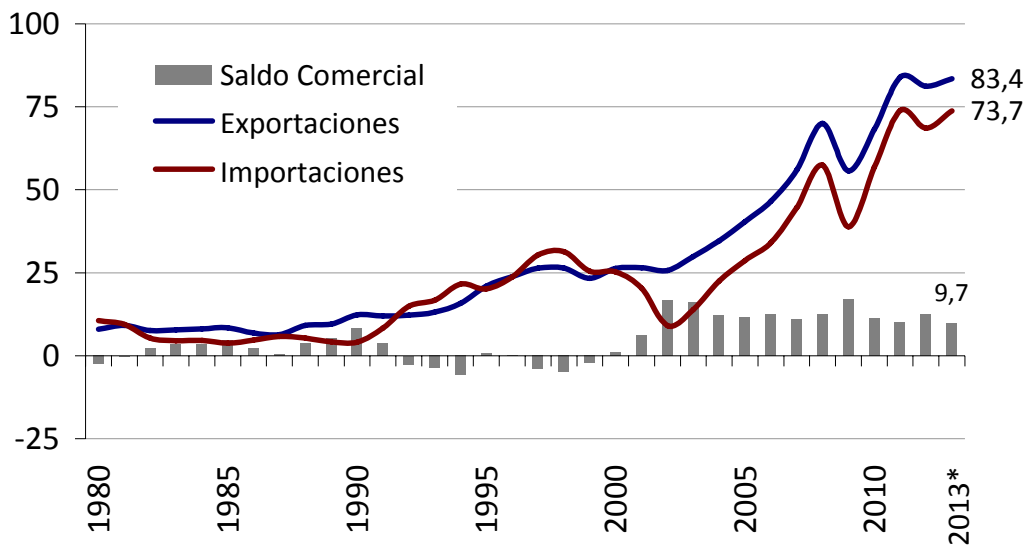
El primer gran interrogante que nos sugiere esta nueva realidad futura es si el gobierno, después de las elecciones del mes octubre, estará dispuesto a enfrentar los desafíos que se vienen acumulando en los últimos años. El segundo interrogante es si el gobierno no enfrenta esos desafíos, ¿será el mercado el que tome la iniciativa? La experiencia histórica nos enseña que cuando el mercado es el que decide lo hace en forma muy convulsiva.



Cuadro 1

Balanza Comercial Argentina 1980 -2013

en miles de millones de dólares corrientes



Fuente: Econométrica Quantum en base al INDEC

*Estimación propia



Cuadro 2

Factores de variación de las Reservas del BCRA

en miles de millones

	2011	2012	2013
Saldo Comercial	15,0	14,7	12,7
- Servicio deuda pública	-8,0	-7,3	-4,3
- Sector Privado	-18,1	-9,7	-10,1
Formación Activos Externos	-21,5	-3,4	0,0
Dividendos y Regalías	-5,4	-0,4	0,0
Préstamos Financieros	4,5	-3,1	-3,0
Turismo y Pasajes	-1,1	-4,7	-6,0
Inversión Extranjera Directa	3,5	3,7	1,9
Otros netos	1,9	-1,9	-3,0
- Préstamos BIS	5,0	-1,0	0,0
Reservas del BCRA	-6,1	-3,3	-1,7
Stock Fin de periodo	46,4	43,3	41,6
en % del PBI	10,4%	9,0%	8,5%

Fuente: Econométrica Quantum en base al BCRA