

# Econometría

*economic research and forecasts*

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



Informe Especial  
Junio 2013

## *“¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”*

Por Mario Brodersohn

[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

[www.qf.com.ar](http://www.qf.com.ar)



**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

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

Lavalle 465, Piso 2 C1047AAI  
Buenos Aires, Argentina  
[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)  
T: (+54 11) 4325-9443

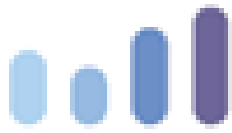
Corrientes 222, Piso 2 C1043AAP  
Buenos Aires, Argentina  
[www.qf.com.ar](http://www.qf.com.ar)  
T: (+54 11) 4345 0003

---

### Nota de responsabilidad

Este informe contiene información general, no tiene en cuenta las circunstancias específicas de cualquier receptor y no debe ser considerada como oficial o sustitutiva del juicio crítico del receptor. Cada receptor debe juzgar la conveniencia de sus inversiones de acuerdo a sus propias circunstancias, el completo espectro de información, y a un asesoramiento profesional adecuado. La información, opiniones y estimaciones presentadas aquí constituyen un juicio de valor a la fecha en que éste fue realizado y están basadas en fuentes que se piensa que son confiables y de buena fe y están sujetas a cambios sin previo aviso. Cualquier pronóstico u objetivo de precio discutido en este informe puede o no ser alcanzado debido a múltiples factores de riesgos, incluyendo volatilidad del mercado, medidas imprevistas, asimetrías de información o cualquier otra. Este informe no constituye o forma parte de ninguna oferta de venta o suscripción o alguna invitación o sugerencia a comprar o vender activos financieros. EQ no asume responsabilidad de ningún tipo devenida del uso de este informe o sus contenidos. Este informe está dirigido únicamente al destinatario y no podrá ser reproducido, reenviado, redistribuido o publicado en su totalidad o en parte sin previa autorización de EQ.

Nota: EQ representa Econométrica y Quantum Finanzas



## “¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”

Por Mario Brodersohn<sup>1</sup>

El comportamiento de la economía en los primeros cinco meses del 2013 fue muy negativo. Varios indicadores están poniendo de manifiesto el agotamiento del actual modelo económico: inflación, disminución del empleo, crisis energética, déficit fiscal, desmesurados niveles de riesgo país. Por encima de todos ellos sobresalen dos indicadores que amenazan seriamente la sustentabilidad del actual modelo de sintonía fina:

- Primero, la brecha cambiaria entre el paralelo y el oficial tiene un piso del 60%.
- Segundo, en esos cinco meses el Banco Central perdió 4.700 millones de dólares de sus reservas internacionales.

A medida que avanza el año 2013 los desequilibrios económicos y sociales irán aumentando. Al mismo tiempo, aumentara la predisposición del gobierno a postergar para después de las elecciones medidas que impliquen costo político.

Después de las elecciones ¿tendrá el gobierno margen de maniobra para persistir con el modelo gradualista de sintonía fina? o ¿no tendrá otra alternativa que plantear un ajuste cambiario? Por supuesto, la respuesta a estos interrogantes toman un cariz muy distinto si el gobierno sale políticamente debilitado de las elecciones del mes de octubre y si el fallo de la justicia en Nueva York por los “hold outs” nos lleva a un “default técnico”.

El objetivo de este trabajo es intentar responder estas preguntas en un contexto económico para el 2014 que se anticipa no cuenta con el viento de cola favorable de los últimos años. En efecto, para el próximo año se espera una caída en los precios internacionales de nuestros “commodities” de exportación tal como lo sugieren los actuales precios futuros para la próxima cosecha.

**Mal comportamiento económico en los primeros cinco meses del 2013: cayeron las reservas internacionales en 4.700 millones de dólares**

---

<sup>1</sup> [mbrodersohn@econometrica.com.ar](mailto:mbrodersohn@econometrica.com.ar)



“¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”

Por Mario Brodersohn



Las cifras oficiales sobre balance cambiario sólo cubren el primer trimestre de este año, las de comercio exterior hasta el mes de abril y las monetarias del Banco Central mayo. Estos indicadores estadísticos permiten extraer las siguientes conclusiones:

- Las exportaciones totales sólo han sido un 2% superior a la de los primeros cuatro meses del 2012. En ello influyó la caída en las exportaciones de trigo cercana a los 1.000 millones de dólares.
- En ese mismo periodo las importaciones aumentaron más que las exportaciones. Influyeron en ello las importaciones de combustibles que crecieron un 43% y el atraso cambiario que dio lugar a un aumento del 18% en las importaciones de bienes de consumo.
- El superávit de la balanza comercial en los primeros cinco meses del 2013 sería de 3.800 millones con una estimación de superávit para mayo de 1.300 millones.
- En el 2011 la fuga de capitales privados al exterior fue de 27.000 millones de dólares. Para contrarrestar esta salida el gobierno decidió, pocos días después de triunfar en las elecciones con el 54% de los votos, llevar adelante un drástico replanteo del modelo de política económica de los primeros ocho años de gobierno: estableció un nuevo régimen de control de cambios y de importaciones. Como resultado de esta decisión se creó el doble mercado cambiario: dólar oficial y dólar paralelo.
- En el 2011 la caída de reservas internacionales fue 6.100 millones. Además, el Banco Central obtuvo un préstamo de muy corto plazo del Banco de Arreglos Internacionales (BIS y Banco de Francia) por 4.000 millones para financiar, junto con las reservas internacionales, la fuga de capitales. Para obtener dicho préstamo el Banco Central no tuvo otra alternativa que dejar como garantía las reservas internacionales depositadas en esos mismos bancos.
- En los primeros cinco meses del 2013 la brecha cambiaria que generó el doble mercado cambiario dio lugar a importantes filtraciones al control de cambios en turismo, viajes al exterior y cancelación de la deuda privada externa. Estas filtraciones sumaron 5.000 millones. Las reservas internacionales cayeron en 4.700 millones en los primeros cinco meses del 2013

¿Que esperamos para los siete meses restantes de este año electoral? Nuestras proyecciones, como veremos en el punto siguiente, mantienen las tendencias negativas de la de los primeros cinco meses no sólo en cuanto al financiamiento con las reservas internacionales del desequilibrio de la cuenta externa sino también a que el estancamiento económico viene unido a una aceleración inflacionaria y una creciente brecha cambiaria.



“¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”

Por Mario Brodersohn



## **Preocupan las cifras para todo el año 2013: caerían las reservas internacionales en 8.300 millones de dólares**

La revolución tecnológica y la expansión de la frontera agropecuaria en el siglo XXI fue de tal magnitud que en el 2013 se estima una cosecha de cereales y oleaginosas de 100 millones de toneladas. Esta cosecha duplica el promedio anual de la década del 90 (46 millones de toneladas) y triplica la de los 80 (35 millones de toneladas). En el 2013 las exportaciones llegarían a 87.500 millones de dólares cuando el promedio anual de la década del 90 fue de 18.600 millones y el de la década del 80 de 8.100 millones.

Este nivel récord de exportaciones tiene como contrapartida la crisis energética. En el 2013 el deterioro energético externo es grave y, además, creciente. Las importaciones de combustibles alcanzarían los 12.800 millones y el déficit externo energético sería de 8.600 millones. Detrás del aumento en las importaciones hay una caída en el primer cuatrimestre de este año del 5.6 % en la extracción de petróleo crudo y del 7.4% en gas.

Para el 2013 estimamos una caída en las reservas internacionales de 8.300 millones de dólares, de los cuales 4.700 millones ya tuvieron lugar en los cinco primeros meses de este año.

Esta proyección de caída en las reservas internacionales no toma en cuenta el potencial impacto que puede provocar sobre la brecha cambiaria y sobre las reservas internacionales el resultado de las elecciones de octubre. Si las elecciones no dan un resultado que claramente favorece a la continuidad del gobierno la pérdida de reservas internacionales van a ser más elevadas.

Por lo tanto, bajo estos supuestos económicos y políticos, el año 2014 se iniciaría con poco margen de maniobra para sustentar la continuidad del modelo de sintonía fina tal como está configurado en la actualidad. Las proyecciones para el 2014, como veremos en el punto siguiente, profundizan las tendencias negativas del 2013, cuestionan la sustentabilidad del modelo y ponen de manifiesto la conveniencia de replantearlo.

## **Inquietan aún más las perspectivas para el 2014: caerían las reservas internacionales en otros 9.700 millones de dólares**

Los precios futuros de los “commodities” anticipan una caída del 10/15% en los precios internacionales para la próxima cosecha del 2014, esto es, no tendremos en el próximo año el viento de cola favorable de los últimos años. Afortunadamente, esa misma caída de precios futuros nos está sugiriendo una muy buena cosecha que por ahora se limita a los Estados Unidos y que probablemente se extienda a otros países exportadores como Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

Esta línea de razonamiento nos conduce a suponer para el 2014 una cosecha de soja de 50 millones de toneladas, de 25 millones para el maíz y que el trigo recupera los niveles de



“¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”

Por Mario Brodersohn



producción previos a la sequía del 2013. En base a estas hipótesis alcanzaríamos en el 2014 una cosecha de 106 millones de toneladas, que es no sólo superior a los 100 millones del 2013 sino que pasa a ser un nuevo récord en toda la historia argentina.

La mayor producción de cereales y oleaginosas compensa la caída en los precios internacionales y nos permite estimar un aumento en las exportaciones de cereales y oleaginosas del 3%.

A su vez, las exportaciones industriales aumentarían un 6 %. Este crecimiento será posible si se cumple nuestro pronóstico que Brasil llevara adelante una política económica claramente más expansiva que la de este año porque en el 2014 hay elecciones presidenciales.

La combinación de más exportaciones agropecuarias e industriales nos lleva a estimar para el 2014 un total de exportaciones de 90.100 millones de dólares. Este es un monto de exportaciones jamás pensado ni soñado pocos años atrás.

Nuevamente como en el 2013, la contrapartida de tan elevados niveles de exportaciones es la crisis energética que se manifiesta en el 2014 en una nueva caída en la producción de gas y petróleo del 2.5 %, un nivel importaciones de combustible de 15.400 millones y un déficit externo energético de 11.100 millones de dólares.

La crisis energética está golpeando en forma creciente sobre el equilibrio de las cuentas externas. En el 2012 tuvimos un déficit externo energético de 2.700 millones de dólares, déficit que aumentaría a 8.600 millones en el 2013 y a 11.100 millones en el 2014.

Para el 2014 estimamos un superávit comercial externo de 6.100 millones de dólares. Este superávit comercial externo, tal como está ocurriendo en el 2013, no es suficiente para financiar las filtraciones al control de cambios (turismo, viajes y cancelación de la deuda privada) y los vencimientos de la deuda pública. Por lo tanto, habrá que recurrir nuevamente al financiamiento con las reservas internacionales en 9.700 millones de dólares.

Si se cumplen nuestras proyecciones para el 2013 y 2014 tendríamos en el periodo 2011/14 un superávit comercial acumulado de 38.000 millones y una caída en las reservas internacionales del Banco Central de 22.300 millones de dólares. Algo anda mal en la economía para que con ese superávit externo tengamos tamaña pérdida de reservas internacionales. Si al contexto económico se agrega que el gobierno puede salir políticamente debilitado de las elecciones del mes de octubre aumentan las probabilidades de un replanteo del modelo gradualista de sintonía fina.

### **Quien lidera en el 2014 salir de la sintonía fina: el gobierno o el mercado**

Los últimos cincuenta años del siglo XX se caracterizaron por estancamiento económico, elevada inflación y por la gran volatilidad que generaban los recurrentes ciclos económicos de “*stop and go*”.



*“¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”*

*Por Mario Brodersohn*



En base a esta prolongada experiencia histórica nos atrevemos a plantear el siguiente axioma sobre el comportamiento de los gobiernos cuando tienen que enfrentar la restricción externa: los gobiernos deciden dejar de lado el gradualismo de la sintonía fina una vez que hayan consumido o agotado las reservas internacionales. Esto es, los gobiernos se resisten a tomar medidas para corregir desequilibrios económicos mientras cuentan con reservas internacionales. Ejemplos históricos de esta actitud fueron el rodrigazo en 1975, la salida de la tablita cambiaria en 1981, la hiperinflación del 89 y la convertibilidad en el 2001. En la mayoría de estos casos la iniciativa la tomo el mercado y el gobierno simplemente dio respuesta a lo que el mercado venia reclamando.

No creemos que el gobierno, poco después de las elecciones del 2013, se apresure a corregir las distorsiones acumuladas, menos aun si sale debilitado políticamente de las elecciones. ¿Por qué descartamos que el gobierno tome la decisión de enfrentar las distorsiones acumuladas sabiendo que aún le restan para intentarlo dos años de gobierno? En primer lugar, porque cuando un gobierno ha deteriorado tanto su credibilidad interna e internacional corregir esas distorsiones puede requerir una sobreactuación para hacerlo creíble. En segundo lugar, no tiene con quien compartir los costos políticos de esas correcciones y menos aun a quien culpar de la herencia recibida. Por estas razones, frente a esos desafíos los gobiernos suelen partir del supuesto de que pueden derrotar el comportamiento del mercado aumentando los controles. Cuando los gobiernos descubren que sus intentos no dan el resultado esperado ya es tarde. Triunfó el mercado.

Por todas las consideraciones previas, nuestra hipótesis es que el gobierno después de las elecciones va a actuar siguiendo los principios del mencionado axioma, esto es, después de las elecciones va a resistir corregir los desequilibrios mientras cuente con reservas internacionales.

El gobierno inicialmente intentara defender el tipo de cambio profundizando los controles cambiarios y muy probablemente aumentando el impuesto actual del 20% para los gastos en dólares con tarjetas de crédito.

¿Hasta cuándo aguanta esta estrategia de financiar los desequilibrios con las reservas internacionales? Esta pregunta nos lleva directamente a analizar cuanto aguantan las reservas internacionales.

Las reservas brutas del Banco Central a fines del 2012 eran de 43.300 millones de dólares y si se cumplen nuestros pronósticos llegarían a fines del 2014 a 25.300 millones. Esta definición de reservas incluye rubros de poca liquidez como oro, el préstamo del BIS y Banco de Francia con garantía de las reservas, los derechos especiales de giro del FMI y los encajes por los depósitos bancarios en dólares.

En el 2012 estos rubros sumaron 11.800 millones. Por lo tanto, las reservas internacionales netas liquidas con las que contaba el Banco Central a fines del 2012 en realidad eran de 31.500 millones. Para fin de año del 2014 las estimamos en 17.300 millones. Con estas reservas internacionales liquidas deberá financiar en el 2015 no solo el desequilibrio de las cuentas externas sino también



“¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”

Por Mario Brodersohn



el vencimiento del Boden 2015 por 6.200 millones, vencimiento que será el 3 de octubre del 2015, esto es, pocos días antes de las elecciones presidenciales.

La fuerte disminución de las reservas internacionales liquidas y el insuficiente nivel que tendrá para enfrentar los compromisos del 2015 nos señala que la estrategia gradualista de sintonía fina no solo no es sustentable en el tiempo sino que, además, no es gratuita. El precio que se pagaría si persistimos con el esquema de sintonía fina sería aumentar la brecha cambiaria, más presiones inflacionarias y llevar la economía hacia un ajuste recesivo para frenar importaciones estimuladas por el creciente atraso cambiario. Será más difícil de sostener la estrategia de sintonía fina si de las elecciones del 2013 surge un gobierno debilitado políticamente.

Frente a este panorama económico y político, si el gobierno no toma la iniciativa será el mercado el que lo haga creando las condiciones para que no le quede otra salida al gobierno que enfrentar la restricción externa. Volveríamos a entrar nuevamente en los viejos y conocidos ciclos de “stop and go” habiendo desaprovechado 10 años muy favorables de precios internacionales y de cosechas récord de cereales y oleaginosas.

### **En conclusión ¿después del 2015 habrá luz al final del túnel?**

Afortunadamente, el gobierno que surja de las elecciones del 2015 contara con las siguientes herencias positivas que deja el actual gobierno y que ampliarán de margen de maniobra del nuevo gobierno:

- El gobierno o el mercado ya han iniciado el camino de corregir las distorsiones acumuladas. Ello facilita la decisión del nuevo gobierno de seguir avanzando en el camino ya iniciado porque tiene a quien responsabilizar de la herencia recibida.
- El total de la deuda pública en poder del sector privado al 31 de diciembre del 2011 era de 41.100 millones de dólares. Suponemos que el gobierno cancela recurriendo a las reservas internacionales los vencimientos de deuda del 2012 al 2015 que suman 18.500 millones de dólares (incluye el Boden 2015). Por lo tanto, el total de la deuda con el sector privado que recibirá el nuevo gobierno sería de 22.600 millones de dólares. El 75% de esta deuda son Bonos Par y Discount. Estos bonos recién comienzan a vencer en el 2026 y llegan hasta el 2036. El único vencimiento en el próximo período presidencial es de 3.100 millones en el 2017. Por lo tanto, el próximo gobierno iniciará su gestión en el 2016 con bajas reservas internacionales pero prácticamente sin deuda pública en dólares con el sector privado.
- Muy probablemente el nuevo gobierno intente reconstruir la imagen internacional de la Argentina negociando temas pendientes con el Club de Paris, con el CIADI así como hacer creíble el INDEC. Todo ello permitirá abrir el acceso del gobierno al mercado financiero internacional a tasas razonables de interés.





*“¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”*

*Por Mario Brodersohn*



- En el contexto de una Argentina creíble se podrá resolver la crisis energética con un programa ambicioso de inversiones en Vaca muerta, que es uno de los descubrimientos de yacimientos gasíferos más atractivo del mundo.



“¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”

Por Mario Brodersohn



## Cuadro 1

### Evolución de la Balanza Comercial

en miles de millones de dólares

Var. % Interanual

	2011	2012	2013*	2014*	2011	2012	2013	2014
<b>Exportaciones</b>	<b>84,0</b>	<b>81,2</b>	<b>87,5</b>	<b>90,1</b>	<b>23</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>	<b>3</b>
Productos Primarios	20,2	19,6	24,3	24,5	33	-3	11	1
MOA	28,2	27,5	29,8	30,4	24	-2	9	2
MOI	28,9	27,6	29,2	31,0	21	-5	7	6
Combust. Y energía	6,6	6,6	4,2	4,2	2	-1	-25	0
<b>Importaciones (CIF)</b>	<b>73,9</b>	<b>68,5</b>	<b>78,6</b>	<b>84,0</b>	<b>31</b>	<b>-7</b>	<b>15</b>	<b>7</b>
Bienes de capital	14,0	12,1	13,2	13,6	19	-13	8	3
Bienes intermedios	21,8	20,0	20,5	21,1	23	-8	5	3
Combustibles	9,4	9,3	12,8	15,4	110	-2	35	20
Piezas de capital	14,9	14,2	16,7	17,3	30	-5	15	4
Bienes de Consumo	8,0	7,3	8,4	9,2	23	-9	18	10
Automotores	5,6	5,4	6,8	7,1	25	-4	15	5
Resto	0,2	0,3	0,2	0,2	48	44	10	0
<b>Saldo Comercial</b>	<b>10,0</b>	<b>12,7</b>	<b>8,9</b>	<b>6,1</b>	<b>-14</b>	<b>27</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>
en % del PBI	2,2%	2,7%	1,8%	1,2%				
Bza. Energética	-2,8	-2,7	-8,6	-11,1	-236	-3	217	30
Bza. Resto	12,8	15,4	17,5	17,2	33	21	13	-2

Fuente: Econométrica Quantum en base al INDEC

\*Proyección



“¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”

Por Mario Brodersohn



## Cuadro 2

### Factores de variación de las Reservas del BCRA

en miles de millones

	2011	2012	2013*	2014*	2013	
					5M	7M
<b>Sector Privado</b>	<b>-2,4</b>	<b>4,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-5,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>
- Saldo Comercial	10,0	12,7	8,9	6,1	3,8	5,1
Bza. Energética	-2,8	-2,7	-8,6	-11,1		
Bza. Bienes	12,8	15,4	17,5	17,2		
- Resto	-12,4	-8,2	-12,0	-12,0	-5,0	-7,0
Formación Activos Externos	-21,5	-3,4	-0,6			
Dividendos y Regalías	-5,4	-0,4	-0,6			
Préstamos Financieros	4,5	-3,1	-4,0			
Turismo y Pasajes	-1,1	-4,7	-8,0			
Inversión Extranjera Directa	3,5	3,7	2,5			
Préstamos Comerciales + otros	7,7	-0,4	-1,3			
<b>Sector Público</b>	<b>-4,0</b>	<b>-8,0</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,7</b>
- Deuda Gobierno Nacional	-8,0	-7,0	-4,6	-2,4	-1,4	-3,2
- Deuda BCRA (BIS)	4,0	-1,0	-1,6	-1,4	-1,6	0,0
- Nueva deuda (Blanqueo)	-	-	1,5	-	-	1,5
<b>Otros (Paridad Oro y monedas)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>
<b>Reservas Brutas del BCRA</b>	<b>-6,1</b>	<b>-3,3</b>	<b>-8,3</b>	<b>-9,7</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,6</b>
<b>Stock fin de periodo Bruto</b>	<b>46,4</b>	<b>43,3</b>	<b>35,0</b>	<b>25,3</b>	38,6	35,0
en % del PBI	10,4%	9,0%	7,2%	5,2%		
- Deuda BIS	4,0	3,0	1,4	0,0		
- Oro + Deg's	6,3	6,5	6,0	6,0		
- Dif. Dep-Préstamos en u\$s (privados).	2,5	2,3	2,0	2,0		
<b>Stock fin de periodo Netas</b>	<b>33,6</b>	<b>31,5</b>	<b>25,6</b>	<b>17,3</b>		
en % del PBI	7,5%	6,5%	5,3%	3,6%		

Fuente: Estimación Econométrica Quantum en base al BCRA INDEC y Mecon



“¿Dura la sintonía fina hasta el 2015?”

Por Mario Brodersohn



## Cuadro 3

### Perfil de Deuda Pública en Moneda Extranjera

En miles de millones de dólares - Excluye Deuda Intra-sector Público

	Stock	%PBI	2012	2013	2014	2015
<b>Deuda en Moneda Extranjera</b>	<b>66,0</b>	<b>15,4%</b>	<b>7,5</b>	<b>4,6</b>	<b>2,4</b>	<b>8,2</b>
<b>Títulos en poder de privados</b>	<b>41,1</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,1</b>	<b>4,1</b>	<b>2,1</b>	<b>7,9</b>
Boden 2012 (RG12)	2,2	0,5%	2,2	0,0	0,0	0,0
Boden 2013 (RA13)	0,5	0,1%	0,2	0,2	0,0	0,0
Bonar VII (AS13)	2,0	0,5%	0,1	2,1	0,0	0,0
Boden 2015 (RO15)	5,8	1,4%	0,4	0,4	0,4	6,2
Global 2017 (GJ17)	1,0	0,2%	0,1	0,1	0,1	0,1
Bonar X (AA17)	3,7	0,9%	0,3	0,3	0,3	0,3
Discount	12,3	2,9%	0,7	0,7	1,0	1,0
PAR	13,6	3,2%	0,3	0,3	0,3	0,3
Bono PBI			2,7			
<b>Organismos Internacionales</b>	<b>24,9</b>	<b>5,8%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>
<b>Stock deuda con privados a fin de año</b>			<b>36,7</b>	<b>34,6</b>	<b>34,6</b>	<b>30,4</b>

Fuente: Econométrica Quantum en base a Mecon, ANSES y BCRA