

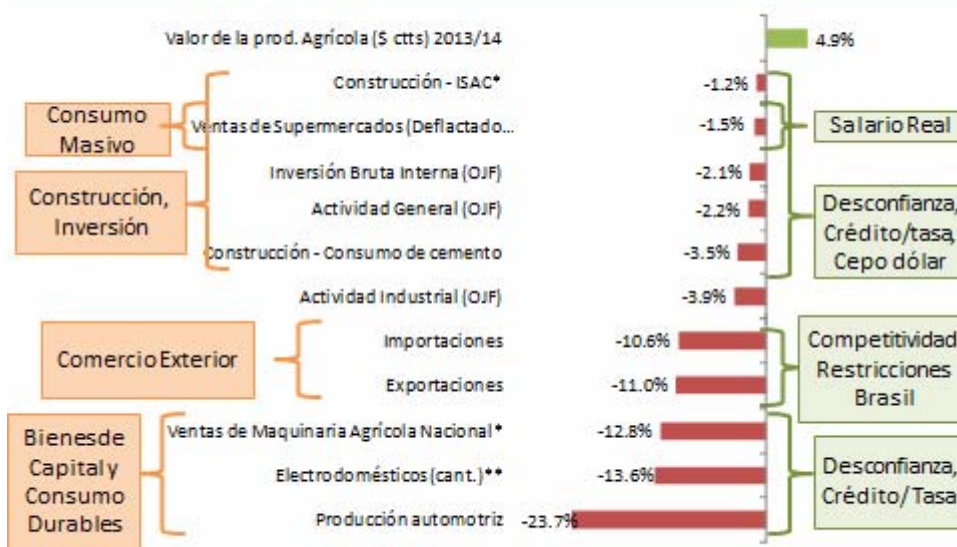
Editorial

El nivel de las reservas y el déficit fiscal condicionan los escenarios económicos de 2015

- La caída del PIB de 2014, en torno a 2,0%, refleja el ingreso de la economía en una nueva dinámica, con mayor incidencia del impuesto inflacionario y en la que la falta de confianza y la pérdida de competitividad erosionan los motores del crecimiento
- Sin contar ingresos extraordinarios, el resultado financiero del sector público sería negativo en 216,4 mil millones de pesos este año y se proyecta un rojo de 315,4 mil millones de pesos para 2015. Este año, la emisión monetaria por motivo fiscal sería de 150 mil millones de pesos y para evitar mayores presiones inflacionarias, se esteriliza liquidez con Lebac. El stock de estos títulos subió vertiginosamente, hasta 251 mil millones de pesos, con un costo financiero cada vez más elevado
- Dado los compromisos del país y el nivel de las reservas de libre disponibilidad, no hay margen para un aumento de las importaciones que alivie trabas a la producción. Un nuevo intento de colocar BONAR 24 por 3 mil millones de dólares es factible en función de evitar una caída adicional de las importaciones en 2015. Sin embargo, para tener chances de un rebote del nivel de actividad sería necesario un acuerdo rápido con los holdouts, tarea que no parece tan sencilla

Cerrando el año 2014 se observa mayor tranquilidad en materia financiera que al inicio del mismo, con cierta calma en el mercado cambiario, aunque con un balance sumamente negativo en la economía real, en que sólo el sector agropecuario no mostraría números rojos (gracias a la buena cosecha y altos precios de los granos en la primera parte del año), y donde la mayor caída se detecta allí donde resulta más necesaria la confianza (bienes de consumo durables o bienes de inversión, como automotores, electrodomésticos y maquinaria agrícola), seguido por la Construcción y el Consumo de No Durables (ventas en supermercados), en este último caso por el desmoronamiento observado en el poder adquisitivo del salario, licuado en forma generalizada por la inflación y puntualmente por el impuesto a las ganancias.

La actividad en lo que va de 2014

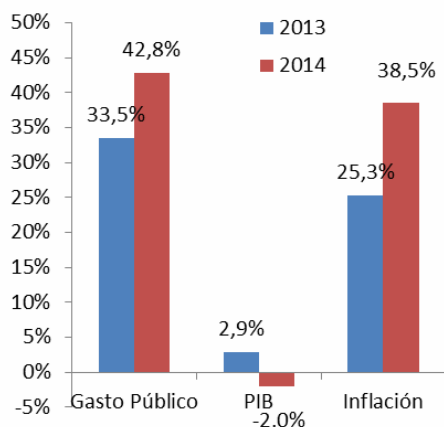


Detos acumulado a octubre de 2014, excepto * a septiembre; ** a junio

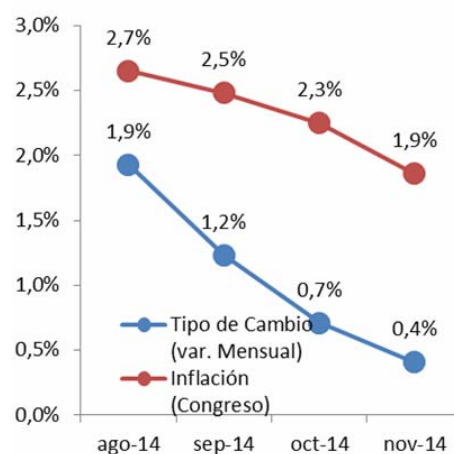
Hay que distinguir el proceso de deterioro fiscal y macroeconómico que soporta el país desde hace varios años de la actual coyuntura financiera. El crecimiento acelerado del gasto primario (33,5% en 2013, 42,8% en 2014) sin un financiamiento genuino, necesitó de un creciente impuesto inflacionario (inflación del 25,3% en 2013 y 38,5% en el presente). La escasa competitividad y la creciente desconfianza ante los desequilibrios fundamentales de la economía frena las decisiones de inversión y de compra de bienes durables, que sumado a la licuación salarial de 2014 hicieron que el PIB baje alrededor del 2% este año, cuando en 2013 había aumentado 2,9%.

La coyuntura no es el proceso

El Proceso: Gasto Público Explosivo



La coyuntura: Ancla cambiaria para actuar sobre los síntomas



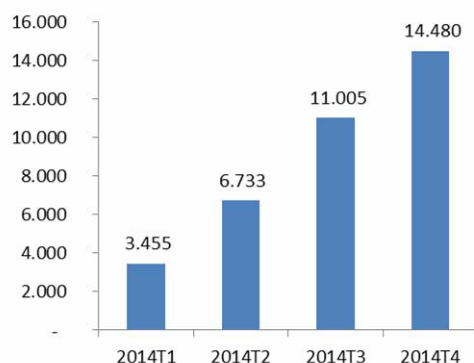
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON e IPC Congreso.

Desde agosto se observa una desaceleración de la inflación mensual (IPC Congreso), que en gran medida se debe al ancla cambiaria. Entre julio y diciembre los precios crecerán un 11,5% y el tipo de cambio un 4,8% (en la primera parte del año los números fueron 24% y 29%, respectivamente). Si bien esto parece estar funcionando, existen dos grandes riesgos si se mira el lado B de la coyuntura. En primer lugar, al instrumento tipo de cambio se lo está utilizando para atacar los síntomas y no las causas del actual proceso estanflacionario, que es un gasto público que crece de manera no financiable genuinamente (impuestos). Los subsidios a la energía y transporte son los principales responsables de este problema. No se esperan modificaciones significativas al respecto, salvo una desaceleración a causa de la baja en el precio internacional del petróleo. La emisión del BCRA necesaria para financiar al sector público rondará este año los \$150 mil millones. Para no seguir estimulando la inflación la magnitud de la asistencia monetaria al Tesoro exige un creciente esfuerzo de esterilización mediante emisión de LEBACs, cuyo costo en intereses resultará de \$14,5 mil millones en el último trimestre de 2014 (4,2 veces el valor del primero). Como esta dinámica también tiene sus límites, el equipo económico buscó otras vías para financiarse, colocando deuda en dólares como el dólar linked¹ (BONAD 16 y 18).

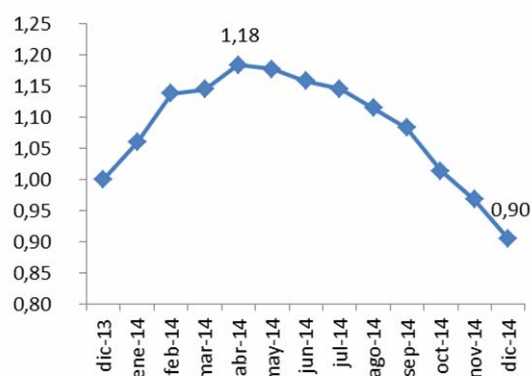
¹ Si el CER que reporta el INDEC fuera realista podría usarse en su lugar (siendo más apropiado).

El lado B de la Coyuntura

Costos de esterilizar crecientes. Intereses Lebac – En millones.



Riesgo de mal asignar los instrumentos. Tipo de Cambio real con Brasil



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON y BCRA.

El segundo problema tiene que ver con el atraso cambiario que afecta las exportaciones y el empleo en el sector transable de la economía. Al respecto hay novedades importantes: Además del hecho de utilizar al tipo de cambio contra el dólar como ancla anti inflacionaria se suma la apreciación del dólar en el mundo, que deteriora nuestra competitividad contra la mayoría del resto de las monedas (Brasil devaluó 3,6% en el último mes, versus 0,5% en Argentina, con una inflación que en el segundo caso resulta seis veces la del primero). Tal conjunción de eventos pone bajo fuerte presión al tipo de cambio oficial para 2015, a más tardar para comienzos de 2016.

¿Qué variables delimitan los escenarios económicos para 2015?

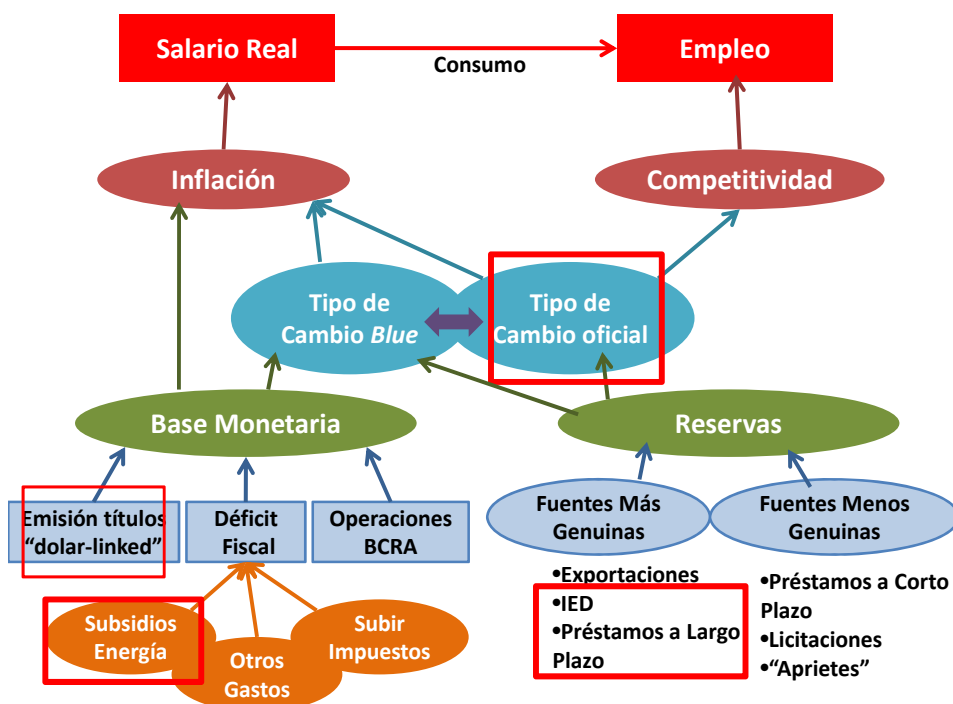
Normalmente existe mucho cortoplacismo en la política económica argentina, y ello suele resultar mucho más evidente en el último año de una gestión, que además no tiene posibilidades de reelección de la autoridad presidencial. Dicho cortoplacismo se intentará mover entre las restricciones económicas fundamentales y los objetivos políticos de una administración de gobierno que deja el poder después de varios periodos.

Analizaremos por inducción hacia atrás. Partimos de los objetivos del gobierno, que en su último año serán al menos mantener el capital político acumulado, especialmente en lo que concierne a su mayor base electoral: una porción de los asalariados y jubilados, y familias que dependen en mayor medida de la ayuda de los programas sociales. Dado que en 2014

existió un impacto negativo sobre este sector de la población, por la aceleración inflacionaria que siguió a la devaluación de enero, en 2015 muy probablemente se intentara que su situación al menos no vuelva a empeorar en términos de ingresos reales. Para ello debe asegurarse que no exista un nuevo salto inflacionario como el del primer trimestre de 2014, y por ende evitar una suba brusca del tipo de cambio y/o de la base monetaria en 2015. De allí la decisión de utilizar el tipo de cambio oficial como “ancla” de la inflación que se observa en los últimos meses del actual año, y que podría extenderse a 2015.

No obstante, dado que dicho proceso también deteriora la competitividad cambiaria, siendo que se halla ya fuertemente comprometida y en un contexto en que otros países más probablemente sigan devaluando contra el dólar, lo más factible es que se decida que el tipo de cambio siga levemente por detrás a la inflación el año próximo, tratando de no incitar a la misma, pero a la vez no permitiendo que el tipo de cambio se atrase demasiado, pues ello podría afectar adicionalmente al empleo y a la entrada de dólares por exportaciones.

Que se logre esa trayectoria suave en 2015 para el tipo de cambio dependerá en gran medida del nivel de las reservas del BCRA, y estas pueden abastecerse principalmente por dos razones, unas más genuinas (exportaciones, inversión extranjera directa, endeudamiento internacional a largo plazo) y otras menos genuinas (endeudamiento internacional a corto plazo, adelantos de exportadores, etc.). Dada la situación pre-existente, lo más probable es que el gobierno inicialmente insista con las fuentes menos genuinas de ingreso de divisas a las arcas del BCRA. Puede resultar suficiente a corto plazo, pero seguramente no lo será en el mediano y largo plazo. Pero recordemos que estamos en el último año de una administración de gobierno.



Que la inflación no resulte alta en 2015 volviendo a licuar salarios, jubilaciones y planes sociales, dependerá, además de lo que ocurra con las reservas y el tipo de cambio, de cuanto suba la base monetaria y de las negociaciones paritarias el próximo año. El aumento en la base monetaria dependerá, a su vez, de la situación fiscal y de la política de esterilización del BCRA. Por ende, a continuación se tratan por separado tanto el posible cierre monetario y fiscal como la situación probable de reservas del BCRA en 2015.

La ejecución fiscal nacional en 2014 y las perspectivas para 2015

Los datos de la ejecución presupuestaria acumulados a noviembre muestran un crecimiento del 35,7% en los ingresos tributarios y de la seguridad social y del 43,5% en el gasto primario. Por lo tanto, el resultado Financiero sin incluir las utilidades del BCRA es deficitario en \$157.630 millones, implicando un deterioro de \$87.009 millones respecto al año previo. Aún resta computar diciembre, un mes estacionalmente deficitario, por lo que la asistencia del BCRA (utilidades y adelantos) ya suma 130 mil millones a noviembre y podría alcanzar los \$150 mil millones al concluir el año.

Resultado Financiero y Asistencia del BCRA
En Millones de \$

	2013			2014	
	ene-nov 13	dic-13	Total	ene-nov 14	dif e-n
Superávit Financiero	-38.856	-25.621	-64.477	-77.823	-38.966
Superávit Financiero sin BCRA	-69.821	-29.538	-99.359	-157.630	-87.809
Total Asistencia BCRA	61.015	28.737	89.751	129.657	68.643
Utilidades BCRA	30.965	3.917	34.881	79.807	48.843
Aumento Adelantos Transitorios	30.050	24.820	54.870	49.850	19.800

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON y BCRA.

Para el final de 2014 se proyecta para el gobierno nacional un déficit primario del orden de los \$56 mil millones, reflejando un fuerte deterioro respecto al año previo, cuando se había observado un saldo negativo de \$22,5 mil millones. A esta situación se llega como consecuencia de un gasto primario creciendo 3,4 puntos porcentuales más que los ingresos (42,8% versus 39,4%). El aumento de los ingresos no ha sido menor por el efecto de la devaluación en los ingresos relacionados con el comercio exterior y por las particularidades del impuesto a las ganancias (no ajuste por inflación, percepción por el dólar ahorro). Dentro de los ingresos se destaca la remisión de utilidades del BCRA.

Este año el efecto contable de la devaluación le permitirá al Tesoro computar como ingresos corrientes una cifra aproximada a los \$79 mil millones de pesos. Pero hacia adelante esta posibilidad será más limitada, debido a los costos de la esterilización sobre el resultado de la autoridad monetaria. Al 14 de noviembre el stock de LEBAC en pesos es de \$251.811 millones (\$111.839 millones un año atrás). El costo por intereses de esta esterilización en lo que va del año es de 38.870 millones. Por esta razón el gobierno ha modificado su

estrategia, recurriendo ahora a una emisión propia del Tesoro (BONAR y BONAD, este último linkeado al dólar). Ello descomprime en alguna medida las exigencias del BCRA para esterilizar, pero desplaza capacidad de compra en el sector privado.

Cierre Fiscal 2014 y proyecciones 2015

	2014	2015	2014	2015
Ingreso Total	1.009.460	1.292.928	40,6%	28,1%
Impuestos y Seguridad Social	861.088	1.110.803	35,7%	29,0%
Rentas de la Propiedad (BCRA y ANSES)	117.738	142.300	98,7%	20,9%
Resto de Ingresos	30.634	39.824	26,0%	30,0%
Gasto Total	1.146.838	1.508.389	46,6%	31,5%
Salarios y Jubilaciones	508.166	660.615	36,0%	30,0%
Intereses	87.101	107.200	107,4%	23,1%
Transf. Ctes al Sector Privado	241.645	328.637	56,8%	36,0%
Transf. Ctes al Sector Público	55.786	72.522	29,5%	30,0%
Resto de Gastos Corrientes	122.497	161.695	55,6%	32,0%
Gasto de Capital	131.645	177.720	45,1%	35,0%
Resultado Primario sin BCRA	-129.277	-208.262		
Resultado Financiero sin BCRA	-216.378	-315.462		

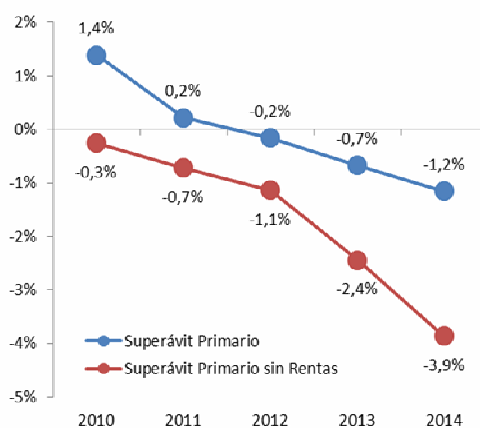
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON.

El déficit financiero podría pasar de \$216 MM en 2014 a \$315 MM en 2015, por ende requerir de creciente financiamiento del BCRA al Tesoro. No obstante, dado los límites existentes para los adelantos del BCRA al Tesoro (actualmente haciendo uso de condiciones extraordinarias), y si se pretende no exacerbar la inflación en 2015, el Tesoro deberá hacer uso de una creciente emisión de bonos para cerrar el tándem fiscal y monetario. Por ejemplo, si se fija como objetivo una suba del 30% en la Base Monetaria para 2015, y se respetan los límites para los adelantos del BCRA al Tesoro que la Carta Orgánica permite para situaciones extraordinarias, el Tesoro deberá emitir bonos por alrededor de \$100 MM el año que viene, cuando en 2014 será inferior a los \$30 MM. Dado que dicha emisión de bonos más probablemente se realice a través de BONAD linkeados al dólar oficial, podría resultar una pesada carga para el próximo gobierno, especialmente si debe devaluar el peso en forma importante en la primera parte de su gestión. De modo que la nueva administración podría tener importantes desafíos iniciales en materia de tipo de cambio y cepo cambiario, presión tributaria y gasto público (especialmente subsidios económicos), además de asumir los vencimientos de los BONAD e intentar obtener fuentes más genuinas de ingreso de divisas al país.

Base Monetaria y Financiamiento al Tesoro en 2015

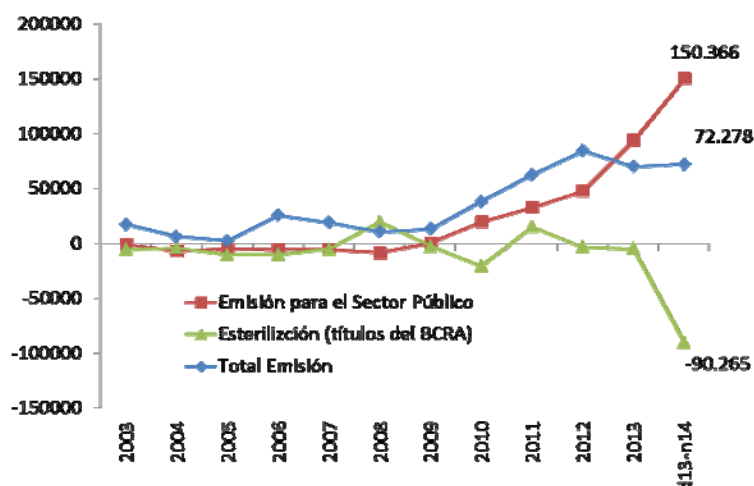
	2013	2014	2015	
			Con límites BCRA	Sin límite BCRA
Base Monetaria (BM)	377.197	471.496	612.944	612.944
Aumento (%)	22,7%	25,0%	30,0%	30,0%
Aumento BM y composición	69.845	94.299	141.449	141.449
Sector Público (F)	94.082	150.000	168.000	246.807
Utilidades	32.000	78.400	95.000	95.000
Aumento Adelantos (aprox)	62.082	71.600	73.000	151.807
Efecto aumento LEBAC	-16.168	-131.278	-102.128	-180.935
LEBAC/BM	25,3%	48,0%	53,6%	66,5%
Resto	-8.069	75.577	75.577	75.577
Superávit Financiero en \$ sin BCRA (N)	-78.189	-173.670	-270.476	-270.476
Diferencia (N-F). Bonos	-15.892	23.670	102.476	23.670

Resultado Primario En % del PIB

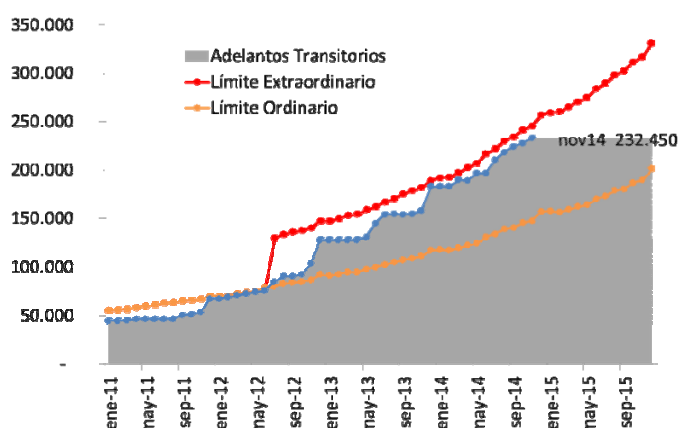


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON.

Factores explican suba de la Base Monetaria



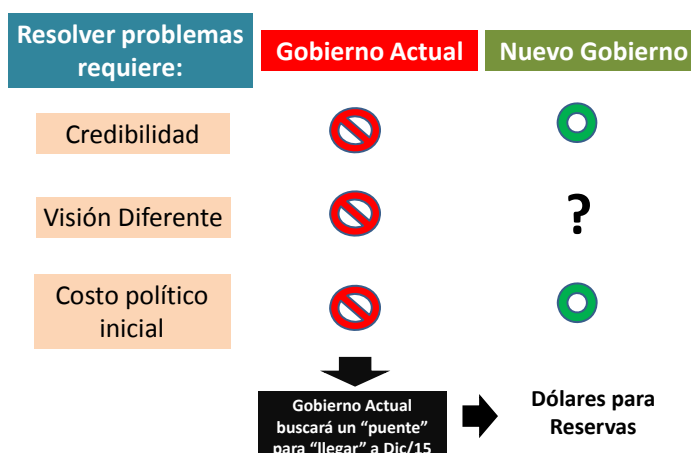
Adelantos Transitorios del BCRA



Reservas y Escenarios de Nivel de Actividad en 2015

Resolver los actuales problemas fundamentales de la economía requiere de credibilidad, una visión diferente y posiblemente soportar costos políticos iniciales. El gobierno actual no tiene ni quiere nada de esto en su último año, de modo que lo más probable es que intente lograr un nuevo puente hasta el 2015, para que sea la próxima gestión la que se encargue de resolver aquellos grandes desafíos. Ese puente se llama dólares para las reservas del BCRA y de que lo logre dependerá esencialmente lo que ocurra con el nivel de actividad en 2015.

¿Quién cambiará la marcha de la economía?



Estimando que el Banco Central comience el año 2015 con un nivel de reservas de aproximadamente US\$30 mil millones, se realizan diversos supuestos adicionales sobre el posible movimiento que tendrán las mismas durante el año entrante. Así, se espera un menor nivel de exportaciones, debido a la baja en el precio internacional de los granos, a lo que puede sumarse una caída adicional de exportaciones industriales, de persistir el problema de competitividad cambiaria.

Se esperan mayores inversiones extranjeras, principalmente de China hacia las represas hidroeléctricas de Santa Cruz y el Belgrano Cargas, más algunas adicionales destinadas al desarrollo de Vaca Muerta. Las salidas netas por Servicios y Rentas se espera que se mantengan aproximadamente en los mismos niveles que en 2014. El factor financiero estaría complicando el panorama, ya que si bien existe un acuerdo de Swap con China y otro similar con Francia, por donde ingresarían divisas al Banco Central, el pobre resultado del canje de Boden 2015 ocurrido en el actual diciembre implicaría una salida de unos US\$6.000 millones por este concepto.

Teniendo en cuenta estos potenciales movimientos de dólares desde y hacia el Banco Central, y una restricción de conveniencia por la cual el nivel de reservas no debería bajar más allá de los US\$23 MM el año próximo (por tratarse de reservas que resultan deudas o porque se hallan comprometidas a pagar importaciones ya devengadas), sin que impacte excesivamente sobre el dólar *blue*, se espera que la variable de ajuste el año próximo sean los dólares disponibles para pagar importaciones, tal como ha ocurrido en 2014. En este escenario, las importaciones deberían caer alrededor de 7,8% en 2015, agregándose a un año en que, especialmente fruto de dichas restricciones, ya están cayendo un 11%. Si se lograra un canje de Boden 2015 por US\$3 mil millones el año entrante, el ajuste sobre las importaciones podría resultar menor, de alrededor del 3,2%.

Reservas BCRA en 2015

Principales fuentes y usos de divisas. En millones de US\$

Reservas Iniciales	30,000
Fuentes netas:	
Exportaciones	65,500
IED	5,258
Préstamos de Org. Internacionales	964
Usos netos:	
Importaciones	??
Rentas	-6,728
Servicios	-4,240
Préstamos financieros	-4,458
Fuga de Capitales	-3,166

¿Cuánto podrán ser las importaciones en 2015?

En Millones de U\$S

Reservas iniciales + Saldo antes de Impo 2015	83,129
Restricción de Reservas al Final de 2015	
Encajes	8,400
DEG+Nación Fideicomisos	3,700
Swap China	4,500
Swap Francia	1,600
Impos devengadas no pagadas	5,000
Importaciones «posibles» en 2015	59,929
en % variación respecto a 2014	-7.8%
Importaciones en 2015 con 50% canje BODEN	62,929
en % variación respecto a 2014	-3,2%

A partir de estos escenarios base con relación a las reservas del BCRA, hay que considerar sus posibles consecuencias en materia de tipo de cambio (o restricciones sobre las importaciones). Si el BCRA no consigue suficiente financiamiento para sus reservas en 2015, deberá o devaluar mucho o imponer fuertes restricciones a las importaciones. Por ambas vías podría deteriorar adicionalmente el nivel de actividad, en el primer caso por una nueva suba de la inflación y caída del salario real y en el segundo por crecientes complicaciones en la producción al no disponer de insumos y bienes intermedios importados (podría ser acompañado por un alargamiento en los plazos de entrega de ciertos bienes) y por aumento de la brecha cambiaria.

En cambio, si las reservas del BCRA resultan suficientes para transitar 2015, la actividad económica podría tener una caída similar a la de 2014 (del orden del 2%) o hasta una leve mejora si se logra un rápido arreglo con los holdouts que permita liberar importantes fuentes

de financiamiento externo hacia el segundo trimestre de 2015. En este caso el gobierno evitaría una devaluación importante del peso y así una nueva caída del salario real. También ayudaría que hacia el segundo semestre del año mejoren las expectativas ante la proximidad del cambio de gobierno, que también dé lugar al ingreso de divisas y/o destrabe decisiones de inversión o de compra de bienes durables por parte de los agentes económicos internos.

En cualquier caso, los mayores problemas que hoy muestra la economía argentina más probablemente quedarán para resolver por la próxima administración de gobierno, que así pondrá rápidamente en juego su (se supone) elevado capital político inicial.

