

# Balance y perspectivas de la economía argentina

■  
*La confirmación del fallo de la justicia de Estados Unidos sobre el pago de deuda no reestructurada generó un cambio significativo en la marcha de la política económica. De intentar corregir algunos desajustes, se volvió a profundizar los desequilibrios macro.*

■  
*Sin acuerdo con acreedores externos, cabe esperar alta inflación, recesión y deterioro de los indicadores de empleo y pobreza. El contexto externo aporta como dato negativo los bajos precios de los productos primarios y el freno de Brasil.*

■  
*Las primarias de agosto serán decisivas. Según se perfilen las chances de los candidatos y el rumbo de la política económica, habrá cambios significativos en expectativas que podrían materializarse en una intensificación o freno en el ingreso de capitales.*

## Balance 2014

La evolución de la economía argentina a lo largo del año 2014 se puede dividir en dos etapas, antes y después de la confirmación del fallo de la Justicia de Estados Unidos respecto a la demanda de acreedores que rechazaron las propuestas de reestructuración de deuda pública en 2005 y 2010. La razón principal para trazar esta diferencia es el ajuste en la orientación de la política económica a partir de la confirmación del fallo adverso por la deuda no reestructurada. Antes de que esto sucediera, el gobierno intentó corregir algunos desequilibrios a través de cambios en la política monetaria. El objetivo prioritario consistía en contener la pérdida de reservas pese a las restricciones crecientes para la compra de divisas en el mercado oficial. Para ello, se intentaba compensar el menor ingreso de dólares generado por el comercio exterior con la recuperación del acceso al financiamiento externo. Cabe recordar que estas decisiones fueron precedidas por el cambio de gabinete impuesto sobre fines del 2013, a partir del cual, nuevos funcionarios asumieron la conducción de la política económica -nuevo ministro de economía- y de la política monetaria -nuevo presidente del Banco Central-.

Tras la asunción de los nuevos funcionarios, el Banco Central logró contener temporariamente la salida de reservas con medidas extraordinarias -desdolarización de reservas bancarias y adelanto liquidación de exportaciones de granos-. No obstante, tras una brusca alza de la inflación y el tipo de cambio paralelo, se tomó la decisión de devaluar fuertemente el peso frente al dólar. Entre el 22 y 23 de enero, el tipo de cambio oficial pasó de \$6,9 a \$8 (16% en apenas dos días, la mayor devaluación desde el año 2004). Esta medida marcaría el curso de la economía en los meses siguientes. Su consecuencia inmediata fue una gran aceleración de la inflación y el derrumbe del poder adquisitivo del salario durante el primer trimestre del año. Con el objetivo de contener la presión inflacionaria, el Banco Central aceleró el ritmo de emisión de títulos de deuda para absorber el excedente de pesos en circulación generado por un déficit fiscal indetenible. Las nuevas colocaciones requirieron fuertes aumentos en la tasa de interés. Los bancos encontraron una opción rentable para canalizar su capacidad prestable y por lo tanto, esta inmovilización de fondos fue acompañada de un brusco descenso en el crédito al sector privado.

La caída del poder adquisitivo del salario sumado a la restricción de crédito profundizaron la baja del consumo. Inicialmente, el efecto sobre el mercado de trabajo no fue de magnitud pero se estancó la demanda de empleo – recorte de horas extras, falta de renovación en las bajas de personal - . Con el transcurso de los meses, este factor contribuyó a un mayor debilitamiento del consumo ya en marcha por el derrumbe del salario real acompañado de cortes en la cadena de créditos tanto comercial como bancario.

En dicho marco general, se sumaron situaciones puntuales que tendían a agravar el panorama general. Un caso saliente por su efecto sobre otras actividades, fue la industria automotriz que debió realizar un fuerte ajuste en los niveles de producción acompañando el fuerte descenso de demanda tras el encarecimiento generado por la introducción de importantes impuestos sobre el precio final para autos de mediana y alta gama tanto de origen importado como nacional. A esta dificultad se sumaba las dificultades de abastecimiento de insumos del exterior debido a la negativa del gobierno para autorizar importaciones.

A medida que se fueron cerrando negociaciones entre empresas y gremios durante el segundo trimestre del año, las recomposiciones de ingresos salariales lograron en parte revitalizar temporariamente el gasto. No obstante, los ajustes nominales, en promedio cercanos al 30%, no fueron suficientes para compensar el ritmo de aumento del costo de vida en torno al 40% anual, confirmando una importante pérdida de ingresos para una importante franja de población.

La desaceleración de la actividad económica y cierta calma cambiaria contribuyeron a desacelerar los precios. De todas formas, la inflación se mantuvo por encima de la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial y por lo tanto, se comenzó a licuar la ganancia de competitividad introducida por la devaluación de enero.

La desaceleración de la economía fue generando tensiones entre la política monetaria y la fiscal. Desde la conducción monetaria se priorizaba neutralizar la expansión monetaria generada por la financiación del déficit fiscal, en tanto que el Ministerio de Economía presionaba por expandir el crédito y sostener el nivel de actividad. Las posiciones no resultaban compatibles y tornaban incierta la orientación definitiva de la política económica.

En paralelo, el gobierno realizó importantes avances tendientes a normalizar las relaciones financieras con el resto del mundo. Entre los avances más significativos cabe destacar en febrero el pago de indemnización pendiente con REPSOL por la expropiación de su participación accionaria en YPF y en mayo el acuerdo con el Club de París aunque sin aceptar las auditorías del Fondo Monetario. Otro gesto importante para rehacer la relación con los organismos multilaterales de crédito del exterior consistió en el lanzamiento durante Febrero del nuevo índice de precios al consumidor con mediciones significativamente más altas a las que venía informando el INDEC, aunque por debajo de las mediciones privadas. Otra medida significativa fue el anuncio de incrementos en las tarifas de gas y agua. El aumento también se extendería al consumo de electricidad pero en este caso, el nuevo cuadro tarifario recién se implementaría a partir de septiembre.

En contrapartida a dichos avances, se mantenía un déficit fiscal creciente, cada vez más dependiente del financiamiento con emisión monetaria del Banco Central. La autoridad monetaria oscilaba entre contener la inflación o flexibilizar su política para contribuir a sostener el nivel de consumo, pero al costo de mantener una inflación elevada que licuaba la ventaja cambiaria generada por la devaluación de enero. En

paralelo, el gobierno anunciaba un aumento cercano al 40% en la asignación universal por hijo (AUH) de \$460 a \$640, fuertemente devaluada en los meses previos por la aceleración de la inflación.

Transcurrida casi la primera mitad del año se observaba un claro intento de normalizar casi todos los pleitos pendientes con el exterior con el propósito de recuperar el acceso a los mercados internacionales de deuda y revertir la tendencia negativa en el nivel de reservas. Toda esta estrategia presuponía que el fallo adverso para el gobierno en la Justicia de Estados Unidos con respecto al pago de deuda no reestructurada, podría ser apelado o bien revisado por la Suprema Corte de ese país, lo que sumaría nuevas postergaciones en la definición del asunto.

La negación a considerar el caso por parte de la Suprema Corte de Estados Unidos introdujo un cambio drástico en el escenario macroeconómico. La ratificación del fallo condujo a nuevo default por el servicio de los títulos de deuda con legislación extranjera. La justicia norteamericana no autorizó los pagos de deuda reestructurada hasta tanto no hubieras acuerdos entre el gobierno y los fondos con sentencia a favor (holdouts). No hubo progresos en la negociación dado que el gobierno aducía la vigencia de una cláusula hasta fin de año que obligaba a igualar el tratamiento de los holdouts con los tenedores de deuda reestructurada.

El 30 de julio Argentina cayó nuevamente en cesación de pagos de deuda reestructurada. Durante este mes se sumó una nueva dificultad: el precio de la soja que se encontraba en niveles elevados, comienza a registrar una fuerte caída en los meses siguientes. En este marco, se observó un fuerte deterioro de expectativas reflejadas en nuevas presiones alcistas sobre el tipo de cambio no oficial y ensanchamiento de la brecha con el tipo de cambio oficial de hasta el 80%.

El default de la deuda reestructurada y la fuerte caída del precio de la soja determinaron un cambio radical del escenario, frente al cual, el gobierno decidió modificar su estrategia. Se buscó blindar las reservas acentuando las restricciones a la demanda de divisas (cepo cambiario e importador), se tomaron nuevas medidas de estímulo al consumo, se intensificaron los controles y presiones para evitar nuevas subas en el tipo de cambio no oficial, se sancionó una nueva ley de abastecimientos con severas multas e intervenciones a empresas con el propósito de disuadir intentos por disminuir la oferta de productos. Durante este tiempo, se intentó instrumentar un canje de bonos para eludir la restricción de la justicia norteamericana que impedía el pago de servicios de deuda reestructurada, designando al Banco Nación como nuevo agente de pagos y cambiando los títulos con legislación extranjero por otros con legislación argentina. La propuesta, avalada por ley del Congreso Nacional, no tuvo adhesiones entre los tenedores de bonos y diluyó cualquier expectativa de avance en las negociaciones al menos hasta fin de año.

El cambio en la dirección de la política económica se afirmó a partir de octubre con el cambio de presidente del Banco Central. Se acentuaron los controles en el mercado informal de divisas en tanto que se optó nuevamente por recurrir al atraso cambiario para contener el aumento de precios. La emisión monetaria compensada por colocación de letras del Banco Central entre los bancos, fue sustituida en parte por la emisión de títulos de Tesorería del gobierno ajustados por variación del tipo de cambio. La fuerte caída del consumo contribuyó a reducir las presiones inflacionarias e indirectamente las expectativas de devaluación. El nivel de reservas exhibió un leve aumento a partir de ingresos extraordinarios de divisas – créditos del Banco Central de China, ingresos por licitaciones en el servicio de comunicaciones - y un cierre cada vez mayor de acceso a dólares para importaciones. Por otra parte, al descomprimirse

la presión sobre el precio del dólar, se observó una importante retracción en la demanda de ahorristas con autorización para acceder al mercado oficial de cambios (dólar ahorro). La estabilidad transitoria del tipo de cambio sumado a planes de financiación de consumo durable impulsados desde el gobierno facilitó una leve mejoría del consumo sobre fin de año.

## Indicadores macroeconómicos

INDICADOR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	*Observ.
Variación PBI	8,7%	6,8%	0,9%	9,2%	8,9%	1,9%	2,9%	0,0%	ene-oct
Variac. Inversión Bruta Interna	13,6%	9,1%	-10,2%	21,2%	16,6%	-3,5%	5,6%	-4,7%	III trim
Variación IPC INDEC	8,5%	7,2%	7,7%	10,9%	9,5%	10,8%	10,5%	22,7%	nov
Tasa de desempleo	8,1%	7,8%	9,1%	7,5%	7,2%	7,6%	6,8%	7,5%	III trim
Exportaciones (miles mill \$)	55	60	56	63	78	75	78	67	ene-nov
Importaciones (miles mill \$)	45	50	39	51	68	63	69	61	ene-nov
Préstamos totales (miles mill \$)	108	138	152	196	291	372	491	598	III trim
Depósitos totales (miles de mill \$)	205	248	267	367	483	594	752	935	III trim
Deuda pública (miles mill u\$s)	144	150	147	164	175	183	196	199	II trim
Recaudación del SPNF (miles mill \$)	200	269	305	410	491	618	783	1061	ene - nov

Fuentes: Ministerio de Economía, INDEC, AFIP y BCRA

## Perspectivas

Uno de los principales factores que define la posible configuración del escenario macroeconómico del 2015 consiste en la concreción de un acuerdo con los tenedores de deuda no reestructurada con sentencia a favor de la justicia de Estados Unidos. Los resultados deberían llegar en el primer cuatrimestre; más allá de este plazo, resulta poco probable dado quedaría poco tiempo para que el gobierno alcance a capitalizar beneficios y con seguridad deberá pagar altos costos políticos a poco tiempo de celebrarse elecciones primarias. La posibilidad de alcanzar un acuerdo con acreedores antes de ese plazo resultaría baja considerando el tiempo que insume una negociación de alta complejidad, la distancia e inflexibilidad en las posiciones de cada parte, y la reducción en el apremio por estabilizar el frente externo generada por la estabilidad cambiaria y leve alza de reservas observado sobre fin de año. De cualquier modo y pese a las reducidas posibilidades, es un factor que por su alto impacto potencial en la situación económica no puede dejar de ser considerado. De alcanzarse un acuerdo, se reflejaría inmediatamente en aumento de cotizaciones de activos financieros, menores presiones cambiarias, mayores posibilidades de acceder a líneas de crédito para apuntalar reservas y para el sector privado, lo que podría facilitar la eliminación de restricciones a las importaciones, repercutiendo positivamente sobre la producción y el empleo. En caso contrario, la situación tenderá a parecerse mucho a lo observado durante el 2014 con alta tasa de inflación, recesión y deterioro de los indicadores de empleo y pobreza. El contexto externo aporta como dato negativo los bajos precios de los productos primarios y que podrían continuar su tendencia descendente en la medida que aumentos en la tasa de interés en Estados Unidos

conduzcan a una apreciación del dólar frente al resto de las monedas. Esta situación tendría una doble repercusión en la economía argentina. Por un lado, limitará las posibilidades de crecimiento de Brasil por el debilitamiento esperado en el ingreso de capitales, lo que podría ser acompañado por un mayor ritmo de devaluación del real como respuesta a la merma en la oferta de divisas. Este factor anticipa un año difícil para un amplio conjunto de rubros de la industria manufacturera que tienen a Brasil como principal destino de exportaciones (automotriz, químico y plástico). Por otra parte, el precio de la soja y otros cultivos se reflejará en menores ingresos de divisas por liquidación de exportaciones. A ello habrá que sumar el efecto negativo de caída de márgenes en la actividad agrícola, y que podría traducirse en una reducción del volumen de transacciones en la densa red de actividades que conforman el complejo agroindustrial sojero.

Como contrapartida de estos efectos negativos, el shock tecnológico en el mercado energético internacional generado por el aumento de la oferta de gas y petróleo de yacimientos no convencionales (shale gas) tendría un importante impacto positivo sobre el saldo comercial por la reducción de compras externas de combustibles en tanto que contribuiría a contener el crecimiento del déficit público por el freno al crecimiento de subsidios al consumo de energía. Cabe agregar que este mismo factor resentiría el ritmo de inversiones en el sur del país relacionados con el desarrollo de yacimientos no convencionales, liderados por YPF. En este escenario y entrando al último año de mandato del gobierno, no cabe esperar cambios importantes en el rumbo de la política económica. Es decir, se mantendrán los pilares actuales:

- Fuerte crecimiento del gasto público para sostener el consumo, a lo que podría sumarse un mayor ritmo de obra pública, característico de años con elecciones.
- Relanzamiento de controles de precios para evitar nuevos saltos en la tasa de inflación.
- Postergación de ajustes de tarifas de servicios (tal como lo refleja el acuerdo durante enero entre el estado nacional y gobiernos provinciales para no introducir cambios en la tarifa eléctrica durante el año).
- Emisión de títulos de deuda de la tesorería para descomprimir la presión sobre el ritmo de emisión monetaria para financiar déficit fiscal.
- Menor ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial para asistir en la contención de precios.
- Mantenimiento de restricciones a importaciones y a operaciones con divisas (cepo cambiario), acompañado de controles estrictos a la compraventa de dólares en el mercado no oficiales.
- Apuntalamiento del nivel de reservas a través de acuerdos de corto plazo de intercambio de divisas (convenio con China), adelantos de liquidación de exportaciones agrícolas y nuevas propuestas de canje de títulos públicos para diferir vencimientos de servicios de deuda pública a lo largo del año.
- Subestimación de estimaciones de inflación y pobreza.
- Expansión del empleo público para amortiguar pérdidas de empleo en el sector privado.

Bajo dicho marco, cabría esperar una tasa de inflación fluctuando en torno al 2% y 2,5% mensual lo que arrojaría una proyección comprendida en el rango del 28 al 35% anual. El año cerraría con una nueva caída en la tasa de crecimiento del producto bruto, lo que permite anticipar una contracción en la demanda de empleos privados. El poder adquisitivo del salario podría estabilizarse después de la fuerte caída observada en el 2014. La relación del déficit público con el PIB tendería a aumentar y se acentuaría el atraso en el tipo oficial de cambio.

El probable plan de medidas económicas para el año 2015 podría alterar su curso forzado por circunstancias apremiantes que impongan al gobierno la necesidad de respuestas urgentes. Entre los factores de riesgo a considerar cabe señalar:

**Déficit, emisión y dólar paralelo.** El curso de la economía argentina se verá acechado, particularmente durante el primer semestre, por la posibilidad de alzas abruptas en el dólar marginal. Dos factores a monitorear y que podrían anticipar posibilidades crecientes de materialización de este riesgo estarían dados por la aceleración del crecimiento de la base monetaria (circulación monetaria más depósitos de bancos en el Banco Central) y nuevas caídas en el nivel de reservas de divisas pese al control de cambios. El fuerte crecimiento de la base monetaria en diciembre de 2014 ya representa una señal de alarma para los primeros meses del 2015. El exceso de liquidez que esta situación genera, si no se absorbe con colocación de deuda, podría aumentar la presión inflacionaria de enero y febrero, o bien canalizarse a la compra de dólares propiciando nuevas alzas del tipo de cambio paralelo. Esta situación dependerá del grado de consenso de la población sobre la capacidad del Banco Central para sostener nivel de reservas sin grandes devaluaciones del peso. El gobierno cuenta con margen para nuevas colocaciones de deuda y posibilidades de reforzar reservas a través del financiamiento del gobierno chino.

**Brasil y soja.** El escenario macro ya contempla precios bajos para la soja y un estancamiento de la economía de Brasil. No obstante, no se podría descartar que esta situación sea aún peor de lo previsto. En este caso, repercutiría sobre el ingreso de dólares por comercio exterior. A partir de allí, seguirían dos efectos no excluyentes: más freno a la importación o disminución de reservas. En el primer caso, se profundizaría la caída en el nivel de actividad; en el segundo, aumentarían las expectativas de devaluación acompañadas de una mayor demanda de dólares.

**Aceleración de pagos de deuda pública.** Representa otro factor que puede generar complicaciones severas, por la imposición de cancelación inmediata de títulos de deuda en cesación de pagos por parte de una mayoría de tenedores de bonos.

**Situación social.** Una de las diferencias del año con el 2014 será la extensión del cuadro recesivo. La duración del desempleo sumado a un mayor debilitamiento de la demanda de trabajo en el sector privado representa un factor que conlleva un mayor riesgo asociado a situaciones de inestabilidad social.

Los resultados de las primarias de agosto resultarían decisivos en la definición de la marcha de la economía del segundo semestre. De acuerdo a cómo se perfilen las posibilidades de los distintos candidatos y, por ende, el rumbo de la política económica a partir del año próximo, habrá cambios significativos en expectativas de crecimiento económico que podrían materializarse en una intensificación o freno en el ingreso de capitales para concretar oportunidades de nuevos negocios. Esta situación permite plantear la alternativa de una recuperación de la actividad económica en los últimos meses del año, para contrarrestar el débil desempeño esperado durante la primera mitad de 2015. ■

*nforme elaborado  
a partir de análisis  
de datos oficiales  
difundidos por INDEC,  
MECON, BCRA.*