

# Balance y perspectivas de la economía argentina

Los indicadores asociados al consumo coinciden en una recuperación en el segundo semestre y alza moderada interanual a precios constantes. El año cerraría con superávit comercial con tendencia descendente, déficit en cuenta corriente y fuerte disminución de reservas.

El año 2014 presenta una perspectiva general complicada, que destaca numerosos factores de incertidumbre, principalmente en torno al desafío de aumentar la tasa de ahorro, con un margen de maniobra cada vez más acotado y en un contexto externo menos alentador.

El gasto público se verá presionado al alza por el aumento de subsidios al sector energético. En este plano, se añade un nuevo factor de incertidumbre relacionado con la posibilidad y magnitud del ajuste de tarifas que decida y pueda llegar a instrumentar el gobierno.

## Balance 2013

El año 2013 arroja como principales resultados un leve repunte del nivel de actividad, con un nivel de empleo estable, acompañado de un alto nivel de inflación y la consolidación de dos déficits que amenazan el curso de la economía del país en los próximos años: el déficit en cuenta corriente y el fiscal.

El gobierno inició el año con el objetivo de llegar a las elecciones legislativas de octubre con un alto nivel de consumo, apoyado en el impulso del gasto público y el crédito, estabilizar la tasa de inflación en torno a los niveles del año anterior y sostener el nivel de reservas. Para ello, resultaba fundamental definir los acuerdos salariales con subas no mayores al 22% anual. La reducción del impuesto a las ganancias a través del aumento en el ingreso mínimo no imponible estuvo muy por debajo de las expectativas de los gremios y por lo tanto buscaron compensar planteando mayores porcentajes de ajuste en salarios. Por otra parte, se aceleró la tasa de inflación a partir de enero. Estas complicaciones extendieron el período de negociaciones más de lo esperado. La postergación de la recomposición de salarios se reflejó en un debilitamiento del ritmo de consumo en la primera mitad del año, pese al congelamiento de precios impuesto por el gobierno a partir de abril.

El aumento de expectativas de devaluación condujo a un menor ritmo de liquidación de divisas por exportaciones y una mayor demanda de dólares en el mercado informal, generando importantes subas en su cotización y de la brecha con respecto al tipo de cambio en el mercado oficial. Al aumentar la diferencia entre el tipo de cambio oficial y el marginal se reforzaron los incentivos de los exportadores para no liquidar exportaciones, continuó la demanda de pasajes y compras en el exterior (pese al encarecimiento de estos servicios generado por medidas de la Administración Federal de Ingresos Públicos), y de adquisición de vehículos importados de alta gama. El resultado fue un fuerte salto en la demanda de divisas en el mercado oficial de cambios que sumado al uso de reservas por parte del gobierno para atender el servicio de la deuda y el debilitamiento del saldo comercial (importaciones crecían a mayor ritmo que exportaciones) determinaron una salida neta de dólares y una gradual caída de la disponibilidad de divisas del Banco Central. En este marco, con el transcurso de los meses se sumaron nuevos factores de preocupación tanto en el frente interno como externo. En el plano externo, el precio internacional de la soja

exhibía una importante disminución con respecto al nivel promedio del año anterior. A ello se sumaba la incertidumbre generada por el fallo adverso de la justicia de Estados Unidos en torno a la deuda con los acreedores que no accedieron a los canjes de bonos y el alto grado de complejidad para negociar un acuerdo definitivo. En el plano interno, se aceleró el ritmo de inflación pese a los esfuerzos del gobierno por extender los acuerdos de precios, en tanto que el déficit fiscal tendía a profundizarse, alimentado por un nivel creciente de importaciones de combustible y subsidios dirigidos a sostener la oferta de energía.

Promediando el año, con el propósito de revertir el deterioro de expectativas, apuntalar el ritmo de consumo y sostener el nivel de reservas, el gobierno anunció nuevas medidas para disminuir la presión tributaria, facilitar la repatriación de capitales no declarados y descomprimir la presión alcista del tipo de cambio en el mercado marginal. El dólar marginal registro un importante descenso pero el efecto fue transitorio porque finalmente retomo la senda alcista. Los instrumentos para repatriar capitales no tuvieron mayor aceptación y no se pudo revertir la tendencia negativa del nivel de reservas. El nivel de actividad repunto levemente acompañado de un mayor ritmo de consumo.

Tras los comicios de octubre y la confirmación de un resultado adverso para el oficialismo anticipado en las elecciones primarias, el gobierno introdujo cambios importantes en el gabinete de ministros. Se anunciaron una serie de medidas tendientes a normalizar las relaciones con el exterior, desincentivar la adquisición de automóviles y paquetes turísticos por la vía de nuevos aumentos en la presión impositiva, reducir la brecha cambiaria a partir de una intensificación del ritmo de devaluación del peso y gestionar acuerdos para acelerar el ingreso de divisas. Tras una mejora de expectativas, estas se fueron diluyendo debido a la prolongada ausencia de la Presidente por razones de salud, el conflicto social desatado por el reclamo de mejoras salariales de las fuerzas provinciales de seguridad y la crisis de abastecimiento de energía eléctrica.

### Nivel de actividad

De acuerdo a la información oficial, el producto interno bruto (PIB) registraba hasta el tercer trimestre un ritmo de crecimiento del 5,5% anual. Según los resultados del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) para el último trimestre del año, la tasa de crecimiento del producto interno bruto estimada por el INDEC se ubicaría levemente por encima del 5% anual, resultando superior al promedio de estimaciones privadas.

El resultado presenta alguna divergencia con el índice Estimador Mensual Industrial (EMI) del INDEC. De acuerdo a este índice, la industria finalizaría el año con un moderada expansión en torno al 1%. El índice de producción estimado por FIEL se ubicaría levemente por debajo del oficial. El crecimiento respondería a los resultados del sector automotor y minerales no metálicos (cemento y vidrio). En el otro extremo, las mayores contracciones en el nivel de producción se habrían observado en los sectores metalmeccánico, tabaco, de refinación de petróleo, textil, celulosa y papel. En el caso del sector automotor cabe destacar la reducción de la producción en términos interanuales a partir de julio debido a un menor ritmo de demanda tanto en el mercado externo (Brasil) como interno.

El sector de construcción registró una expansión cercana al 4.5% según el Indicador Sintético de la Construcción (ISAC) del INDEC. El mayor nivel de actividad también se

vería reflejado en el aumento de ventas de cemento que paso el umbral del millón de toneladas entre 2012 y 2013, con un crecimiento de casi el 11% interanual. Entre los factores que dieron impulso al sector cabe destacar el mayor ritmo de ejecución de obra pública -obras viales y otros proyectos de infraestructura- entre el segundo y tercer trimestre del año. Las construcciones privadas no acompañaron esta tendencia. Sobre un total de 42 municipios relevados, la superficie cubierta autorizada resultaría cerca del 13% inferior con respecto al año anterior.

El sector de servicios registró un crecimiento interanual muy elevado en telefonía (14%), moderado en distribución de energía (1.2%) y transporte de carga (3.3%).

La producción agrícola (campaña 12/13) registro un importante aumento con respecto a la campaña anterior. De acuerdo a estimaciones del Ministerio de Agricultura Ganadería y Pesca, la campaña finaliza con una producción del orden de las 106 millones de toneladas, lo que determina un crecimiento del 15% con respecto a la producción de la campaña anterior. El mayor incremento se observó en maíz, seguido por soja. En contraste, la producción de trigo registró una fuerte caída llevando la cosecha a niveles mínimos en términos históricos (poco más de 8 millones de toneladas). Este bajo nivel se revertiría en la campaña 2013/2014 debido a un aumento del área sembrada.

La faena exhibió una leve recuperación en comparación a los niveles del año anterior, aunque cabe señalar que los niveles actuales resultan muy inferiores a los de fines del 2009, período en el que sobrevino una abrupta caída de la industria frigorífica, de la cual, el sector todavía se encuentra lejos de superar.

### **Inversión**

La relación entre inversión y producto bruto se mantuvo en torno al 23%. Siguiendo la presentación de cuentas nacionales, la inversión se encuentra conformada por dos bloques: construcción y equipo durable de producción. Esta última a su vez distingue maquinaria y equipos de materiales de transporte. La magnitud y variaciones del componente importado se ven reflejadas en los registros de comercio exterior. La importación de bienes de capital (excluyendo diciembre por falta de datos) presentó un crecimiento del 9% con respecto a igual período del año anterior. La evolución de la inversión en equipos nacionales parece haber ido en sentido negativo en la venta de materiales y equipos dado que el nivel de producción de la industria metalmeccánica se habría contraído cerca de un 3% con respecto al año anterior. Esta caída se compensaría en parte por un mayor ritmo de venta de automotores de carga, de pasajeros y utilitarios. A partir de lo señalado cabe pensar que la inversión cerraría el año con un repunte leve con respecto a los bajos niveles observados en el año 2012. Cabe agregar además como dato negativo la suspensión de grandes proyectos en minería que de haber continuado su curso hubieran determinado un crecimiento de la inversión significativamente mayor al observado.

### **Consumo**

Entre las principales variables para monitorear la marcha del consumo se encuentran las ventas de supermercados, las ventas en centros de compras y la recaudación de IVA. En líneas generales, todos los indicadores mencionados coinciden en destacar una recuperación del consumo en el segundo semestre y un alza moderada con respecto al año anterior si se mide el efecto a precios constantes.

Las ventas de supermercados presentarían un crecimiento similar al de la inflación y por lo tanto, los volúmenes de demanda de mercadería no habrían registrado aumentos con respecto al año anterior.

El ritmo de ventas en centros de compras presentaría un crecimiento mayor en términos nominales (cercano al 29% si se compara nivel promedio de ventas del 2013 con respecto al año anterior), aunque en este caso podría ser resultado de un mayor ritmo de incremento en los precios de los locales comerciales; de ser así, en términos de volúmenes físicos tampoco habría aumentos significativos.

La recaudación de IVA también exhibió un crecimiento en términos interanuales en modo particular en el tercer trimestre. El monto total de ingresos por IVA DGI (antes de devoluciones) del primer semestre creció un 24% interanual y en el segundo semestre (faltando computar diciembre) se ubicaba en torno al 34%. El balance del año con respecto al anterior exhibe un crecimiento en la recaudación superior al 28%. Otros impuestos ligados al consumo como Débitos y Créditos, exhibieron una evolución similar.

En líneas generales, el bajo crecimiento del consumo respondió a dos situaciones contrapuestas: el impacto negativo de la inflación sobre el salario y la recomposición de ingresos a partir de cambios en el régimen impositivo y en el pago de transferencias del gobierno. Durante el primer semestre el consumo se vio afectado por la demora en la definición de las negociaciones salariales. La lentitud en la instrumentación de los nuevos salarios sumado a la incertidumbre sobre el resultado de las negociaciones y el efecto de la desgaste del poder adquisitivo de los asalariados generado por la inflación (pese al congelamiento de precios) tuvo repercusión negativa sobre el nivel de gastos. Esta situación en parte era contrarrestada por un lado, por el cepo al dólar y rendimientos bancarios bajos (falta de opciones para resguardar ahorros y por lo tanto inducían a gastar excedentes), y por otro, a través del impulso del crédito bancario y comercial (promociones y planes de pago de cadenas comerciales y bancos).

En el segundo semestre se sintió el efecto de medidas del gobierno dirigidas a aumentar ingresos a partir de cambios impositivos y aumentos de transferencias: jubilaciones, pensiones, subsidios a familias. En los meses previos a las elecciones de legisladores del mes de octubre, los pagos en concepto de asignaciones universal por hijo (AUH) y asignaciones por embarazo se incrementaron un 35%. Se concedió un aumento de jubilaciones y pensiones del 30% divididas en dos tramos. Esta última medida fue acompañado de aumentos en el salario mínimo vital y móvil que alcanzó los \$3.500 al finalizar el año. También hubo cambios en el régimen de Ganancias.

A partir del mes de marzo, se introdujo una suba en el mínimo no imponible para personas físicas, la deducción del pago de la cuota de aguinaldo a pagar en junio para sueldos inferiores a los \$25 mil y la exclusión del régimen de ganancias para sueldos brutos mensuales inferiores a \$15 mil.

A partir de septiembre, se agregó la suba del mínimo no imponible para el impuesto a las ganancias y la suba de los montos para acceder al régimen simplificado de impuestos (monotributo). Parte del costo fiscal de estas medidas fue compensado con la creación de otros tributos (operaciones de compraventa de acciones fuera del ámbito bursátil y distribución de dividendos). En líneas generales, el mayor ingreso disponible generado por la disminución de la presión impositiva y el aumento de transferencias corrientes sostuvieron el consumo pero su efecto expansivo se vio erosionado por la aceleración de la inflación

### **Mercado de trabajo**

La evolución del consumo privado guarda una estrecha relación con la masa salarial. Por el lado del empleo, el año finalizaría con un nivel estable. La tasa de empleo (cociente entre ocupados, incluyendo subocupados, y población total) se mantuvo en torno al 43% de acuerdo a los resultados de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH, resultados del tercer trimestre del 2013). La evolución del empleo registrado en el sector privado exhibió en el tercer trimestre del año un incremento leve de apenas el 0,3% interanual, según datos del Ministerio de Trabajo.

El freno en la creación de puestos de trabajo fue acompañado por aumentos de salarios a un ritmo levemente inferior a la tasa de inflación según mediciones de consultoras privadas. De acuerdo al índice de salarios estimado por INDEC las variaciones interanuales al finalizar el año rondarían el 26%, resultando levemente inferiores en el sector público (25%).

Con relación al nivel de desempleo, de acuerdo a los resultados del INDEC, registró un descenso de casi un punto si se compara el tercer trimestre del 2013 con respecto a 2012. La disminución se explica por cambios en la proporción de personas que busca empleo (tasa de actividad) dado que la demanda de empleo no exhibió tendencia al alza.

### **Inflación**

El control de precios impuesto por el gobierno a partir de febrero se vio reflejado en una desaceleración de la inflación mensual a un ritmo promedio del 1,5% hasta el mes de mayo incluido de acuerdo a las mediciones del IPC Congreso (representaba una inflación anual en torno al 24%). La contención de inflación busco el objetivo de contener la expectativa de inflación creciente y facilitar el cierre de acuerdos salariales a partir de marzo. A partir de junio, el gobierno no pudo contener los precios y la inflación retomo su curso ascendente promediando alrededor de un 2,3% mensual durante el segundo semestre (28% anual de acuerdo a las mediciones del IPC Congreso).

### **Sector fiscal**

El crecimiento de la recaudación tributaria del año fue del 26,3% según datos de la Secretaría de Hacienda de la Nación. Este nivel se ubica levemente por encima del registro del año anterior (25.9%). La tasa de variación es de orden similar a la inflación proyectada por el IPC congreso de modo que en términos reales (es decir, a precios constantes) no hubo aumentos de recaudación. Si bien se lograron aumentos a un ritmo anual superior al 30% en IVA, ganancias, contribuciones y aportes laborales; estos aumentos fueron parcialmente contrarrestados por la disminución de recaudación de derechos de exportación (-9.5%) y el mayor ritmo de devolución de reintegros de IVA (171%).

Las erogaciones del estado crecieron a una tasa superior a la de los ingresos. El gasto primario total anual finalizó con un incremento del 34% con respecto al nivel del 2012, y con una clara aceleración durante la segunda mitad del año (la variación interanual promedio un 38%). Las principales fuentes de aumento en el gasto por orden de magnitud fueron los pagos de prestaciones de la seguridad social, subsidios al sector privado, obra pública y remuneraciones. Entre los cuatro señalados, el mayor crecimiento se verificó en la obra pública (48%). El gasto de capital fue impulsado por aumentos en la inversión pública, mayor ritmo de transferencias a

gobiernos subnacionales y por la implementación del programa de Crédito Argentino del Bicentenario (Pro.Cre.Ar).

La evolución de ingresos y egresos determinó un resultado primario -calculado sin computar el servicio de la deuda pública- negativo. En este resultado se incluye el financiamiento por transferencias al Tesoro Nacional del Banco Central (utilidades del ejercicio anterior) y de la Administración Nacional de Seguridad Social (rentas generadas por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad). De acuerdo a los datos de la Secretaría de Hacienda, computando once meses del año, del superávit de casi \$ 6.700 millones en el 2012, pasó a un déficit cercano a los \$ 2.600 millones.

Si se agregan los pagos por servicios de la deuda pública se arriba a un déficit financiero con tendencia creciente y que sobre fin del año representaba casi 3 puntos del PIB. Las vías de financiamiento del déficit financiero consistieron en adelantos transitorios del Banco Central (emisión monetaria), uso de reservas internacionales de "libre disponibilidad", emisión de títulos de deudas principalmente suscripta por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad y créditos del Banco Nación.

### Sector externo

El monto de exportaciones medido en dólares se ubico en torno a los U\$S 84 mil millones, con crecimiento cercano al 4% respecto al año anterior. El mayor incremento se observó en manufacturas de los agros (9%), principalmente derivados de la soja, y en segundo nivel se ubicaron productos primarios (5%) -poroto de soja- y manufacturas industriales (4%). En contraste, la exportación de combustibles, como petróleo y carburantes, cayó un 22%.

El aumento de exportaciones respondió más a un aumento de volúmenes que de precios de ventas. Los precios de las materias primas (IPMP BCRA) presentaron una disminución con respecto al año anterior del orden del 13%, pero siguieron resultando elevados tomando como referencia los registros de los últimos cinco años.

Los precios de los granos -maíz, soja y en menor medida, trigo- registraron bajas a partir de julio debido a las buenas perspectivas de cosecha en los Estados Unidos. Esta tendencia negativa de los precios se vio reforzada por la gradual apreciación del dólar. Por el contrario, el precio del petróleo exhibió tendencia al alza reflejando la inestabilidad política y social en la región de Medio Oriente.

El monto de importaciones creció un 9% con respecto al año anterior. El principal motivo de esta variación se debió más a la necesidad de aumentar las importaciones de combustibles para resolver el creciente déficit de energía en el mercado interno, que a la flexibilización de los cupos por parte del gobierno. Además de las compras de energía hubo un fuerte incremento en la adquisición de automóviles importados (+35%) incentivada por la brecha cambiaria. Otro aspecto negativo fue la retracción del monto de compras de bienes intermedios (-2%), debido a sus implicancias negativas en el normal desarrollo de las cadenas de abastecimiento del sector industrial.

De esta forma, el año 2013 cerraría con un superávit comercial ligeramente inferior a los U\$S10 mil millones y con tendencia descendente dado que significaría una disminución del orden del 23% con respecto al alcanzado el año anterior. Este excedente comercial fue insuficiente para cubrir el resultado negativo de la balanza de servicios (diferencia entre cobros y pagos por servicios internacionales relacionado con turismo, seguros, intereses, transporte). Este desbalance se reflejó en un déficit

de cuenta corriente, y sin financiamiento externo, se tradujo en fuertes pérdidas de reservas para afrontar los pagos netos al exterior.

### **Reservas y política cambiaria**

Durante el año se acentuó la caída de reservas del Banco Central observada desde mediados del 2011 alcanzando los U\$S13 mil millones (una pérdida de magnitud similar a la crisis del 2001). La trayectoria del nivel de reservas oficiales fue declinante a lo largo de todo el año, siendo más acentuada en el segundo semestre. De esta forma, se agudizó la tendencia iniciada en 2011 y que dio inicio a la implementación del control de cambios (“cepo cambiario”) y el gradual ensanchamiento de la brecha cambiaria. Durante 2012, la medida disminuyó el ritmo de pérdidas a un alto costo (incertidumbre, paralización de la construcción y del mercado inmobiliario, suspensión de grandes inversiones). En 2013, la aceleración de pérdidas de reservas generada por el déficit de cuenta corriente y el retiro de depósitos en dólares reveló su ineffectividad. Frente a estos resultados, el gobierno buscó variantes en el esquema de política cambiaria primero con un fallido intento de repatriación de capitales y posteriormente a través de la aceleración de la tasa de devaluación del peso frente al dólar (34% desde fines del 2012 a fines del 2013). Una situación similar se observó con respecto al euro; en tanto que la devaluación del 10% frente al real resultó insuficiente para compensar la suba de costos internos, determinando pérdidas de competitividad para exportar a Brasil.

### **Política monetaria y sistema financiero**

La base monetaria (efectivo en poder del público y de bancos más depósitos del sistema financiero en el Banco Central) registró una expansión interanual del orden del 25%. Esta variación se explica por el financiamiento al sector público (70 mil millones de pesos). El aumento de base se verificó a pesar del efecto absorción generado por las ventas netas de divisas por parte del Banco Central en torno a los 4 mil millones de dólares a un tipo de cambio significativamente más alto al del año anterior y un uso creciente de medidas de esterilización a través de la colocación de títulos (principalmente LEBACs).

El agregado monetario M2 comprende el dinero circulante en poder del público más los depósitos a la vista en pesos (cuentas corrientes y cajas de ahorro) del sector público y el privado no financiero. Este agregado refleja mejor la capacidad de realizar transacciones. Su tasa de crecimiento habría resultado levemente superior al de la base monetaria. Durante el 2013 su incremento rondaría los 111 mil millones de pesos.

La tasa de crecimiento de los depósitos privados cerraría el año con una variación interanual cercana al 27%. Las colocaciones en moneda extranjera mantuvieron la tendencia a la baja iniciada con la imposición de controles a la adquisición de divisas en el último trimestre del 2011. Durante el 2013, tras una caída interanual de casi el 14%, finalizarían en un monto levemente superior a los U\$S6 mil millones. Esta disminución se traduce en una pérdida inmediata equivalente de reservas del Banco Central.

Los rendimientos sobre depósitos a plazo exhibieron durante el año una tendencia ascendente con una suba de casi 4 puntos porcentuales (400 puntos básicos), reflejando el mayor esfuerzo de los bancos para contrarrestar otras opciones de los depositantes (adelanto de adquisición de bienes y servicios y compras de divisas).

Los préstamos exhibieron un fuerte crecimiento en el segmento de operaciones en moneda local. La cartera total de créditos en pesos se ubicaría un 35% por encima de los niveles de fines del año anterior. Este resultado en parte refleja el efecto de la imposición a los bancos por parte del Banco Central consistente en colocar un nivel mínimo de préstamos con relación a su capacidad prestable y a tasas por debajo del nivel de inflación estimado por consultoras privadas (Programa: “Línea de Crédito para la Inversión Productiva” y “Programa del financiamiento productivo del Bicentenario”).

En resumen, si bien la base monetaria presentó una menor tasa de crecimiento en comparación a años anteriores recientes, esta reducción tuvo como contrapartida una fuerte disminución de reservas determinando un claro deterioro del respaldo de dinero en circulación y en colocaciones a la vista con relación a la disponibilidad de divisas. Pese a la desaceleración, no pasó desapercibido el fuerte aumento del crédito al gobierno (emisión) para financiar un déficit fiscal cada vez mayor. Esta situación alimentó las expectativas de devaluación del peso impulsando al alza la cotización del dólar en el mercado informal y acrecentando la brecha entre esta cotización y la del mercado oficial. En el último trimestre, luego de producido el cambio de autoridades del Banco Central, se intentó cambiar la tendencia a partir de una política gradual con los siguientes ejes principales: acelerar la tasa de devaluación del tipo de cambio, inducir bajas en la cotización del dólar implícita en operaciones de arbitraje con títulos públicos nominados en dólares, flexibilizar normas para transferir divisas al exterior y gestionar préstamos en divisas para contener la caída de reservas (acuerdo con empresas agroexportadoras).

## Perspectivas

El año 2014 presenta una perspectiva complicada y con numerosos factores de incertidumbre. La presión sobre el tipo de cambio, aceleración de la inflación y fuerte caída de reservas (pese al estricto control de cambios y de importaciones) delata la necesidad de correcciones en la política económica. La incertidumbre ha congelado el ritmo de inversión y comienza un período en el que no cabe esperar nuevas mejoras en los términos de intercambio. Sin acceso al financiamiento externo, una presión tributaria en niveles récord y un elevado déficit público, se presenta el desafío de aumentar la tasa de ahorro. Las medidas anunciadas en los meses posteriores a las elecciones conducen a pensar que las medidas se irán adoptando en forma gradual y de acuerdo a la evolución de variables que definen la marcha de la situación económica de corto plazo: inflación, dólar paralelo, nivel de reservas, nivel de actividad.

El margen de maniobra de la política económica luce cada vez más acotado. El tipo de cambio y las tarifas de energía y transporte ya no pueden ser instrumentos para contener la inflación. El salario real parece encontrar un techo y por lo tanto, representa otra restricción junto con el estancamiento en la demanda de empleo, para impulsar el consumo. De modo similar, la tasa de interés no se puede sostener en niveles inferiores a la tasa de inflación como vía de estímulo al gasto dado que la prioridad es contener la demanda de dólares a partir de un mayor rendimiento de colocaciones en moneda local. No hay espacios para nuevos aumentos en la presión tributaria y la emisión para financiar el creciente peso del estado en el PIB.

De esta forma, el análisis de perspectivas plantea el interrogante sobre hasta qué punto está dispuesto a avanzar el gobierno para introducir cambios contemplando las

limitaciones señaladas (expresado en otros términos, cuanto más se puede deteriorar las variables macro antes señaladas) y como segundo cuestionamiento, sobre quien recaerá el mayor esfuerzo.

En ese marco, el propósito del resto del análisis consiste en describir un posible escenario a partir de destacar situaciones con alta posibilidad de ocurrencia de acuerdo a las tendencias observadas en el último año, y advertir sobre los principales factores generadores de incertidumbre a partir de los cuales, la situación exhibe dos cursos posibles, mejoramiento o empeoramiento.

Si bien la economía internacional presenta una perspectiva de mejora en términos generales, esta situación no conllevaría impulsos positivos para la economía nacional. Los precios de los granos en el mercado internacional alcanzarían niveles menores al de años anteriores, en tanto que se espera un menor ritmo de crecimiento económico en Brasil, principal destino de exportaciones de manufacturas del país.

El Banco Central continuará con su política de recuperación del atraso cambiario, buscando incrementar el tipo de cambio oficial a una tasa superior a la de inflación según mediciones privadas. De persistir esta política, el margen de rentabilidad de la exportación tenderá a mejorar y podría aliviar la situación de economías regionales.

El menor ritmo de demanda de Brasil y el aumento en el gasto por importaciones de energía tendría un impacto negativo en el desempeño exportador. El aumento de la producción agrícola determinaría un mayor volumen de exportaciones primarias, pero su efecto sobre el ingreso de divisas sería contrarrestado por un menor nivel de precios de los granos en el mercado internacional. Por los factores señalados, cabe esperar una reducción en el superávit comercial con respecto al nivel observado en el último año.

La balanza de servicios se mantendrá deficitaria debido a los mayores compromisos generados por la deuda pública del segundo semestre. Por el aumento de la tasa de devaluación y el recargo a cuenta de impuestos por consumos al exterior, disminuiría la demanda neta de divisas asociadas a servicios turísticos y compras en otros países.

La evolución de la diferencia de cotizaciones del dólar en el mercado informal con respecto al oficial (brecha cambiaria) agrega un factor de incertidumbre. Si el gobierno tiene éxito en acortar esta diferencia, se recompondría el ingreso de divisas al mercado oficial de turistas extranjeros. Por el contrario, si se profundizará la brecha cambiaria, se mantendrá la tendencia a la salida neta de dólares y a la disminución en el ritmo de liquidación de divisas generadas por el sector exportador

Se espera que el año cierre con un nuevo déficit en cuenta corriente debido al menor superávit comercial, insuficiente para contrarrestar el déficit en la balanza de servicios y por lo tanto, el resultado esperado es que se mantenga la tendencia a la baja del nivel de reservas.

El gasto público se verá presionado al alza por el aumento de subsidios al sector energético. En este plano, se añade un nuevo factor de incertidumbre relacionado con la posibilidad y magnitud del ajuste de tarifas que decida y pueda llegar a instrumentar el gobierno.

La recaudación sentirá el efecto de los cambios impositivos instrumentados durante el año 2013 (reducciones en ganancias y mayores facilidades para acceder al régimen

simplificado). A ello se sumará el efecto de menor ritmo de expansión de la actividad y por tanto, de las bases imponibles. Parte de estas pérdidas se verán revertidas por el crecimiento de los ingresos impulsados por la aceleración de la inflación y del ritmo de devaluación (derechos de exportación). Por otra parte, los ingresos tributarios se verán reforzados por los nuevos impuestos internos (comercialización de automóviles, motos y embarcaciones). En el mejor de los escenarios, no cabe esperar aumentos mayores al ritmo de inflación (es decir, neutro si se lo mide a precios constantes).

La persistencia de un elevado déficit fiscal mantendrá la necesidad de auxilio financiero por parte del Banco Central a través de aumentos en la emisión monetaria. La autoridad monetaria ha dejado trascender la intención de apuntar a un objetivo de expansión de base monetaria en torno al 25% anual. Las posibilidades de alcanzar esta meta dependerán del grado de autonomía de la política monetaria de acuerdo a la necesidad de emisión que le imponga el nivel de déficit fiscal. A esto se sumará la intervención de otros factores, en particular, la demanda neta de divisas para afrontar pagos al exterior tanto del gobierno como del sector privado y la evolución del tipo de cambio oficial. A medida que crezca la cotización del dólar y/o la venta de divisas, mayor será el efecto de absorción de pesos para contrarrestar la expansión de dinero generada por el desequilibrio de las cuentas públicas. A juzgar por las decisiones de fines del 2013, el Banco Central exhibiría una mayor preferencia por la devaluación antes que la pérdida de divisas, pero esta opción presenta límites en el aumento de la presión inflacionaria y el incentivo a postergar la liquidación de exportaciones. En ese punto, otro factor de incertidumbre consiste en la posibilidad de normalización de relaciones con acreedores del exterior (holdouts, Club de París, negociación con Repsol). Los avances en esta dirección podrían permitir un lento y gradual restablecimiento del crédito externo aliviando la presión sobre el nivel de reservas. Al iniciarse el año, más allá de algunas señales revelando intenciones del gobierno de avanzar en esta dirección, el panorama luce muy incierto y no se cuentan con elementos como para trazar un pronóstico con bases sólidas.

La inflación presenta una clara tendencia ascendente que de mantenerse podría llevarla a transponer el riesgoso umbral del 30%. Los acuerdos de precios instrumentados por el gobierno no son sostenibles en el tiempo. Más allá de una contención transitoria en el aumento de precios, se busca facilitar la negociación salarial de las paritarias que marcan el rumbo de los ajustes de salarios en el resto de las asociaciones sindicales (por ejemplo, docentes estatales). La desaceleración en la demanda de empleo podría moderar los reclamos de ajustes, particularmente en los gremios representativos de trabajadores en el sector privado. La devaluación del peso y la percepción de un nivel creciente de incertidumbre (cuyo grado se refleja en la brecha cambiaria) son factores que impulsaran la inflación al alza. Una posible corrección de tarifas energéticas será un elemento de aumento de inflación pero de alcances transitorios (según como se instrumente, debería ser un salto en los precios y luego alinearse con la tasa de inflación para evitar nuevos atrasos). El resultado final dependerá en gran medida del éxito del Banco Central por moderar la tasa de expansión monetaria.

La producción industrial tendrá un menor ritmo de crecimiento acusando el impacto de la reducción de actividad del complejo de la industria automotriz. El mayor nivel de producción agrícola anticipa un nivel de actividad sostenido en torno al complejo agropecuario. El sector de la construcción presenta una perspectiva de menor actividad en la obra pública en tanto que la construcción residencial se podría ver impulsado por los planes de crédito destinados a construcción y refacción de viviendas. Por el último, el sector servicios podría verse afectado por una disminución de nivel general de salarios reales. ■

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