

## Newsletter INSECAP UCES

### Facultad de Ciencias Económicas

#### RESUMEN EJECUTIVO

El primer newsletter del año analiza desde tres frentes los distintos efectos que ha tenido el volantazo que pegó el gobierno en la política económica a partir de los últimos meses de 2013 y, con mayor fuerza, a partir de la devaluación de fin de enero. Desde hace varios años diversos ámbitos de la oposición vienen marcando la necesidad de tratar los desequilibrios macroeconómicos que empezaban a restar grados de libertad a la gestión económica y política nacional. Las diversas ideas puestas sobre la mesa para realizar un aterrizaje suave (o *soft landing*), en donde con un menor ritmo de crecimiento se pudieran atacar los diversos problemas que comenzaba a mostrar la estructura del modelo económico fueron arduamente criticadas y negadas desde el gobierno. Sin embargo, la caída de reservas por debajo de los u\$s 30 mil millones (de los cuales las reservas de libre disponibilidad se encuentran en torno a los u\$s 15 mil millones), sumado a la caída del superávit comercial y la posición creciente que el dólar blue comenzó a tomar como referencia para la economía, llevaron necesariamente a la puesta en práctica de un ajuste ortodoxo, con una vuelta a los mercados internacionales de crédito que permitan fondear la escasez de divisas y el déficit fiscal.

Para alcanzar esta meta se tomaron diversas medidas fuertes. Muchas de ellas son tratadas en el presente *newsletter*: las modificaciones en la política monetaria, tema de análisis del mes; la presión sobre el sector externo a partir de la devaluación, la modificación del impuesto al consumo en dólares y de un control más férreo a las importaciones; la inducción mediante estas mismas medidas hacia una baja en el ritmo de actividad, que data en los primeros indicadores del año.

#### Temas del presente newsletter

- Análisis del mes: Cambio de rumbo de la política monetaria. De la inyección de pesos a la contracción monetaria en las licitaciones de bonos.
- Primeros indicadores del año: la reacción ante el ajuste.
- Frente externo: sin margen.

#### Análisis del mes: Cambio de rumbo de la política monetaria. De la inyección de pesos a la contracción monetaria en las licitaciones de bonos

Durante el año pasado, la política monetaria estuvo basada en una emisión casi ininterrumpida de moneda. Muchos defensores de la teoría monetarista sostuvieron que la emisión genera inflación. Otros, se ampararon en posturas más heterodoxas y cuestionaron esta causalidad. Sea donde sea que se posicione, los hechos estilizados demuestran que en la Argentina se convivió con una combinación de inflación y emisión monetaria, por lo menos, hasta principios de 2014. Cabe aclarar igualmente, que el ritmo de expansión de los agregados monetarios (M1, M2, M3) comenzó a caer desde antes, debido al déficit del sector externo, que ante un resultado cambiario negativo, por importaciones entre otras cosas, el BCRA se vio obligado a vender reservas contra pesos, que se retiraron del mercado, haciendo que la liquidez total del sistema disminuyera.

Ante las exigencias del Club de Paris y los desequilibrios macroeconómicos, el gobierno parece haber comprendido lo fundamental de mantener una estabilidad cambiaria. El objetivo de esta suba de tasas, en principio, es ofrecer alternativas de inversión más atractivas, de modo que posicionarse en dólares no sea una opción rentable y lograr que los inversores del mercado local prefieran operar en una moneda que no ponga en riesgo ninguno de los múltiples tipos de cambio.

El presente análisis busca señalar el giro en la política y la concepción monetaria que se dio a partir de enero del corriente año. Para esto, se esquematizarán los instrumentos de política monetaria, haciendo un análisis de lo sucedido el mercado primario de Letras y Notas del Banco Central.

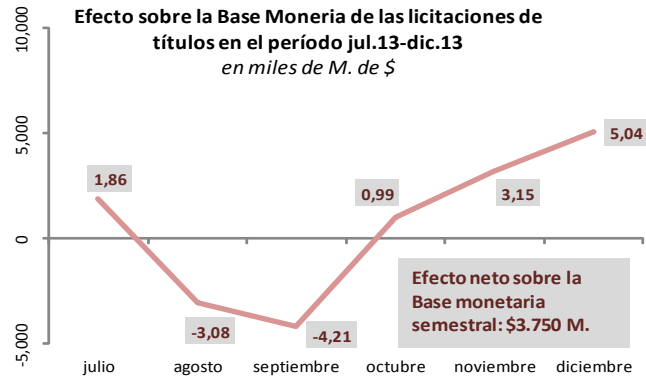
A modo de resumen, la autoridad monetaria de un país es la encargada de administrar la liquidez en su economía. Cuenta con muchos

canales, pero los principales son los siguientes: mercado de cambios, licitaciones en el mercado primario de bonos y transferencias al sector público. La utilización de los mismos, o la sobreutilización, pueden generar un exceso de pesos no deseado. Por lo general, es más frecuente registrar estas irregularidades en el mercado de cambio de divisas. En un escenario de libre movilidad y adquisición de moneda extranjera dentro del país (más coloquialmente, sin cepo), se puede pensar en una situación en la que por distintos motivos los agentes deciden pasar su posición a dólares, por lo que el Banco Central se ve obligado a retirar esos pesos excedentes y proveerles de la moneda que buscan. De esta manera cae la liquidez en la economía, al tiempo que bajan las reservas.

Uno de los principales medios para regular la cantidad de dinero en circulación es la licitación en el mercado primario de títulos. Volviendo al caso de falta de pesos, el BCRA puede decidir inyectarlos por medio de una licitación con efecto expansivo sobre la Base Monetaria. Básicamente, significa más vencimientos que adjudicaciones, o lo que es lo mismo, adjudicaciones netas negativas.

Esto es exactamente lo que pasó durante el segundo semestre de 2013. Por este canal, se estuvieron inyectando pesos con un resultado total sobre la Base Monetaria de +\$3.750 M. Además, en diciembre de ese año se aceleró esta tendencia y el saldo mensual llegó a +\$5.050 M. A su vez la emisión para financiar al Tesoro fue muy expansiva, incluso más que las licitaciones del mercado primario, lo que trajo aparejados problemas en la cantidad de dinero en circulación.

No obstante, la autoridad monetaria decidió cortar esta línea y comenzar a esterilizar. Al utilizar este mecanismo de administración de la liquidez, las licitaciones en el mercado primario se vuelven contractivas. Es decir, los bancos absorben mayor cantidad de letras y notas que el total de los vencimientos correspondientes a esa semana. El efecto neto sobre la Base Monetaria de las licitaciones de 2014 (con datos disponibles hasta el 18 de marzo) fue contractivo en -\$46.600 M. Es decir, en menos de un

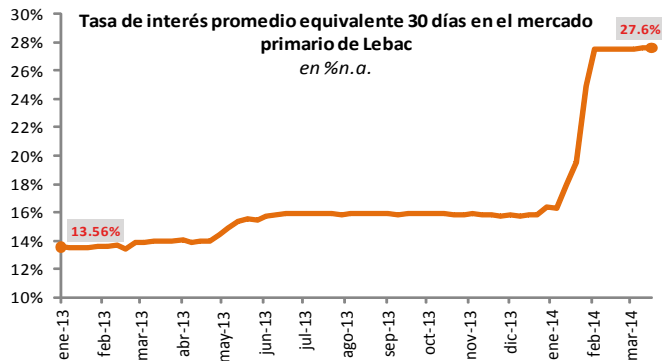


Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

trimestre se retiró de la plaza más de 12 veces la cantidad de pesos colocada en la segunda mitad del año pasado. Si bien existe este tipo de estacionalidad en los primeros tres meses del año, esta contracción es mucho mayor a la correspondiente a años anteriores.

Esto se dio como resultado de una sucesión de hechos. Por un lado, el BCRA aumentó

los rendimientos de las Lebac. Las tasas de los tramos prefijados por la autoridad monetaria, 76-77 y 91-98 días, pasaron de 16% y 16,2% en la última licitación de 2013 (30 de diciembre), a 28,6% y 28,9% el 18 de marzo de 2014. Teniendo en cuenta que durante todo 2013 el promedio se ubicó en 15,1%, esta suba representa un aumento más que considerable en tan poco tiempo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Además, se incluyeron otros instrumentos de inversión que no estaban teniendo colocaciones, las Nobac, que en un contexto de falta de alternativas de ahorro, resultaron una opción atractiva ya que se logró incorporar

personas físicas a este activo, lo que significa una mejora en la diversificación de sus inversiones.

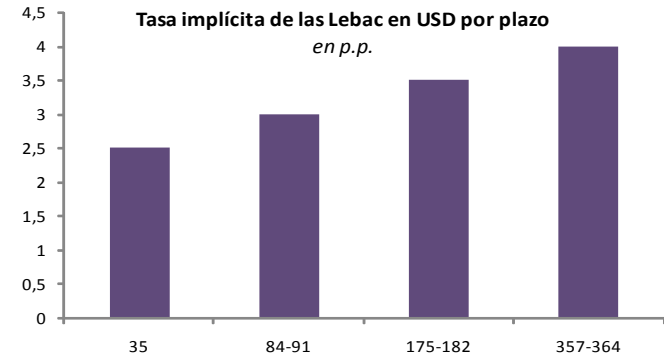
Por otro lado, los bancos se tuvieron que enfrentar a un exceso de liquidez en pesos. La

comunicación "A" 5536 del BCRA, emitida el 4 de febrero, volvió a poner en vigencia una normativa suspendida en el 2005. Por medio de la misma, se requiere a las entidades financieras que operan en el país que la Posición Global Neta de Moneda Extranjera no supere el 30% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) del mes anterior, o los recursos propios líquidos, lo que sea menor. Por lo tanto, se registró una demanda creciente de letras y notas. Los bancos, al verse obligados a deshacerse de parte de sus posiciones en activos en dólares, se encontraron líquidos en pesos, con la necesidad de volcarlos a otro instrumento. Las Lebac en este contexto se

volvieron atractivas ya que presentaron altos retornos.

Con respecto a las Letras en USD, se registró un promedio semanal de adjudicaciones de VN 125 M. para esta especie, con un pico en las de VN 222 M. en la segunda semana de marzo. Sin embargo, a partir de ese momento comenzaron a vencer los títulos entregados en la primera licitación, dado que los de más corto plazo llegan a 35 días.

Los rendimientos están estables desde que empezaron a incluirse estos títulos en las licitaciones primarias, como lo muestra el gráfico:



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Al analizar el primer trimestre de 2014 se ve que el mes más contractivo fue febrero, que si bien suele presentar estacionalidad en este sentido, en el corriente año se agudizó profundamente y llegó a -\$29.450 M.

En conclusión, la política monetaria dio un giro completo respecto a lo que se había observado durante los últimos años: el gobierno emite menos, las licitaciones del mercado primario resultan constantemente contractivas y los agregados monetarios siguen una tendencia interanual a la desaceleración.

**Primeros indicadores del año: la reacción ante el ajuste**

Durante las últimas semanas se conocieron datos sobre la actividad económica que dan muestra de los efectos inmediatos que comienzan a tener las distintas medidas de ajuste que dispuso el gobierno para aterrizar la economía de manera forzosa y así dar el paso inicial en la corrección de los diversos desequilibrios macroeconómicos.

Como resultado del timonazo que pegó el gobierno a partir de la última parte de 2013, la mayor parte de los indicadores de actividad económica comenzaron a dar resultados negativos. En algunos casos, 2013 había cerrado con un buen nivel de actividad, como es el caso del consumo en supermercados, shoppings y automóviles y en la construcción, especialmente a partir del empuje de

la obra pública. En esos casos, los primeros meses de 2014 muestran reversión en distintas magnitudes, habiéndose tornado muy alta en el caso de la venta local de vehículos 0km.

El ajuste que comenzó a realizarse sobre el último trimestre de 2013 corre por varias vías simultáneamente y busca de manera urgente paliar problemas en el frente externo, en la escasez y la alta demanda de divisas, en el déficit fiscal y en la merma de la inversión, fundamentalmente: a) la devaluación fuerte de fines de enero acompañado del control que intenta llevar el gobierno sobre el cierre de las paritarias para no erosionar sus efectos, con la cual se busca dar un golpe de efecto en el comercio exterior y en la demanda interna de divisas para atesoramiento o turismo; b) la absorción de pesos y el límite que se puso durante los últimos meses al crecimiento de la base monetaria; la suba de tasas, buscando fomentar el ahorro en pesos, que durante los últimos años perdió lugares a pasos crecientes; c) la suba de impuestos a la compra en moneda extranjera con tarjetas de crédito y débito; d) el control más férreo a las importaciones, con efectos tanto sobre el ahorro de divisas como sobre un menor nivel de producción local, induciendo a una recesión que permita controlar la inflación; e) la eliminación de subsidios, que también juega en dos roles: ahorro fiscal y control de la inflación, por una vía similar; f) a su vez, la revisión de los datos del PBI e inflación y el reordenamiento del INDEC van en el orden de ahorrar divisas –inesperadamente el gobierno mueve en un 40% el último dato sobre crecimiento y de esta forma evita el pago del cupón PBI 2013- y de alinearse con los pedidos de los distintos organismos, empresas y foros internacionales a través de los cuales el país puede regresar al endeudamiento externo. A estas se sumaron, durante los últimos meses, otras medidas postergadas, como la reapertura parcial de la compra de dólares, buscando avanzar en contener la anarquía en los precios de referencia que estaba generando el dólar blue o el incremento de líneas de crédito para la inversión mediante

las líneas para pymes y una nueva línea del Banco Nación.

Este paquete de medidas comenzó a tener efectos inmediatos sobre el nivel de actividad interno. En primer lugar, las ventas en supermercados, que hasta diciembre se habían mantenido en un ritmo muy alto, cayeron en enero y febrero como consecuencia de la fuerte suba de precios que registraron los alimentos, a pesar del éxito parcial del programa Precios Cuidados entre los productos que están incluidos en la lista. El aumento de precios del inciso alimentos y bebidas del nuevo índice que publica INDEC alcanzó un 7,4% en el primer bimestre del año (44% anualizado). Si bien es lógico esperar una desaceleración de la inflación conforme el tipo de cambio se está asentando, la suba ya tuvo efecto riqueza sobre los salarios y provocó una caída deflactada de 0,6% en enero y 4% en febrero, que se contraponen al aumento de alrededor de 3% con que había cerrado el sector en 2013.

Otro de los rubros que sufrió una caída fuerte en las ventas fue el automotriz, en donde a la suba automática de precios de autos 0km se sumó el incremento en el costo del financiamiento. Un tercer aspecto que posee influencia en el ritmo de ventas locales del sector es la caída en la relación dólar blue/dólar oficial, que hace menos tentador en términos relativos el ahorro, que algunas familias de clase media canalizaban, en planes de compra de automóviles. Las ventas de autos cayeron, en unidades, más de 19% interanual en enero y febrero, luego de haber alcanzado un record durante el segundo semestre de 2013.

La construcción cayó fuertemente en febrero, arrastrada por la merma muy fuerte en las nuevas construcciones de viviendas, la cual se venía previendo desde hacía meses atrás. En cambio, la continuidad que de forma parcial aún mantiene la obra pública, que durante 2013 previo a las elecciones legislativas había repuntado fuertemente, permite sostener en parte la actividad del sector. La

construcción de edificios para viviendas cayó en febrero 6,6% anual, mientras que las obras viales siguen incrementándose a

un ritmo de 3,3% anual. Más allá de esto, el sector cayó 5,5% respecto del nivel de febrero de 2013.

#### Variaciones anuales de los principales indicadores de la economía local

Indicador	Ene-14	Feb-14
Supermercados -deflactado- (INDEC)	-0,6%	-4,0%
Shoppings -deflactado- (INDEC)	16,5%	6,8%
Automóviles -unidades ventas locales- (ADEFA)	-19,5%	-19,1%
Turismo -en nº de pernóctes- (INDEC)	5,7%	s/d
Ventas minoristas -unidades- (CAME)	-3,8%	-6,5%
Demanda de servicios públicos -volumen- (INDEC)	6,3%	5,8%
Construcción -en volumen de despachos- (INDEC)	2,1%	-5,5%
Industria -índice EMI- (INDEC)	-2,6%	-0,5%

Fuente: INSECAP UCES

Las ventas de indumentaria siguieron una evolución distinta. En particular, la desaceleración del sector ya había comenzado hacia fines de 2013, lo que resultó en una competencia muy fuerte vía precios. Más allá de esto, la desaparición del financiamiento por parte de los bancos resultó en una caída de las ventas. Según datos de CAME, las ventas de indumentaria medidas en cantidades tuvieron una caída de 7% de forma anual. Más allá de esto, las ventas en Shoppings de la región metropolitana de Buenos Aires siguieron en alza durante los dos primeros meses del año.

Como resultado, la recaudación por el IVA sufrió una desaceleración importante en marzo, totalizando un crecimiento anual de 30,6% a valores corrientes, luego de un 37,5% en enero y 33,4% en febrero. Con un nivel de inflación que se ubica en torno al 30%-35% la recaudación de marzo resultaría decreciente en términos interanuales.

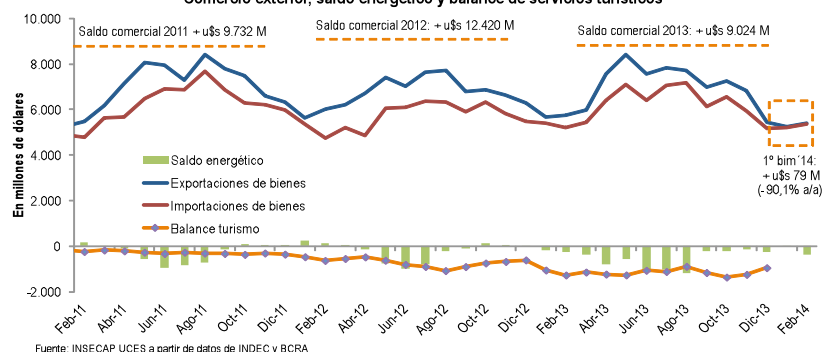
#### Frente externo: sin margen

Luego de varios años, tras la devaluación de 2002, se erosionó el superávit externo en el comercio de bienes. La restricción externa había reaparecido tiempo antes, de la mano del incremento del déficit turístico y la fuga de divisas. Sin embargo, el

primer trimestre de este año es la primera vez desde mediados de 2001 en que el superávit comercial externo se reduce prácticamente a cero. Este aspecto es uno de lo que motivaron el volantazo del gobierno en enero, que actuó simultáneamente sobre varios puntos que tendrán una reversión en los próximos meses. La caída en las expectativas de devaluación presiona tanto a exportadores para liquidar una cosecha almacenada, como a importadores que comienzan a desarmar estrategias de adelanto y stockeo de insumos. A su vez, presiona sobre el creciente déficit turístico, junto al incremento del impuesto para el pago en dólares mediante tarjetas de crédito y débito. A esto se suma la presión en los controles al ingreso de productos importados, con objetivos marcados a la baja en los sectores de mayor volumen de compras, como electrónicos y automotriz y en bienes de consumo final. Por otra parte, otro aspecto marca una alerta en el frente externo: la fuerte caída en la inversión extranjera directa, que durante 2013 totalizó u\$s 2.413 millones, una merma del 36%.

El saldo comercial alcanzó u\$s 79 millones en el primer bimestre de 2014, una caída anual del 90% (u\$s -722 millones). Más allá de algunos cambios en la composición del comercio exterior, la principal razón se basó en la caída de las ventas de

## Comercio exterior, saldo energético y balance de servicios turísticos



cereales, que alcanzó un 57% anual, equivalente a u\$s 1.066 millones. Es gráfico cómo la retención de granos por sobre los niveles habituales presionó durante los dos primeros meses al saldo comercial a la baja. Sin embargo, aparecen elementos preocupantes una vez se supere esa situación: por un lado, el nivel que alcanzó el déficit energético, que en 2013 alcanzó un record histórico de u\$s 6.378 millones;

por otro, la tendencia a la baja de los precios de las commodities agrícolas y de los términos de intercambio argentinos. En febrero los precios internacionales de los productos primarios habían caído 10% de forma anual, mientras que los precios de las manufacturas de origen agropecuario habían caído 2%. El último año cerró con un empeoramiento de 9,5% en los términos del intercambio.

## Balance de servicios turísticos

Período	Valor en millones de dólares	Variación %
2011	-3.317	
2012	-8.457	255%
2013	-13.759	163%

Fuente: INSECAP UCES a partir de datos de INDEC y BCRA

*Editor Responsable*  
**Dr. José Basso**

**Staff**

**Instituto de Economía Aplicada**  
Director: Mariano de Miguel

**Economista Coordinador**  
Diego Coatz

**RESPONSABLES BOLETÍN**  
Gustavo Ludmer, Julián Hecker

**Economistas**  
Enrique Aschieri, Demián Dalle, Sergio Woyecheszen

**Asistente de Investigación**  
Joaquín Escardó

**Facultad de Ciencias Económicas**  
Decano: Dr. José Basso

Paraguay 1457 (C1061ABA), Ciudad de Buenos Aires, Argentina  
Tel.: 4815-3290 int. 831. Fax: 4816-5144  
<http://www.uces.edu.ar/>

*Es una publicación periódica de INSECAP*