

OVERVIEW

Edición Nº 1118

9 de septiembre de 2013

TEMARIO

- **La pregunta del millón**
- **Frazada corta**
- **“Recalculando” la política monetaria, actividad e inflación**



M&S Consultores

Directores

Carlos Melconian
Rodolfo Santangelo

Consultores Jefes

Claudio Mauro
Pablo Goldín
Facundo Martínez Maino

Finanzas y Gestión

Patricio Rotman
Fernando Badessich

Economistas

Cecilia Bastarrica
Soledad de Marco
Emilia Gavilán
Martín Orgoroso
María Sahores

Asistentes

Clara Argañaraz
Teresa Balestrini
Juan Buccafusca
Rodrigo Meza Caballero

RESUMIENDO

En la campaña electoral para octubre, la economía ocupa un espacio central. Una de las razones es que las PASO acotaron la incertidumbre política sobre el resultado definitivo: la duda quedó limitada a si en octubre el oficialismo pierde por más o por menos que en agosto. Otra razón es que los añejos desbalances macroeconómicos se tornaron más evidentes y generalizados, lo que **dificulta la continuidad del actual statu quo de política macroeconómica por más que el gobierno quiera mantener todo igual. La inercia pura sin hacer nada sería peligrosa**, conduciría a dinámicas complicadas. Para reducir los riesgos, se requeriría como mínimo **administrar los desbalances** con medidas efectivas para “ir llevándola” hasta 2015.

La **pregunta del millón** es si el oficialismo se aferrará a la inercia casi pura o si, en cambio, se decidirá a administrar los deterioros para aterrizar el Jumbo con la menor turbulencia posible en 2015. Para **OVERVIEW**, la chance de un giro político y económico del gobierno haciendo en serio la tarea sucia de corregir los desbalances para facilitarle la vida al que venga después es nula. Es inercia o administración. Lo más probable es que termine siendo una mezcla. **Parece haber cierta disposición del gobierno en “hacer algo” con el problema de las reservas y el tipo de cambio (siempre a los ponchazos, con controles, sin soluciones de fondo), con resultados y pronósticos reservados. En cambio, parece no haber disposición (voluntaria, por decisión propia) de corregir los desbalances en el campo fiscal, monetario e inflacionario.** Por su parte, el nivel de actividad será el embudo que puede agravar o no el desenlace. Será indudablemente un “bienio – parto”, más o menos doloroso dependiendo de qué haga el gobierno con la política económica y, por supuesto, de qué contexto internacional toque en suerte.

La acumulación de desbalances macroeconómicos y su diseminación **llevan a la aparición, a la corta o a la larga, del dilema de la frazada corta**: tapar la cabeza y destapar los pies. Son tantos y diversos los problemas macro acumulados en la Argentina que es muy difícil tocar una variable sin que otra se vea afectada. Hay varios **ejemplos**. Uno es de vieja data: el **control de cambios** bloqueó el atesoramiento y la remisión de utilidades, **pero aniquiló todo ingreso de divisas que no sea la exportación**. Como resultado, este año el BCRA va a terminar comprando menos dólares que en 2011 previo al control de cambios. Otro ejemplo es más actual: la **consolidación y aceleración del deslizamiento del tipo de cambio nominal** al 3% mensual “congela” la foto de atraso cambiario. **Pero** un “crawling – peg” más acelerado **puede “secar” todavía más de divisas el mercado cambiario oficial** al desalentar la liquidación de exportaciones y otros ingresos y alentar pagos de importaciones, turismo al exterior y pagos de deuda. “Casual o causalmente”, en los últimos meses de mayor aceleración del deslizamiento del tipo de cambio, el BCRA vendió dólares.

Hay un ejemplo también actual no buscado por la política macroeconómica que pinta de cuerpo entero el dilema de la frazada corta. LA no compra de dólares del BCRA deriva en una menor expansión de la cantidad de moneda. El BCRA emite sólo para financiar al fisco. Este fenómeno lleva a una **desaceleración monetaria involuntaria y modera la presión inflacionaria pero al mismo tiempo se convierte en una amenaza para el nivel de actividad**. Otro ejemplo derivado del anterior es que una **menor tasa de**

crecimiento de la actividad económica puede “corregir a la fuerza” el faltante de dólares del mercado cambiario y la pérdida de reservas del BCRA al retraer las importaciones y aumentar el superávit comercial (como sucedió en 2009). **Pero una contracción de la actividad desaceleraría el aumento de la recaudación impositiva y aumentaría el déficit fiscal y el financiamiento con emisión monetaria** (como también sucedió en 2009). Se reduciría el faltante de dólares y se agrandaría el sobrante de pesos. A la larga, lo primero sería transitorio porque los pesos de más presionan y buscan atajos para dolarizarse (en el mercado cambiario oficial y el paralelo). **El dilema de la frazada corta no es lo mismo que el de la “gata Flora”**. No es que a la economía no haya nada que le venga bien ni que si no tiene un problema tiene otro o que no haya solución. Lo que sucede es que los desbalances macroeconómicos están tan arraigados y diseminados que resulta muy difícil encarar correcciones parciales.

En este contexto de acumulación y diseminación de desbalances macro, desconfianza estructural y la aparición del dilema de la frazada corta, resulta muy difícil definir escenarios para la transición 2014 – 2015. Hay diversos frentes abiertos y cada uno puede aparecer y desaparecer de la escena según cómo actúe el gobierno, cómo responda el sector privado, cuál sea el contexto internacional, qué dé la cosecha, etc. En cierto momento, la inquietud podrá estar focalizada en el nivel de reservas del BCRA y en otro en la brecha cambiaria. Y la preocupación podrá alternar entre una mayor presión inflacionaria y la amenaza de una contracción de la actividad, dependiendo de a qué ritmo (voluntario o involuntario) emita pesos el BCRA.

En el actual contexto de desbalances y frazada corta, la política monetaria oficial se tornó involuntariamente menos expansiva. Hace un tiempo el agregado monetario M3 pintaba para superar la tasa de **40%** anual y actualmente se encamina al **30%**. Fue como consecuencia de que el BCRA dejó de comprar dólares en el mercado cambiario oficial. **Es un freno monetario involuntario provocado por el fracaso del cepo y la propensión del sector privado a dolarizar sus carteras con o sin control de cambios.** Es probable que la desaceleración de la expansión monetaria pare en torno al 30% anual porque en el segundo semestre del año se concentra el mayor volumen de emisión de pesos para financiar al fisco. La “emisión fiscal” actuará como moderadora de la contracción monetaria por la no compra de dólares.

Que el BCRA no compre dólares tiene un doble efecto macroeconómico. Uno es que las reservas siguen cayendo. El otro es que la expansión monetaria al 30% reubica como foco de conflicto al nivel de actividad más que a la inflación. En una visión global 2014 – 2015, la actividad ingresó en un ciclo de “**stop and go**”, **más stop que go**. **En cuanto a la tasa de inflación**, de consolidarse la menor expansión monetaria la suba de los precios quedaría rondando en torno a este valor anual. No sería la desinflación de 2009 cuando los precios subieron apenas 15% contra 21% en 2008. Quedaría más alta porque actualmente la emisión de moneda está en un piso más elevado por el financiamiento del déficit fiscal.

LO MÁS IMPORTANTE

La pregunta del millón

En la campaña electoral para octubre, la economía ocupa un espacio central, tanto o incluso más que la propia política.

Una de las razones de la preponderancia de la economía es que **las PASO acotaron la incertidumbre política sobre el resultado electoral definitivo**: la duda quedó limitada a si en octubre el oficialismo pierde por más o por menos que en agosto. La diferencia final de votos (especialmente en la provincia de Buenos Aires) será una cuestión relevante a futuro. Pensando más allá, la probabilidad de que el gobierno recobre impulso después de la derrota electoral como lo hizo tras el traspíe de 2009 es muy baja: ni la política propiamente dicha ni la economía local ni el contexto internacional dan indicios de que jugarán a favor de una “resurrección” oficialista en 2014 - 2015.

Otra razón de por qué la economía está en el tapete es que **los añejos desbalances macroeconómicos se tornaron más evidentes y generalizados**. Los dólares en el mercado cambiario no alcanzan ni siquiera con el control de cambios, las reservas caen, el déficit fiscal sube y se financia emitiendo cada vez más moneda, la inflación sigue alta, el tipo de cambio real está carcomido por la suba de costos, se agranda el rojo energético y hay dificultades para reactivar la actividad y el empleo.

Este combo **hace difícil la continuidad del actual statu – quo de política macroeconómica por más que el gobierno quiera mantener todo igual**. A esta altura, iniciativas puntuales “light” retocadoras y ganadoras de tiempo serían ineficaces por insuficientes. **La macroeconomía obligará a implementar medidas cuantitativamente más fuertes que ocasionarán derivaciones no deseadas también más fuertes**.

La inercia pura de no hacer nada sería peligrosa, conduciría a dinámicas complicadas. Para reducir los riesgos, se requeriría como mínimo **administrar los desbalances** con medidas efectivas para “ir llevándola” hasta 2015. El dilema es que a la política económica oficial casi no le quedan argumentos para “explorar” dentro del modelo. Se gastaron casi todos los cartuchos disponibles en el “manual”. Quedan experimentos más tajantes como, por ejemplo, desdoblar derecho viejo el mercado cambiario. El gobierno sigue rechazando políticamente este tipo de iniciativas más fuertes pero no son descartables por imperio de la realidad.

Los desbalances permanentes y crecientes y la insostenibilidad del statu – quo empujó a la economía al centro de la escena política – electoral y será difícil que salga en los próximos dos años hasta 2015. **En la transición que se inicia post – octubre, la economía será un escollo para la política.**

La **pregunta del millón** es si el oficialismo se aferrará a la inercia casi pura que puede conducir a desenlaces económicos complicados o si, en cambio, se decidirá a administrar los deterioros para aterrizar el Jumbo con la menor turbulencia posible en 2015. Para **OVERVIEW**, la chance de un giro político y económico del gobierno haciendo en serio la tarea sucia de corregir los desbalances para facilitarle la vida al que venga después es nula. **O es inercia o es administración.**

Lo más probable es que la política económica termine siendo una mezcla difusa entre inercia y administración. **Parece haber cierta disposición del gobierno en “hacer algo” con el problema de las reservas y el tipo de cambio (siempre a los ponchazos, con controles, sin soluciones de fondo, dentro del modelo y el rumbo), con resultados y pronósticos reservados. En cambio, parece no haber disposición (voluntaria, por decisión propia) de corregir los desbalances en el campo fiscal, monetario e inflacionario.**

Hacer algo en algunas cosas y nada en otras puede resultar contraproducente porque la macro está toda vinculada, no son compartimentos estancos. Respuestas parciales en vez de integrales no alcanzan frente a desbalances macroeconómicos evidentes y generalizados como los actuales. Por su parte, el nivel de actividad será el embudo que puede agravar o no el desenlace. Será indudablemente un “bienio – parto”, más o menos doloroso dependiendo de qué haga el gobierno con la política económica y, por supuesto, de qué contexto internacional toque en suerte. Con uno menos favorable que el actual, administrar los desbalances se haría más cuesta arriba.

Frazada corta

La acumulación de desbalances macroeconómicos, su duración en el tiempo, la evolución de las magnitudes y/o la diseminación en diversos frentes, **llevan a la aparición, a la corta o a la larga, del dilema de la frazada corta:** tapar la cabeza y destapar los pies. Cuando se intenta moderar un desbalance, se agrava otro. Incluso cuando se corrige algo “de casualidad” o involuntariamente y no por decisión política, se desarregla otra cosa. Son tantos y diversos los problemas macro acumulados en la Argentina que es muy difícil tocar una variable sin que otra se vea afectada.

Son varios los **ejemplos** disponibles en la actual macro desbalanceada 2013. Uno es de vieja data: el **control de cambios** bloqueó el atesoramiento y la remisión de utilidades, **pero aniquiló todo ingreso de divisas que no sea la exportación**. Como resultado paradójico, este año el BCRA va a terminar comprando menos dólares que en 2011 previo al control de cambios (ver cuadro 1).

Cuadro N° 1

MERCADO CAMBIARIO 2011 VERSUS 2013

US\$ M	SIN CONTROLES	CON CONTROLES
	2011	2013
1. Exportaciones	83.951	85.500
2. Otros ingresos de divisas	21.415	6.000
<i>Inversión extranjera directa</i>	<i>3.380</i>	<i>2.500</i>
<i>Servicios profesionales y otros neto</i>	<i>921</i>	<i>1.000</i>
<i>Ventas de Anses y de bancos e ingresos aseguradoras</i>	<i>8.251</i>	<i>2.500</i>
<i>Préstamos financieros netos positivos (capital e intereses)</i>	<i>8.863</i>	<i>-</i>
3. Egresos de divisas	-79.483	-90.000
<i>Turismo neto</i>	<i>-1.139</i>	<i>-8.500</i>
<i>Importaciones de energía</i>	<i>-9.400</i>	<i>-12.000</i>
<i>Resto de importaciones</i>	<i>-64.537</i>	<i>-63.000</i>
<i>Utilidades y dividendos</i>	<i>-4.407</i>	<i>-1.000</i>
<i>Pagos netos de deuda (capital e intereses)</i>	<i>-</i>	<i>-5.500</i>
4. ATESORAMIENTO	22.548	0
5. OFERTA NETA = COMPRAS DEL BCRA (1+2+3-4)	3.335	1.500

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

Otro ejemplo es más actual: la **consolidación y aceleración del deslizamiento del tipo de cambio nominal** al 3% mensual “congela” la foto de atraso cambiario evitando que el tipo de cambio real siga cayendo. **Pero un “crawling – peg” más explícito puede “secar” todavía más de divisas el mercado cambiario oficial** al desalentar la liquidación de exportaciones y otros ingresos y alentar pagos de importaciones, turismo al exterior y pagos de deuda. En ambos casos se descuenta un tipo de cambio nominal sistemáticamente más alto. “Casual o causalmente”, en los últimos meses de mayor aceleración del deslizamiento del tipo de cambio, el BCRA vendió dólares (ver cuadro 2). **Hay antecedentes en la historia argentina de políticas de aceleración del “crawling – peg” que retraen la oferta neta de divisas y terminan siendo un boomerang como defensa de las reservas del BCRA.**

Cuadro N° 2
CRAWLING-PEG A LA PAR DE LA INFLACIÓN: "CONGELA"
EL ATRASO CAMBIARIO

	Devaluación mensual (%)	Inflación mensual (%)	Tipo de cambio real <i>Índice base</i> <i>dic-12 = 100</i>	Intervención del BCRA <i>US\$ M</i>
Dic-12	1,5	2,4	100,0	1.098
Ene-13	1,2	2,5	98,8	99
feb	1,3	0,7	100,1	-169
mar	1,6	1,8	99,6	-188
abr	1,3	1,7	98,8	598
may	1,8	1,2	99,5	391
jun	2,0	2,1	99,6	541
jul	2,0	3,3	98,3	-129
ago	3,3	1,4	100,5	-345

Fuente: **M&S Consultores**

Otro ejemplo también actual no buscado por la política macroeconómica que pinta de cuerpo entero el dilema de la frazada corta. Por el fracaso del cepo, **el BCRA prácticamente dejó de comprar dólares en el mercado cambiario oficial y hay meses en que vende**. Esto deriva en una menor expansión de la cantidad de moneda. El BCRA emite sólo para financiar al fisco y no por ambos lados a la vez. Este fenómeno no promovido por la política monetaria lleva a una **desaceleración monetaria involuntaria por no comprar dólares y modera la presión inflacionaria (deja de agravar un desbalance) pero al mismo tiempo se convierte en una amenaza para el nivel de actividad (desarregla otro)**. Como viene sucediendo en los últimos años, la herramienta desinflacionaria más efectiva del modelo es la política monetaria involuntariamente contractiva (antes era por salida de capitales) y la consecuente desaceleración o contracción de la actividad.

Hay otro ejemplo derivado del anterior. Una **menor tasa de crecimiento de la actividad económica puede "corregir a la fuerza" el faltante de dólares** del mercado cambiario y la pérdida de reservas del BCRA al retraer las importaciones y aumentar el superávit comercial (como sucedió en 2009). **Pero una contracción de la actividad desaceleraría el aumento de la recaudación impositiva y aumentaría el déficit fiscal y el financiamiento con emisión monetaria** (como también sucedió en 2009). Se reduciría el faltante de dólares y se agrandaría el sobrante de pesos. A la larga, lo primero sería transitorio porque los pesos de más

presionan y buscan atajos para dolarizarse (en el mercado cambiario oficial y el paralelo).

Otro más. Profundizar el control de cambios **cortando el turismo** al exterior podría moderar en alguna medida el drenaje de las reservas del BCRA, **pero al mismo tiempo presionaría sobre el mercado cambiario paralelo** y ampliaría la brecha cambiaria, con las derivaciones que ello traería aparejadas. Desde otro punto de vista, si controlar más el turismo derivara en mayores compras de dólares del BCRA y mayor emisión de pesos, es probable que aminoren las amenazas sobre el nivel de actividad **pero retorne el riesgo de una mayor presión inflacionaria**.

El dilema de la frazada corta no es lo mismo que el de la “gata Flora”. No es que a la economía no hay nada que le venga bien ni que si no tiene un problema tiene otro o que no haya solución. Lo que sucede es que los desbalances macroeconómicos están tan arraigados y diseminados que resulta muy difícil encarar correcciones parciales o aspirar a realimentaciones positivas o círculos virtuosos, menos en un contexto de baja confianza y elevada incertidumbre. Aun dinámicas favorables (por ejemplo, una suba del nivel de actividad) pueden traer aparejado el agravamiento de otros desbalances previos como la suba de precios y el faltante de divisas por la mayor demanda de energía e insumos importados.

En este contexto de acumulación y diseminación de desbalances macro, desconfianza estructural y la aparición del dilema de la frazada corta, resulta muy difícil definir escenarios para la transición 2014 – 2015. Hay diversos frentes abiertos y cada uno puede aparecer y desaparecer de la escena según cómo actúe el gobierno, cómo responda el sector privado, cuál sea el contexto internacional, qué dé la cosecha, etc. En cierto momento, la inquietud podrá estar focalizada en el nivel de reservas del BCRA y en otro en la brecha cambiaria. Y la preocupación podrá alternar entre una mayor presión inflacionaria y la amenaza de una contracción de la actividad, dependiendo de a qué ritmo (voluntario o involuntario) emita pesos el BCRA.

“Recalculando” la política monetaria, actividad e inflación

Una política (en este caso macroeconómica) es una directriz que rige la actuación de un gobierno en un asunto o campo determinado. Es una decisión tendiente a alcanzar los objetivos impuestos por la autoridad central. Por definición, **una política macroeconómica refleja una intención voluntaria de influir en un sentido u otro sobre una variable determinada.**

No es lo que está ocurriendo este año con la política monetaria oficial. Involuntariamente, se tornó menos expansiva. La cantidad de dinero crece a un ritmo menor: hace un tiempo el agregado monetario M3 (el circulante en poder del público más los depósitos bancarios totales del sector privado) pintaba para superar la tasa de **40%** anual y actualmente se encamina al **30%**. La desaceleración monetaria no es una decisión ex – ante del BCRA ni de la autoridad política. Se produjo como consecuencia de que el BCRA dejó de comprar dólares en el mercado cambiario oficial y por lo tanto dejó de emitir moneda por esta vía. **Es un freno monetario involuntario provocado por las filtraciones que registra el mercado cambiario y el fracaso del cepo.** O sea, es producto de la propensión del sector privado a dolarizar sus carteras con o sin control de cambios.

Si este año el cepo hubiese funcionado a pleno (como ocurrió hasta el primer semestre de 2012), el BCRA podría haber comprado tranquilamente alrededor de US\$ 9.000 M e inyectado alrededor de \$ 50.000 M. En cambio, con el cepo prácticamente inefectivo las compras del BCRA rondarían apenas US\$ 1.000 M lo que implica una inyección de apenas \$ 5.500 M. **La diferencia es de \$ 45.000 M de menor emisión de moneda.** Es diez veces el hipotético poder expansivo de la suba del mínimo no imponible del impuesto a las Ganancias. Al sumar la probable emisión de moneda para financiar el déficit fiscal del Tesoro más los pagos de deuda pública en pesos (alrededor de \$ 75.000 M) y restando una moderadísima absorción de pesos del BCRA por esterilización, la expansión monetaria se está desacelerando desde un potencial 40% si el cepo hubiera sido “eficaz” al 30% anual (ver cuadro 3).

Cuadro N° 3 "RECALCULANDO" LA TASA DE EXPANSIÓN MONETARIA 2013

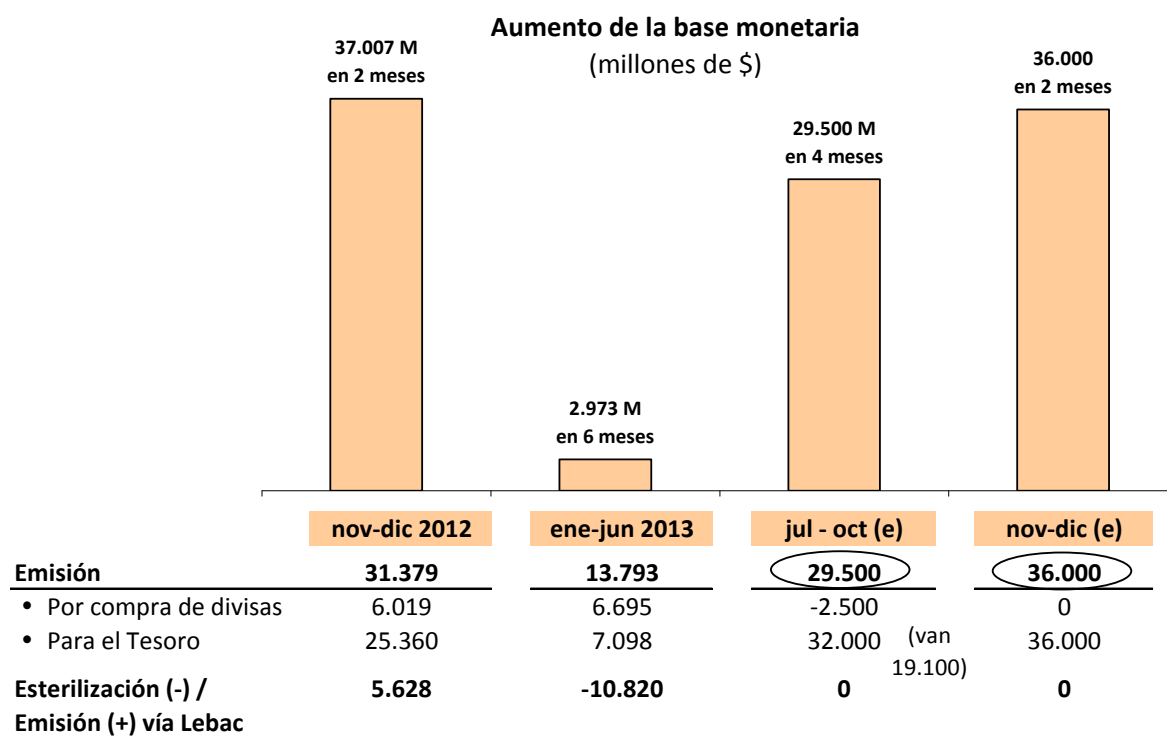
Cifras en millones	Si el cepo hubiera funcionado a pleno (como en el I semestre 2012)	Con el cepo inefectivo (como pasa actualmente)
→ Compras de dólares de BCRA	US\$ 9.000 = \$ 50.000	US\$ 1.000 = \$ 5.500
→ Emisión para el fisco	\$ 75.000	\$ 75.000
→ Emisión bruta	\$ 125.000	\$ 80.000
→ Esterilización vía Lebac y Nobac	-\$ 25.000	-\$ 9.500
→ Tasa de expansión monetaria* a fin de año	40%	30%

(*): Variación % M3 privado (circulante en poder del público + depósitos totales en pesos del sector privado)

Fuente: M&S Consultores

Es probable que la desaceleración de la expansión monetaria pare en torno al 30% anual porque en el segundo semestre del año se concentra el mayor volumen de emisión de pesos para financiar al fisco. **OVERVIEW** calcula un total de \$ 65.000 M en el segundo semestre (fueron \$ 19.000 M entre julio y agosto). La “emisión fiscal” actuará como moderadora de la contracción monetaria por la no compra de dólares. Le pondrá de algún modo un piso a la expansión monetaria, salvo que en los próximos meses el BCRA tenga que vender en el mercado cambiario oficial una cantidad mayor de dólares. En ese caso, que no puede descartarse, se perforaría el 30% de crecimiento de la cantidad emitida de moneda M3 (ver cuadro 4).

Cuadro N° 4
EMISIÓN MONETARIA PARA EL FISCO: PRÓXIMOS MESES



Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

Es la tercera vez que el BCRA se enfrenta al desafío de una **desaceleración monetaria involuntaria**. La primera fue en 2008 – 2009. En esa oportunidad, fue un freno brusco y profundo producto de la fortísima salida de capitales. El instrumento moderador (parcial y poco efectivo) fue la cancelación de letras. Todavía el BCRA no financiaba al Tesoro emitiendo moneda. La contracción monetaria sumada a la sequía y la crisis mundial provocó una contracción de PBI de 3%. El segundo antecedente fue 2011 – 2012. Nuevamente el factor de contracción monetaria involuntario fue la fuga de capitales. Esta vez fue en parte moderado por la emisión de moneda para financiar el déficit fiscal. En 2012 la actividad se estancó, el PBI dio crecimiento cero. Actualmente, el fracaso

del cepo hace las veces de la salida de capitales y la “maquinita” de emitir para el fisco modera más que en 2011 e impide que la desaceleración monetaria sea tan brusca y profunda como en 2008 -2009. **Queda a monitorear si la actividad vuelve a estancarse como tenía contemplado OVERVIEW en su escenario base o la chatura se profundiza a una contracción** (ver cuadro 5).

Cuadro N° 5
PRIMER AÑO DE DESACELERACIÓN MONETARIA DESDE 2008 - 2009

§ M	Emisión bruta			Esterilización / Desesterilización vía Lebac	Variación de la Base Monetaria		M3 var. % anual
	TOTAL	Cambiaria	Para el Fisco		§ M	var. % anual	
2007	27.016	32.321	-5.305	-6.185	20.831	25,4	23,2
2008	-11.325	-3.075	-8.250	29.854	18.529	17,9	6,7
2009	12.843	7.956	4.886	-3.401	9.442	8,2	14,7
2010	65.763	46.285	19.478	-21.283	44.480	31,5	30,4
2011	45.890	13.315	32.575	15.402	61.292	34,8	30,8
2012	88.582	41.086	47.495	-1.875	86.706	38,9	39,9
2013 (e)	80.500	5.500	75.000	-9.500	71.000	24,0	31,0

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

Para 2014 **OVERVIEW** estima nuevamente necesidades de financiamiento crecientes del sector público y otro salto de emisión de moneda que amortiguará en alguna medida la contracción por la no compra de dólares del BCRA. Es el camino de la degeneración ochentista de la política macroeconómica: pura emisión de moneda para financiar el déficit fiscal con caída de las reservas (ver cuadro 6).

Que el BCRA no compre dólares tiene un doble efecto macroeconómico. Uno es que las reservas siguen cayendo porque no se repone lo que se usa para el pago de deuda pública. El otro es que la menor tasa de expansión monetaria resultante reubica como foco de conflicto al nivel de actividad. Con 40% de expansión monetaria en el año, la preocupación a futuro hubiera sido más la tasa de inflación y menos la actividad. Con la expansión en 30%, es al revés.

Cuadro N° 6

EMISIÓN MONETARIA: VISIÓN GLOBAL

Promedios anuales En millones de \$	2003 - 2007 Pura emisión por compra de dólares	2008 - 2009 Pura emisión por desesterilización	2010 - 2012 Emisión 50 y 50 entre fisco y compra de divisas	2013 (e) 3 / 4 por fisco y solo 1/4 por compra de divisas	2014 Casi todo fisco
Compra de divisas	+28.600	+2.400	+33.500	+5.000	0
Fisco	-4.600 <i>(el Tesoro compró dólares con superávit)</i>	0	+33.200	+75.000	+140.000
Esterilización*	-11.000	+11.600	-2.500	0	0
Emisión neta**	+13.100	+14.000	+64.200	80.000	140.000
Crecimiento de agregados monetarios	20%	10%	30%	Agregados monetarios crecen al 30%	Agregados monetarios crecen al 35%
"Emisión fiscal" total	CERO	CERO	LA MITAD	TRES CUARTOS	CASI TODO

(*): Fundamentalmente vía Lebac y Nobac. Entre 2003 y 2007 también la devolución de redescuentos por parte de los bancos fue una fuente importante de esterilización de pesos.

(**): Variación de la base monetaria (incluyendo pasajes)

Fuente: M&S Consultores en base a BCRA

Después de un segundo trimestre en que la actividad rebotó contra igual período del año pasado, en el tercero se observa un cierto estancamiento aunque todavía con la inercia positiva de los meses anteriores. La producción de autos dejó de crecer a las elevadas tasas de abril- junio y se estabilizó en niveles elevados. Por su parte, los despachos de cemento mantienen una tasa de crecimiento más que razonable. La incógnita es si en el cuarto trimestre se confirma o no la vuelta a la debilidad de la actividad. Con la actual política monetaria menos expansiva, es un riesgo a tener en cuenta (ver cuadro 7).

Cuadro N° 7

NIVEL DE ACTIVIDAD: ÚLTIMOS TRIMESTRES

PBI - Var %	2011		2012				2013		
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III (e)
M&S Consultores									
Trimestral (desest.)	0,0	0,2	-0,6	-1,0	0,7	0,4	0,0	2,7	0,0
Interanual	5,3	4,5	2,6	-1,5	-0,9	-0,5	0,0	4,0	3,3
INDEC	9,3	7,3	5,2	0,0	0,7	2,1	3,1	7,1	5,5

Fuente: M&S Consultores

En cuanto a la tasa de inflación, después del susto del 3% en julio los precios subieron 1,4% en agosto. Para septiembre la suba pinta para menos de 2%. Son dos meses con subas de precios más bajas que las de agosto y septiembre de 2012. La tasa de inflación anual se estabiliza en torno a 25%. De consolidarse la menor expansión monetaria, la suba de los precios quedaría rondando en torno a este valor anual. No sería la desinflación de 2009 cuando los precios subieron apenas 15% contra 21% en 2008. Quedaría más alta porque actualmente la emisión de moneda está en un piso más elevado por el financiamiento del déficit fiscal.

La tasa de expansión monetaria está convergiendo por primera vez en los últimos años a la tasa de devaluación del peso, la primera desacelerándose involuntariamente y la segunda acelerándose para acercarse al ritmo de suba de los precios. Es un nuevo par de variables a monitorear. Si la tasa de devaluación superara a la expansión monetaria, presionaría negativamente sobre el nivel de actividad (ver cuadro 8). Por su parte, la tasa de interés sube en dosis homeopáticas. La otra variable a monitorear será la evolución del **crédito** al sector privado. Por el momento no está desacelerado sobre la base de una caída en el coeficiente de liquidez del sector bancario. Pero con el correr del tiempo podría enfriarse.

Cuadro N° 8

DEVALUACIÓN Y EXPANSIÓN MONETARIA: ÚLTIMOS MESES

	Devaluación	Variación M3 privado*
2007	2,5	23,2
2008	9,1	6,7
2009	11,1	14,7
2010	4,6	30,4
2011	7,8	30,8
2012	14,0	39,9
2013 (e)	26,5	30,0

(*): M3 privado = circulante en poder del público + depósitos totales en pesos del sector privado

Fuente: **M&S Consultores** en base a BCRA

En una visión global 2014 – 2015, la actividad ingresó en un ciclo signado por el deterioro macro y la desconfianza que deriva en un **“stop and go”, más stop que go**. Dependerá de cuestiones exógenas (el contexto internacional y el volumen de la cosecha) y endógenas (la efectividad del cepo cambiario, la tasa de expansión monetaria, la tasa de inflación, la tasa de inversión).

2012 fue un año de “stop”. 2013 es uno de “go” sin el empuje de años atrás. 2014 apunta a otro “stop” que puede ser más fuerte que en 2012 si se consolida la menor expansión de la política monetaria. El mandato 2003 – 2007 de Néstor Kirchner fue de recuperación de la actividad. El 2008 – 2011 de Cristina Fernández fue de “reactinflación” (reactivación con inflación alta), con la contracción de 2009 en el medio. **2012 – 2015 es de “stop and go”, más stop que go.**

Registro de la Propiedad Intelectual N° 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente



25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com