



¿Qué puede esperarse para la macroeconomía argentina en el 2015?

Julio Calzada

En el presente informativo semanal, los especialistas de la Dirección de Informaciones y Estudios Económicos de la Bolsa de Comercio de Rosario brindan sus opiniones personales sobre lo que esperan para el año 2015 en diversos temas: la evolución macroeconómica de la República Argentina, el mercado de granos, las cuestiones referidas al transporte y logística y como el factor climático puede llegar a afectar a la producción de granos. Se trata de un conjunto de visiones personales que no expresan la posición de la Bolsa de Comercio de Rosario como institución, ya que son opiniones propias, individuales, producto de la experiencia profesional cotidiana de estar trabajando, relevando y estudiando permanentemente estas problemáticas.

En la presente nota, expongo mi visión personal sobre lo que podría llegar a suceder con algunas variables macroeconómicas locales el próximo año. Luego Emilce Terré y Guillermo Rossi analizan sus impresiones sobre la evolución que podría llegar a evidenciar el mercado de granos a nivel local e internacional en el año 2015. Alejandro Calvo emite sus opiniones sobre la problemática del transporte y logística y, finalmente, Cristian Russo opina acerca de cómo el clima puede condicionar la producción granaria argentina en el próximo año.

El nuestro es un equipo de profesionales comprometido con la problemática de la producción y comercialización de granos en la República Argentina. A modo de presentación comentamos que Emilce Terré es la Coordinadora del Departamento de Informaciones Económicas, Guillermo Rossi es el Analista líder del Mercado de Granos de nuestra institución, Alejandro Calvo es el Coordinador de la Comisión de Transporte e Infraestructura de la Bolsa y Cristian Russo es el jefe del Departamento Guía Estratégica para el Agro de la Bolsa de Comercio de Rosario que opera 36 estaciones meteorológicas en la zona núcleo de la producción de granos de Argentina.

Esperamos que estas breves y humildes opiniones personales puedan resultar de utilidad a nuestros lectores. Para empezar, y a nivel macroeconómico, podemos decir que Argentina se encuentra hoy ante una difícil coyuntura local e internacional. Nuestro país presenta una situación que no es nueva para su historia económica. Se trata de la denominada "restricción externa", donde la falta de reservas internacionales y el retraso del tipo de cambio (tema que despierta polémicas y opiniones diversas) generan un desaliento en sus exportaciones y falta de divisas para abonar las importaciones.

El agravante viene dado por este dato: nuestro país necesita en el año 2015 -como mínimo- cerca de 13.800 millones de dólares para cancelar vencimientos de la deuda externa. A esto se suman las importaciones de energía que en el año 2013 ascendieron a 13 mil millones de dólares y habrá que evaluar cual será el verdadero déficit que registrará la balanza comercial energética en el 2015. Hay que agregar luego las divisas que se necesitan para las importaciones habituales de insumos, bienes intermedios y equipos que demanda la economía nacional. No incluimos los compromisos que podrían sumarse por un eventual acuerdo con los "holdouts";





¿Qué puede esperarse para la macroeconomía argentina en el 2015? - 19 de Diciembre de 2014

Para poder superar este fenómeno, el gobierno nacional organizó en el presente mes una operación financiera a fin de aliviar el calendario de pagos de la deuda pública nacional en el año 2015. Los resultados no fueron los esperados. De la emisión de nuevos títulos públicos por 3.000 millones de dólares, el Gobierno Nacional pudo captar apenas 286 millones de dólares. El canje de Boden 2015 por el Bonar 2024 fue de U\$S 377 millones, algo menos del 6% del total.

A estos inconvenientes se suman: la elevada tasa de inflación doméstica (acumula el 22,7% hasta noviembre de 2014 según el INDEC), un alto déficit fiscal (el déficit financiero acumulado del Gobierno Nacional en los primeros tres trimestres del año es de \$ 53.600 millones según cómputos oficiales), la caída en el nivel de actividad económica (el PBI industrial muestra un descenso del 2,8% acumulado en estos 11 meses) y el empleo prácticamente estancado.

El contexto internacional tampoco ayuda. La caída de la moneda rusa (el rublo) en esta semana más la devaluación de real brasileño marca un escenario difícil para las economías emergentes. El fortalecimiento paulatino que ha ido mostrando el dólar en los últimos meses, la posibilidad de que aumenten las tasas de interés en los Estados Unidos el año próximo, el debilitamiento de la economía mundial y los precios internacionales en baja de los "commodities agrícolas" que exporta Argentina; son todos elementos que agravan el difícil escenario que tiene nuestro país.

¿Qué puede suceder con el nivel de actividad económica, la inflación, el tipo de cambio oficial y el empleo en el año 2015 en Argentina? Resulta difícil de pronosticar. Aun así, resulta interesante aventurarse y realizar algún análisis técnico sobre lo que puede llegar a suceder el año próximo.

Nivel de actividad económica:

En relación al nivel de actividad económica, los economistas más optimistas hablan de un crecimiento del Producto Bruto Interno -a niveles moderados- de entre el 1,5% y el 2% para el año 2015. Los más pesimistas pronostican una caída del PBI el año próximo del orden del 2 al 3%. En lo personal considero que el nivel de actividad económica va a permanecer en los niveles actuales, sin mayores modificaciones. Difícilmente se recupere, ya que en un contexto de escasas divisas como el actual una menor actividad económica hace que se reduzcan las necesidades de divisas para pagar importaciones. Esto evita problemas adicionales con las reservas internacionales del Banco Central. Recordemos que este año la producción manufacturera registró una caída -hasta Octubre del 2014- del orden del 2,8% según datos del INDEC.

Extinguida la cláusula RUFO en Enero del 2015, podría llegar a darse un escenario de acuerdo con los "holdouts". Si esto se da y a la vez mejora el contexto internacional, se reducen las interferencias que ha generado la caída en los precios del barril de petróleo, no aumenta la tasa de interés la Reserva Federal de los Estados Unidos y se concretan con éxito nuevas emisiones de títulos públicos nacionales en el 2015; el Gobierno Argentino podría llegar a contar con divisas adicionales. Esto le permitiría convalidar un mayor nivel de actividad económica con crecientes importaciones, principalmente de insumos intermedios e industriales. En este caso, podría llegar a darse un aumento muy moderado del PBI el año próximo, posiblemente fogueado por créditos bancarios a las PYMES conforme a las nuevas normativas del Banco Central, mayores gastos estatales pre-elecciones, menor presión impositiva sobre los empleados en relación de dependencia y algunos aumentos salariales por encima de la tasa de inflación. Parte de este "fogoneo" repercutiría en la tasa de inflación pero también impactaría -levemente aunque en forma positiva- en el crecimiento del producto bruto y la actividad. Esto sería favorable para la performance electoral del oficialismo en las próximas elecciones.

Pág 2





¿Qué puede esperarse para la macroeconomía argentina en el 2015? - 19 de Diciembre de 2014

De no existir acuerdo con los "holdouts", será más difícil la colocación de nuevos bonos viendo lo sucedido en diciembre de este año. No obstante ello, si mejora el contexto internacional y son atractivas las nuevas emisiones para los inversores (títulos de menor duration, alta rentabilidad, etc.), también el gobierno podría lograr los recursos adicionales en moneda extranjera que necesita, superando la restricción externa hasta la entrega del mandato. Es posible que en un contexto de falta de divisas, el gobierno nacional pueda decidir no acordar con los "holdouts" y reservar estos recursos limitados para otros fines de mayor prioridad y urgencia.

Inflación :

Hay un consenso generalizado que la inflación seguirá siendo alta. Diversos economistas esta semana han opinado que el aumento en el nivel general de precios en el 2015 podría llegar a oscilar entre el 25% anual (los más optimistas) y el 30/35% anual (los más pesimistas). Esta semana el INDEC informó que el índice de precios al consumidor desde enero a noviembre del corriente año acumula un 22,7%. Falta un mes para cerrar el año. Posiblemente la inflación del año 2014 se ubique en un valor cercano al 24% anual, conforme cómputos oficiales.

En función de las predicciones que realizan diversos especialistas y la evolución que mostraron los precios en el 2014, casi no hay dudas de que el piso de la inflación en el 2015 será del 25%, ya que el año próximo es un año electoral donde será muy difícil reducir el Gasto Público y controlar el déficit fiscal.

Recordemos otro dato adicional. Hace un año atrás, el 16 de diciembre de 2013 el dólar de referencia fijado por el Banco Central ascendía a \$ 6,305 por dólar. Actualmente, su valor es de 8,553 \$ por dólar. En un año, la devaluación fue del 35,6%. Esto reafirma la idea de que difícilmente en el año 2015, el índice de precios al consumidor pueda estar por debajo del 25%. La cifra del 30% anual parece ser la más aceptable.

Dólar oficial:

Algunos economistas hablan de un dólar oficial a fin de diciembre de 2015 de \$ 10,15. Otros sostienen que podría ubicarse en \$ 10,50. Otro grupo fluctúa entre 11 \$ por dólar y 11,70 \$. En la actualidad, el dólar mayorista spot se ubica en 8,85\$ por U\$S según cotizaciones del Lunes 15 de diciembre de 2014. El dólar referencia Banco Central cotizó a 8,553 \$ por dólar ese día. El dólar futuro a diciembre de 2015 en el Mercado a Término de Rosario (Rofex) cotizó 11,52 \$ por U\$S el martes 16 del corriente mes.

En consecuencia, si comparamos el dólar mayorista hoy (\$ 8,85 por dólar) con el dólar futuro Rofex a Diciembre de 2015 (\$ 11,52 por U\$S), vemos que en un año y quince días podría llegar a existir una devaluación del dólar oficial del 30,2%. Incluso las tasas implícitas que surgen de las cotizaciones del dólar futuro para los próximos meses marcan porcentajes similares: 29,36% a marzo 2015 y 29,54% a febrero de 2015.

La pregunta que cabe hacerse es la siguiente: ¿ajustará efectivamente el Gobierno Nacional el tipo de cambio oficial por un porcentaje igual o mayor al 30% en el año 2015? La respuesta que podría formularse es la siguiente: si el gobierno cuenta con divisas suficientes el año próximo, es posible que ajuste al tipo de cambio en un porcentaje inferior al citado, utilizándolo como ancla para el controlar el proceso inflacionario. De esta forma se trataría de dinamizar el consumo privado por la suba del salario medido en dólares estadounidenses antes del proceso electoral nacional. En épocas de elecciones la tentación de retrasar el tipo de cambio siempre existe. Además los efectos de la devaluación de febrero del





¿Qué puede esperarse para la macroeconomía argentina en el 2015? - 19 de Diciembre de 2014

2014, rápidamente fueron compensados por el aumento en el nivel general de precios que se observó en el resto del año. Es un dilema difícil de resolver para las autoridades nacionales.

Si en el primer semestre del año 2015 se acentuara la falta de divisas y no se liquidaran rápidamente las exportaciones agroindustriales, allí posiblemente pueda llegar a darse un escenario donde exista un ritmo devaluatorio más fuerte para incentivar la venta de granos y lograr los dólares necesarios para hacer frente a las importaciones y el gasto externo en energía.

Otro tema que influirá en el tipo de cambio oficial es la situación internacional y la devaluación de la moneda brasileña. Esta semana el real alcanzó una cotización de 2,73 unidades por U\$, el nivel más bajo desde marzo de 2005. Esto implica que la economía brasileña respecto de la argentina viene ganando en competitividad al abarataarse las importaciones argentinas de productos brasileños y encarecerse las exportaciones de productos de nuestro país hacia Brasil. De continuar este proceso, habrá una presión adicional para que Argentina devalúe -más allá de la corrección cambiaria producto de su inflación doméstica.

Recordemos estas fechas claves para el año próximo: el 9 de Agosto de 2015 es el día de las elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias (PASO). Luego, el día 25 de Octubre se celebra la elección nacional a presidente y vicepresidente. Si ningún candidato llega a tener el 45% de los votos afirmativos válidamente emitidos o si ninguno de ellos -en la primera vuelta- registrara el cuarenta por ciento (40%) -por lo menos- de los votos afirmativos válidamente emitidos y, además, registrara una diferencia mayor del 10% respecto del segundo candidato; habrá ballottage o segunda vuelta electoral. La misma se celebraría 30 días después: el 22 de noviembre del 2015. En consecuencia, el nuevo presidente asumiría el 10 de diciembre del 2015 pero podría haber una indefinición en el resultado electoral hasta fines de noviembre. Es imposible saber que puede suceder con el tipo de cambio oficial luego del 10 de diciembre. Lógicamente dependerá de quien sea el nuevo presidente, de la política económica que decida implementar y de la decisión o no de efectuar cambios en los primeros 60 días claves de gestión.

Desempleo :

En mi opinión personal, el empleo formal no presentaría subas significativas el año próximo. Las opiniones expresadas por aquellos economistas con una visión optimista del 2015 sostienen tasas de desempleo del orden del 7 al 8% el año próximo. Los menos optimistas creen que habrá un escenario de tasas del orden del 10 al 11%. Considero difícil que haya una mayor generación de puestos de trabajo en el sector privado en el 2015, tal como aconteció en el año 2014. Muchas empresas van a esperar los resultados de las elecciones presidenciales para decidir nuevas inversiones y una mayor contratación de personal. Este fenómeno es natural en las economías de muchos países en años de elecciones y con cambios en las autoridades nacionales. Por lo general se posponen decisiones de inversión y contratación de recursos humanos hasta poder analizar la política económica que implementarán las nuevas autoridades gubernamentales.

La soja seguirá marcando el camino en 2015

Guillermo Rossi

Los mercados agrícolas se acercan al 2015 con la necesidad de acomodarse a un nuevo escenario global, dejando atrás un ciclo alcista y con empuje liderado por la demanda para pasar gradualmente a una situación de predominio de la oferta y precios nominales inferiores al promedio de los últimos cinco años. El desafío a mediano plazo para Argentina es





¿Qué puede esperarse para la macroeconomía argentina en el 2015? - 19 de Diciembre de 2014

asegurar la rentabilidad de la producción y fortalecer la competitividad de las exportaciones en el camino hacia el logro de mejoras en la productividad que permitan seguir generando valor a lo largo de toda la cadena agroindustrial.

En la escena internacional el meollo de los grandes fundamentos es quizás la renovada fortaleza del dólar norteamericano frente a otras monedas. Estados Unidos está logrando tasas de crecimiento más elevadas que gran parte del mundo emergente, a lo que se suma la expectativa de incremento en la tasa de interés referencial del Banco de la Reserva Federal durante el próximo año. Estas especulaciones se dan en simultáneo con políticas monetarias más laxas en Europa, Japón y otras economías que han perdido dinamismo, lo que implica que buena parte de la apreciación del dólar emana también de las dificultades del resto. En general, cuando el dólar se reevalúa los países importadores pierden poder de compra externo y adquieren una estructura de costos más conveniente para producir, combinación con evidentes implicancias bajistas para los precios.

Una de las manifestaciones más visibles del nuevo contexto en los mercados de commodities es la pronunciada caída del precio del petróleo, que acumula casi u\$s 50 por barril entre los meses de junio y diciembre. Luego de los productos energéticos y el algodón, aparecen la soja y su aceite como los máximos perdedores del año. En todas estas materias primas se verificó una importante expansión de la oferta norteamericana durante el último año, que amenaza con presionar en forma duradera sobre las cotizaciones de referencia. A esta situación se agrega que la demanda de China y otras economías de rápido crecimiento responde ahora con menor fuerza que durante los últimos años.

La oleaginosa continúa favorecida por el posicionamiento de sus precios relativos frente a producciones alternativas, manteniendo su rentabilidad en los planteos promedio de las principales regiones productoras del continente pese al notable deterioro de los márgenes. En Argentina y Brasil el área de cobertura aumentó respecto del último año, al tiempo que las condiciones climáticas vigentes hasta ahora permiten augurar otro récord de producción en el ciclo 2014/15. A esto se suma la alta probabilidad de que los productores norteamericanos aumenten su área de siembra en detrimento del maíz, especialmente en los estados del medio oeste, generando mayor flujo de oferta de cara al último trimestre del año. Dado que luce difícil que la demanda responda a la caída de los precios con gran elasticidad, el escenario más probable es que se refuerce el proceso de acumulación de stocks entre los países exportadores. De no mediar mayores problemas, al finalizar el ciclo 2015/16 el inventario mundial remanente se encamina a representar entre 40 y 50% del consumo!

Contrariamente, en los granos forrajeros se avizora un crecimiento de la oferta más moderado. Las existencias mundiales conjuntas de maíz, sorgo, avena y cebada forrajera se encuentran en su nivel más alto de los últimos 15 años y muestran gran dispersión regional, al tiempo que la demanda está atomizada y empuja con menor agresividad que en años anteriores. Sólo China aparece como eventual jugador capaz de alterar el equilibrio por el lado de la demanda, aunque todo dependerá de los resultados que obtenga con su cosecha doméstica y de la orientación política que adopte respecto de la admisión de variedades genéticamente modificadas.

En cambio, el panorama del trigo se presenta mucho más incierto. La producción de la zona del Mar Negro se encamina a caer al menos un 10% respecto del nivel de este año, lo que podría reorientar parte de la demanda del hemisferio norte hacia otros orígenes, entre los que se destaca Estados Unidos. Sin embargo, el mercado argentino no parece acoplarse demasiado a lo que suceda en el resto del mundo. El sistema de cupos de exportación sigue siendo un verdadero lastre para la comercialización local, generando opacidad en la formación de precios y lesionando la virtuosa competencia entre los distintos sectores de la demanda. De persistir las distorsiones, cabe proyectar una muy probable reducción del área sembrada de trigo en Argentina en el ciclo 2015/16, aunque todavía es muy pronto para estimar su magnitud.

Pág 5





¿Qué puede esperarse para la macroeconomía argentina en el 2015? - 19 de Diciembre de 2014

Igualmente, el mercado interno seguirá condicionado por los holgados niveles de stock, mientras que cualquier cambio de política comercial que se introduzca a partir de 2016 será necesariamente gradual.

