

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Editorial

El primer cuatrimestre del año electoral tuvo un final para el olvido. En el que está empezando ahora se juega el corazón del año político, con el cierre de las listas el 22 de junio y las primarias PASO el 11 de agosto. Resignado a que la economía no le juegue a favor, el gobierno necesita que al menos no le juegue totalmente en contra para llegar con vida a las finales de octubre y noviembre.

El oficialismo empezó el año esperanzado. El esquema cambiario que había reiniciado en octubre parecía haber estabilizado las variables económicas más sensibles para el proceso electoral: dólar e inflación. Con eso, las paritarias podrían cerrar un poco por encima de los precios y el poder adquisitivo de los votantes se recuperaría algo hacia el tercer trimestre. No sería ningún *boom* como el de la previa a la Legislativa de 2017, pero ayudaría a mejorar (o a calmar) al castigado humor social.

Pero todo empezó a cambiar en pleno verano. El 13 de febrero, el presidente Macri dijo en una entrevista radial que la inflación estaba bajando. Al día siguiente, el INDEC informó que en enero la suba de precios había sido del 2,9%, por encima del 2,6% de diciembre. El aparente error comunicacional encerraba un problema más profundo: el gobierno empezaba a sospechar que su diagnóstico —y, por ende, su receta— podría estar equivocado. El 3,8% de febrero y el 4,7% de marzo terminaron de confirmarlo.

Desde ahí, todo fue de mal en peor. En abril el gobierno abandonó en etapas el sistema de flotación entre bandas y, con la extraña anuencia de un Fondo Monetario muy compenetrado en conseguir la reelección de Macri, ahora puede intervenir libremente en el mercado de cambios para intentar ponerle un techo al billete, aun en un contexto de suba del riesgo país y estrés cambiario. En el medio, también abandonó parte de sus principios de mercado y anunció una serie de medidas de corte heterodoxo, como el control de los “Precios Esenciales”, que van a tener poco impacto real en las variables clave, pero tienen un peso simbólico para mostrar, al inicio de la campaña, que el gobierno está “haciendo algo” para cuidar los bolsillos de los ciudadanos.

¿Puede tener éxito? Primero definamos éxito. Si a principios de año el gobierno podía aspirar a empatar el partido económico, hoy solo apunta a perder por poco. La economía es hoy una variable crucial que incide en la dinámica política. Macri es obviamente el más afectado, y su candidatura está puesta en cuestión al interior de la coalición de gobierno. Cristina Kirchner (con la audaz jugada de candidatearse para la vicepresidencia con el objetivo de mostrar moderación y así atraer al peronismo no kirchnerista) es la más beneficiada, y, de seguir esta dinámica, podría llegar al cierre de las listas con un poder de lapicera en la oposición similar al que tuvo en sus mejores años. Resta ver cómo se acomodará el peronismo no kirchnerista tras la sorpresiva fórmula presidencial Alberto Fernández–Cristina Kirchner; a primera vista, sus posibilidades de llegar al balotaje se ven muy bajas.

Pero en la política y la economía argentinas nada es para siempre ni nada termina nunca de morir. El apoyo externo, y sobre todo de Washington, con el que cuenta el gobierno no debe ser subestimado; principalmente porque se magnifica ante la debacle venezolana y las dudas crecientes que genera el proyecto Bolsonaro. Tampoco hay que subestimar eventuales errores no forzados de la oposición, que terminen por alimentar el espanto de los votantes poco identificados tanto con el kirchnerismo como con el macrismo, aquellos que definen la elección. Lo único cierto es que esta es la primera elección presidencial desde 1989 que se lleva adelante en un contexto de recesión y tensión inflacionaria y cambiaria. El final todavía no está escrito.

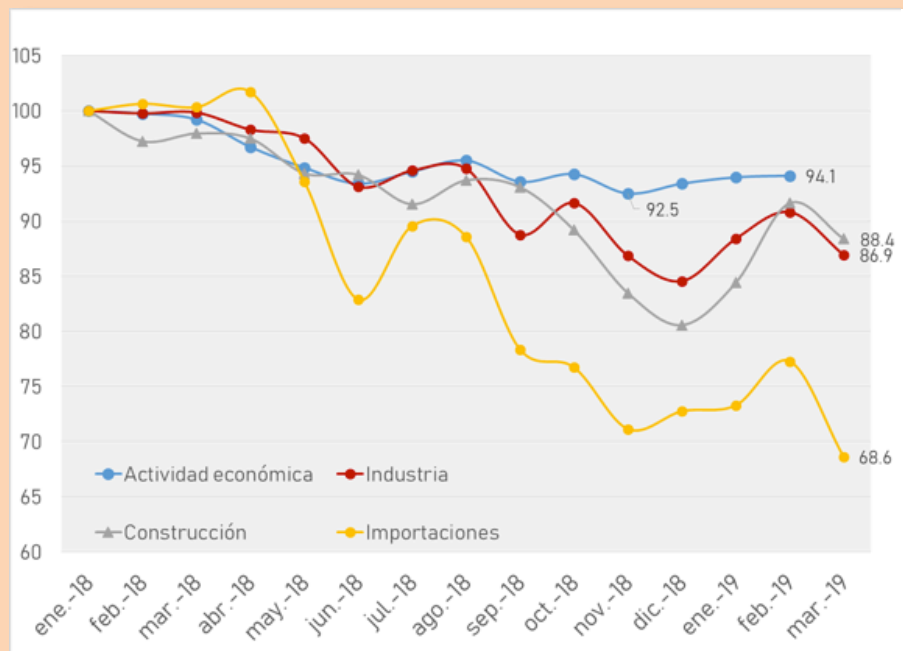
A. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA SIGUE SIN REPUNTAR

2019 arrancó mal en materia económica. Sin embargo, los dos primeros meses del año invitaban a una tibia esperanza, habida cuenta de que algunos indicadores de corto plazo mostraban una ligera recuperación de la actividad económica. Parecía que noviembre–diciembre había sido el piso, y que enero–febrero (meses de estabilidad cambiaria) habían sido el punto de inflexión. Sin embargo, marzo fue un mes realmente para el olvido. La inflación de los primeros meses del año superó completamente las expectativas. Particularmente, marzo fue un mes muy negativo: los precios subieron 4,7% de acuerdo con el INDEC contra alrededor del 4% estimado

por las consultoras), el dólar subió 11% y los indicadores económicos volvieron a resentirse. Tal como se ve en el Gráfico 1, la industria, la construcción y las importaciones se contrajeron en marzo (respecto de febrero) en la comparación desestacionalizada. En informes previos del INSECAP habíamos advertido que todavía era muy prematura la lectura optimista del gobierno de que “lo peor ya pasó y ya estamos en el sendero de la recuperación”; efectivamente, marzo confirma que suele ser mejor la prudencia que las frases rimbombantes basadas en escasa evidencia.

A marzo de 2019, la actividad de la construcción fue 11,6% más baja que en enero de 2018 y la de la industria, un 13,1% más baja (Gráfico 1). Por su parte, las importaciones, que correlacionan mucho con la actividad económica, fueron 31,4% más reducidas que a principios del año pasado.

Gráfico 1: Actividad económica, industria, construcción e importaciones (enero de 2018=100, serie desestacionalizada)



Fuente: INSECAP en base a INDEC.

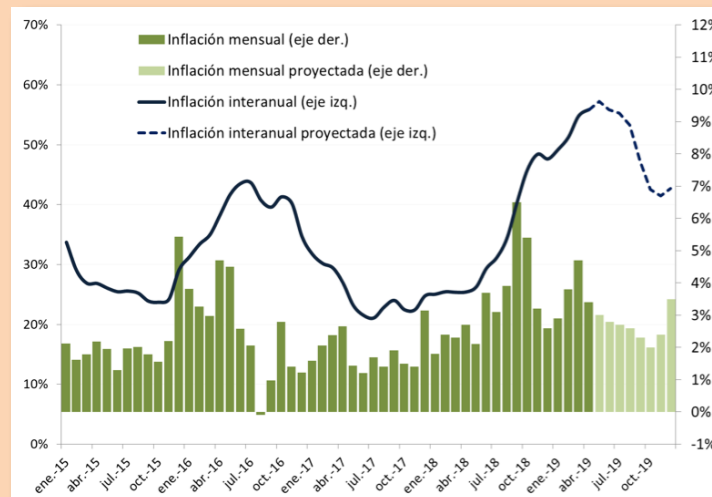
El semáforo de actividad (Cuadro 1) incluye más variables en la lista y muestra un tablero mayormente en rojo. De acuerdo con la consultora Ferreres, en marzo de 2019 la actividad económica fue 7,7% menor que la del mismo mes de 2018. De acuerdo con CAME,

las ventas minoristas se contrajeron 13,4% entre abril de 2018 y abril de 2019. A su vez, según el Instituto Estadístico de los Trabajadores (IET), el poder adquisitivo se resintió 11,4% en los últimos doce meses.

He aquí una de las claves de lo que viene ocurriendo. En abril de 2018 el dólar cotizaba a \$21 y la inflación rondaba el 25% interanual. A lo largo de 2017, los salarios le habían ganado modestamente a la inflación, lo cual –junto al boom de créditos– había impulsado el consumo (y mejorado las chances oficialistas en un

año electoral). El fuerte descontrol cambiario de 2018 condujo a que el dólar saltara más del 100% en un año. Como consecuencia, y como se ve en el Gráfico 2, la inflación se disparó (55,8% entre abril de 2018 y abril de 2019, el valor más alto en 28 años) y los ingresos de los hogares quedaron muy por detrás.

Gráfico 2: La inflación en Argentina (2015–2019)



Fuente: INSECAP en base a INDEC e IPC Provincias.

La pérdida de poder adquisitivo de la población se tradujo no solo en un aumento de la pobreza por ingresos (que pasó del 26% al 32% entre fines de 2017 y fines de 2018) sino en una intensa caída del consumo, como atestigua, por ejemplo, el indicador de CAME citado anteriormente. En particular, el consumo que más cayó es el de

bienes durables (que no son de primera necesidad), tales como autos y motos (con caídas mayores al 50% en abril, ver Cuadro 1). La caída del consumo es sinónimo de menores ventas por parte de las empresas, que, por lo tanto, producen menos. He ahí por qué la actividad económica es más pequeña que hace un año.

Cuadro 1

Sector	Indicadores de coyuntura (marzo-abril)				Fuente
	2018 contra 2015 (promedios anuales)	Acumulado 2019 contra acumulado 2018 (var. interanual)	Mismo período año anterior (var. interanual)	Tendencia interanual marzo-abril	
Actividad general*	-1.7%	-6.6%	-7.7%	-	INDEC-Ferreres
Actividad industrial*	-6.6%	-11.1%	-13.4%	-	INDEC
Construcción (índice Construya)	-10.3%	-16.8%	-17.1%	-	Grupo Construya
Comercio minorista (CAME)	-14.6%	-12.1%	-13.4%	-	CAME
Consumo*	-4.5%	-10.0%	-10.2%	-	ITEGA
Inversión*	0.6%	-17.8%	-24.1%	-	INDEC-Ferreres
Exportaciones (cantidades)*	5.8%	2.4%	0.3%	=	INDEC
Importaciones totales (cantidades)*	10.7%	-26.9%	-32.4%	-	INDEC
Impo Bs. de consumo (cantidades)*	33.7%	-31.1%	-31.2%	-	INDEC
Inflación nacional	2015: 26.6% 2018: 33.7%	52.6%	55.8%	+	IPC INDEC + Provincias
Salario real (formal)	-7.9%	-9.8%	-11.4%	-	INDEC / IET / SIPA
IVA impositivo real	4.4%	-3.3%	-0.5%	=	AFIP / INDEC / Provincias
Producción de autos	-14.1%	-31.6%	-33.9%	-	ADEFA
Patentamiento de autos	25.5%	-50.1%	-52.0%	-	ACARA
Venta de motos	35.8%	-48.2%	-52.2%	-	ACARA

*: dato de marzo

Si las empresas producen menos, se ven obligadas a despedir trabajadores. En efecto, según el Ministerio de Trabajo y Producción, desde marzo del año pasado la cantidad de trabajadores en blanco en las empresas cayó 2,6%, lo que equivale a 162.000 puestos de trabajo menos. De este modo, la masa salarial (esto es, la cantidad de trabajadores multiplicada por los salarios de estos) se contrajo aun más que el salario promedio, reforzando la caída del consumo.

En este contexto, la inversión cayó 24% en el último año de acuerdo con el Instituto Germán Abdala (Cuadro 1). ¿Por qué cae la inversión, si supuestamente el gobierno es tan promercado? Porque, más allá del signo ideológico-político del gobierno de turno, la inversión tiene mucho de procíclica. En otras palabras, si el ciclo económico está en auge, la inversión sobrereacciona y se vuelve altamente positiva, como ocurrió en 2017. Si el PBI cae, la inversión tiende a hacerlo también. La respuesta es simple: cuando la actividad cae, también lo hace la capacidad instalada de las empresas. Con plantas productivas paradas, ¿qué sentido tiene invertir?

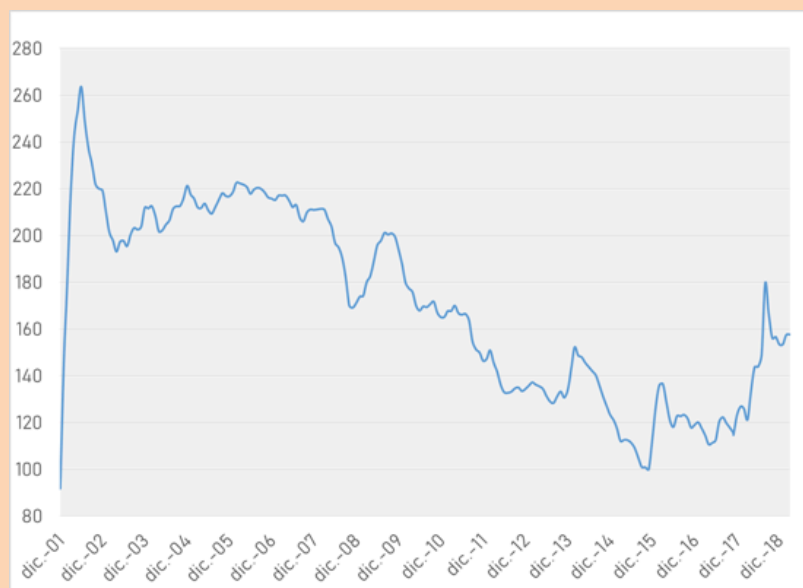
Para ponerlo en números, según el INDEC, en marzo de 2019 la capacidad instalada en la industria se ubicó en apenas el 57,7%, uno de los valores más bajos desde 2002.

En contraste, en marzo de 2018 este valor era de 66,8%. En algunas ramas industriales, la capacidad instalada ociosa supera el 50%: es el caso de textiles, caucho y plástico, automotriz y metalmeccánica.

B ■ ¿POR QUÉ POR AHORA NO HAY BOOM EXPORTADOR?

El mencionado desplome del mercado interno no sería tan negativo si fuera compensado por mayores exportaciones. Si la caída del consumo interno se viera compensada por mayores ventas al exterior, las empresas experimentarían un cambio en el destino de sus productos, pero no una caída absoluta de las ventas. Sin embargo, a pesar de la significativa depreciación del tipo de cambio real (como se ve en el Gráfico 3 hoy es 55% más alto que cuando asumió Macri), las exportaciones están estancadas, o con una mejora marginal: apenas treparon 2,4% en cantidades en el primer trimestre de 2019 respecto del mismo período de 2018 (Cuadro 1).

Gráfico 3: Tipo de cambio real (noviembre de 2015 = 100)



Fuente: INSECAP en base a BCRA.

¿Sabías que... en la actualidad el tipo de cambio real se encuentra en niveles de mediados de 2011? Volver a un tipo de cambio real del período 2003–2008 equivaldría a que el dólar hoy cotizara a \$60.

Son varias las explicaciones detrás de este fenómeno, varias de las cuales pueden ser complementarias:

- Que una empresa decida abrir un mercado nuevo vía exportaciones implica pagar altos costos hundidos, entre los que se incluyen organizar la logística y la distribución o estar atento al cliente en el extranjero, entre otros. Ello hace que no solo importe el monto de la depreciación real, sino también que el empresario la perciba como duradera, como para poder recuperar tal costo hundido¹. En los últimos años, las devaluaciones en Argentina fueron seguidas por revaluaciones reales (ver Gráfico 3), de modo que el historial reciente lejos está de implicar un tipo de cambio real estable, sino todo lo contrario.
- En sintonía con lo anterior, es mucho más probable que el aumento exportador se dé con cierto rezago al del tipo de cambio real. Es ilusorio pensar que apenas se produce una devaluación real, las exportaciones deberían reaccionar inmediatamente.
- Una devaluación, si bien abarata muchos costos en dólares (el salarial, principalmente), puede encarecer otros, en el corto plazo. Por ejemplo, si la devaluación es producida por la inestabilidad financiera (como es el caso), el precio para estabilizar la moneda es subir las tasas de interés.

Ello encarece el crédito a los exportadores. Asimismo, la recesión interna que implica la devaluación reduce la escala de producción de las empresas y sube sus costos fijos².

- Hay que tener en cuenta que la suba reciente del tipo de cambio real se dio en conjunción con quita de reintegros a las exportaciones y suba de retenciones en la industria más fuertes alzas en energía. En sectores intensivos en mano de obra, la caída del costo laboral más que compensó la pérdida de rentabilidad producto de la mayor presión tributaria y de los costos energéticos. En contraste, en sectores industriales más capital-intensivos (que, además, utilizan insumos intermedios dolarizados) la ecuación pudo incluso haber empeorado³.
- No hay que olvidar, asimismo, que la demanda externa es fundamental en la dinámica de las exportaciones. Si nuestros socios comerciales están en recesión o desaceleran su crecimiento, la suba del tipo de cambio real puede no traducirse necesariamente en un mayor impulso exportador. En otros términos, podemos abaratar nuestros productos, pero, si no hay mercado en el extranjero, no vamos a poder vender. Tal como se ve en el Gráfico 4, la actividad económica brasileña se ha contraído en los primeros meses del gobierno de Jair Bolsonaro, quitando demanda a los productos industriales argentinos.

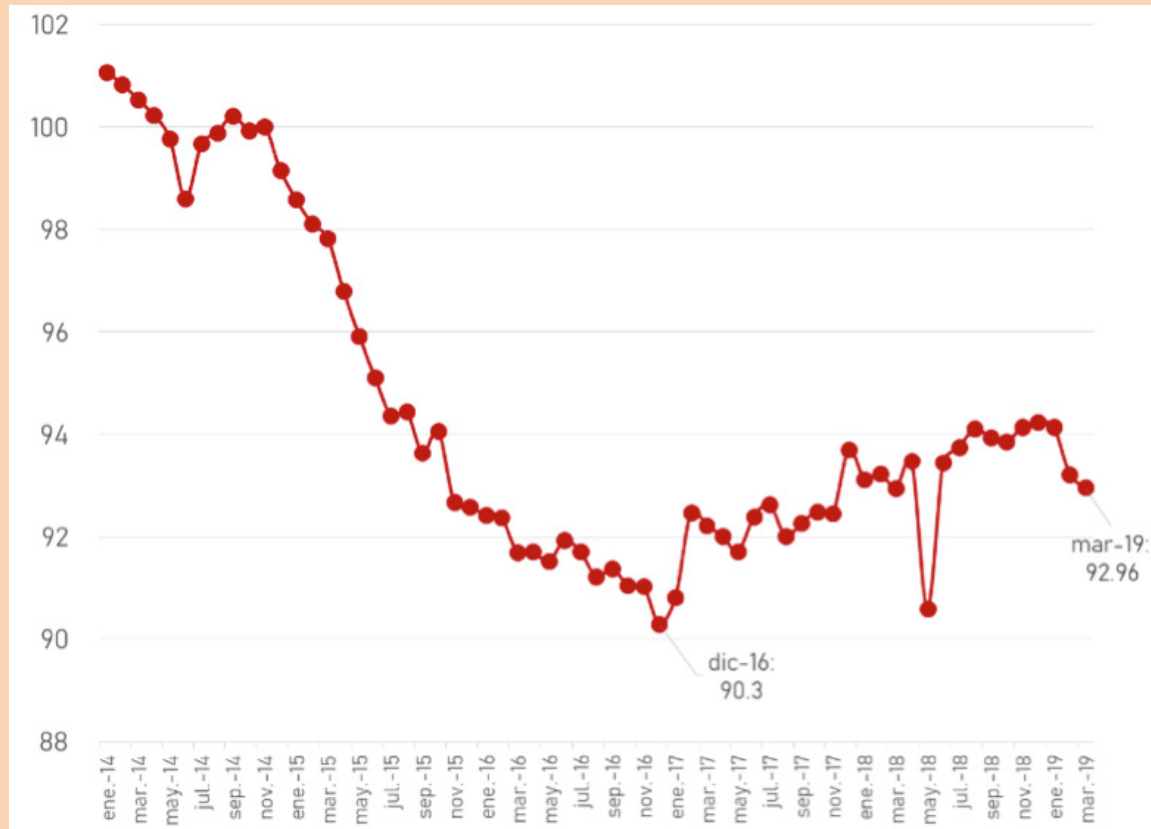


¹ Esta explicación es la que sugirió el economista Constantino Hevia de la Universidad Torcuato Di Tella: https://twitter.com/constant_hevia/status/1121911598703161346

² Esta explicación es la que da el economista Luciano Martínez: https://twitter.com/luchomartinez_8/status/1122606185184735233

³ Este argumento es el que da el economista Andrés Tavošnanska: <https://twitter.com/tavos/status/1121490732412559360>

Gráfico 4: Actividad económica de Brasil, serie desestacionalizada (2014=100)



Fuente: INSECAP en base a Banco Central de Brasil.

¿Sabías que... la economía brasileña se ha enfriado en los primeros meses del año? Entre diciembre y marzo, la actividad económica se contrajo 1,8%.

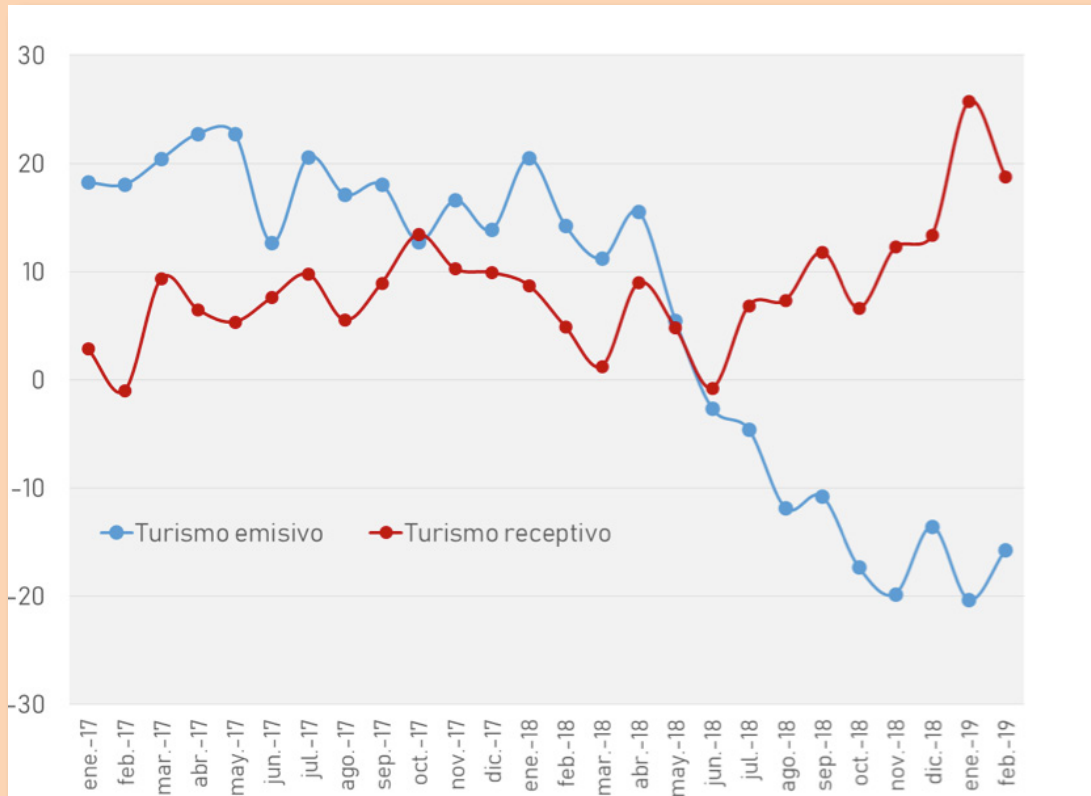
Ahora bien, dentro de este contexto de relativo estancamiento exportador, es necesario introducir algunos matices. El turismo internacional sí es un sector altamente elástico a los vaivenes del tipo de cambio real.

Prestemos atención al Gráfico 5. Allí observamos la variación interanual del turismo emisor (línea azul) y del turismo receptor (línea roja).

Hasta el *shock* cambiario de 2018, la cantidad de turistas extranjeros que venían a Argentina venía creciendo, pero a un ritmo moderado (nótese que la curva roja se encuentra mayormente entre 0 y 10% hasta mediados de 2018). En contraste, producto de la apreciación cambiaria de 2017, la cantidad de turistas argentinos en el exterior venía creciendo por encima del 10% interanual hasta mediados de 2018.

Tras el *shock* cambiario, la cuestión se revirtió. Argentina se abarató sensiblemente en dólares, de modo que el turismo receptor se incrementó sensiblemente: en febrero de 2019 la cantidad de extranjeros visitando Argentina llegó a ser 18% más elevada que hace un año. En contraste, el encarecimiento del turismo en el exterior –sumado al deterioro del poder adquisitivo– hicieron desplomar el turismo emisor, que en los últimos meses cayó entre el 15–20% interanual.

Gráfico 5: Turismo emisor y receptivo en Argentina (variaciones interanuales, en porcentajes)



Fuente: INSECAP en base a INDEC.

A modo de cierre, creemos que es importante evitar nuevos ciclos de apreciación cambiaria y procurar estabilizar el tipo de cambio real en el largo plazo. Solo así será posible dar un

horizonte de rentabilidad y certidumbre a las empresas, y de ese modo lograr más exportaciones, algo que en lo que Argentina viene fallando desde hace ya alrededor de una década.



Editor Responsable
Dr. José Basso

Staff

Instituto de Economía Aplicada
Director: Mariano de Miguel

Director Académico
Diego Coatz

Coordinador de Publicaciones y Boletín
Daniel Schteingart

Colaboradores
Ignacio Cosentino, Joaquín Escardó, Enrique Aschieri

Asistentes de Investigación
Daniela Moya y Leonardo Pataccini

Facultad de Ciencias Económicas
Decano: Dr. Eduardo Gherzi

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