

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Resumen:

Luego de un 2014 recesivo, en que la actividad económica cayó alrededor del 2%, la primera mitad de 2015 viene arrojando un saldo ligeramente positivo, que en general supera los pronósticos realizados por la mayoría de los economistas durante el verano. En paralelo, la difícil situación griega se ha vuelto tema de conversación en distintos circuitos locales, dado no sólo las implicancias que posee para Europa, sino por las reminiscencias al año 2001 argentino. De tal modo, este newsletter se divide en dos partes. En la primera, pasamos revista al balance económico de la primera mitad de 2015, con especial énfasis en lo transcurrido durante mayo-junio. En la segunda, dedicaremos especial atención a analizar algunas claves de lo que aquí llamaremos “dra(c)ma griego”.

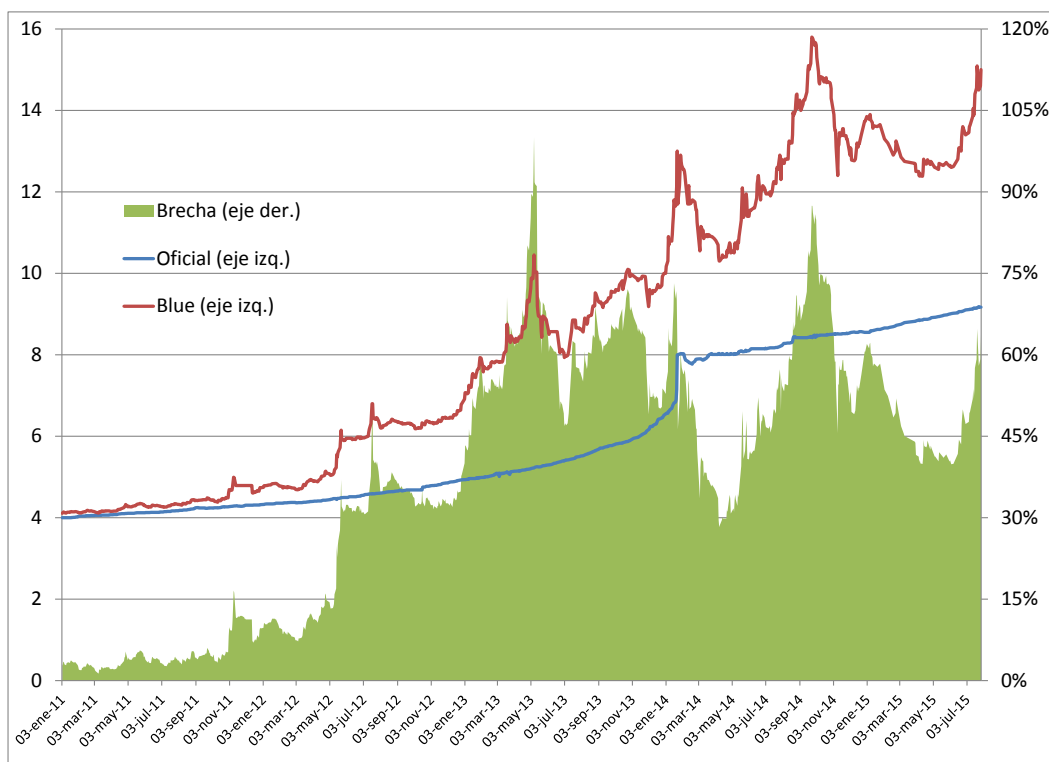
1. Argentina: balance de la primera mitad de 2015

Luego de un 2014 recesivo, en que la actividad económica cayó alrededor del 2%, la primera mitad de 2015 viene arrojando un saldo ligeramente positivo, que en general supera los pronósticos realizados por la mayoría de los economistas durante el verano. Tres factores han contribuido a ello: por un lado, la recuperación (leve) del poder adquisitivo del salario, tras haber caído un 4% en 2014, gracias (y a costa) de una apreciación real del tipo de cambio que contribuyó a quitar presión a los precios. En segundo lugar, la relativa (pero precaria) estabilidad de las reservas, que ha desinflado las expectativas de devaluación y ha permitido morigerar la contracción de las cantidades importadas -claves para el crecimiento-, incidiendo así sobre el humor económico de corto plazo. En tercer punto, y en conexión con los

dos anteriores, la estabilización de la brecha cambiaria, que tras rozar el 90% en septiembre de 2014, cayó hasta el 40% en mayo y los primeros días de junio (Gráfico 1)¹.

La brecha cambiaria es muy importante en el funcionamiento económico, ya que incide mucho en las expectativas de devaluación y de inflación. Varios factores explican la baja –al menos hasta junio– de la brecha cambiaria, como los *swaps* con China y la colocación de nueva deuda (p. ej. el Bonar XXIV) –que agrandaron las reservas–, las señales del BCRA acerca de la estabilización nominal del dólar, la existencia del “dólar ahorro” (que quita presión a la demanda y abastece la oferta) y las subas de rendimientos de los activos nominados en pesos (como por ejemplo, los plazos fijos). La reversión de la tendencia a la caída de la brecha experimentada desde junio, si bien es una luz de alerta, difícilmente amenace la tranquilidad de la sucesión presidencial.

Gráfico 1: Brecha Cambiaria en Argentina (2011-2015)



Fuente: INSECAP en base a La Nación Data

¹ No obstante, vale remarcar que, a partir de la segunda semana de junio, la *pax* cambiaria ha comenzado a mostrar ciertas grietas, que se han plasmado en una suba del 20% en el dólar *blue* (de 12,50 a 15 a fines de julio). Varias razones explican ello, como las expectativas de una continuidad del “cepo” cambiario tras las elecciones presidenciales producto de que Daniel Scioli finalmente será acompañado por un kirchnerista “duro” como Carlos Zannini o los rumores de una mayor intervención y control estatal en el “contado con liqui” o el “pure” (se denomina “pure” al acto de comprar dólares “ahorro” y revenderlos en el paralelo para así hacerse de una ganancia instantánea).

Ahora bien, ¿qué significa que el saldo de 2015 ha venido siendo ligeramente positivo? ¿Esto ha ocurrido en todos los sectores por igual? Veamos.

1.1. El panorama general

En la primera mitad del año, la economía ha pasado de caer en enero y febrero a mostrar un ligero comportamiento positivo a partir de marzo. Según Ferreres, en junio la actividad creció un 1,0% y en el año acumula una leve caída del 0,2% (Cuadro 1). Los datos oficiales muestran una mejoría significativamente más alta: la economía habría dejado de caer en noviembre pasado y habría crecido un 2,2% en mayo, y en los primeros cinco meses del año se habría expandido un 1,4%. Más allá de las discrepancias en los niveles, ambas medidas coinciden en lo

mismo: la economía se está recalentando.

El repunte, aunque sea leve, de la inversión lo comprueba: según Ferreres, creció 3,6% interanual en junio, y acumula una suba del 4% en la primera mitad del año, traccionada mayormente por la construcción. Consultoras como Elypsis han ajustado su tendencia de crecimiento al alza: del 0,5% al 1%. Lo mismo ha hecho el FMI, que revisó su tendencia de crecimiento de la economía del 0,3% al 0,5%.

La pequeña mejoría económica también se plasma en el empleo privado registrado, que durante el primer trimestre de 2015 creció un 1,6% interanual, luego de un 2014 en que no se creó empleo formal y se destruyeron puestos de trabajo informales (datos del Sistema Integrado Previsional Argentino –SIPA–).

Cuadro 1

Estimadores de consumo (junio)				
Sector	2014 contra 2013 (var. interanual)	Acumulado 2015 contra acumulado 2014 (var interanual)	Mismo mes año anterior (var. interanual)	Tendencia junio
Actividad industrial	-2.7%	-1.3%	-0.8%	-
Índice de Actividad (Ferreres)	-2.5%	-0.2%	1.0%	+
Empleo privado registrado*	0.0%	1.6%	n.d	+
Índice Construya	-5.5%	1.7%	17.4%	+
Cemento	-3.9%	10.4%	17.9%	+
Comercio minorista	-6.5%	1.9%	1.8%	+
Importaciones (cantidades)	-12.0%	-3.0%	9.0%	+
Recaudación total real	-1.3%	2.9%	10.4%	+
IVA impositivo real	-3.6%	6.9%	13.2%	+
Producción de autos	-22.0%	-12.4%	6.3%	+
Patentamiento de autos	-36.3%	-17.0%	5.6%	+

Fuente: INSECAP en base a INDEC, CEU-UIA, Ferreres, Grupo Construya, CAME, AFIP, ACARA y ADEFA
Referencias: (*): dato correspondiente al primer trimestre

1.2. La construcción

Una de las ramas que viene mostrándose más dinámica es la construcción: el indicador Construya creció 17,4% en junio respecto del mismo mes de 2014, y acumula

cuatro meses consecutivos de suba. En lo que va del año, el aumento ya es del 1,7%.

La producción cementera, también termómetro de la construcción, viene exhibiendo una fuerte alza: tras caer 3,9% en 2014, en la primera mitad de 2015 se ha expandido

nada menos que un 10,4%, contra el mismo período del año pasado. Junio continuó esa tendencia, con un aumento interanual de la producción de casi el 18% (ver Cuadro 1).

Varios factores conjuntos explican esta mejora en la construcción respecto de 2014: por un lado, el aumento de la obra pública en un año electoral; en segundo punto, el Plan Procrear; en tercero, el leve repunte en la economía de los hogares; en cuarto orden, una mayor estabilidad de corto plazo en los precios, que permite disminuir, aunque sea mínimamente, la fuerte incertidumbre que caracteriza a la economía argentina.

1.3. El comercio minorista

Por su lado, según CAME, el comercio minorista creció en junio un 1,8% interanual, cifra similar a la de los meses previos. En el primer semestre, 2015 muestra una suba del 1,9%. El principal factor que opera aquí es la fuerte desaceleración de la inflación registrada durante la última parte de 2014 y en lo que va de 2015, que ha permitido una pequeña recomposición del poder de compra.

Un factor secundario, pero no menor, que explica este moderado repunte del consumo minorista es la vuelta de las facilidades para los pagos en cuotas, siendo el programa Ahora 12 la principal expresión de ello.

La recaudación del IVA impositivo (esto es, el IVA que surge del comercio interno, el cual se diferencia del IVA aduanero, ligado a las importaciones) ratifica esta tendencia del comercio minorista: creció en junio un 13,2% interanual en términos reales y en lo que va del año muestra un alza del 6,9%.

1.4. La producción industrial

A diferencia de la construcción y el comercio minorista, la actividad industrial sigue mostrando tendencias negativas (-0,8% interanual en junio, y del -1,3% en los primeros seis meses del año, ver Cuadro 1) y, de hecho, acumula 23 meses consecutivos de caídas. Esta coyuntura bajista del sector industrial se plasmó en que el empleo

industrial formal fuera un 0,9% menor en el primer trimestre del año, respecto del mismo período de 2014. No obstante, la comparación intermensual desestacionalizada muestra un saldo positivo de junio respecto a mayo (1,2%), lo cual permite entrever tendencias levemente alcistas para el segundo semestre.

Sin embargo, vale mencionar que hay enormes heterogeneidades al interior del tejido manufacturero. Por un lado, hay cuatro sectores que son los que más traccionaron a la baja el indicador en junio: metalmecánica (-8,7%), metales básicos (-6,7%), textil (-4,4%) y refinación de petróleo (-3,7%).

No obstante, otras ramas vienen mostrando una tendencia más promisoriosa, como minerales no metálicos –muy ligados a la construcción– (que crecieron +4,9% interanual en mayo y acumulan un alza del 6% en los primeros seis meses). Alimentos y bebidas también tuvo una buena performance en junio, creciendo 3,8% interanual. Lo mismo vale para la producción automotriz, que creció un 6,3%, luego de 22 meses de caídas ininterrumpidas.

1.5. Inflación

Tanto la Dirección de Estadísticas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires como las mediciones de las consultoras privadas mostraron una significativa desaceleración de la inflación en junio, que habría sido de entre el 1,4 y el 1,5% respecto de mayo. De tal modo, según el IPC-CABA, hoy los precios son un 25,5% mayores que los de hace exactamente un año. Analistas privados estiman que la inflación de 2015 cerrará entre un 24 y un 27%.

Es en parte esta moderación de la inflación –la cual sigue elevada, claramente– la que está detrás de la recuperación del poder adquisitivo, dado que los salarios se incrementaron un 27,9% en los últimos doce meses en promedio, según el INDEC. Esta (leve) recuperación del salario real tiene correlación directa en el aumento del consumo y, por ende, de la actividad en general.

2. El Dra(c)ma griego y las lecciones argentinas (pasadas y futuras)

¿Un *déjà vu*? Corría el último tramo de 2001. La sociedad argentina se encaminaba a una de sus crisis económicas y políticas más brutales, y el Gobierno Nacional trataba de evitar su ocaso mendigando un “puente financiero” con el FMI que le permitiera estirar la agonía de una economía con desequilibrios estructurales (esencialmente de carácter externo por insuficiencia de dólares). John Thornton, importante funcionario del FMI, de visita en Argentina, estaba reunido en la sede la Unión Industrial Argentina con los máximos referentes del Movimiento Productivo Nacional, que abroquelaba dirigentes de las gremiales empresaria y obrera, fundamentalmente, y de la Iglesia. Ante la atenta mirada de todos ellos, disparó, palabras más, palabras menos, lo siguiente: “El financiamiento que la Argentina solicita no está disponible. El problema central de su economía es la falta de competitividad. Para recomponerla, pueden explorar dos caminos: el de la devaluación lisa y llana, lo que los obligaría a salir de la convertibilidad; o bien, el de la devaluación interna, que consiste en tornarse más competitivos a través de una deflación dirigida de unos 4/5 años que baje precios y costos internos, especialmente salarios. Si poseen espaldas políticas, este segundo camino es el que recomendamos”.

Las similitudes entre el drama griego actual y el argentino son menores que lo que parece, fundamentalmente por lo que se refiere a las posibles salidas y sus probables grados de éxito. Sin embargo, se emparentan en algo fundamental: cualquier camino posee un costo económico y social elevado, difícil de sobrellevar políticamente. Para Grecia quedarse en el euro bajo las condiciones actuales supone continuar y profundizar un proceso de ajuste deflacionario y recesivo a la espera de que la depresión económica recomponga las cuentas externas deficitarias. Fue justamente por ese camino por el que redujo, desde 2008 a la

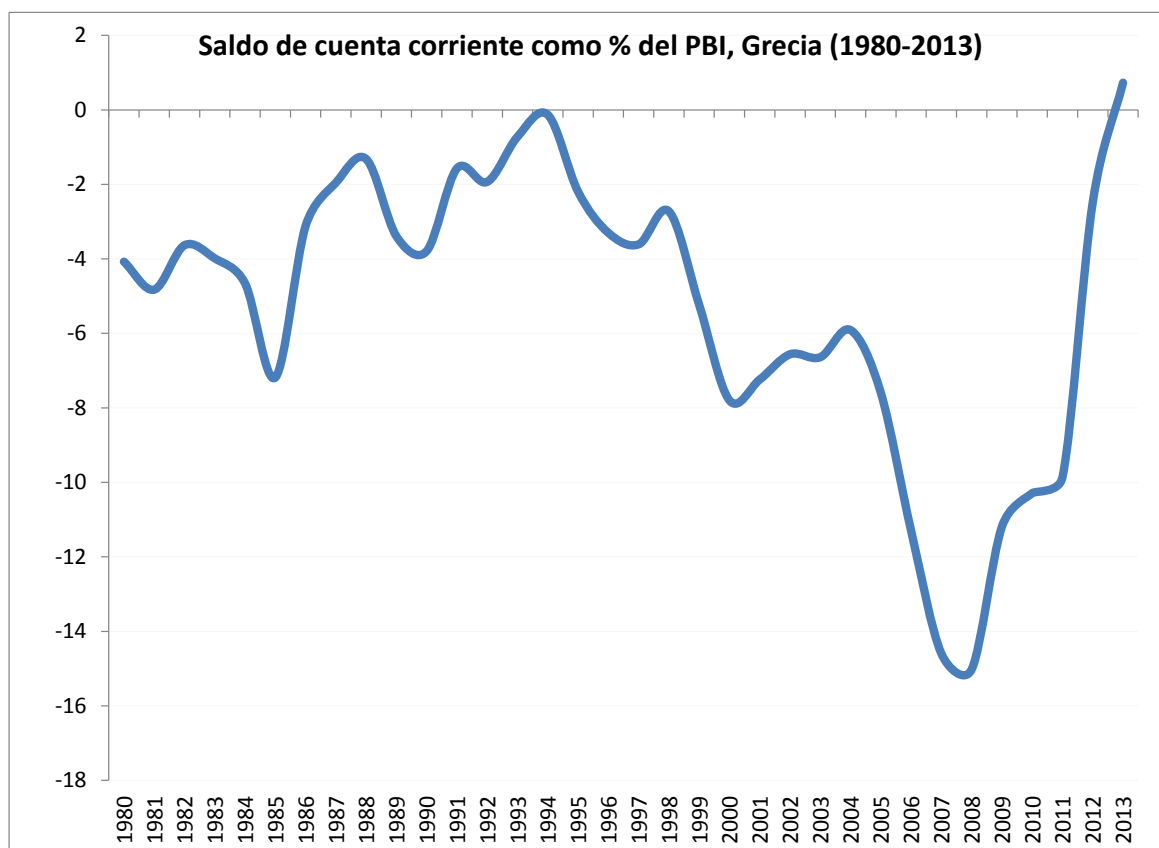
fecha, su déficit comercial de alrededor de 40.000 millones de euros, alcanzando una posición levemente superavitaria. En Grecia, la evolución de la demanda doméstica (muy dinámica hasta 2007) juega un papel fundamental en el desempeño de la cuenta corriente, que en 2008 superó el 15% del PBI. Otros factores también inciden sobre dicho desempeño, como las menores transferencias de la Unión Europea en términos de fondos estructurales de convergencia, el mayor pago de intereses de la deuda y la competitividad de la economía, en donde los niveles de productividad son la mitad de los alemanes, pero los precios internos son apenas un 18% inferiores.

En el **Gráfico 2** se nota la fuerte contracción en el déficit de la cuenta corriente. Se explica, lógicamente, por el derrumbe del nivel de actividad -que cayó un 25% desde entonces-, que hizo desplomar a las importaciones.

El pasado 16 de julio, el primer ministro griego Alexis Tsipras aprobó contra reloj un nuevo rescate (el tercero en cinco años, después del de mayo de 2010 y febrero de 2012, por 110.000 y 130.000 millones de euros respectivamente), del orden de los 85.000 millones de euros, para lo cual se comprometió a realizar un nuevo y duro ajuste. Al parecer, la estrategia de Tsipras era utilizar el capital político que le brindó la rotunda victoria del “No” en el referéndum del pasado 5 de julio para negociar una restructuración de la deuda, a cambio de ciertos ajustes fiscales y económicos.

Sin embargo, la posición del Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión Europea (CE) fue sumamente severa, y el arreglo terminó acercándose mucho más a la posición de éstos últimos: tercer rescate a cambio de un duro ajuste. De hecho, el pasado 15 de julio el FMI, el tercer componente de la llamada “Troika” (los otros dos son el BCE y la CE), amenazó con no participar del rescate si los acreedores europeos no reducen la deuda griega, acercándose un tanto a la posición del gobierno griego.

Gráfico 2



Fuente: INSECAP en base a UNCTAD.

Irse, ¿cómo y para qué?

La salida del euro (o el *Grexist*, como se lo ha denominado) no sería menos tortuosa, aunque parte de los típicos costos de estas situaciones (fuga de capitales y recesión) ya han sido pagados. Cualquier escenario de salida debiera prever y estimar las chances de recuperación de la actividad económica como palanca de la generación de empleo y una mayor utilización de la capacidad instalada. Pero, ¿quién financiaría las divisas que insumiría una eventual recuperación por el repunte de las cantidades importadas? Con un nivel de reservas internacional del orden de los 5.000 millones de euros, en ausencia de crédito externo, la carga recaería sobre tres potenciales soportes:

A) El impacto de la devaluación sobre las exportaciones. Si bien es dable esperar que los ingresos de divisas por turismo aumenten con la devaluación

(dependiendo en grado según el momento del año donde se produzca), ya que presentan una importante sensibilidad a las variaciones del tipo de cambio real, es improbable que por sí misma una devaluación suponga un ahorro de divisas significativo en el corto plazo. A su vez, el impulso a la demanda agregada a través de las exportaciones se compensaría por el efecto regresivo de la devaluación sobre el consumo, a través del deterioro del poder adquisitivo de los salarios.

B) El “efecto riqueza”. Si la devaluación aumenta el poder de compra de la divisa, parte de la fuga de capitales previa puede fungir como impulso a la demanda agregada de consumo e inversión, y contribuir así a la recuperación de la actividad. Pero ello requiere un mercado cambiario estabilizado y controlado, abundancia

de divisas y expectativas de apreciación; justo las condiciones que Argentina pudo reunir desde 2002 en adelante. En Grecia, ninguna de estas condiciones está garantizada.

- C) Argentina pudo reunir las condiciones mencionadas en B por el ajuste recesivo de la devaluación, la pesificación, el *default* y la licuación de deudas, y la mejora (incipiente primero y marcada después) de los términos del intercambio. El contexto mundial actual es, por el contrario, muy desfavorable y toda Europa está virtualmente estancada, con lo que la demanda a las exportaciones griegas no repunta.

Un *Grexit* también tendría consecuencias geopolíticas. Por un lado, Grecia se encuentra próximo al conflictivo y estratégico Medio Oriente. Un acercamiento a Rusia o a China –por ahora, poco probable– sería un dolor de cabeza para Estados Unidos y Europa. Por otro lado, suponiendo un escenario de permanencia en la esfera del Atlántico, si Grecia regresa a su vieja moneda (el Dracma) y sale del Euro, ¿el país quedará en el área “Euro” o pasa al área “Dólar”? Lo más probable es que ocurra un *mix*, que también tendría implicancias importantes, económicas y geopolíticas, ya que ese *mix* define en qué moneda se pagan las importaciones y de dónde sale el financiamiento.

En concreto, en ausencia de crédito externo, es improbable que los sectores exportadores apalancados por una devaluación, especialmente el turismo, puedan compensar el rojo externo de la economía griega en un escenario de salida.

Pero quedarse, como al parecer lo intentará el gobierno griego, sin reestructurar la deuda externa, y sin un plan de reconversión estructural ni de políticas económicas procrecimiento (apuntadas especialmente a crear empleos y atender demandas socia-

les), no sería más que estirar la agonía, aún con rescate mediante.

Grecia cobra impuestos en euros, gasta en euros, paga deuda en euros, pero no tiene un Banco Central que cree euros, ni que se los financie al gobierno sin mayores trabas. De allí que sus déficits corrientes con los restantes países de la zona se traduzcan en deuda externa que obliga al país a contraer la actividad doméstica y a buscar desesperadamente superávits fiscales para saldar las cuentas.

La crisis de Grecia y del euro confirma una lección importante: **de poco sirve supranacionalizar el Banco Central y, consecuentemente, la política monetaria, si paralelamente no se crea una unidad fiscal también supra-nacional, que por medio de transferencias nivele los desequilibrios intrarregionales.** Menos aún si el Banco Central creado (el BCE en este caso) no garantiza una provisión de liquidez adecuada a la circunstancias, y funciona como prestamista de última instancia. La correlación de fuerzas que expresa el BCE atenta contra estas condiciones necesarias. La zona euro se encuentra frente al desafío de constituirse en los Estados Unidos de Europa (más federal) o aislar la caída de Grecia para preservar el delicado equilibrio actual. La agenda, por el momento, es más bien defensiva, a pesar y para desgracia de los griegos.

Además de la obvia referencia al pasado, Grecia sirve como lección para la Argentina de 2016-2020. Sin financiamiento externo, la economía continuará estancada y atada a los vaivenes de la brecha cambiaria. Pero obtener financiamiento externo a tasas elevadas y sin una estrategia productiva subyacente que permita su repago vía la generación de dólares comerciales es pan para hoy y hambre para mañana. La pregunta clave es si el próximo equipo económico contará con el pulso necesario para recuperar un camino de crecimiento que, aunque sea moderado, puede sostenerse a mediano plazo.

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. José Basso

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