

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

La presente edición del *newsletter* INSECAP se divide en dos secciones. En la primera, se detalla la evolución de diversas variables económicas de la economía nacional, así como el nivel de actividad, el consumo, la inflación, los salarios y diversas dinámicas sectoriales. En la segunda, se exhibe un estudio especial centrado en la probable (y difícil) situación económica de 2016, tras el flamante triunfo de Mauricio Macri en el ballottage presidencial.

1. La dinámica del nivel de actividad

a) Panorama general de la actividad

¿Qué situación, en materia de nivel de actividad, dejan las semanas finales del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner? Las primeras mediciones de actividad para el mes de octubre parecen mostrar que la recuperación moderada del segundo y tercer trimestre del año parece desinflarse. Según la Consultora de Orlando Ferreres, en octubre la actividad económica creció apenas 0,4% interanual, luego de haber registrado tasas en torno del 2,5% entre marzo y septiembre. De este modo, acumula en los primeros diez meses del año una suba del 1,4% (ver Cuadro 1). Vale mencionar que la leve mejora de octubre tiene lugar cuando se compara con un mes de reducida actividad como octubre

de 2014. De este modo, el nivel de actividad aún se ubicaría 3,2% por debajo del pico alcanzado en octubre de 2013.

Por su lado, los datos oficiales vienen mostrando guarismos más altos, con un crecimiento interanual de 2,8% en agosto y de 2,3% en el acumulado de los primeros tres trimestres del año. A modo de comparación, mientras que para Ferreres el nivel de actividad hoy es prácticamente el mismo que el de septiembre de 2011, para el INDEC es 4% mayor. Más allá de las discrepancias, hay un punto que está claro: el último período de gobierno del Frente Para la Victoria muestra una economía que, en el mejor de los casos, tiene un ingreso per cápita igual al de hace cuatro años y, en el peor, un 4% inferior (la tasa de crecimiento demográfico de la Argentina es del 1% anual).

Cuadro 1

Estimadores de actividad (septiembre-octubre)				
Sector	2014 contra 2013 (var. interanual)	Acumulado 2015 contra acumulado 2014 (var. interanual)	Mismo período año anterior (var. interanual)	Tendencia agosto- septiembre
Actividad industrial (Ferreres)	-2.7%	0.6%	-2.7%	-
Índice de Actividad (Ferreres)	-2.5%	1.4%	0.4%	+
Salario real*	-3.8%	2.3%	3.8%	+
Índice Construya	-5.5%	6.5%	7.3%	+
Cemento	-3.9%	5.4%	7.9%	+
Comercio minorista (CAME)	-6.5%	2.1%	2.7%	+
Shoppings*	-4.0%	5.4%	5.5%	+
Supermercados*	-0.6%	0.7%	-0.2%	-
Importaciones (cantidades)*	-12.0%	2.0%	14.0%	+
Recaudación total real	-1.3%	3.9%	3.2%	+
IVA impositivo real	-3.6%	8.1%	11.2%	+
Producción de autos	-22.0%	-11.4%	-25.6%	-
Patentamiento de autos	-36.3%	-9.0%	7.9%	+

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

b) La construcción

El sector de la construcción viene siendo uno de los motores del débil crecimiento de 2015, y en octubre ratificó dicha tendencia: el Índice Construya, que mide la producción de diversos insumos de uso difundido

para construir, creció 7,3% en dicho mes respecto del mismo período de 2014, y acumula ocho meses consecutivos de suba. En lo que va del año, el aumento ya acumula 6,5%. En octubre, la producción cementera

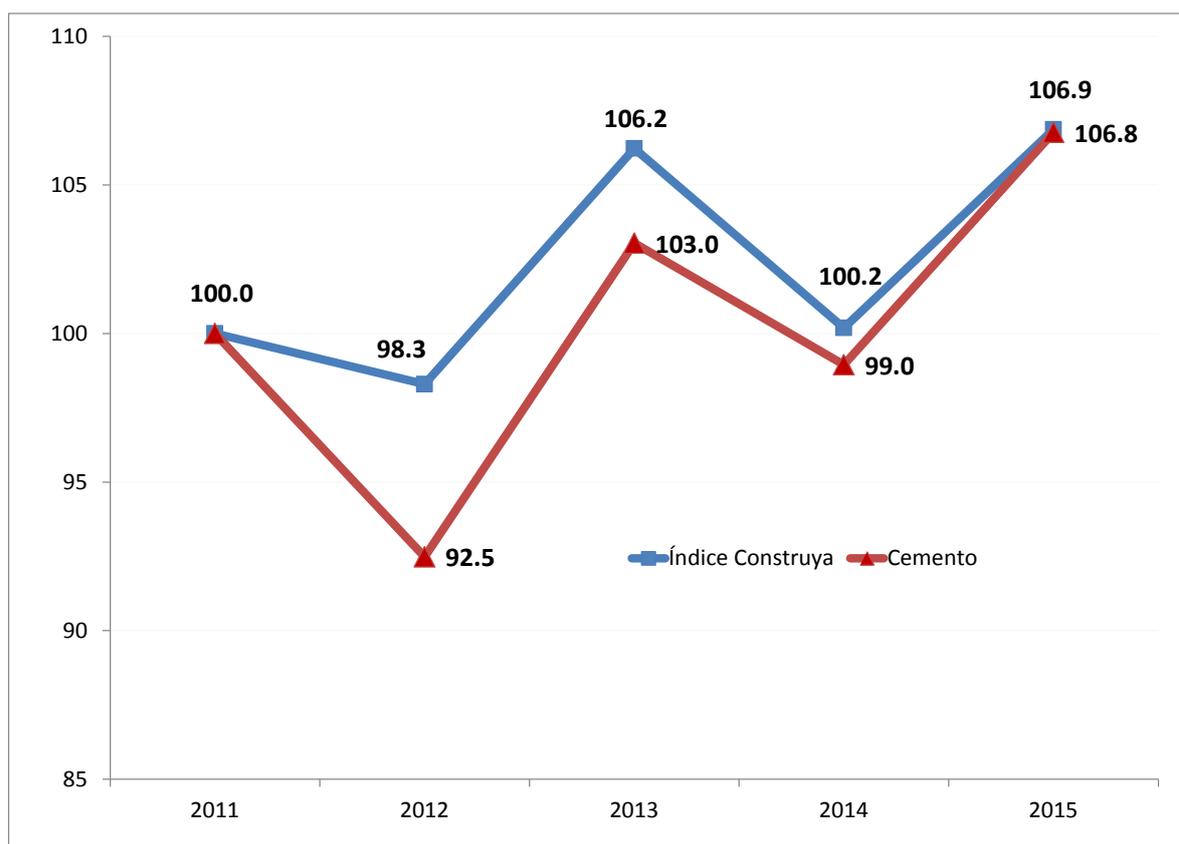
creció 7,9% interanual. De este modo, tras caer 3,9% en 2014, en los primeros diez meses de 2015 se ha expandido 5,4% (ver Cuadro 1).

Vale apuntar que, como sostuvimos en informes previos, el rebote de la construcción tiene lugar cuando se compara con los malos resultados del año anterior. Como puede verse en el Gráfico 1, en los primeros diez meses de 2015 el Índice Construya apenas logró superar el récord de 2013 (+0,6%). Por su lado, en lo que va de 2015, la fabricación de cemento ha superado significativamente el récord de 2013: los despachos han sido de aproximadamente 10,3 millones de tone-

ladas, contra 9,9 millones del mismo período de 2013 (+3,6%).

¿Qué factores explican este rebote de la construcción, además de la reducida base de comparación? Como ya hemos afirmado en informes anteriores, son básicamente dos: el impulso a la obra pública en un año electoral y la construcción de viviendas por medio del plan Pro.Cre.Ar. Algunos analistas también señalan el repunte de la construcción privada gracias a la estabilización de las expectativas cambiarias (al menos hasta octubre) y a cierto repunte de la compra venta de inmuebles asociado a la extensión del funcionamiento del CEDIN.

Gráfico 1: Índice Construya y despachos de cemento, 2011–2015 (acumulado enero–octubre), año base 2011 = 100



Fuente: INSECAP en base a Grupo Construya y Asociación de Fabricantes de Cemento Portland.

c) El comercio minorista

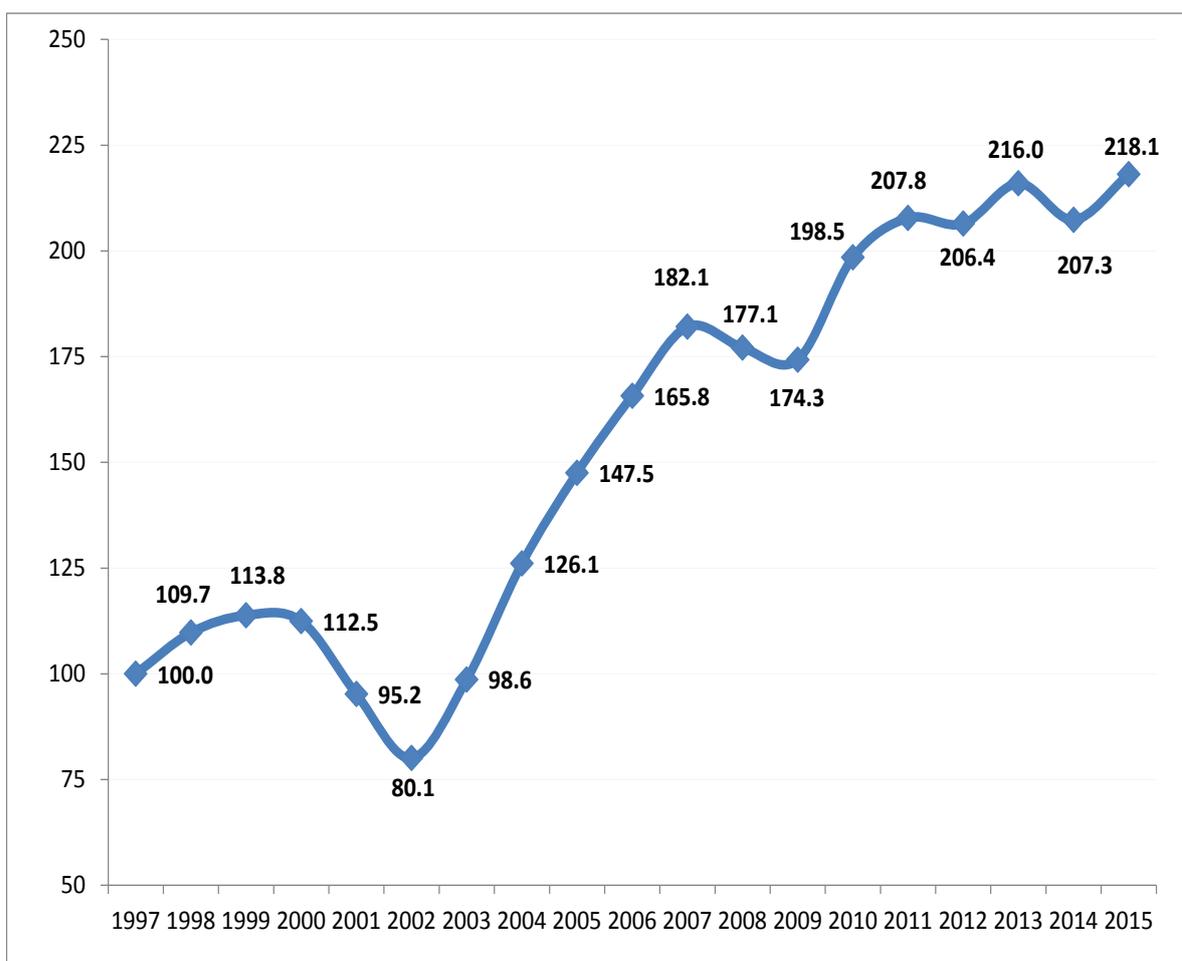
Por su lado, según información elaborada por la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME), la actividad del comercio minorista creció en septiembre

2,7% interanual (Cuadro 1), cifra algo mayor a la de los meses previos. En lo que va del año, el sector muestra un alza del 2,1%.

Por su parte, las ventas medidas en términos de cantidades en *shoppings* vienen mostrando una considerable mejora en lo que va del año (datos nominales tomados de INDEC y deflactados por índices de precios de las provincias). En septiembre aumentaron 5,5% interanual, y en el año

acumulan un alza del 5,4%, que contrasta con la caída del 4% de 2014 (ver Cuadro 1). De este modo, las ventas en términos reales en *shoppings* se encuentran levemente por encima de 2013 y en niveles que duplican el del fines de los 90 (ver Gráfico 2).

Gráfico 2: Ventas en *shoppings* (cantidades), 1997=100

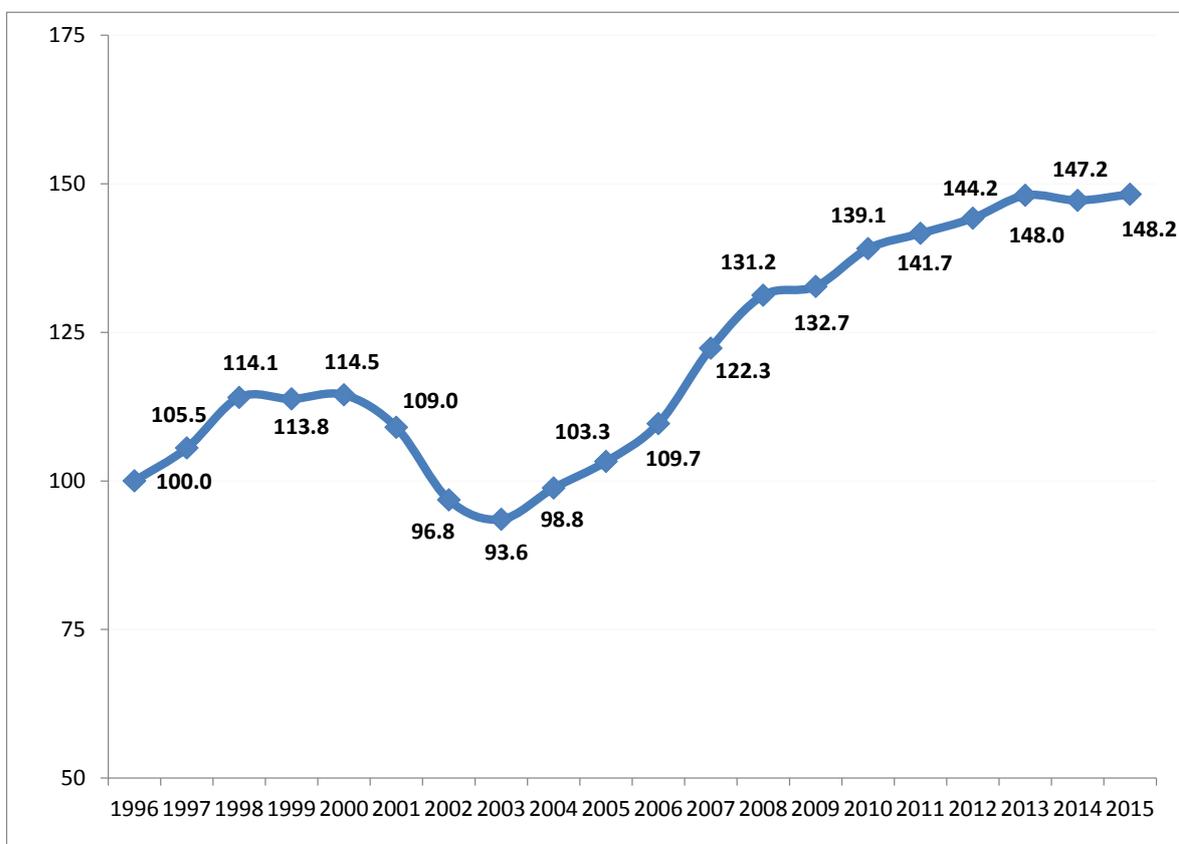


Fuente: INSECAP en base a INDEC e institutos de estadística provinciales.

Las ventas (a precios constantes) en los supermercados muestran una menor relación con el ciclo económico, ya que allí los productos vendidos están más vinculados con las necesidades básicas, que la de los *shoppings* (datos nominales tomados de INDEC y deflactados por inflaciones provinciales). Por ello, no sorprende que en 2014 la caída de las cantidades vendi-

das haya sido de apenas 0,6%. Asimismo, el rebote de este año es menos pronunciado (+0,7% en los primeros nueve meses). La menor elasticidad al ciclo económico de las ventas de los supermercados se contempla en el Gráfico 3: los niveles de cantidades vendidas son hoy 30% mayores a los del pico de la Convertibilidad (1998–2000).

Gráfico 3: Ventas en supermercados (cantidades), 1996 = 100



Fuente: INSECAP en base a INDEC e institutos de estadística provinciales.

Por su lado, la tendencia del IVA impositivo (esto es, el IVA que se recauda del comercio interno, el cual se diferencia del IVA aduanero, ligado al comercio exterior) parece confirmar el repunte del consumo: creció en octubre 11,2% interanual en términos reales y en lo que va del año muestra un alza de 8%, tras haber caído 3,6% en 2014.

Como ya se ha afirmado en informes previos, hay dos factores que están detrás de esta tendencia moderadamente positiva del comercio minorista. En primer lugar, la fuerte desaceleración de la inflación (hoy en torno del 24–25% anual, como se analizará más adelante) que ha permitido cierta mejora del poder adquisitivo, tras la caída sufrida en 2014. Cabe aclarar que los salarios subieron 29,8% entre septiembre de 2014 y septiembre de 2015, según el INDEC (ver más adelante). En segundo término, el programa Ahora 12 impulsó positivamente

el consumo al permitir la financiación en doce cuotas sin interés en más de 160.000 comercios del país.

d) La producción industrial

Luego de un 2014 negativo, con caídas de prácticamente 3%, la producción industrial comenzó a repuntar débilmente en marzo y, con mayor ímpetu, a partir de junio. Sin embargo, en octubre volvió a caer (-2,7%), según Ferreres, acumulando así en lo que va del año una leve suba del 0,4%. Vale apuntar que este ínfimo crecimiento se da respecto de una reducida base de comparación como 2014, por lo que hoy se encuentra alrededor de 2% por debajo del pico obtenido en 2011. Los datos de la Unión Industrial Argentina (UIA) y el INDEC muestran comportamientos relativamente similares: un leve repunte de la actividad industrial en el segundo y tercer trimestre, pero con tendencias a la baja a partir de septiembre.

¿A qué se debe que en octubre haya vuelto a caer la producción industrial? Sobre todo al comportamiento del sector automotriz, cuya producción cayó 25,6%, causado por el enorme desplome de la demanda brasileña, país destino de aproximadamente 45% de la producción local. El mercado interno de autos, por el contrario, sigue exhibiendo una tendencia a la recuperación (las ventas de autos cero kilómetro crecieron 7,9% interanual en octubre), que no logran compensar la fuerte caída de las ventas externas a nuestro principal socio comercial, aquejado por una aguda recesión. Si descontamos a este sector, la producción industrial habría crecido 0,5% en octubre respecto del mismo mes del año anterior.

e) Inflación

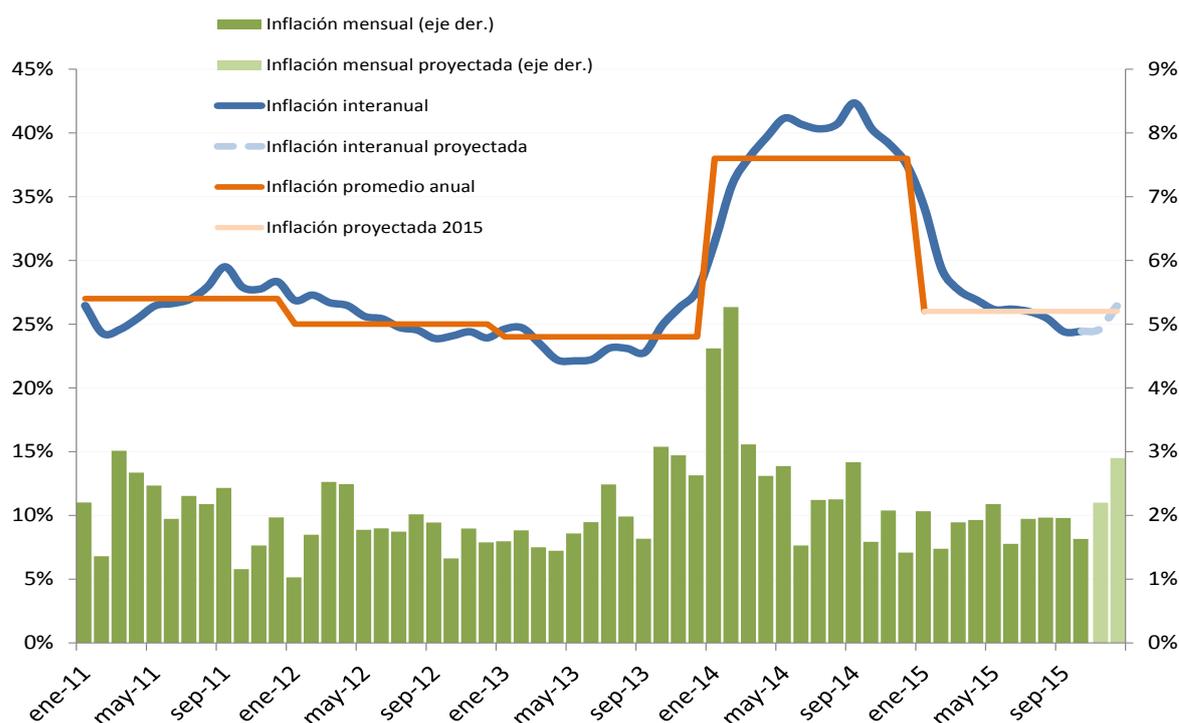
Según el promedio que surge de los institutos de estadística de la Ciudad de Buenos Aires, Tierra del Fuego y San Luis, la variación de los precios al consumidor fue de 1,6% en octubre, cifra inferior a la de agosto y septiembre (2%). De este modo, el aumento acumulado de los últimos doce meses es de 24,4%.

Sin embargo, el efecto de la primera vuelta electoral –mostrando a Mauricio Macri, im-

pulsor de una fuerte corrección del tipo de cambio, como el favorito para el ballottage del pasado 22 de noviembre– tuvo cierto correlato en los precios: según la consultora Elypsis, en las dos primeras semanas de noviembre la inflación fue de 0,55% y 0,56% respectivamente, mostrando una tendencia mensual del 2,04%.

Tras la victoria de Macri, es posible que el aumento de los precios se acelere sensiblemente, debido al impacto de una fuerte depreciación del peso a partir de los primeros días de su gobierno (ver más adelante). En INSECAP estimamos que en diciembre la inflación mensual podría rondar e incluso superar el 3%, aunque ello depende de otros factores como: i) cuánto se deprecie la moneda; ii) qué se hará con las tarifas congeladas de los servicios públicos; iii) si la baja de las retenciones a las exportaciones agropecuarias será inmediata o no y iv) la posibilidad de concertar un acuerdo social entre empresarios y sindicatos (lo cual es más probable que ocurra directamente en 2016 y no en diciembre). De esta manera, es posible que la inflación termine el año en torno del 26–27%, con tendencia a la aceleración de cara a 2016 (Gráfico 4).

Gráfico 4: Inflación en Argentina, 2011–2015



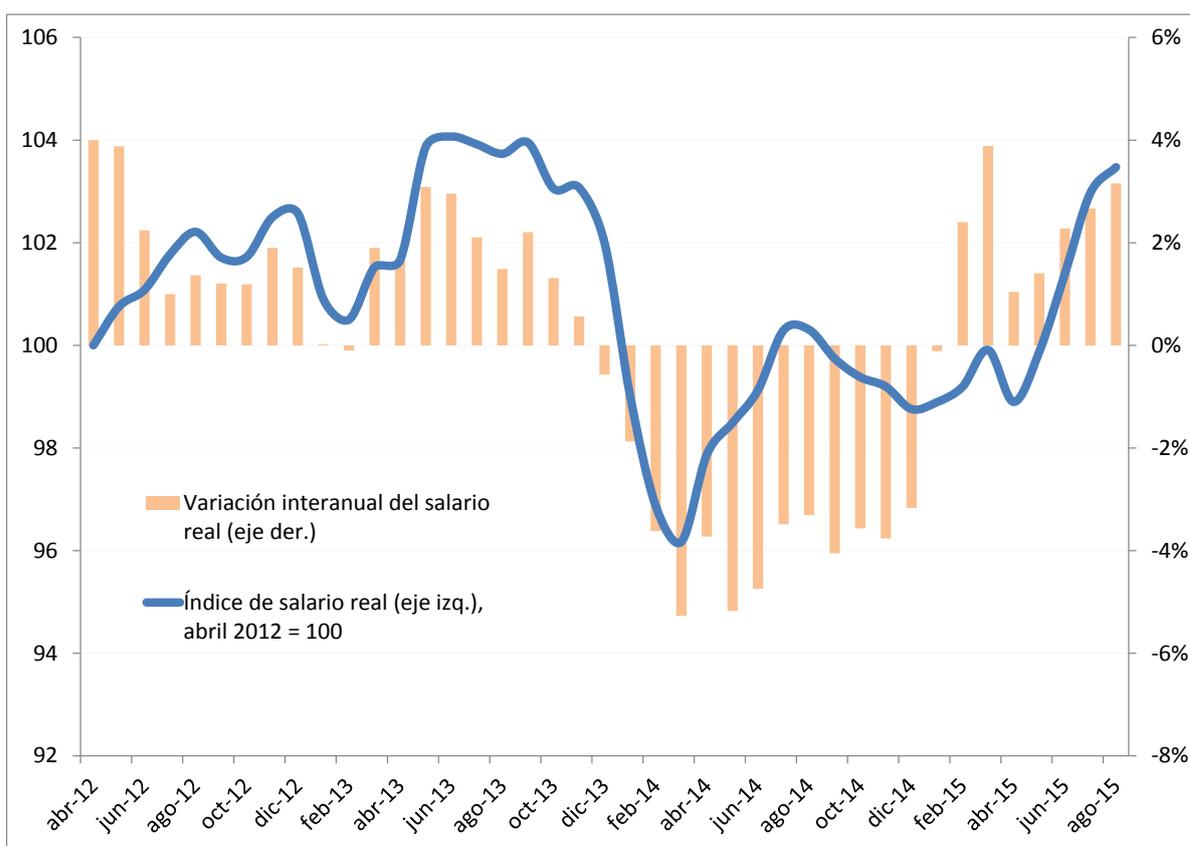
Fuente: INSECAP en base a institutos de estadística provinciales y proyecciones propias.

f) Salarios

Luego de caer alrededor de 4% en 2014 en términos reales, los salarios vienen exhibiendo un rebote desde febrero de este año, aunque es probable que una fuerte depreciación de la moneda revierta esta tendencia. En septiembre, el poder adquisitivo del salario

(tomando el índice de salarios del INDEC y deflactándolo por la inflación de las provincias) subió 3,8% interanual, y acumula en el año una suba del 2,3%. De este modo, el poder adquisitivo del salario se encuentra hoy en niveles ligeramente inferiores a los de mediados de 2013 (ver Gráfico 5).

Gráfico 5: El salario real en Argentina, abril de 2012 a septiembre de 2015



Fuente: INSECAP en base a INDEC e institutos de estadística provinciales.

2. El difícil 2016 que se avecina

Como es de público conocimiento, el pasado domingo 22 de noviembre Mauricio Macri se impuso por 678.774 votos (2,68%) en el ballottage presidencial por sobre Daniel Scioli. Tres días después, el 25 de noviembre, el futuro Jefe de Gabinete, Marcos Peña, anunció el gabinete que acompañará al flamante presidente. La cartera económica finalmente estará compuesta por funcionarios con un perfil más bien técnico y con un pasado en el sector privado, como Prat Gay (en el Ministerio de Hacienda y Finanzas), Cabrera (en Desarrollo Productivo), Aranguren (en

Ingeniería y Minería) o Sturzenegger (Banco Central).

Antes del 25 de octubre, las perspectivas de un triunfo del oficialismo hacían pensar a diversos analistas que un escenario de gradualismo era factible, sobre todo si Daniel Scioli ganaba en primera vuelta y se podía planificar una transición más ordenada y larga, aún en el contexto de disputa al interior del Frente para la Victoria. Aquel escenario priorizaba acceder a los mercados internacionales de crédito a tasas competitivas para recomponer las reservas del BCRA y encauzar después una liberación gradual del control de capitales y el tipo de cambio.

Así, en INSECAP habíamos proyectado, a mediados de octubre, una devaluación en torno del 30% para el 2016 (en un rango entre 22–23% y 40%, en función del grado de depreciación de la moneda estimado para el año venidero).

El triunfo de Macri echó por tierra estas previsiones, y ha vuelto mucho más probable la aplicación de ciertas medidas de *shock*, para las cuales cuenta con mayor margen (al provenir de un distinto signo político y al poder trasladar las culpas de los costos de tal eventual *shock* en las “bombas” activadas por la administración anterior). De esta manera, es plausible que el plan de Macri sea un ajuste fuerte y rápido en los primeros meses de mandato, con el objetivo de volver a crecer –deuda mediante– hacia 2017, año de elecciones legislativas.

Sin embargo, este plan no está exento de riesgos, ya que la dinámica de los ajustes podría tornarse inestable a causa de una aceleración de la inflación por paritarias más altas, derivando así en un círculo vicioso que retroalimente la inestabilidad cambiaria (con un nuevo salto devaluatorio). Frente a esto, hemos proyectado tres nuevos escenarios (ver Cuadro 2, más adelante). El escenario A supone que el nuevo gobierno realiza una depreciación del tipo de cambio pero con dificultades para acceder al crédito internacional. En este caso, persistiría el cepo, aunque probablemente más relajado que el actual. El escenario B supone una liberación del cepo cambiario ante la posibilidad de acceder al endeudamiento en dólares, lo cual generaría una devaluación mayor, pero logrando eliminar la brecha cambiaria. Por último, el escenario C –el más optimista– también supone una liberación del cepo junto con endeudamiento, pero con una economía en expansión debido a un mejor éxito en el control de la inflación, a un rápido cambio de expectativas y a la repatriación de capitales.

Escenario A: Devaluación contenida, sin dólares, y con brecha cambiaria

Concretamente, el escenario A estima una depreciación del tipo de cambio de entre un

25% y 30% en los primeros meses, más un 10–12% gradual a lo largo del 2016. En el acumulado, se alcanzaría una devaluación promedio en torno del 41–46% en el año. Esto tendría un impacto sobre la inflación (*pass-through* o efecto traslado) y repercutiría negativamente en el consumo (caída de los salarios reales) y, por ende, en el nivel de actividad y el empleo. Lo positivo sería que se recompondría algo de competitividad, lo cual podría favorecer a algunos sectores exportables. Además, la eliminación de retenciones (de todos los productos agropecuarios salvo la soja, que bajaría 5% por año) y la devaluación del tipo de cambio generarían un aumento de rentabilidad para los productores, que tienen en stock alrededor de USD13.000 MM en cereales y oleaginosas. De tal modo, es probable que se liquiden rápidamente entre 5.000 y 10.000 millones de dólares.

La liquidación de esos stocks permitiría recomponer el alicaído nivel de las reservas internacionales del BCRA, siempre y cuando la devaluación inicial sea suficiente para anclar las expectativas de devaluación. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el próximo gobierno tiene una serie de pasivos pendientes para el 2016, como USD 7.300 MM de pagos de deuda (intereses y capital), USD 2.800 MM de intereses bloqueados por el fallo del juez Griesa más unos USD 5.000 MM pendientes de liquidación por importaciones correspondientes a lo que va del 2015. Si a eso le sumamos los resultados esperados de la cuenta corriente y de capital, es previsible que en este escenario el BCRA finalice 2016 con un nivel de reservas brutas no superior a los USD 28.000 MM.

En este escenario, el tipo de cambio oficial probablemente termine 2016 en torno de \$14–14,5, pero con un dólar paralelo con una brecha cambiaria entre 20 y 40%, de acuerdo con la capacidad de obtención de financiamiento externo. Por otra parte, es probable que el BCRA trate de ajustar el rendimiento frente a la devaluación esperada y fije la tasa de interés de las LEBACS en el orden del 34–35%.

Vale agregar que es probable que en este escenario se dé cierto ajuste fiscal, sobre todo a partir de la quita de subsidios a la luz, el agua, el gas y el transporte. Ello tendría un impacto directo sobre el poder adquisitivo, haciendo caer aún más la deman-

da interna, y afectando negativamente al nivel de actividad. La suma de devaluación con quita de subsidios impactaría negativamente en el PBI –el cual caería 1,5%– y en el empleo (del promedio de 7% de desempleo de 2015 iríamos a uno de 9%).

Cuadro 2: Escenarios económicos probables para 2016

Variables	2015	2016		
		Escenario A	Escenario B	Escenario C
PBI (%)	1.5%	-1.5%	-3.0%	2.0%
Actividad industrial (%)	0.4%	-2.5%	-3.5%	1.0%
Desempleo	7.0%	9.0%	11.0%	7.0%
Tipo de cambio (\$/USD al mes de diciembre)	9.9	14 - 14.5	16 - 16.5	14 - 14.5
Variación (% dic / dic)	15.9%	41 - 46%	61 - 66%	41 - 46%
Brecha cambiaria	62.5%	20% - 40%	0%	0%
Inflación (% dic / dic)	24%	30 - 33%	40 - 45%	30 - 33%
Exportaciones (MM USD)	61,000	63,000	67,000	65,000
Variación (%)	-15%	3.3%	9.8%	3.3%
Importaciones (MM USD)	59,500	57,000	53,000	61,000
Variación (%)	-9%	-4.2%	-10.9%	2.5%
Balanza comercial (MM USD)	1,500	6,000	14,000	4,000
LEBAC 90 días (%)	26%	34%	40%	34%
Reservas internacionales (MM USD)	26,000	28,000	35,000 - 38,000	35,000 - 38,000

Fuente: Estimaciones propias.

Escenario B: *Shock* devaluatorio, con dólares, sin brecha cambiaria y con expectativas a la espera

Los escenarios B y C son los que parecieran ajustarse mejor a las promesas de Macri de “eliminar el cepo lo antes posible”. El escenario B implicaría un *shock* devaluatorio del orden del 40–45%, que podría darse mismo en diciembre, o en todo caso en los primeros meses de 2016. Esta fuerte depreciación del peso iría acompañada de un aumento del endeudamiento en dólares (que permitiría una significativa recomposición de las reservas internacionales) y de un pronunciado aumento de las tasas de interés por encima del 40% al principio, para luego reducirse hacia mediados de año. El objetivo de tal suba de interés radicaría en estabilizar la demanda de pesos y evitar una mayor dolarización de carteras.

En este escenario es probable que mejore el superávit comercial, pudiendo llegar incluso a los 14.000 millones de dólares. Ello se daría por un triple efecto: en primer lugar, por liquidación de stocks de granos; en segundo orden, por una caída de las importaciones de más de 6.000 millones respecto de 2015, producto del fuerte ajuste de la actividad que supondría tamaña depreciación del peso (sin

ningún contrapeso significativo en el cambio del humor económico de los agentes, que estarían más “a la espera” de una estabilización más duradera); en tercer orden, por el repunte exportador de algunas actividades (sumado a la necesidad de volcar saldos exportables al exterior, debido a la caída de la demanda interna). La mejora del superávit comercial junto al endeudamiento permitirían acrecentar el stock de reservas brutas del BCRA, que terminaría 2016 en torno de los 35.000–38.000 millones de dólares.

Sin embargo, este *shock* devaluatorio tendría probablemente un impacto contundente en precios. En este escenario estimamos una inflación de por lo menos el 40–45%, la cual eliminará parte de las ganancias de competitividad de la devaluación inicial. Ello generaría una depreciación posterior (gradual), para terminar 2016 con un tipo de cambio por encima de los \$16.

¿Por qué a mayor devaluación hay mayor fogoneo de la inflación? La mecánica es clara. Por un lado, los precios de los bienes transables –exportaciones e importaciones– tenderán a subir en una proporción similar a la devaluación (aún más en caso de eliminación de retenciones). ¿Por qué? Porque el 90% de las operaciones del comercio ex-

terior se realizan en el mercado oficial. En el caso de los bienes no transables, por un lado se tiene un aumento de costos vinculados a la suba de los precios de los bienes transables (insumos importados, bienes exportables utilizados como insumos, etc.) y, por otra parte, la suba de costos asociada a los aumentos salariales (las paritarias serán la clave de la agenda de los dos primeros trimestres del año). A menos que se dé un certero acuerdo social de precios y salarios (ver escenario C), es poco probable que la inflación no se acelere si el tipo de cambio sube en esta cuantía.

Una parte del equipo económico de Mauricio Macri está convencida de que el ajuste del tipo de cambio oficial no se trasladará significativamente a los precios ya que, dicen, los precios de la economía ya están ajustados al dólar más alto (“de equilibrio”). Si toda, o gran parte, de la devaluación esperada ya se tradujo a precios, la unificación cambiaría no tendría efectos relevantes sobre precios y, por ende, tampoco sobre el salario real. Por lo tanto, dicen, sería posible lograr una baja de los costos salariales en dólares (aumentar la competitividad) sin afectar el poder adquisitivo (en pesos) de los trabajadores.

Sin embargo, esta situación no ocurrió con la devaluación de principios de 2014 (la inflación anualizada aumentó más de 10 puntos porcentuales, de 25 a 37%). En INSECAP creemos que este diagnóstico, por lo tanto, es incorrecto. Si bien algunos precios se pueden marcar al dólar de contado con liquidación o al blue, las exportaciones se liquidan al dólar oficial, lo mismo que el mencionado 90% de las importaciones.

Por otro lado, hay que considerar el impacto directo del *shock* de precios sobre las tarifas (principalmente electricidad, gas, transporte), a lo cual si se le podría sumar la eliminación (seguramente parcial) de subsidios económicos por parte del Estado. Con esto, el aumento tarifario podría ser aún mayor a la devaluación, con el consecuente impacto en los costos de producción y el salario real. La fuerte caída del salario real (que podría ser superior al 10%) en este escenario B implicaría una fuerte merma de la demanda interna, por lo que el PBI caería al menos 3%, y el desempleo superaría el 10%.

De tal modo, este escenario B tiene ciertamente algunos riesgos, a saber:

a) Que el gobierno de Macri no logre estabilizar el tipo de cambio en un mercado

libre. Aun logrando una recomposición de reservas a partir de un mayor endeudamiento en dólares, ello puede no ser suficiente para controlar las expectativas futuras respecto del tipo de cambio y generar una merma continua en las reservas del Banco Central.

b) Que se desate una espiral inflacionaria. Con un traslado significativo a precios de la devaluación inicial, la ganancia en términos de competitividad dependerá, en gran medida, de qué suceda con los salarios y los efectos posteriores de estos aumentos en precios. Si los salarios aumentan en igual medida que la inflación, es necesario volver a devaluar si se quiere ganar en términos de competitividad (mejorar el tipo de cambio real). Acá será clave la habilidad política del gobierno para negociar con el movimiento sindical cuando lleguen las paritarias.

c) Que haya un significativo aumento del conflicto social. Si la caída del salario real es muy profunda (solo atenuada por la relajación de la presión fiscal en el Impuesto a las Ganancias) y la contracción económica deriva en un aumento del desempleo, es altamente probable que la conflictividad social aumente significativamente. Ello podría tener serias consecuencias en la gobernabilidad del presidente entrante, quien intentará justificar la situación debido a “la bomba” heredada del gobierno saliente. Más allá de eso, hay que tener en cuenta que Macri no cuenta con un cheque en blanco: ganó ajustadamente, no tiene el control parlamentario y diversos estudios de opinión consideran que su base profunda de apoyo es del 28–30%.

En este difícil escenario B (el más negativo de los tres), el macrismo saldría conforme si la inflación se mantiene relativamente controlada, y si las caídas del empleo, el salario real y la actividad son acotadas, y sin mayores conflictos sociales.

Escenario C: *Shock* devaluatorio exitoso, con dólares, sin brecha cambiaria y con boom de expectativas

El escenario C es el más optimista de los tres. Al igual que en el B, se contempla una rápida salida del cepo cambiario, que impli-

caría un *shock* devaluatorio fuerte, del orden del 40%. En este escenario no solo habría financiamiento externo y liquidación de cosecha retenida, sino que existiría una significativa repatriación de capitales producto del cambio de humor económico, y debido a la pérdida de valor de los activos en pesos. Tal repatriación de capitales permitiría no solo recomponer reservas y estabilizar más rápidamente el tipo de cambio sino contrapesar el efecto contractivo de una caída del salario real, si es que se vuelca a la inversión. En particular, en este escenario podría ocurrir que la repatriación de capitales se vuelque mayormente a actividades como la construcción, debido a la baja de costos en dólares. Si el cambio de expectativas es lo suficientemente fuerte, es posible que algunas empresas se aventuren a hacer algunas inversiones que vayan más allá de la construcción, lo cual también tendría un sesgo expansivo. De tal modo, la economía crecería un 2% y el desempleo se mantendría estable en torno del 7%, aunque aun así es difícil que el salario real crezca.

En este optimista escenario C también se contempla la posibilidad de una minimización del *pass-through* a partir de exitosas negociaciones de precios y salarios entre el Estado, los empresarios y los sindicatos, por lo que la inflación sería más baja que en el escenario B. Si bien la balanza comercial sería menos superavitaria que en los otros dos escenarios (4000 millones de USD), debido al aumento de las importaciones que implicaría el crecimiento del 2% del PBI, las reservas se acrecentarían, gracias a la mencionada combinación de deuda, liquidación de cosecha retenida y repatriación de capitales. Vale mencionar, respecto de esto último, que se estima que los argentinos tienen fuera del sistema unos 200.000 millones de dólares, por lo que una repatriación pequeña de estos puede tener un impacto significativo sobre las reservas y el nivel de actividad.

Escenario D: combinación de A, B y C

Una cuarta posibilidad –y relativamente probable– es que transitemos por un camino que combine aspectos de los tres escenarios mencionados. La cercanía a uno u otro dependerá del acceso al crédito internacional que tenga Argentina y del balance del Banco Central al mes de diciembre y de cómo cambien las expectativas (y cómo dicho cambio podría materializarse en la práctica).

Respecto del acceso al crédito internacional, la variable clave sigue siendo el precio

alto que paga hoy Argentina para financiarse en dólares, el cual tiene que ver sobre todo con problemas internos (cepo y regulaciones) y con la cuestión irresuelta de los *holdouts* en el frente externo. Si bien el déficit de la cuenta corriente es relativamente bajo, el cepo y la falta de acceso a financiamiento obliga a pagar los vencimientos de deuda al contado (con reservas internacionales). Como dijimos en el Newsletter anterior, en 2016 vencen USD 7.342 MM (contra los casi USD 14.000 MM de este año). Si bien los montos son pequeños, al día de hoy representa un 22% de las reservas totales y 100% de las líquidas (esto es, excluyendo el swap con China y los depósitos en dólares). Es por eso que cualquier estrategia cambiaria y económica requerirá un puente de financiamiento para administrar las tensiones de corto plazo.

Si bien la economía que deja el kirchnerismo tiene importantes desequilibrios, afortunadamente cuenta con un conjunto de activos importantes: la deuda pública nominada en dólares es reducida, las empresas, familias y bancos están desendeudados y existe la posibilidad de acceder, en el mediano plazo, a financiamiento externo relativamente barato. Respecto de esto último, es probable que en diciembre la FED suba las tasas de interés, pero todo indicaría que la suba sería mínima.

Sin embargo, también existen importantes pasivos: el principal es que las reservas del BCRA son muy bajas. A ello hay que agregar la existencia de una importante brecha cambiaria, que la inflación hoy se encuentra en torno del 25%, y que las tarifas están congeladas. Respecto de esto último, vale aclarar que los subsidios a la luz, el gas, el agua y el transporte representan poco más del 4% del PIB, lo cual representa una porción muy importante del déficit fiscal.

Cuánto se impongan los activos frente a los pasivos dependerá de las perspectivas sobre la política económica. Al parecer, es factible que el panorama para el primer semestre de 2016 sea de ajuste del nivel de actividad, sea con mayor o menor gradualismo (escenarios A y B, respectivamente). Sin embargo, no hay que descartar la posibilidad de un 2016 más optimista, en que se logre dar una devaluación real con relativamente pocos costos sociales, y en donde el cambio de expectativas sea tan potente que induzca a una repatriación de capitales que no solo contribuya a ensanchar las reservas del BCRA, sino a traccionar la inversión, tal como se vislumbró en el escenario C.

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/>