

## Newsletter INSECAP UCES

### Facultad de Ciencias Económicas

**E**l presente boletín INSECAP se compone de tres secciones. En la primera, analizamos las tendencias recientes en materia de precios e ingresos de la población. Nuestras estimaciones arrojan que la inflación nacional hoy es aproximadamente 41,5% que hace un año atrás, lo cual ha originado que el poder adquisitivo de los salarios se contrajera el 14% desde noviembre. Asimismo, mostramos cómo el impacto de la suba de precios ha sido mayor en los hogares de menores ingresos que en los de mayores ingresos, dado que tienen canastas de consumo diferentes (los sectores más vulnerables gastan proporcionalmente más en alimentos y servicios públicos que los de mayores ingresos). La segunda sección analiza someramente las principales tendencias de la actividad económica, en tanto que la tercera esboza algunas características de la economía de los próximos meses.

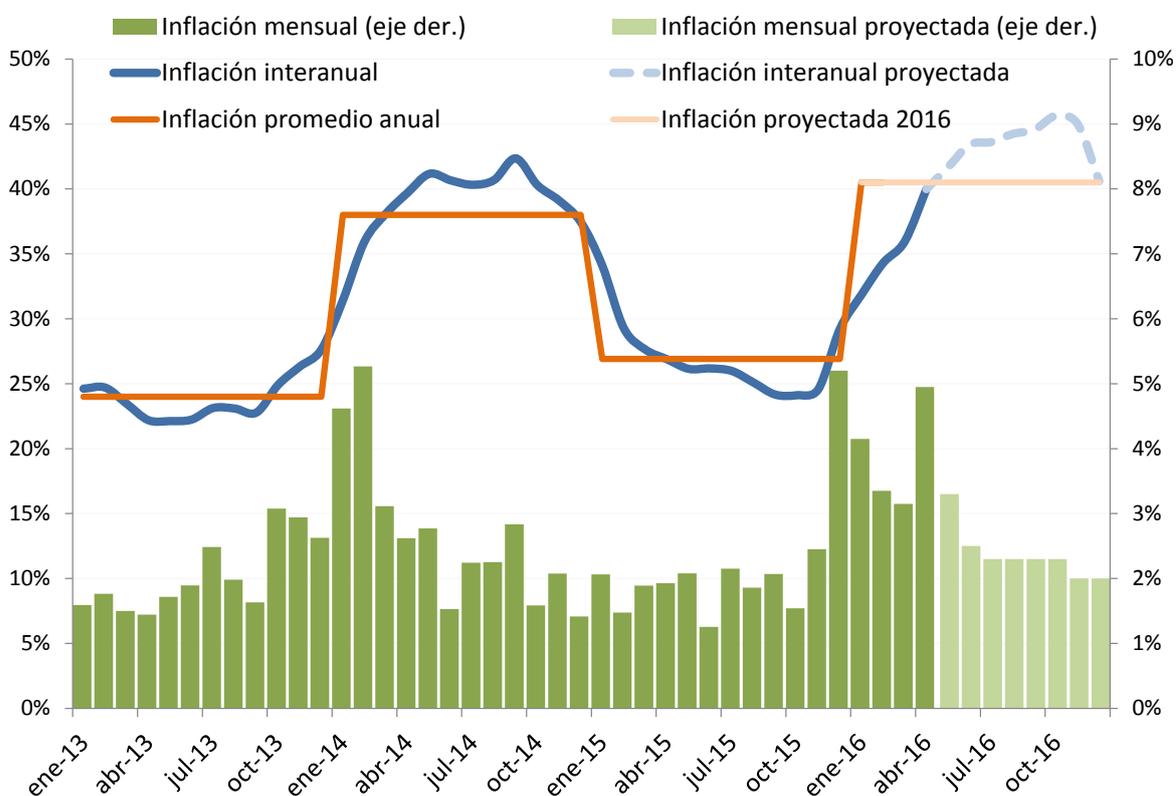
## I. Precios e ingresos

A ya casi un semestre desde que Mauricio Macri llegó a la presidencia, la economía marcha con varias luces de alerta. La devaluación que acarrió la salida del cepo cambiario, más la baja de retenciones al agro, y la fuerte suba de las tarifas en servicios públicos como la electricidad (en febrero) y gas, agua y transporte público (en abril) han fogoneado la inflación, que de un 24% interanual en noviembre pasó a un 40% en abril (tomando como promedio el IPC-CABA y el IPC-San Luis). Las tendencias preliminares para mayo muestran que la inflación lamentablemente sigue elevada y por encima del 3%, ahora impulsadas por rubros como naftas, cigarrillos, lácteos y productos de panadería. De este modo, hoy los precios son alrededor de 41,5% más elevados que hace un año atrás (ver Gráfico 1), cifra que es levemente mayor en el Área Metropolitana de Buenos Aires (42%) que en el Inte-

rior (41%), debido al impacto desigual de la suba de las tarifas de los servicios públicos.

Asumiendo un escenario en el que el dólar no se va más allá de \$16 para fin de año, en que las paritarias promedio cierran en torno al 33%, que no hay una apertura comercial total y en que no hay nuevos ajustes de tarifas ni grandes cambios en los precios internacionales de las materias primas, desde INSECAP proyectamos una inflación promedio del 40/41% para 2016, con un pico interanual del 45% en octubre. Nuestra visión es que, si bien es cierto que los precios desacelerarán a partir de junio, es poco probable que se encuentren muy por debajo del 2% mensual, habida cuenta de que los empresarios trasladarán parte de los aumentos tarifarios y salariales a precios. De este modo, la inflación de 2016 sería la más alta desde 1991, ya que el promedio de la suba de precios fue del 25,6% en 2002 (con un pico del 41% en diciembre de dicho año) y del 38% en 2014. Veremos si tales previsiones se cumplen en la práctica.

**Gráfico 1: La inflación en Argentina, 2013-2016 (proyección)**

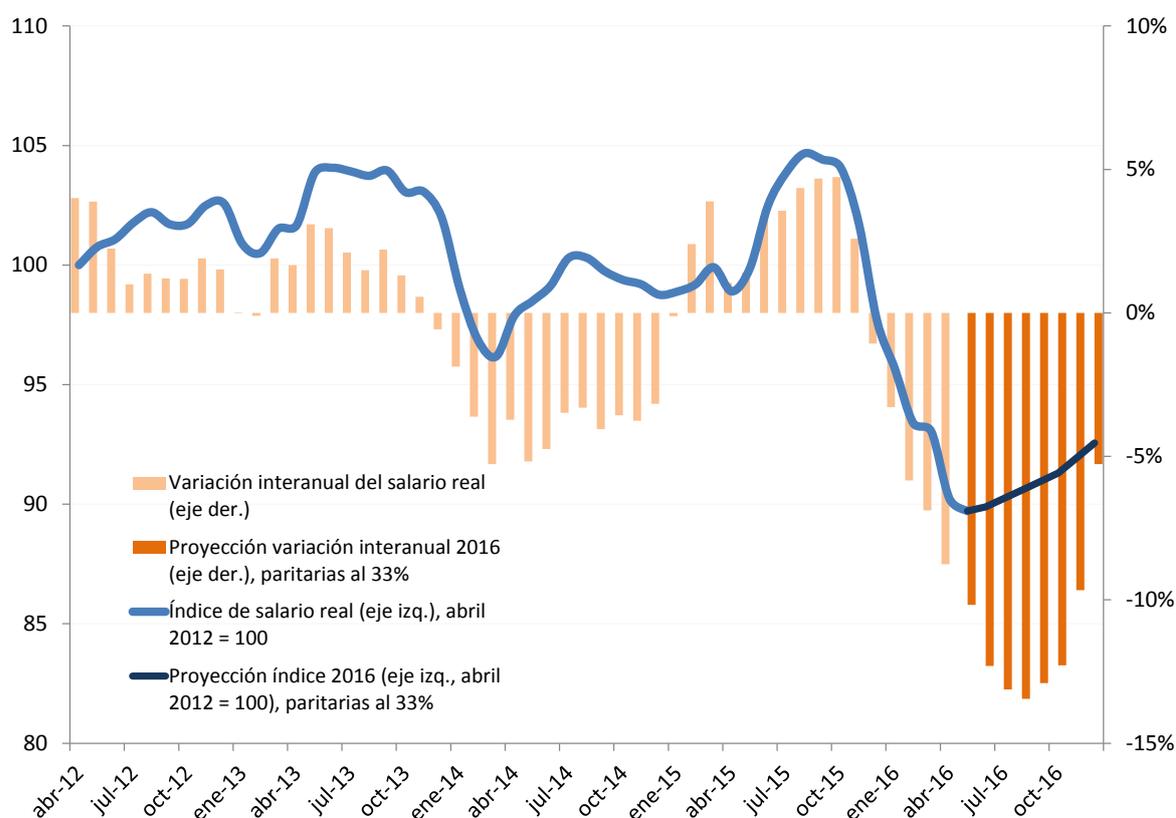


Fuente: INSECAP en base a institutos de estadística provinciales y proyecciones propias.

La mencionada aceleración inflacionaria ha hecho que el poder adquisitivo se contrajera notoriamente desde noviembre: nuestras estimaciones arrojan una caída del 14% desde entonces. Si lo comparamos mayo de 2016 contra mayo de 2015, tal caída es del 10,2%. Si bien es probable que el poder adquisitivo haya tocado fondo

en abril-mayo, es poco probable que la recuperación que se avecina post-paritarias logre recuperar todo el terreno perdido (ver Gráfico 2). Nuestra proyección hoy es que la caída del salario real medio en 2016 será de alrededor del 9%, teniendo en cuenta los supuestos de inflación y paritarias antes descriptos.

**Gráfico 2: El salario real en Argentina, 2012-2016 (proyección)**



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

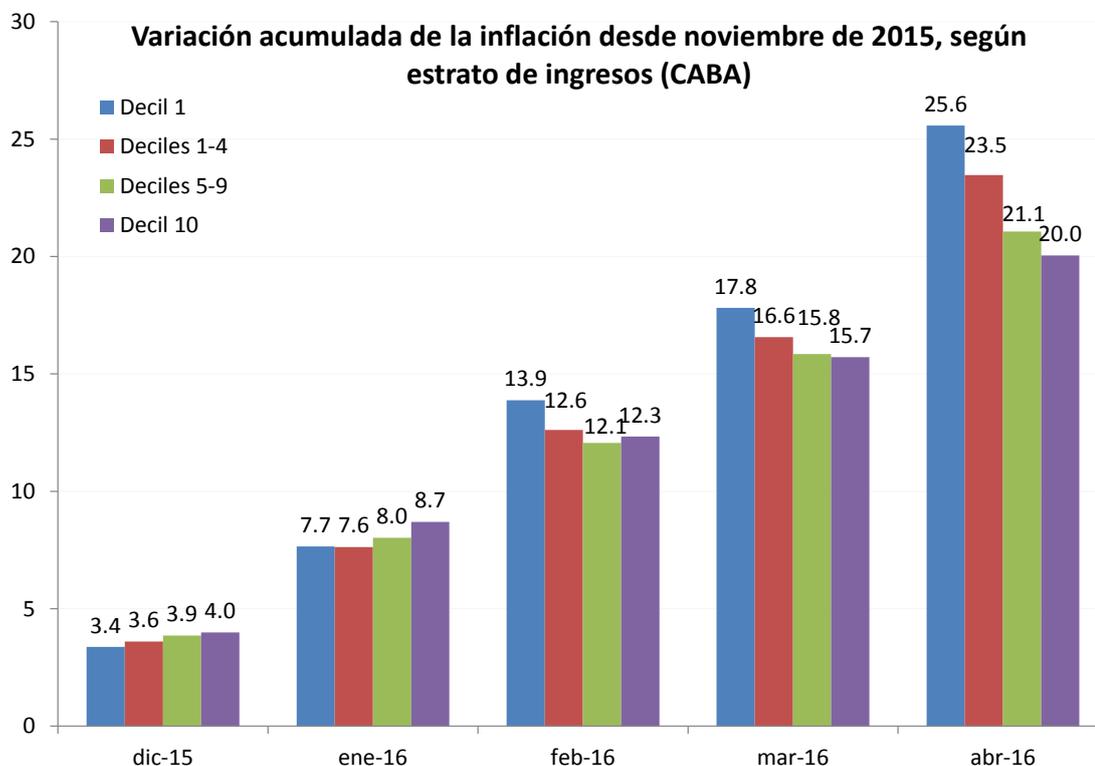
Un dato adicional -y para nada menor- es que la aceleración inflacionaria desde fines de 2015 ha tenido un impacto desigual según los estratos de ingresos. Como se ve en el Gráfico 3, la inflación acumulada del 10% de menores ingresos (decil 1) entre noviembre de 2015 y abril de 2016 fue del 25,6%, cifra que cae al 20% si tomamos el 10% de mayores ingresos (decil 10). ¿Por qué ocurre esto? Porque las canastas de consumo son muy diferentes entre los hogares que más y menos ganan. Mientras que, en los primeros, rubros como alimentos y bebidas y servicios públicos se llevan una parte sustancial del gasto, en los segundos, su peso

en la canasta de consumo es relativamente menor. En contraste, los deciles de mayores ingresos gastan proporcionalmente más en ítems como seguros médicos, enseñanza privada, recreación o transporte particular. Si la inflación en los sectores más vulnerables ha sido mayor, ello se debe no tanto al rubro de alimentos y bebidas (cuya variación interanual de precios es muy similar al promedio de los bienes y servicios en el último año), sino a la fuerte suba de la tarifa de los servicios públicos. De este modo, si bien medidas como la ampliación de la tarifa social y la desgravación del IVA en alimentos a sectores vulnerables va en la dirección

correcta, no hay que suponer que los hogares de menores ingresos quedan completamente “blindados” ante los cambios econó-

micos en curso. En todo caso, tales medidas compensatorias tendrán el efecto de “nivelar” un poco las consecuencias de éstos.

**Gráfico 3**



Fuente: INSECAP en base a IPC-CABA y ENGHO-INDEC (2012-2013).

Por su lado, la reciente adopción de medidas que inyectan recursos a los jubilados (aumento de haberes para 2,5 millones de jubilados y pago de juicios con la ANSeS) puede tener un efecto expansivo en los próximos meses, contrapesando así la caída de los ingresos reales de la población. Ello sí es una buena noticia dentro de una coyuntura complicada como la actual. Vale apuntar que estas medidas benefician mayormente a los jubilados con haberes medios y altos. Si tomamos en cuenta que la propensión marginal a consumir de los hogares de ingresos medios y altos es menor que la de los de ingresos bajos, es probable que el impacto expansivo sea algo más acotado que si los aumentos se hubieran enfocado en quienes cobran la jubilación mínima.

## II. ¿Qué pasa con la actividad económica?

El recalentamiento de los precios, con la caída del poder adquisitivo que ha genera-

do, tuvo un impacto negativo en la actividad económica (-4,9% en abril y -1,2% en el primer cuatrimestre según Ferreres), ya que la fuente más importante de la demanda en Argentina, como es el consumo privado, se ha resentido. Otros componentes de la demanda interna como la inversión privada y el gasto público no han compensado esta tendencia, sino que la han profundizado: la obra pública se ha frenado en los últimos meses, y la formación bruta de capital de los empresarios privados no se ha dinamizado, a la espera de mejores perspectivas económicas. Tan sólo las cantidades exportadas tuvieron un saldo favorable en lo que va del año (+14%), gracias a la salida del cepo cambiario, la devaluación, la baja de retenciones y las altas tasas de interés. Sin embargo, buena parte de lo exportado se debe a producción de 2015 que fue retenida en silobolsas a la espera de una mejor rentabilidad y no sólo a la producción de este

año, la cual ha caído por malas condiciones climáticas. Vale apuntar que las cantidades exportadas sólo aumentaron en los productos de origen agropecuario, y no en los industriales, muy afectados por la caída de la demanda brasileña. En efecto, más del 50% de las manufacturas de origen industrial se dirigen al país vecino, que atraviesa hoy una dramática crisis económica y política.

Un dato adicional es que en Argentina las exportaciones representan menos del 20% de la demanda agregada, de modo que la contribución positiva al crecimiento no compensa la negativa en los otros tres componentes (consumo privado, inversión privada y gasto público).

En el Cuadro 1 podemos ver algunos estimadores de coyuntura de la actividad económica. Salvo los ligados al comercio exterior y a la venta de autos cero kilómetro, todos muestran caídas significativas en lo que va del año. En particular, la construcción, el comercio minorista y la industria están atravesando situaciones complejas.

Un dato muy llamativo es que si bien la actividad económica viene cayendo en lo que va de 2016, las cantidades importadas se incrementaron en 9% en el primer cuatrimestre del año. Aún en abril, donde el nivel de la actividad fue más bajo que en los meses previos, las cantidades importadas crecieron 5%. Esta particularidad en las importaciones parece estar mostrando una mayor apertura comercial. Un dato a tener en cuenta es el siguiente: en abril las cantidades importadas de vehículos se disparó 54%, y la de bienes de consumo 17%, acumulando en lo que va del año aumentos del 53% y del 16% respectivamente. Por el contrario, las cantidades importadas de bienes de capital y bienes intermedios, cuya correlación con la inversión es más fuerte, se incrementaron 3% y 1%, respectivamente. El aumento de la participación de los bienes de consumo en la canasta de importaciones es un dato a tener en cuenta, ya que cuando ello ocurrió con profundidad y sin gradualismo (1980-1981 y la década de los '90), los sectores nacionales productores de este tipo de bienes –mayormente pymes– atravesaron una muy profunda crisis.

Cuadro 1

Estimadores de actividad (abril)				
Sector	2015 contra 2014 (var. interanual)	Acumulado 2016 contra acumulado 2015 (var interanual)	Mismo período año anterior (var. interanual)	Tendencia abril
Actividad industrial	-0.8%	-2.1%	-6.1%	-
Actividad general	2.1%	-1.2%	-4.9%	-
Índice Construya	8.1%	-8.8%	-22.3%	-
Cemento	6.8%	-14.1%	-27.5%	-
Comercio minorista (CAME)	2.1%	-4.8%	-6.6%	-
Exportaciones (cantidades)	-1.0%	14.0%	3.0%	+
Importaciones (cantidades)	5.0%	9.0%	5.0%	+
Recaudación total real	4.3%	-2.4%	-4.4%	-
IVA impositivo real	8.0%	-7.5%	-6.1%	-
Producción de autos	-12.0%	-13.3%	-0.4%	-
Patentamiento de autos	-6.3%	4.7%	13.8%	+

Fuente: INSECAP en base a ADEFA, FIEL, Ferreres, Construya, Cámara Argentina de Fabricantes de Cemento Portland, AFIP, INDEC, CAME, CEU-UIA y estimaciones propias.

### III. La economía que se viene

En nuestra última edición del boletín, allá por los primeros días de diciembre de 2015, preveíamos tres escenarios posibles para

2016. En el primero de ellos, señalábamos que era probable una salida parcial del cepo cambiario, con el peso cotizando alrededor de \$14,50 para diciembre de este año. Ese escenario suponía una inflación del 30/33%,

caída del salario real y la demanda interna, tirando hacia la baja el PBI, que estimábamos en -1,5%. El segundo escenario posible implicaba una salida total del cepo, con un dólar en torno a los \$16 para diciembre, una inflación del 40/45% y un PBI cayendo al 3%. El tercer escenario era el más optimista -pero el que juzgábamos menos probable-, con salida del cepo, un dólar a \$14/\$14,50 para fin de año, una inflación moderada (30/33%) y una expansión de la actividad económica (+2%) motorizada por la inversión y el cambio de expectativas.

Hoy, la realidad económica parece ir bastante a tono con lo que habíamos previsto en el segundo escenario. A nuestro modo de ver, la salida del cepo cambiario fue acertada y relativamente ordenada en los primeros días, gracias en buena medida a altas tasas de interés. Sin embargo, enero y febrero trajeron varios dolores de cabeza: por un lado, el BCRA optó por bajar rápidamente las tasas de interés de las LEBAC (del 38% a mediados de diciembre al 31% en enero), lo cual desincentivó las colocaciones en pesos. De tal manera, el dólar comenzó un recorrido alcista, que tocó un máximo de \$16 a fines de febrero. En efecto, luego de casi dos meses sin intervenir ni comprometer reservas, el BCRA comenzó a operar activamente en el mercado de cambios el 18 de febrero para frenar la escalada de la divisa, sin éxito y perdiendo 1.200 millones de dólares de reservas en la segunda quincena de febrero. La estrategia cambiaria volvió a virar en los primeros días de marzo, cuando el BCRA volvió a subir fuertemente las tasas de interés, desinflando así al dólar, que volvió a la zona de los \$14, y sin sacrificar significativamente reservas. El problema de la depreciación del peso de enero y febrero fue que añadió más combustible a la inflación, y eso no pudo ser del todo compensado con la baja posterior, dada una apreciable inflexibilidad de los precios a la baja en economías como la argentina. Un dato importante a tener en cuenta es que la conducción económica tuvo un error de diagnóstico, allá por octubre-noviembre, cuando aseveraba que “los precios ya estaban adelantados al dólar blue”. La fuer-

te inflación de diciembre y enero (5% y 4% respectivamente) mostró que la mayoría de los precios se fijaban al oficial.

De haber tenido un diagnóstico más preciso, es probable que la baja de retenciones al agro se hubiera implementado de otro modo (quizá, más gradual o limitadamente). ¿Por qué decimos esto? Porque la baja de retenciones al agro termina recargando los efectos inflacionarios de la devaluación. El carácter inflacionario de la devaluación en Argentina no sólo se da por el encarecimiento de los productos e insumos importados, sino por el de los productos exportables, cuyo precio doméstico está intrínsecamente ligado al precio internacional, el tipo de cambio y, eventualmente, la existencia de derechos de exportación. El problema en Argentina es que la canasta exportable está dominada por los alimentos y, de tal modo, un aumento del tipo de cambio junto con una baja de las retenciones termina encareciendo su precio en el mercado local (a modo de ejemplo, en diciembre la carne subió 22% según el IPC-San Luis y hoy es casi 50% más elevada que hace un año atrás, por arriba del promedio del IPC). A diferencia de países como Chile, donde se exporta cobre -el cual tiene un escaso peso en la canasta de consumo de la población-, en Argentina una parte sustancial de la canasta básica son alimentos. De tal modo, un diagnóstico más preciso de “cuán adelantados estaban los precios” quizá hubiera implicado una mayor sintonía fina en cómo se instrumentaría la baja de retenciones para evitar una aceleración inflacionaria tan marcada.

Ahora bien, desde nuestro punto de vista, el mayor error de la política económica actual -el cual ha motorizado internas en el gabinete económico y quejas de diversos actores económicos y políticos- ha tenido que ver con el *timing* y el modo en el que se instrumentó el ajuste de tarifas de servicios públicos. Probablemente, aprovechando el elevado capital político de los primeros meses de gobierno, la conducción económica haya optado por traer todas las “malas noticias” juntas, confiando en la recuperación del famoso “segundo semestre”. Pero el proble-

ma es que se tiró demasiado combustible al fuego de la inflación (devaluación, baja de retenciones y “tarifazo”), que hizo que el poder adquisitivo de la población se contrajera muy rápidamente, como vimos más arriba. Al hacer caer la demanda, los empresarios dejan de vender y, por consiguiente, no tienen incentivos a invertir, más allá de que la mayoría de ellos hoy se sienta más a gusto con el nuevo “humor” económico que implicó el traspaso de la presidencia. Es por ello que debemos ser cautelosos respecto a que en el segundo semestre haya una lluvia de inversiones del sector privado, a menos que los demás componentes de la demanda respondan.

En todo caso, es probable que la desaceleración de la inflación, junto con la entrada en vigencia de las paritarias, permita recomponer levemente el salario real, y que eso permita frenar las caídas de la actividad. Pero, al menos en 2016, es poco plausible que el crecimiento permita compensar la mala performance de estos primeros meses. ¿Qué puede hacer el gobierno para hacer que la economía crezca? Una clave, además de lograr que la inflación

baje, puede ser la puesta en marcha su ambicioso plan de obras públicas, el cual todavía está muy en ciernes. Es probable que en los próximos meses la obra pública se reactive: en términos políticos, para el gobierno llegar a las legislativas de 2017 con una economía en expansión es un requisito casi indispensable para su supervivencia, pensando en las presidenciales de 2019.

Un último punto, para nada menor. Volver a crecer implica tener dólares, ya que cada punto de crecimiento del PBI exige 2.500 millones de dólares adicionales en concepto de importaciones. Una buena noticia es que hoy la situación en materia de reservas está más holgada que seis meses atrás. De todos modos, lejos está de la solidez de años como 2007 o 2010. El gobierno lo sabe, y de ahí que haya apuntado a cerrar rápidamente al affaire con los holdouts en marzo -para poder endeudarse a tasas más bajas en el mediano plazo- y, en los últimos días de mayo, a incentivar un blanqueo de capitales. Esperemos que el gobierno tenga razón en que “estamos en el peor momento” y que luego vendrán mejores noticias.



**INSECAP**

*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/>