

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Sinopsis:

Tras un 2014 recesivo, uno de los ejes centrales de la agenda económica es sin dudas cómo retornar al crecimiento económico. En un año electoral como el actual, todas las energías del equipo económico del gobierno apuntarán a un mismo objetivo: el repunte (aunque sea leve) de la actividad económica. Luego de un primer bimestre negativo, a partir de marzo se mostraron algunas señales alentadoras en algunos indicadores de consumo. ¿Podrán consolidarse estas tendencias incipientes de reactivación? Esta pregunta conduce inevitablemente a otra: si la reactivación de la actividad implica necesariamente un aumento de las importaciones, ¿habrá dólares para financiarla? La reciente colocación de deuda por medio del Bonar 24 es una buena noticia en este sentido, pero es más un alivio de corto plazo que un desahogo duradero.

1. El frente externo

Tras la recesión de 2014, uno de los ejes centrales de la agenda económica actual es sin dudas cómo retornar al crecimiento económico. En este sentido, en un año electoral, todas las energías del equipo económico del gobierno apuntarán a un mismo objetivo: el repunte (aunque sea leve) de la actividad económica, con relación al mal desempeño de 2014, en el que ésta cayó en torno al 2% según nuestras estimaciones y creció apenas un 0,5% según el INDEC.

Por un lado, un dato positivo es que los temores de una crisis cambiaria originada en la falta de dólares se disiparon, al menos en el corto plazo. Las reservas se siguen manteniendo estables gracias al swap de monedas con China y a algún financiamiento adicional (bonos de YPF/CABA, etc.). A esto hay que sumarle la exitosa colocación de deuda con el Bonar 24 el pasado 21 de abril. El gobierno nacional intentó obtener fondos por 500 millones de dólares y terminó consiguiendo por 1.415 millones, a una tasa cercana al 9% anual¹. ¿Implica esta colocación de deuda un giro en una administración Kicillof tradicionalmente afín a las banderas políticas del “desendeudamiento”? Nuestra respuesta es que no exactamente. En rigor, la intención de volver al endeudamiento como herramienta de política económica está presente en la estrategia del actual equipo económico desde el inicio de su gestión a fines de 2013. Ello se había plasmado originalmente en la serie de acuerdos con el Club de París a prin-

cipios de 2014, junto con la normalización del *affaire Repsol*. La resolución de la Corte Suprema estadounidense respecto del litigio con los *holdouts*, en junio de 2014, obligó al equipo económico a poner en suspenso dicha estrategia. De este modo, la exitosa colocación del Bonar 24 es mucho más una continuidad con el plan de la gestión Kicillof previo al fallo de la Corte estadounidense, que un real giro copernicano.

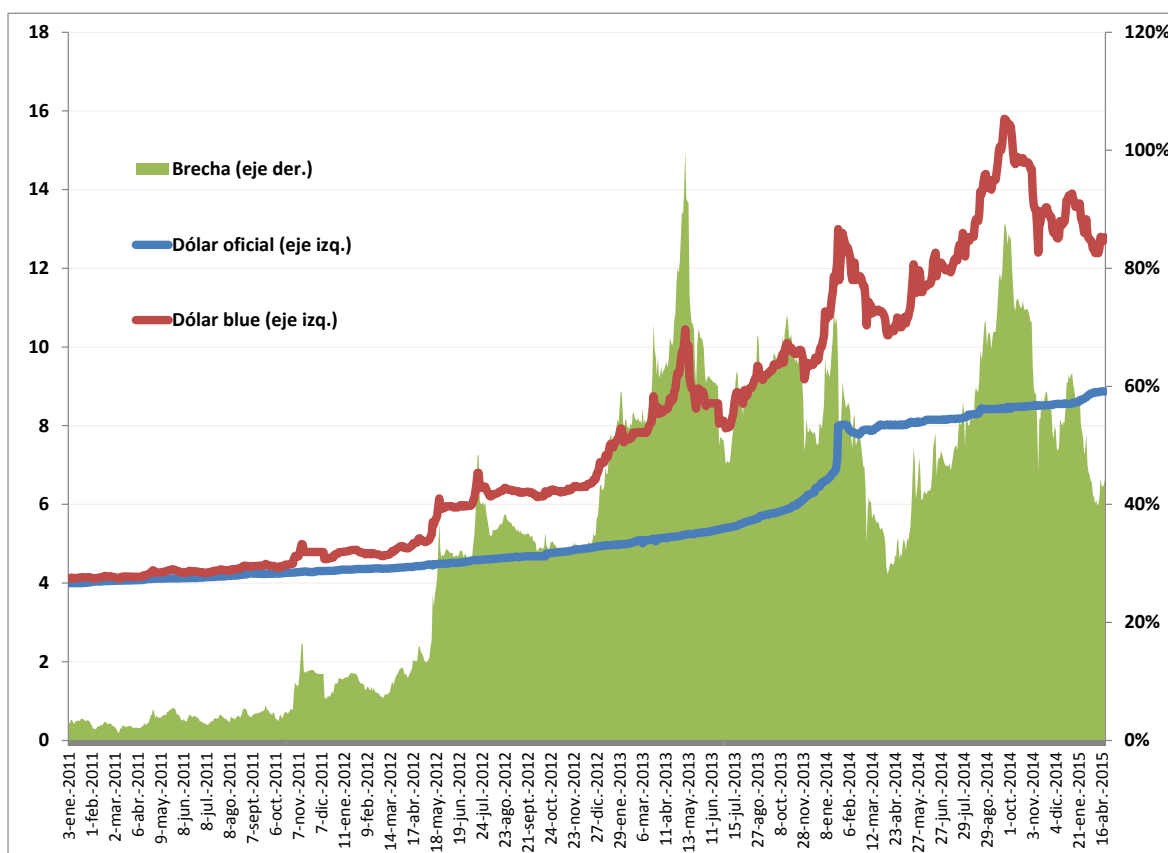
Dentro de este escenario de mayor alivio externo de corto plazo, hay que agregar que el dólar *blue* se ha mantenido debajo de los \$13, con una brecha cambiaria que en marzo y abril promedió el 40% (ver Gráfico 1). Esto en parte ocurre porque gran parte de la deuda tomada con el Banco Central Chino se destina al “dólar ahorro”, que a su vez termina abasteciendo al mercado paralelo. Asimismo, las expectativas de cambio económico por la llegada de un gobierno más *market-friendly* que el actual reducen el riesgo país y suben el precio de bonos y acciones², en tanto es sabido que la “comunidad de negocios” nacional e internacional no comulga –ni en el plano discursivo ni en el de la práctica concreta– con el oficialismo. Todos estos factores dan cuenta de una calma cambiaria que comenzó a gestarse en octubre de 2014 a partir del cambio en la política del BCRA tras el recambio de autoridades³, y que para la conducción económica actual es más un triunfo que un empate, dadas las predicciones de cataclismo que siguieron a la devaluación de enero de 2014 y a la escalada del conflicto con los *holdouts* luego del fallo de la Corte Suprema de los EE.UU. en junio de 2014.

¹ Las reservas internacionales se incrementaron en 1.247 millones de dólares el 23 de abril gracias a esta colocación de deuda. El aumento no fue de 1.415 millones ya que 168 millones fueron comprados por residentes locales que ya tenían ingresados los dólares al circuito financiero. Los 1.247 millones que engrosaron las arcas del BCRA, por el contrario, contribuyeron a agentes no residentes (esto es, mayormente, bancos extranjeros).

² Entre enero y fines de abril, el índice Merval acumula un alza del 42%, en tanto que el bono *discount* en dólares con vencimiento en 2033 (cuyo precio sube cuando disminuye el riesgo país y viceversa) ha registrado una suba del 25%.

³ A los factores antes mencionados hay que agregar el hecho de que la nueva conducción del Banco Central –entrada en funciones a principios de octubre de 2014– desactivó las expectativas de devaluación del corto plazo aminorando el ritmo de depreciación del peso, junto con una suba de las tasas de interés en moneda doméstica.

Gráfico 1: Dólar oficial, dólar paralelo y brecha cambiaria (enero 2011–abril 2015)



Fuente: elaboración propia en base a información de lanacion.com

Ahora bien, detrás de esta “pax cambiaria”, no hay exactamente un superávit de divisas, a pesar de que continúa una fuerte reducción del valor de las importaciones. Esto ocurre debido a que el superávit comercial ha profundizado su tendencia declinante en los últimos meses, a la vez que se ha venido dando un aumento de la demanda de divisas para atesoramiento y turismo. En todo caso, la estabilidad en las reservas del BCRA residió, en primer lugar, en los desembolsos de China en el marco del *swap* de divisas firmado en septiembre de 2014, por 11.000 millones de dólares. A fines de marzo de este año, China había desembolsado alrededor de 4.800 millones de dólares, esto es, algo menos de la mitad de lo acordado. El resto de los ingresos de dólares para financiar estas demandas de divisas se logró con colocación de bonos de YPF (USD 2000 millones, contando los 1.500 millones que YPF salió a colocar en

el mercado el 23 de abril) y la deuda tomada por el Gobierno de la Ciudad, por cerca de USD 500 millones. A ello hay que sumarle la reciente colocación de deuda por parte del gobierno nacional con el Bonar 24. Vale remarcar que, además, dentro de las reservas se sigue contabilizando la deuda que no se paga por el conflicto con los *holdouts* (bono Par con vencimiento en marzo por USD 167 millones). Hacia fin de año ese monto llegará a casi USD 2.800 millones.

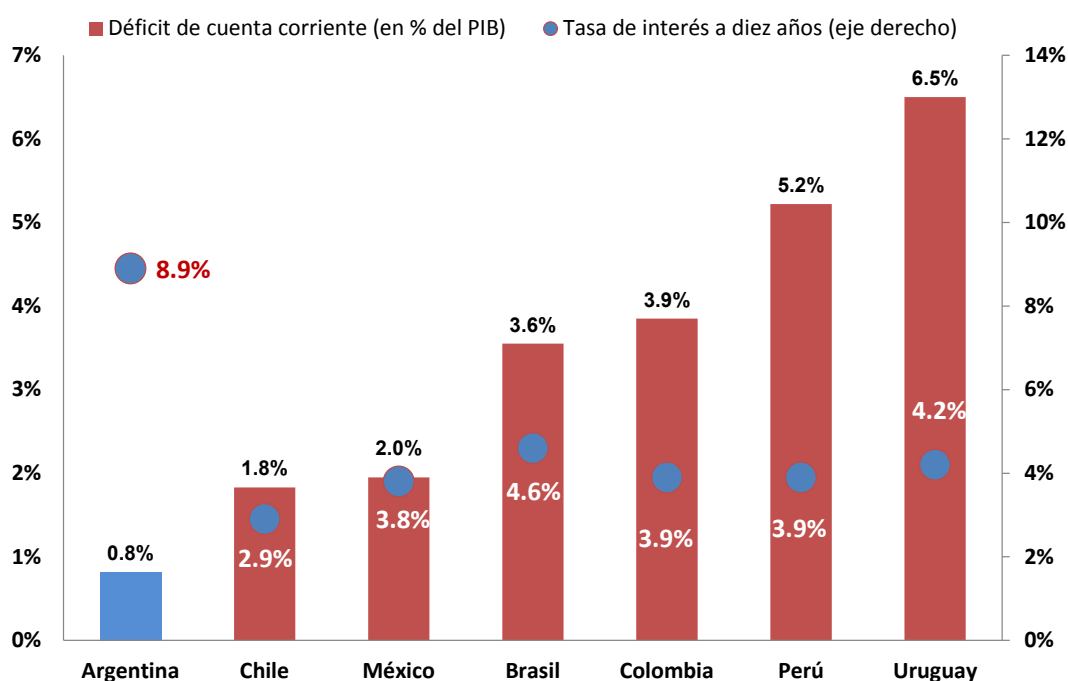
Por otro lado, vale mencionar que la exitosa colocación de deuda del Bonar 24 se realizó con una tasa de interés elevada (de casi el 9%), comparado con los estándares regionales (ver Gráfico 2). Diversos factores incidieron en ello, siendo uno de los principales la irresolución del conflicto con los *holdouts*. Nótese en el Gráfico 2 que la situación de la cuenta corriente argentina está lejos de ser dramática y, en muchos casos, es mejor que

la de muchos otros países de la región que han podido financiarse a tasas bajas. Este dato es importante porque permite entrever que el futuro gobierno seguramente tendrá espacio para endeudarse a tasas más reducidas.

¿Implica la colocación del Bonar 24 una nueva fase de endeudamiento insostenible, al estilo de lo ocurrido en los años 70 y 90?

Por el momento, la respuesta es negativa: más allá de las elevadas tasas de interés a pagar, lo cierto es que tanto el gobierno, como las empresas y las familias presentan niveles de endeudamiento en dólares históricamente bajos. El Bonar 24 por sí solo no viene a alterar en esencia dicha situación, dado que su monto es reducido, tanto en relación con los *stocks* de deuda, como a las exportaciones y el PBI.

Gráfico 2: Déficit de cuenta corriente como porcentaje del PIB y tasa de interés a diez años. Países seleccionados de América Latina, 2014



Fuente: elaboración propia en base a información de FMI y Bloomberg. Desde INSECAP hemos estimado que sin los controles a las importaciones, el déficit de cuenta corriente argentino crecería entre 0,5 y 1 punto porcentual adicional.

2. El nivel de actividad: entre luces y sombras

2. a) El termómetro de los principales indicadores de actividad

Los principales indicadores de actividad económica muestran que en el primer trimestre de 2015 la tendencia contractiva de

2014 ha continuado en la mayoría de las variables, aunque sobre todo a partir de marzo ha comenzado a observarse cierta moderación en las caídas y, en varios casos, signos de recuperación (más que nada en cemento, materiales para la construcción, volumen de importaciones, comercio minorista, venta de autos e IVA en términos reales, ver Cuadro 1).

Cuadro 1: Estimadores de consumo, 2014 y 2015

Estimadores de consumo				
Sector	Variación interanual (2014 contra 2013)	Variación interanual (I trim 2015 contra I trim 2014)	Variación interanual (contra mismo mes del año anterior)	Tendencia marzo
Actividad industrial*	-2.7%	-3.5%	-3.6%	
Índice de Actividad (Ferrerres)	-2.5%	-2.3%	-1.5%	-
Empleo industrial	-1.3%	n.d	n.d	
Índice Construya	-5.5%	-5.6%	1.3%	+
Cemento	-3.9%	6.7%	7.6%	+
Comercio minorista	-6.5%	2.2%	2.2%	+
Importaciones (cantidades)	-12.0%	-6.0%	13.0%	+
Recaudación total real	-1.3%	1.3%	6.0%	+
IVA real	-3.6%	-2.9%	3.6%	+
Producción de autos	-22.0%	-16.2%	-10.3%	-
Venta de autos 0 km	-36.3%	-13.4%	6.1%	+

Fuente: elaboración propia en base a información de CEU–UIA, INDEC, ADEFA, Ferreres, AFCP, Grupo Construya, CAME, INDEC, AFIP, IPC–CABA y OEDE.

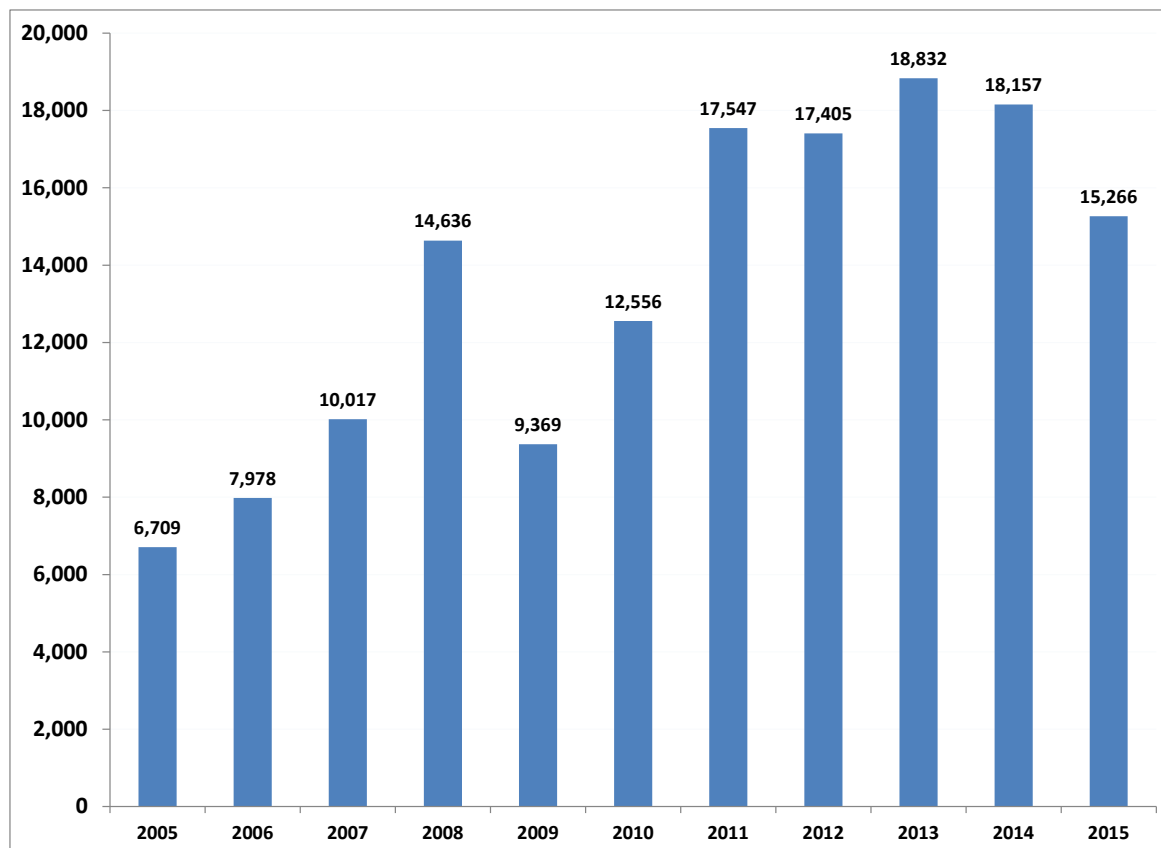
* Los datos corresponden al primer bimestre de 2015 en lugar del primer trimestre.

Las mejoras relativas que comienzan a verse son en buena medida por la comparación con un año de recesión como fue 2014. Sin embargo, otros indicadores siguen mostrando caídas, como por ejemplo la producción de autos, que en marzo cayó 10,3% respecto del mismo mes de 2014. Asimismo, el nivel general de actividad continuó con una tendencia descendente (-2,3% en los primeros tres meses del año respecto del mismo período de 2014), pero moderando las caídas (en marzo la merma fue del 1,5% interanual, según Ferreres). Por su lado, en el primer bimestre de 2015 la actividad industrial cayó un más de un 3% contra el mismo período de 2014.

2.b) La dinámica de las importaciones

En este primer trimestre, las importaciones alcanzaron los 15.266 millones de dólares, que es la cifra más baja desde 2010 (año en que comenzó la recuperación de la crisis internacional) y algo superior (+4%) a la registrada en el mismo período de 2008. Si lo comparamos con el último año de elecciones presidenciales (2011, el año en que aquella recuperación se consolida), el monto correspondiente a los tres primeros meses de 2015 es un 13% menor (ver Gráfico 3).

Gráfico 3: Importaciones en primeros trimestres, 2005–2015, en millones de USD, serie desestacionalizada



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Ahora bien, en volúmenes las importaciones registraron en marzo una suba interanual del 13%, quebrando la tendencia negativa de enero y febrero (ver Cuadro 2). Esto podría estar indicando un cierto repunte en algunas actividades. Tanto vehículos de transporte de pasajeros como bienes de consumo, de capital e intermedios mostraron alzas significativas en marzo contra el mismo período de 2014 (+16%, +16%, +39% y +17%, respectivamente, en cantidades, ver Cuadro 2). Sin embargo, otras importaciones, como piezas y accesorios de bienes de capital (sector muy ligado a la actividad en el com-

plejo automotriz y al de la electrónica de consumo de Tierra del Fuego), continuaron su tendencia bajista (-16% en cantidades). Por otro lado, nótese el fuerte desplome de las importaciones de combustibles y lubricantes durante el primer trimestre de 2015, el cual se debe tanto a una fuerte merma en las cantidades importadas –producto en buena medida del enfriamiento de la economía doméstica– como a la intensa caída en el precio internacional del petróleo⁴. En suma, esta heterogeneidad en la recuperación de las importaciones muestra que este tenue repunte económico está lejos de ser generalizado.

⁴ En el corto plazo, la caída del precio internacional del petróleo es una buena noticia para la Argentina, ya que quita cierta presión sobre las divisas. De todos modos, esta baja en la cotización del crudo se da en un contexto en el que el precio internacional de la soja es un 35% inferior al de hace un año, producto de la fuerte merma registrada entre mayo y septiembre de 2014, cuando pasó de 550 a 360 dólares la tonelada, precio en el que actualmente se encuentra.

Cuadro 2: Importaciones según usos económicos (valor, precio y cantidades). Principales tendencias en 2015

Usos	Variación porcentual respecto a igual período de 2014					
	Marzo			Primer trimestre		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
Total importaciones	-4	-15	13	-16	-11	-6
Bienes de capital	37	-1	39	7	-2	10
Bienes intermedios	2	-12	17	-3	-10	8
Combustibles y lubricantes	-54	-38	-26	-58	-37	-33
Piezas y accesorios para bienes de capital	-11	6	-16	-22	7	-27
Bienes de consumo	14	-7	22	-5	-7	3
Vehículos automotores de pasajeros	15	0	16	-36	-1	-36
Resto	35	-	-	25	-	-

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

¿Puede ser que el volumen de las importaciones haya caído hasta febrero por aparición de un proceso de sustitución de importaciones? No: casi todo se explica por la contracción de la demanda local. Asimismo, no es que el repunte de marzo esté implicando una desustitución de importaciones, sino un mayor repunte en la actividad. En algunos rubros las Declaraciones Juradas de Anticipación de Importaciones (DJAI) son clave para evitar una avalancha de importaciones en sectores donde hay producción nacional. Pero si observamos la estructura de las importaciones actuales con respecto al primer trimestre del 2010, no se identifican grandes cambios. A excepción de un mayor peso de *combustibles y lubricantes* en el total de las importaciones (de 4% a 8%) los rubros más vinculados a la inversión productiva mantuvieron en promedio su *share*. Incluso el rubro de *piezas y accesorios de bienes de capital* aumentó del 18% al 21%, lo cual puede indicar incluso un retroceso en la sustitución de importaciones.

En líneas generales, el cuadro anterior muestra que el consumo de durables (autos y electrónicos, de alto contenido importado y reflejados en buena medida por las importaciones de “piezas y accesorios de bienes de capital” y “vehículos de transporte de pasajeros”), si bien atenuaron sus caídas en marzo, exhibieron un primer trimestre muy

negativo (-27% y -36% en cantidades, respectivamente), estando en niveles inferiores a los de hace cuatro años. Por su lado, a pesar del repunte en la importación de bienes de capital (que es un buen termómetro de la formación bruta de capital), aún no existe una evidencia firme respecto de una recuperación de la inversión. De este modo, dos preguntas se deducen: la primera es si la actividad económica puede consolidar, en lo que resta del año, las tendencias hacia la recuperación. La segunda, si la actividad mejorara y las importaciones pasaran a terreno positivo, ¿habrá dólares para financiarla? Esta última pregunta fue atendida en la primera parte de este informe. En lo que sigue, nos centraremos en la primera de ellas.

3. ¿Se puede recuperar la actividad?

¿De qué depende que la actividad repunte? El punto negativo para comenzar el análisis es la situación brasileña: el principal socio comercial del país está sufriendo una caída de la actividad y una depreciación del tipo de cambio que, si bien parcialmente revertida desde la segunda mitad de marzo, acumula en el año un 11% (Argentina en el mismo período depreció un 3,5% con una inflación doméstica considerablemente mayor).

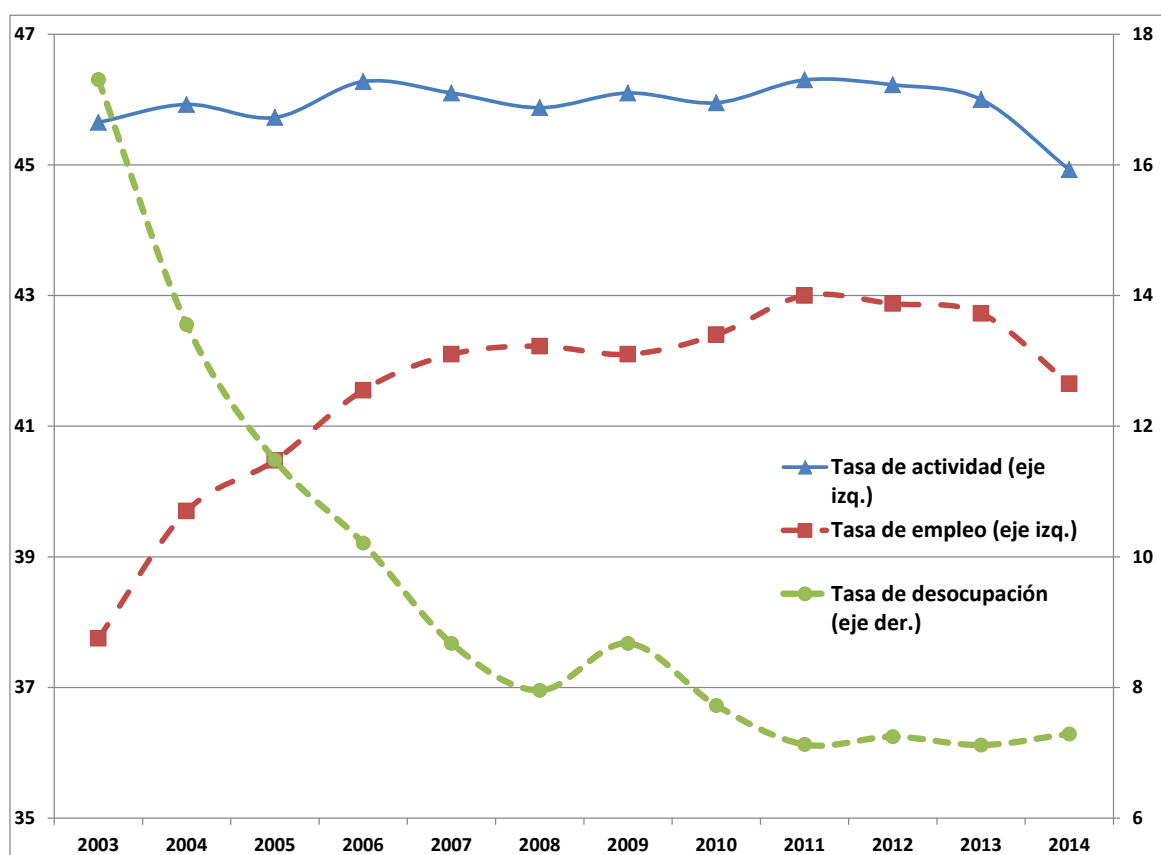
Las posibles fuentes de mejora deben buscarse en el frente local. La evolución del comercio y los servicios depende de que se

recupere el salario real en 2015, así como también las jubilaciones y los ingresos subsidiados de los sectores de menos recursos (algo que ya comenzó a realizar el gobierno). El incremento de las jubilaciones en torno al 18,3% semestral a partir del 1 de marzo pasado juega a favor del incentivo. Con paritarias en torno al 30% e inflación desacelerando al 26–28% anual, la demanda se puede revitalizar.

Pero existen algunos problemas en esta lógica de pensamiento. Uno es que las negociaciones paritarias alcanzan a una porción reducida de los trabajadores totales: particu-

larmente, al de los trabajadores asalariados registrados, que dan cuenta del 53% del total de los trabajadores, según la Cuenta de Generación del Ingreso del INDEC. La tendencia a la caída del empleo (los datos de la Encuesta Permanente de Hogares del INDEC muestran una destrucción proyectada de 250.000 puestos de trabajo en 2014 respecto de 2013, y una fuerte merma en la tasa de empleo⁵, que cayó a niveles similares a los de 2006, ver Gráfico 4) y la persistencia de una alta tasa de informalidad laboral (cerca al 35%) ponen en duda la posibilidad de negociación de mejoras salariales por parte de los trabajadores más vulnerables.

Gráfico 4: Principales indicadores del mercado de trabajo, 2003–2014.
Los datos están en porcentajes. Principales aglomerados urbanos.



Fuente: Elaboración propia en base a EPH-INDEC.

⁵ La tasa de empleo se calcula como el cociente entre el número de ocupados y la población total del país. Una caída de la tasa de empleo no necesariamente produce un aumento en la tasa de desocupación, ya que ésta se calcula sobre la tasa de actividad. En otras palabras, si la persona que perdió su empleo no busca uno nuevo, pasa a ser considerado inactivo, y por ende, no se computa como desocupado. Es justamente debido a la caída de la tasa de actividad que la desocupación apenas subió del 7,1% al 7,3% entre 2013 y 2014 (ver Gráfico 2). Si hubiéramos mantenido la tasa de actividad constante en 2014, la desocupación habría trepado al 9,4%.

Menos crucial, pero simbólicamente importante, es la decisión del gobierno de no modificar (hasta el momento) las escalas del impuesto a las Ganancias, lo cual retrae el poder de compra de los trabajadores mejor pagos, motivo por el cual el pasado 31 de marzo pararon diversos gremios (entre ellos, los del transporte). Por otro lado, las recientes medidas de impulso al consumo en los estratos medios y bajos⁶ buscan de manera conceptualmente correcta ir contra el ciclo económico. Si bien interesantes, estas iniciativas no constituyen más que parches para una actividad resentida.

Es difícil hacer un diagnóstico concluyente sobre la evolución de la actividad en lo que va de 2015. La consolidación de los atisbos de recuperación experimentados en marzo dependerán de la mejora de los ingresos reales, pero el efecto no será inmediato. De este modo, si bien tendrá cierta influencia en el humor social –lo cual es clave en un año electoral como el actual–, esta influencia será relativamente limitada, debido a los tiempos que se requieren para que una

mejora económica sea “procesada” por la ciudadanía.

En resumen, si bien es posible que haya una cierta recuperación de la actividad en lo que resta del año, lejos estaremos del *boom* de 2011, el último año de elecciones presidenciales. El alza del gasto público, las paritarias, el atraso cambiario (que, por quitar presión a la inflación contribuye a incrementar el salario real), la entrada de agrodólares o incluso la exitosa colocación de deuda por parte del gobierno hacia fines de abril (Bonar 24) son factores importantes pero no suficientes. Este paquete sí servirá para que la actividad deje de caer y eventualmente para preparar el terreno para que pueda mostrar una leve recuperación hacia los últimos dos trimestre (desde INSECAP hemos estimado un crecimiento del 0,5% en el tercero y 1% en el cuarto, promediando 2015 con una suba de entre el 0,2% y el 0,5%, lo cual en términos per cápita implica una variación levemente negativa). Además de los mencionados factores, este escenario de tenue recuperación en lo que queda de 2015 solo será posible si los grandes actores económicos descuentan una transición ordenada.

⁶ El pasado 26 de marzo, el gobierno presentó un programa para facilitar la renovación de heladeras y lavarropas, financiamiento para la compra de taxis, un plan de ventajas en comercios con la tarjeta SUBE y la reparación de instalaciones eléctricas en barrios carenciados.

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/>