

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

Sinopsis:

Este *newsletter* se divide en tres partes. En la primera se analiza la tensión entre la intención de la conducción económica por volver al crecimiento y las presiones sobre las reservas internacionales que ello supone. Nuestra hipótesis es que el gobierno está buscando recuperar el poder adquisitivo y la actividad lo suficiente como para mejorar el humor económico de la sociedad en un año electoral, pero no demasiado como para comprometer la balanza de pagos. En la segunda sección se muestran los principales indicadores de actividad (construcción, industria, consumo, importaciones, IVA y autos), que parecen mostrar que la recesión iniciada a principios de 2014 habría llegado a su fin, aunque aún hay sectores con fuertes problemas, como el automotriz. En la tercera, se discute en qué medida es o no cierto que el gobierno está dejando una “bomba” a la próxima administración, como algunos analistas han advertido. Nuestra visión es que, si bien existen claros desequilibrios, la situación no es necesariamente explosiva.

1. La tensión entre crecimiento, elecciones y reservas internacionales

Como ya hemos mencionado en el anterior *newsletter* del INSECAP, una de las preocupaciones centrales del equipo económico actual es sin dudas cómo hacer repuntar la actividad, tras un negativo 2014 y con vistas a las elecciones presidenciales de octubre. Para que la economía crezca es necesario incentivar los componentes de la demanda agregada. Sin embargo, dada la estructura productiva desintegrada de la Argentina, el estímulo a la demanda interna implica presiones por el lado de las importaciones, las cuales conspiran contra el estable pero flaco nivel de las reservas del Banco Central¹. De esta manera, en un contexto en el cual las divisas faltan más de lo que sobran, la estrategia de la conducción económica reside en que el nivel de la demanda se recomponga lo suficiente como para cambiar el humor económico de la sociedad, pero no demasiado como para generar un desboque insustentable de importaciones. Teniendo en cuenta que las exportaciones argentinas vienen cayendo en lo que va de 2015 (en abril mermaron un 19% contra el mismo mes de 2014, lo cual se debe casi en su totalidad a la caída de los precios), el margen de maniobra es efectivamente acotado.

Es en este contexto que deben entenderse las intenciones del gobierno de cerrar las paritarias entre un 27 y un 30%, muy lejos del 35-42% que exigen algunos gremios (como Camioneros o Alimentación). En un momento en que la inflación proyectada para 2015 ronda entre el 25 y el 27%, subas salariales como las deseadas por el gobierno permitirían un repunte leve del salario real, luego de la caída de cuatro puntos experimentada en 2014.

En la lectura del gobierno, la pequeña mejoría (pero mejoría al fin) del poder adquisi-

tivo de los trabajadores permitiría incentivar levemente el consumo privado –principal componente de la demanda agregada- y así traccionar –también levemente- a la inversión privada, sin generar un desmadre de importaciones. De esta manera se estaría cumpliendo con el doble objetivo deseado: mejorar el humor económico sin comprometer demasiado las reservas.

Además, hay un tercer objetivo no menor que busca el gobierno al poner topes a las paritarias: quitar presión a los precios, que vienen con una tendencia a la desaceleración desde hace varios meses debido en buena medida a la estabilización del dólar oficial luego del salto devaluatorio de enero de 2014. Si bien es una buena noticia, esto viene ocurriendo a costa de una apreciación real del tipo de cambio, que se encuentra hoy en niveles similares a los de principios de 1996 (ver Gráfico 1, más abajo).

Vale mencionar que algunos gremios, como la UOM, UPCN, Comercio y la UOCRA aceptaron subas de algo más del 27%, en tanto que otros siguen exigiendo varios puntos más. Sin embargo, en los primeros días de junio diversos gremios han aceptado firmar paritarias al 27%, pero con otros beneficios (como bonos, pagos no remunerativos, etcétera), que terminan haciendo que el alza sea efectivamente de varios puntos más. Tal es el caso experimentado por Aceiteros y Bancarios, que terminarán obteniendo incrementos del 33/35%.

2. El termómetro de la actividad

En este contexto, la estrategia de corto plazo de la conducción viene mostrando cierto éxito. Salvo la muy floja performance del sector automotriz (ver Cuadro 1) -la cual se debe en buena medida a la recesión en Brasil, mercado del 60% de la producción local- diversos sectores vienen mostrando un pequeño “veranito” económico. Veamos de qué se trata.

¹ Tras siete meses consecutivos de crecimiento, las reservas internacionales del BCRA retrocedieron en 652 millones de dólares en mayo, situándose así en 33.257 millones.

Cuadro 1

Sector	(2014 contra 2013 (var. interanual))	Acumulado 2015 contra acumulado 2014 (var interanual)	Mismo mes año anterior (var. interanual)	Tendencia abril-mayo
Actividad industrial*	-2.7%	-2.0%	-1.5%	-
Índice de Actividad (Ferrerres)*	-2.5%	-1.7%	0.2%	+
Empleo industrial**	-1.3%	-1.9%	n.d	-
Índice Construya***	-5.5%	-1.3%	2.0%	+
Cemento***	-3.9%	9.4%	7.9%	+
Comercio minorista***	-6.5%	2.0%	1.7%	+
Importaciones (cantidades)*	-12.0%	-5.0%	-3.0%	-
Recaudación total real***	-1.3%	1.1%	5.2%	+
IVA impositivo real***	-3.6%	5.5%	7.1%	+
Producción de autos***	-22.0%	-16.1%	-9.7%	-
Patentamiento de autos***	-36.3%	-21.5%	-16.5%	-

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

2.1. La construcción

Una de las ramas que viene mostrando un significativo rebote es el de la construcción: el indicador Construya creció 2% en mayo respecto del mismo mes de 2015, y acumula tres meses consecutivos de suba. La producción cementera, también termómetro de la construcción, viene exhibiendo una fuerte alza: tras caer 3,9% en 2014, en lo que va de 2015 se ha expandido un 9,4%, contra el mismo período del año pasado. Mayo continuó esa tendencia, con un aumento interanual de la producción de casi el 8% (ver Cuadro 1).

Varios factores conjuntos explican esta tendencia: por un lado, el aumento de la obra pública; en segundo punto, por el Plan Procrear; en tercero, por el leve repunte en la economía de los hogares, a lo que se suma una mayor estabilidad de corto plazo a nivel precios que permite disminuir, aunque sea mínimamente, la fuerte incertidumbre que caracteriza a la economía argentina.

2.2. El comercio minorista

Asimismo, según CAME el comercio minorista creció en mayo un 1,7% interanual, cifra ligeramente menor a la de los meses previos. En el acumulado del año, 2015

muestra una suba del 2%. 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 mayo un 7,1% interanual en términos reales y en lo que va del año muestra un alza del 5,5%.

2.3. La producción industrial

A diferencia de la construcción y el comercio minorista, la actividad industrial sigue mostrando tendencias negativas (-1,5% interanual en abril, y del 2% en el primer trimestre) y, de hecho, acumula quince meses consecutivos de caídas (el último mes ligeramente positivo fue enero de 2014).

Esta coyuntura bajista del sector industrial se plasmó en que el empleo industrial fue un 1,9% menor en el primer trimestre del año, respecto del mismo período de 2014.

Sin embargo, vale mencionar dos cuestiones: en primer lugar, que en los últimos meses parece existir cierta desaceleración de las caídas (de -3% en enero a -1,5% en abril, aunque la base de comparación es más baja para este último mes) y, en segunda instancia, que hay enormes heterogeneidades al interior del tejido manufacturero.

Por un lado, hay dos sectores que son los que más traccionan a la baja el indicador: automotriz (-20,7% según el Estimador Mensual Industrial del INDEC en abril) y acero (-23% en abril, debido en buena medida a paradas técnicas de planta). Sin embargo, otras ramas vienen mostrando una tendencia más positiva, como minerales no metálicos –muy ligados a la construcción– (que crecieron +6,9% interanual en abril y acumulan un alza del 7,3% en el primer

cuatrimestre), alimentos y bebidas (+4,9% interanual en abril, aunque apenas +0,2% en lo que va del año) y refinación de petróleo (+8% interanual en abril, y +8,9% en el primer cuatrimestre).

2.4. La dinámica de las importaciones

Luego de crecer interanualmente en marzo un 13% en cantidades, el volumen de las importaciones volvió a caer en abril (-3%) y acumula en el primer cuatrimestre del año una merma del 5% (ver Cuadro 2). Sin embargo, aquí también encontramos un escenario de heterogeneidades. Por un lado, las cantidades importadas de bienes de capital y bienes intermedios, los cuales se correlacionan fuertemente con la dinámica de la inversión (que, según Ferreres, creció 1,7% en abril y un 3,1% en el acumulado del año), aumentaron interanualmente un 9% en abril y acumulan en el primer cuatrimestre del año una tendencia similar. En otras palabras, el incremento de las cantidades importadas de este tipo de bienes suele ser un buen termómetro de la dinámica de la inversión.

Cuadro 2

Usos	Variación porcentual respecto a igual período de 2014					
	Abril			Primer cuatrimestre		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
Total importaciones	-12	-9	-3	-15	-10	-5
Bienes de capital	8	-	9	7	-2	9
Bienes intermedios	-2	-10	9	-3	-10	8
Combustibles y lubricantes	-46	-30	-24	-54	-35	-30
Piezas y accesorios para bienes de capital	-11	1	-12	-19	6	-23
Bienes de consumo	-1	-3	2	-4	-6	3
Vehículos automotores de pasajeros	-23	-9	-16	-33	-3	-31
Resto	41	-	-	30	-	-

Fuente: INDEC.

Por otro lado, las cantidades importadas de bienes de consumo se incrementaron 2% interanual en abril y un 3% en el primer cuatrimestre del año, cifra muy similar a la del aumento del consumo minorista. Esto no quiere decir que todo el incremento del consumo descrito más arriba se explique por las importaciones, sino que éstas acompañan la tendencia y también suelen ser un indicador de la situación de aquél (es decir, del consumo).

Por su parte, el complejo automotriz sigue mostrando fortísimas caídas en las cantidades importadas en abril: 16% para vehículos finales. Asimismo, “piezas y accesorios de bienes de capital” cayó un 12% interanual en cantidades en abril, lo cual se explica mayormente por las autopartes. Por último, las importaciones de combustibles y lubricantes se desplomaron un 46% interanual en abril, lo cual se debe tanto a una muy fuerte disminución de los precios (-30%, causado

por la caída del precio internacional del petróleo) como de las cantidades (-24%).

2.5. La tendencia general

Detrás de estas heterogeneidades, el nivel agregado de la economía parece mostrar ya signos de reactivación. Según el Índice General de Ferreres, en abril la economía en su conjunto creció un 0,2% respecto del mismo mes del año pasado, hecho que no se daba desde febrero de 2014. Los datos del INDEC muestran números un tanto mejores que los de Ferreres: el EMAE (Estimador Mensual de Actividad) registró una suba del 2% en marzo respecto del mismo mes de 2014.

En este contexto, diversos analistas se han preguntado si la recuperación de cierta estabilidad y crecimiento se está dando a costa de sacrificar el mediano plazo. Dentro de los más críticos, hay quienes han hablado de un “plan bomba” de la conducción económica actual, que haría explotar la economía por los aires luego de las elecciones presidenciales. En lo que sigue de este informe, procuraremos analizar cuánto hay de mito y cuánto de realidad en la idea de que la política económica actual está fabricando una bomba a implosionar en 2016.

3. El “plan bomba” del gobierno: ¿mito o realidad?

Como hemos mencionado, una de las principales preocupaciones de muchos analistas económicos es cuantificar los costos que tendrán las políticas de estabilización del dólar y la economía. Algunos observadores, claramente ubicados en el costado opositor del espectro político, se refieren a ese costo como el “plan bomba”, entendiendo como éste al legado explosivo que el gobierno saliente le dejaría al gobierno entrante. Tanto la Presidenta como el ministro de Economía Axel Kicillof han negado que exista tal cosa, con el argumento de que,

si por ellos fuera, seguirían en el gobierno más allá del 10 de diciembre de 2015. ¿Hay bomba? Y si la hay, ¿de cuánta intensidad?

Hay cuatro ejes que se plantean recurrentemente como “mochilas” que deberá cargar el próximo gobierno: a) atraso cambiario; b) deuda descontrolada; c) gasto público y déficit fiscal fuera de control y d) inflación galopante. Aquí evaluaremos, punto por punto, si cada uno de esos temores es verdadero o falso, pero analizaremos también los matices, cuyo seguimiento será clave hasta el recambio presidencial de diciembre.

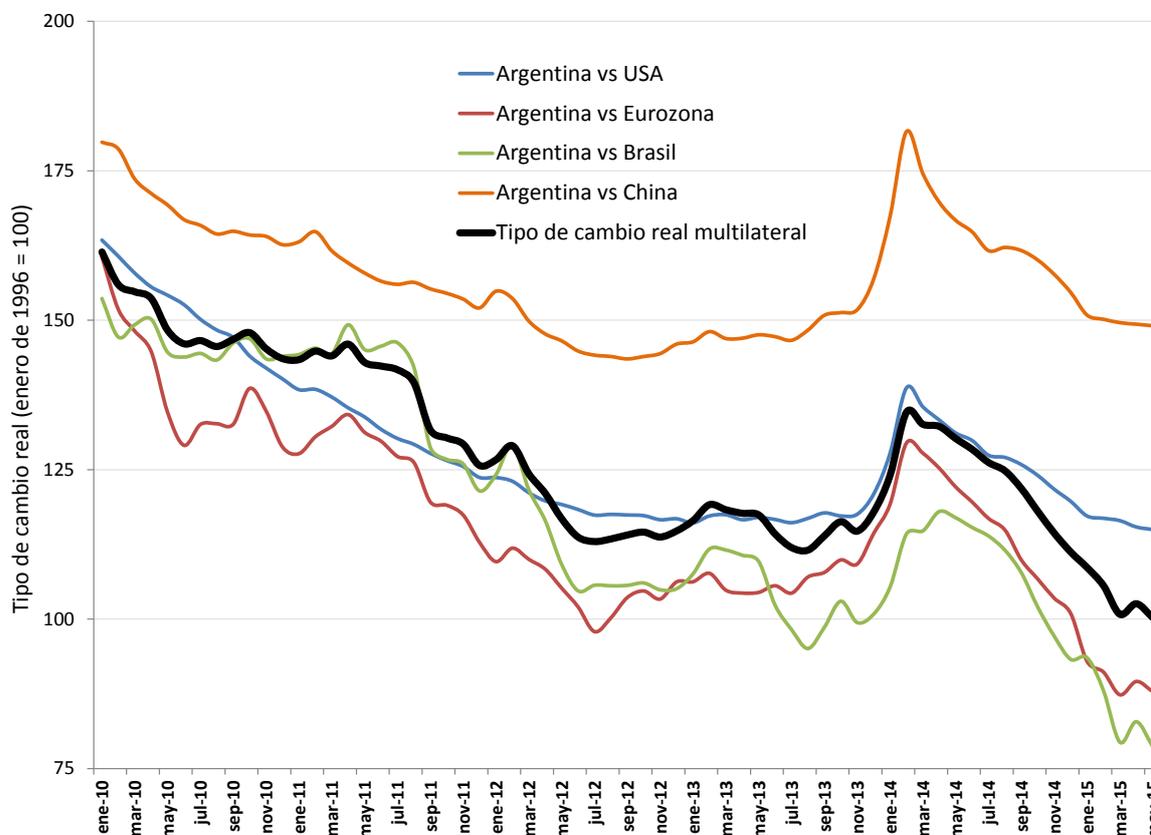
Afirmación 1: “Argentina sufre un atraso cambiario fenomenal que solo se resuelve con una gran devaluación”

NO ES TAN ASÍ

Como hemos mencionado en el *newsletter* INSECAP de mayo, el equipo económico encontró, tarde pero al fin, la forma para estabilizar las reservas y controlar el dólar paralelo, al menos en el corto plazo. ¿A qué costo se logró esto? En primer lugar, rezagando el dólar frente a la inflación (es decir, apreciando el tipo de cambio en términos reales, que hoy se encuentra en niveles de 1996), de forma de garantizarle una renta en dólares al sistema financiero y al mercado de capitales. Y, en segundo lugar, cediendo reservas para financiar el “dólar ahorro”, para que alimente al mercado paralelo -gracias a la brecha existente entre el valor del oficial (\$9 más el 20% de retención -\$10,80- por quitarlo del sistema en el momento) y el *blue* (que ha oscilado entre \$12,50 y \$13 en los últimos meses)-.

Asimismo, en un contexto de fortalecimiento del dólar a nivel global, la economía perdió además competitividad con nuestros principales socios comerciales, en particular Brasil (ver Gráfico 1). Ahora bien, ¿esto necesariamente quiere decir que tras las elecciones será necesaria una devaluación para mejorar las exportaciones y brindar un horizonte de protección a las importaciones? No necesariamente.

Gráfico 1: Evolución del tipo de cambio real en Argentina (2010-2015), enero de 1996 = 100



Fuente: INSECAP en base a CEI, Trading Economics e institutos de estadística provinciales

En los últimos cuarenta años hubo dos políticas deliberadas de atraso cambiario: la “tablita” de Martínez de Hoz y el Plan de Convertibilidad de Cavallo. Si bien perjudicial para una parte importante de los productos industriales y las economías regionales, el atraso cambiario se dio en conjunto con la apertura del comercio exterior (reducción de aranceles y medidas para-arancelarias como los cupos de importación), un incremento relevante de la tasa de interés real, contracción del mercado interno y desarticulación de todo tipo de políticas de incentivo a la producción nacional.

La conjunción de esas medidas provocó cierres de empresas y alto desempleo. **Esa no es la situación actual.** Según cálculos del Centro de Estudios de la Unión Industrial Argentina, el tipo de cambio afecta apenas al 20% de las importaciones (en donde hay competencia con la producción nacional). El resto son bienes de capital, electrónica, ener-

gía e insumos que no se producen localmente y no se podrían producir simplemente si el dólar estuviese más alto. Con las exportaciones pasa lo mismo: entre un 25 y 35% poseen alta sensibilidad al dólar (por ejemplo, las economías regionales); el resto depende mayormente de la demanda, temas climáticos o precios internacionales, entre otras variables.

Esto de ninguna manera quiere decir que el atraso cambiario no sea un tema de la agenda del próximo gobierno. Pero existen formas para lograr una depreciación leve que sea exitosa, si se conjugan con medidas en pos de las exportaciones (como reducción de retenciones y otros incentivos fiscales, crédito, etcétera) y la continuidad de la administración del comercio (el cual debe volverse sin dudas más transparente y eficiente).

El otro camino es el endeudamiento. Un dólar barato se puede sostener vía la profundización del crédito internacional. Argentina

tiene margen para avanzar por ahí, aunque también una historia traumática (y reciente) en la materia.

Afirmación 2: “La deuda está descontrolada”

RELATIVIZABLE

Cuando se habla de deuda, se acepta en general que la que está nominada en dólares es baja (tanto la que tiene el sector público como la que posee el privado), pero que por otro lado se está incubando una deuda en pesos galopante, producto de lo que se le debe a la ANSES y al BCRA y por la creciente emisión de bonos *dólar linked* por parte de Nación y provincias. Si bien esta deuda puede ser un tema en la agenda de discusión, la realidad muestra que **ningún país entra en default por deuda nominada en moneda nacional**.

Existen mecanismos diversos para renovar los compromisos en pesos. **El problema real es la deuda nominada en moneda extranjera** y allí aparece un tema más relevante: la cantidad y calidad de las reservas genuinas en relación a los vencimientos futuros. Las primeras señales en 2016 serán clave para ver cómo será el flujo para garantizar la estabilidad de las reservas. Las reservas líquidas genuinas representan hoy tres meses de importaciones, cuando hace seis años eran doce meses de importaciones. Salir del “cepo” cambiario requerirá de un manejo macro integral, dada la menor fortaleza del BCRA para afrontar eventuales corridas cambiarias.

Argentina tiene un nivel de deuda bajo pero también un nivel bajo de reservas, y de peor calidad que las de hace algunos años. Que la deuda no vuelva a ser un problema depende de que la política económica de los próximos años recupere la capacidad de generar dólares genuinos.

Afirmación 3: “El gasto público y el déficit fiscal están fuera de control”

PARCIALMENTE VERDADERO

Si bien el gasto se ha mantenido creciente y por encima del 35% a lo largo de este año, el déficit fiscal total esperado de 4% del PIB se aceleró por la merma en el aumento de la recaudación, producto del deterioro de la situación económica y de la caída de los precios internacionales, que impactan tanto en el IVA aduanero como en los derechos de exportación.

En el primer bimestre del año los ingresos fiscales crecieron 31,3% interanual, mientras que los gastos primarios lo hicieron en un 37%. El déficit primario aumentó un 211%. Los límites al financiamiento vía el BCRA que impone la Carta Orgánica demoran pagos en devolución de impuestos a empresas, obra pública, entre otros.

Sin embargo, gran parte de este déficit son los subsidios (\$ 178.605 millones para todo el 2014, 56% más que 2013). El resto se explica fundamentalmente por jubilaciones, educación, salud, obra pública y, en menor medida, empleo público y pago de la deuda. Existe margen para mejorar la situación fiscal reasignando subsidios pero esto implicaría puntos de inflación adicional y mayor tensión en las paritarias.

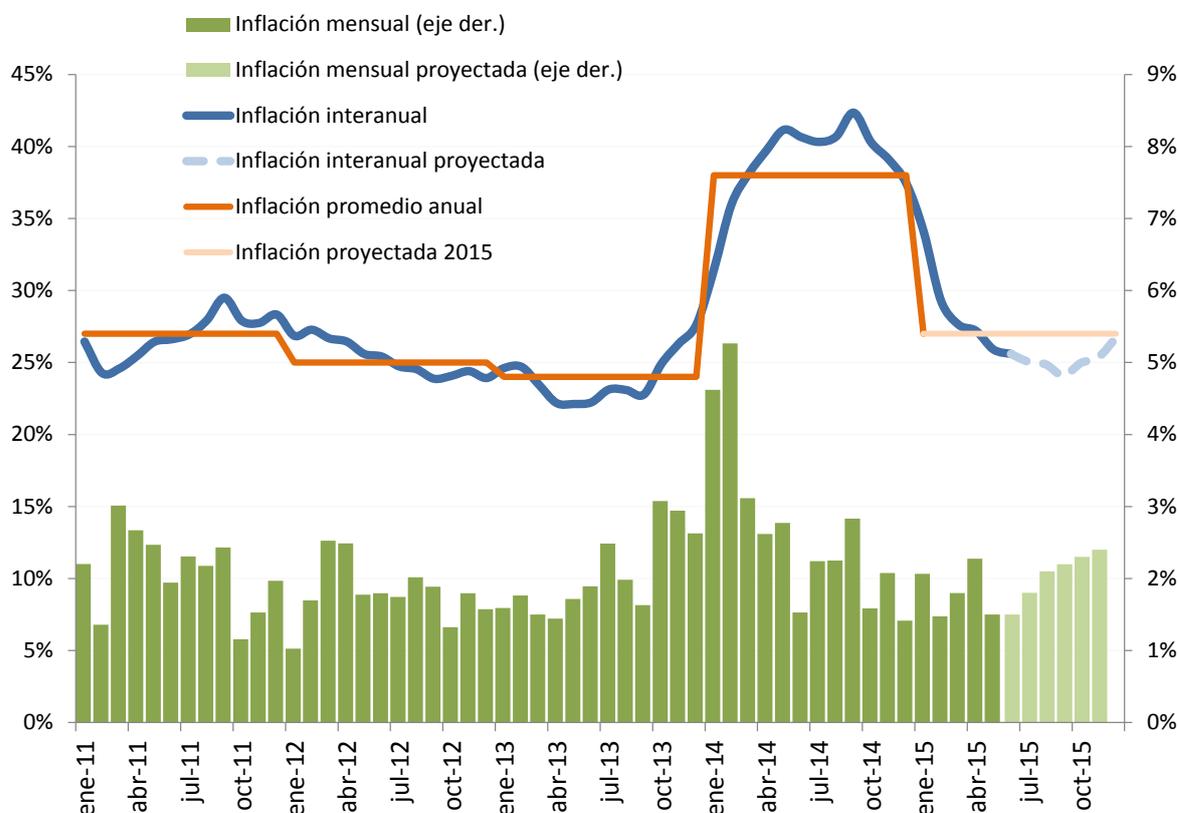
Muchos países con elevado déficit fiscal no tienen ni brecha cambiaria ni inflación elevada. **La cuestión fiscal es realmente un problema cuando se combina con falta de dólares y una política monetaria de tasas bajas que alimenta la preferencia por activos en moneda extranjera.** Todo eso ocurrió en Argentina hasta el año 2014.

Por otro lado, sí será una asignatura pendiente para el próximo gobierno el **poder mejorar la calidad del gasto**, hoy criticada (no sin fundamentos) desde diversos sectores de la ciudadanía.

Afirmación 4: La inflación está fuera de control

NO ES TAN ASÍ

Gráfico 2: Inflación en Argentina, 2011-2015



Fuente: INSECAP en base a IPC 4 provincias y proyecciones propias.

Este último punto condensa los anteriores. Se plantea que el atraso cambiario, el descalabro fiscal por tarifas atrasadas y la flaca herencia de reservas terminarán socavando la desaceleración inflacionaria registrada en lo que va de 2015.

La película viene del siguiente modo: tras la devaluación de enero de 2014, la inflación -que ya había empezado a acelerarse de un 23% a un 27% en los últimos meses de 2013- se disparó a niveles por encima del 40% anualizados durante buena parte del año, para luego cerrar el año cerca del 38%. Que la inflación haya cerrado 2014 en este guarismo, el más alto desde 2002, y no uno aún más elevado, se debe a que luego de enero se ancló el tipo de cambio en el rango de los \$8 y \$8,50 y a que los aumentos salariales (en promedio, del 33%) fueron menores a la suba de los precios. Todo ello permitió desacelerar la infla-

ción mensual a partir del segundo trimestre de 2014 hasta retornar a cifras en torno del 2% mensual (ver Gráfico 2). Esta tendencia de promedio del 2% mensual continúa aún hasta hoy, aunque a costa de apreciar significativamente el tipo de cambio, como hemos mencionado.

Ahora bien, si efectivamente hubiera un “plan bomba”, la gestión económica debería alentar una recuperación nominal de los salarios por encima del 30% en sintonía con gremios y trabajadores, sobre todo en un año de elecciones. Pero, como hemos mencionado al principio de este informe, lo que estamos viendo es diferente: un llamado a la moderación por parte del equipo económico, tal vez pensando en una continuidad del oficialismo luego de los comicios. Como dijimos, para el gobierno los aumentos salariales deben ser lo suficientemente elevados como para que el poder adquisitivo se recupere, pero a la

vez moderados para evitar que las importaciones se desboquen y que la inflación se vuelva a acelerar.

De esta manera, por primera vez en bastante tiempo, la conducción actual parece tener cierto plan delineado para **evitar un recrudecimiento del nivel de precios**.

Hay tres elementos clave que influyen en la dinámica de precios: a) el valor del dólar actual y del esperado; b) los precios internacionales (alimentos petróleo, minerales) y c) los salarios. Con relación al dólar la estrategia es clara: que vaya por debajo de la inflación y los salarios. Los precios internacionales más bajos, si bien complican las cuentas externas (menor precio de la soja, maíz, trigo y minerales, por ejemplo), ayudan a restarle presión a los precios locales (caída del precio del acero, aluminio o energía, entre otros).

La novedad aparece en el punto c), con las negociaciones salariales de 2015. El gobierno ha tensado la agenda para que las paritarias cierren más cerca del 27% que del 32%. Esto hace que actualmente la agenda de controles de precios tenga una menor precariedad que hace unos meses. Una cosa es controlar y culpar a empresas sin perspectivas futuras de las variables clave; otra muy diferente es brindar cierta previsibilidad de los tres costos más importantes y, a cambio, monitorear márgenes

y precios en los segmentos principales. Esta previsibilidad, aunque sea de muy corto plazo (seis meses), es un avance en relación a la situación de un año atrás.

La negociación salarial en marcha muestra que el equipo económico no quiere que la pauta salarial acelere una inflación que parece en camino de controlarse y de terminar más cerca de 25% que de 30% en 2015 (ver Gráfico 2). Y, aquí lo más importante hacia futuro, abre las puertas para negociaciones colectivas en torno al 20% para el 2016.

En líneas generales, **la economía del tercer mandato del Frente para la Victoria no termina bien** (bajo crecimiento, empleo estancado, inversión en caída -más allá del leve repunte de los últimos meses-) y con claros desequilibrios (inflación por encima del 20%, apreciación del tipo de cambio real, precios relativos muy distorsionados en sectores fuertemente subsidiados, significativo déficit fiscal y modestas reservas), **pero lo hace sin crisis y sin que estos desequilibrios sean indefectiblemente explosivos**. De la ductilidad política y técnica de la administración entrante más que de una supuesta intencionalidad incendiaria del gobierno saliente dependerá que no haya crisis en el comienzo de la próxima gestión. Las condiciones están dadas para que ello no ocurra y Argentina se encamine a normalizar sus variables macroeconómicas con tal de retornar a un sendero de desarrollo económico y social.



INSECAP

Editor Reponsable
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/>