

Newsletter INSECAP UCES

Facultad de Ciencias Económicas

La presente edición del *newsletter* INSECAP –la última antes de las elecciones presidenciales del 25 de octubre– se divide en dos secciones. Por un lado, en la primera, se detalla la evolución de diversas variables económicas de la economía nacional, como el nivel de actividad, el consumo, la inflación, los salarios, el tipo de cambio real y ciertas dinámicas sectoriales. Por el otro, en la segunda, se analizan las cuentas externas argentinas tras el pago del BODEN 2015, y el panorama que deberá enfrentar el gobierno entrante, el cual ya no podrá más vivir al contado, si es que quiere transitar ordenadamente su primer año de gestión.

1. La dinámica del nivel de actividad

a) Panorama general de la actividad

Las primeras mediciones de actividad para el mes de septiembre muestran una economía argentina con una tendencia similar a la de los meses previos, y que podríamos definir como de “recuperación leve”. Según estimaciones privadas como la de la consultora Ferreres, **en septiembre la actividad económica creció un 2%** interanual y acumula, **en los primeros tres trimestres del año, una suba del 1,2%** (Cuadro 1). Vale mencionar que la mejora de septiembre se da contra una base baja de comparación, ya que el mismo período de 2014 fue el momento de mayor profundidad de la recesión. Según dicha consultora, el nivel de actividad aún se ubica un 1,8% por debajo del pico alcanzado en 2013. Por su lado, los datos oficiales (con mayor rezago que los de las consultoras privadas) vienen

mostrando guarismos bastante más positivos, con un crecimiento interanual de 2,7% en julio y de 2,3% en los primeros siete meses del año.

Los sectores económicos que se mostraron más dinámicos en septiembre, respecto del mismo período del año pasado, fueron Construcción (+4,0%), Comercio (+3,9%), Industrias Manufactureras (+2,7%) y el Agropecuario (+2,2%), también según estimaciones de Ferreres. En contraste, Intermediación Financiera (-3,0%) y Transporte, almacenamiento y comunicaciones (-0,8%) fueron los de peor desempeño en septiembre. En lo que va del año, Construcción (+6,1%), el sector agropecuario (+6,0%) y Electricidad, gas y agua (+4,3%) vienen siendo los sectores más dinámicos, en tanto que Intermediación Financiera y Transporte, almacenamiento y comunicaciones son los únicos que exhiben variaciones negativas (-5,0%, -2,6%, respectivamente).

Cuadro 1

Estimadores de actividad (agosto-septiembre)				
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%	0.8%	2.7%	+
Índice de Actividad (Ferreres)	-2.5%	1.2%	2.0%	+
Salario real*	-3.8%	2.1%	3.2%	+
Índice Construya	-5.5%	6.4%	15.7%	+
Cemento	-3.9%	4.8%	7.0%	+
Comercio minorista (CAME)	-6.5%	2.0%	2.4%	+
Shoppings*	-4.0%	5.2%	9.7%	+
Supermercados*	-0.6%	0.8%	2.7%	+
Importaciones (cantidades)*	-12.0%	0.0%	9.0%	+
Recaudación total real	-1.3%	4.0%	4.9%	+
IVA impositivo real	-3.6%	7.7%	11.0%	+
Producción de autos	-22.0%	-9.5%	-8.3%	-
Patentamiento de autos	-36.3%	-10.9%	9.5%	+

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

b) La construcción

La construcción viene siendo uno de los sectores de mayor repunte en 2015, y en septiembre ratificó dicha tendencia: el Ín-

dice Construya creció 15,7% en dicho mes respecto del mismo período de 2014, y acumula siete meses consecutivos de suba. En lo que va del año, el aumento ya acumula

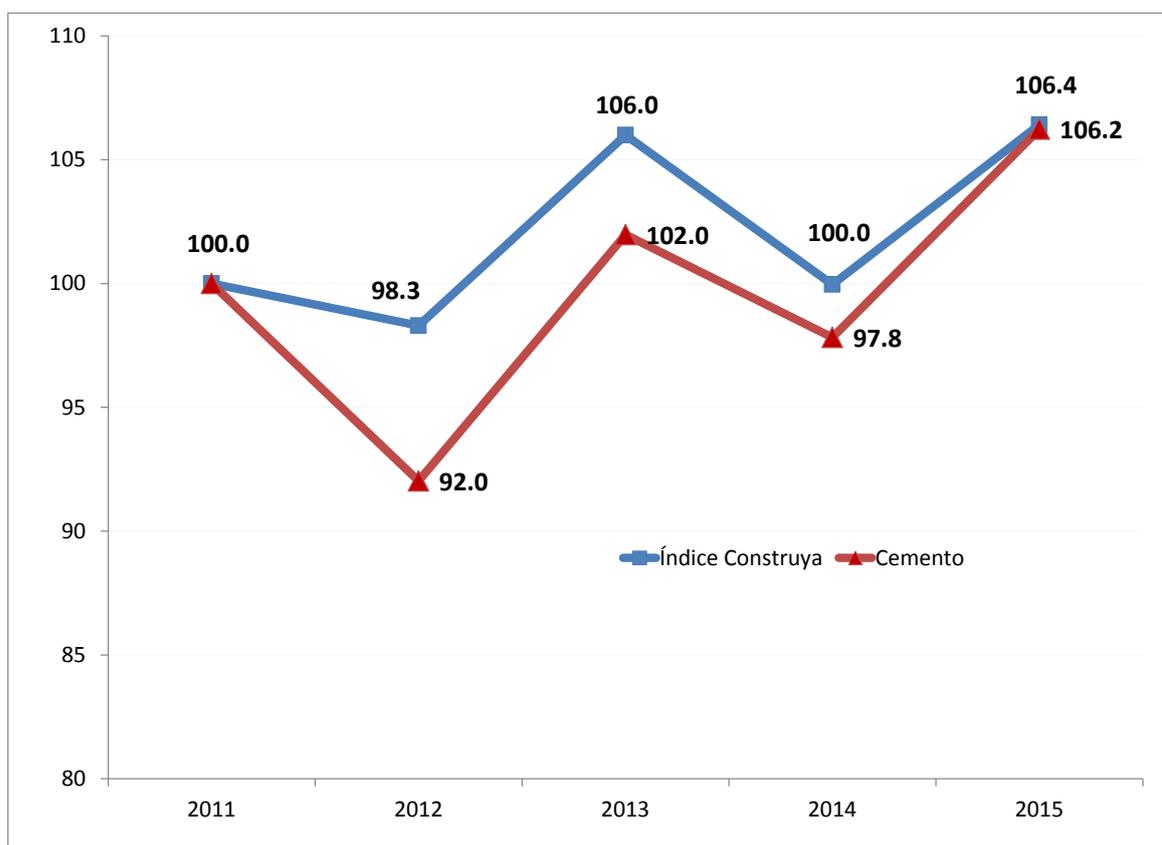
6,4%. Luego de caer 2,2% en agosto, la producción cementera retomó en septiembre la senda alcista de los meses previos (+7,0%). De este modo, tras caer 3,9% en 2014, en los primeros nueve meses de 2015 se ha expandido un 4,8% interanual (ver Cuadro 1).

Vale apuntar que, de todos modos, el rebote de la construcción se da sobre una base baja de comparación. Como puede verse en el Gráfico 1, en los primeros nueve meses de 2015 el Índice Construya apenas logra superar el récord de 2013 (+0,3%). Por

su lado, en lo que va de 2015, la fabricación de cemento ha superado significativamente el récord de 2013: en lo que va del año los despachos han sido de aproximadamente 9,13 millones de toneladas, contra 8,76 millones del mismo período de 2013 (+4,2%).

¿Qué factores explican este rebote de la construcción, además de la baja base de comparación? Básicamente dos: el impulso a la obra pública en un año electoral, y la construcción de viviendas por medio del plan Pro.Cre.Ar.

**Gráfico 1: Índice Construya y despachos de cemento, 2011–2015
(acumulado enero–septiembre), 2011 = 100**



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

c) El comercio minorista

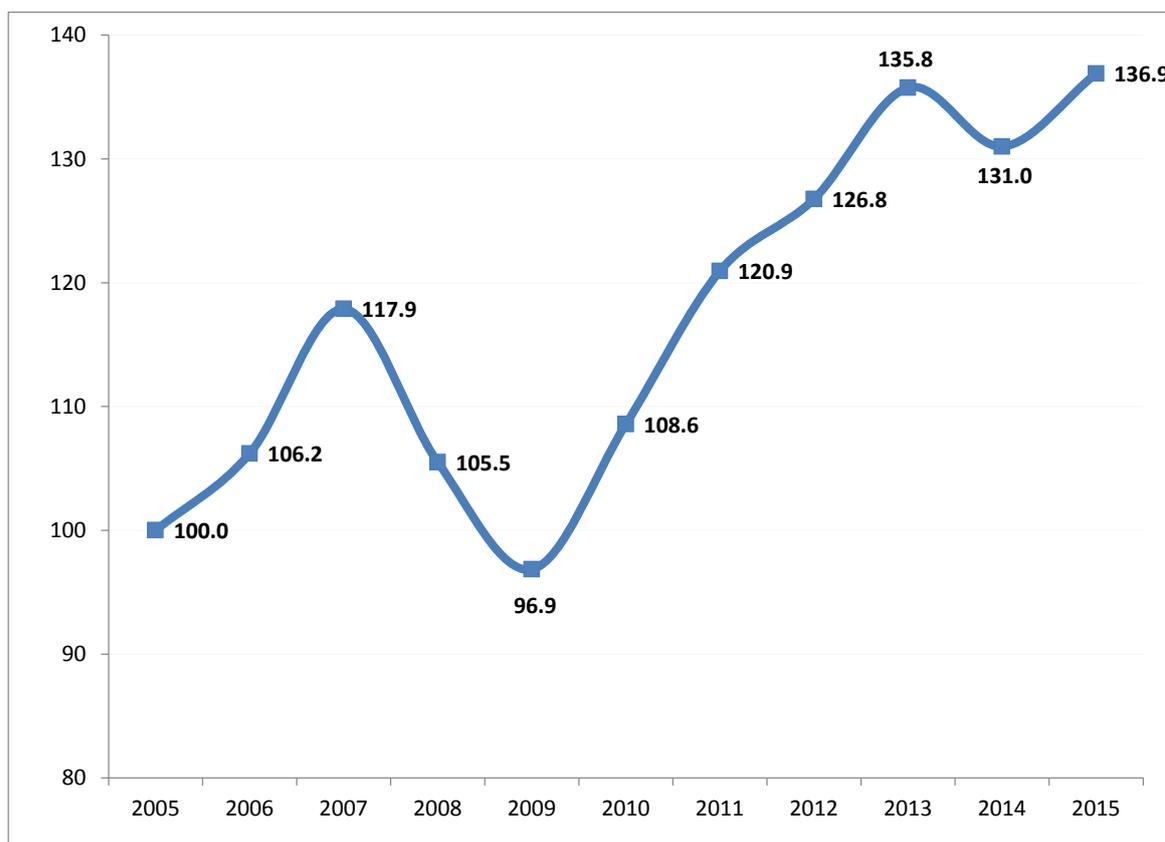
Por su lado, según la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) el comercio minorista creció en septiembre 2,4% interanual (Cuadro 1), cifra similar a la de agosto. En lo que va del año, el sector muestra un alza del 2%.

Asimismo, según la misma entidad, las ventas –en cantidades– por el Día de la Madre crecieron un 4,5% interanual. De todos modos, vale mencionar que, al igual que lo que ocurre con la construcción, la mejora de la actividad comercial se da en el contexto de una importante caída registrada en 2014.

Las cantidades vendidas por el Día de la Madre fueron, de este modo, apenas un 0,8% mayores que las del pico de 2013. Si com-

paramos 2015 contra el año 2005, las ventas a precios constantes por el Día de la Madre fueron un 37% más elevadas (ver Gráfico 2).

Gráfico 2: Ventas por el Día de la Madre (en cantidades), 2005 = 100



Fuente: INSECAP en base a CAME.

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 agosto aumentaron 9,7% interanual, y en el año acumulan un alza del 5,2%, 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.

Las ventas (a precios constantes) en los supermercados muestran menor relación con el ciclo económico, ya que allí los productos vendidos están más relacionados con las necesidades básicas que los 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 vendidas haya sido de apenas 0,6%. Asimismo, el rebote de este año es menos pronunciado (+0,8%), aunque en los últimos meses se observó una tendencia de mayor dinamismo (+2,7% interanual en agosto, ver Cuadro 1).

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 a las importaciones) parece confirmar el repunte del consumo: creció en septiembre 11% interanual en términos reales y en lo que va del año muestra un alza de 7,7%, 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, ver más abajo) que ha permitido una pequeña mejora del poder adquisitivo, tras la caída sufrida en 2014. Cabe aclarar que los salarios subieron 29,6% entre agosto de 2014 y agosto de 2015, según el INDEC (ver más abajo). En segundo término, el programa Ahora 12, que ha permitido la financiación sin interés del consumo en el segmento minorista en más de 160.000 comercios del país.

d) La producción industrial

Luego de un 2014 muy negativo, con caídas de casi el 3%, la producción industrial comenzó a repuntar débilmente en marzo y, con un mayor ímpetu, a partir de junio. En septiembre, la actividad industrial habría crecido un 2,7% según Ferreres, aunque respecto de una baja base de comparación como 2014 (Cuadro 1). En lo que va del año, la producción industrial ha registrado una suba del 0,8% interanual, también según dicha fuente, y hoy se encuentra alrededor de un 2% por debajo del pico obtenido en 2011. Los datos de la Unión Industrial Argentina (UIA), FIEL y el INDEC muestran datos relativamente similares: un leve recalentamiento de la actividad industrial en los últimos meses, pero que en el acumulado del año aún no logra salir de la tendencia de estancamiento respecto de 2014.

Dos sectores (materiales para la construcción y alimentos) vienen siendo los que más traccionan al alza la producción industrial, y en ello coinciden diversas fuentes, como FIEL, la UIA, Ferreres y el INDEC. En contraste, la producción de maquinarias y equipos y la de metálicas básicas, si bien ha mejorado levemente en los últimos meses, acumulan caídas superiores al 5% interanual, respectivamente. Buena parte de ello se explica por el complejo automotriz, muy afectado por la recesión en Brasil, país

que absorbe el 45% de la producción local. En septiembre, la producción de automóviles cayó un 8,3%, y en lo que va del año lo hizo en un 9,5%, habida cuenta de que en 2014 ya se había desplomado un 22%, según datos de ADEFA. En los primeros nueve meses de 2015, el sector lleva producidos 418.000 vehículos, y parece encaminarse a terminar el año por debajo de los 600.000. A modo de comparación, en 2011 la fabricación de vehículos acumulaba en esta época del año 628.000 unidades, y terminó el año con un récord histórico de 829.000. Así, 2015 parece culminar con niveles de producción alrededor de un 30% inferiores que los de 2011.

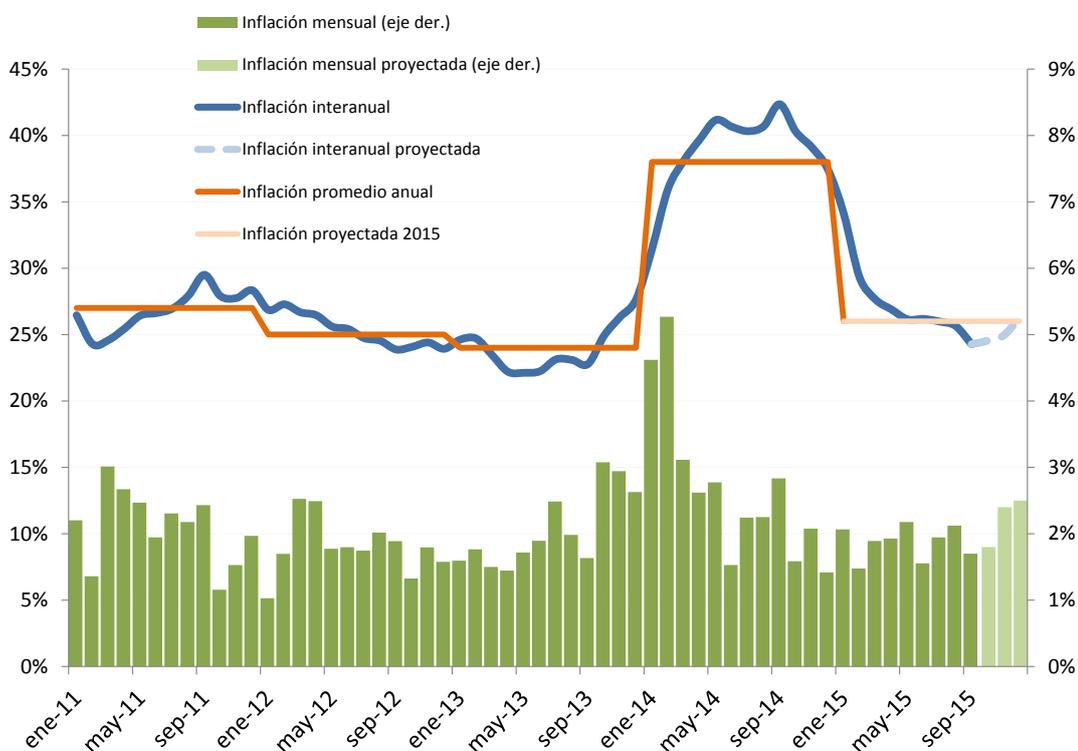
e) Inflación

Según la Dirección de Estadísticas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, **la variación de los precios al consumidor fue del 1,7% en septiembre**, cifra levemente inferior a la de agosto (1,8%). De este modo, el acumulado de los últimos doce meses para la Ciudad de Buenos Aires es del 24,0%, en tanto que si incorporamos las mediciones de precios de Neuquén, Tierra del Fuego y San Luis, dicha cifra se eleva al **24,3%**. Es de esperar que, tras las elecciones presidenciales, el aumento de los precios se acelere un tanto (quizá, por ejemplo, por un mayor ritmo de depreciación del peso o por el descongelamiento de tarifas de servicios públicos). De esta manera, es posible que **la inflación termine el año en torno del 25–26%** (Gráfico 3).

f) Salarios

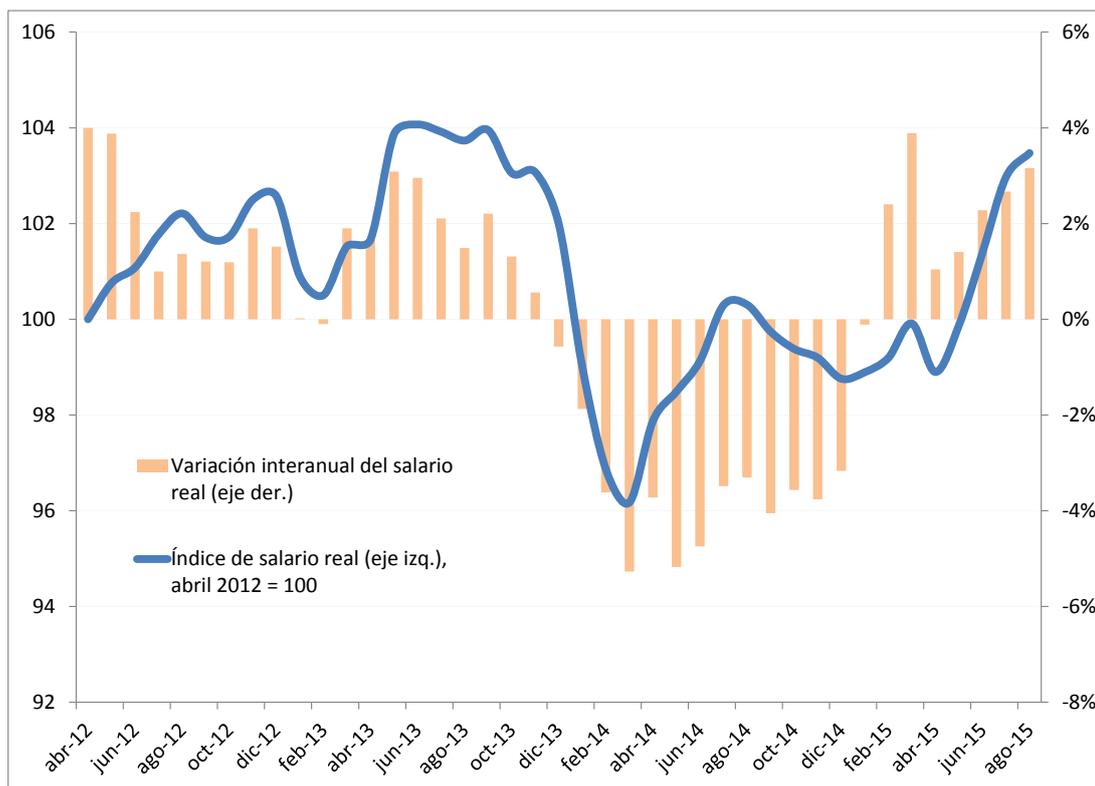
Luego de caer alrededor de un 4% en 2014 en términos reales, los salarios vienen exhibiendo un rebote desde febrero de este año. **En agosto, el poder adquisitivo del salario** (tomando el índice de salarios del INDEC y deflactándolo por la inflación de las provincias) **subió un 3,2% interanual**, y acumula en el año una suba del 2,1%. De este modo, el poder adquisitivo del salario se encuentra hoy en **niveles ligeramente inferiores que los de mediados de 2013** (ver Gráfico 4).

Gráfico 3: Inflación en Argentina, 2011–2015



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

Gráfico 4: El salario real en Argentina, abril de 2012 a agosto de 2015



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

g) Tipo de cambio real

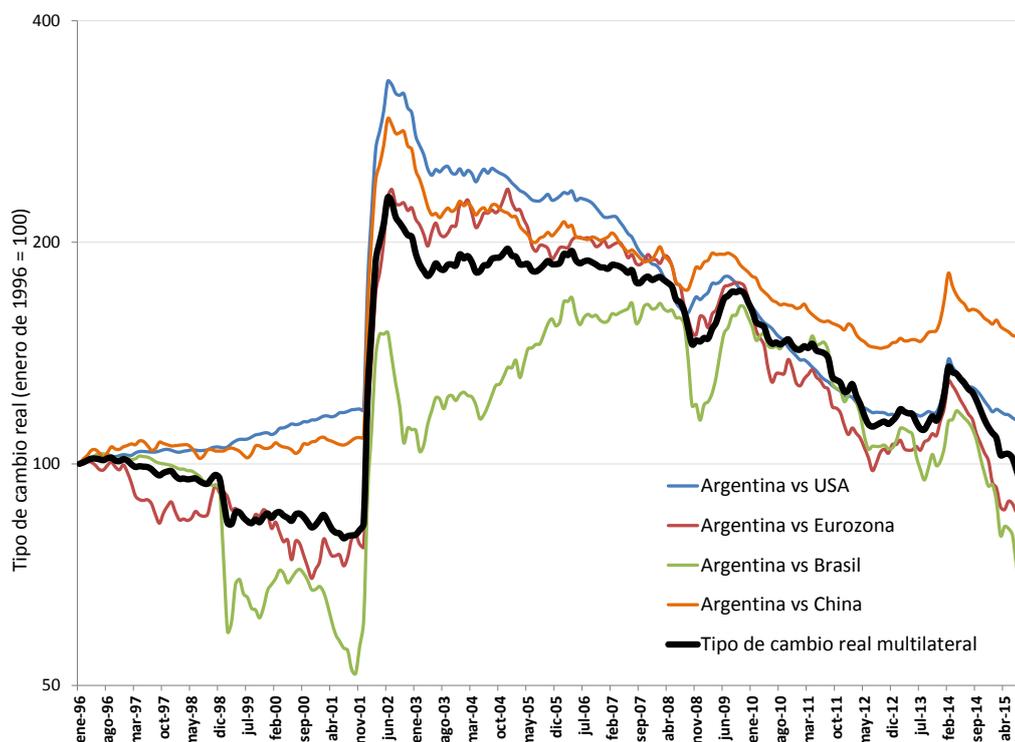
Si la inflación argentina se desaceleró fuertemente respecto de 2014, permitiendo así cierta recomposición del salario real, ello se debe en parte a dos cuestiones: congelamiento de tarifas y, sobre todo, atraso real del tipo de cambio. Como se puede ver en el Gráfico 5, **el tipo de cambio real multilateral de Argentina está hoy en niveles similares a los de 1998**, un 10% más apreciado que en 1996 y un **45% más apreciado que en enero de 2014**.

Buena parte de ello se explica por lo que viene ocurriendo en Brasil, en donde el tipo de cambio nominal pasó de 2,45 reales por dólar en octubre de 2014 a 3,90 en la actualidad (depreciación del 59%) y los precios “apenas” subieron un 9,5%. También contribuyen otros factores, como la fortaleza

del dólar (monedas como el yuan, el euro o las de otros países latinoamericanos también se han depreciado en los últimos meses), y que la depreciación nominal del peso argentino (12%) ha estado yendo muy por debajo de la inflación (24,3%).

Con términos del intercambio a la baja, producto de la caída de los precios de las materias primas y con escasez de reservas, el próximo gobierno tendrá que tener una aguda pericia para lograr una controlada depreciación real del tipo de cambio sin afectar demasiado a otras variables claves de la macro, como la inflación y el poder adquisitivo. Si la opción pasa por evitar una fuerte depreciación, las medidas compensatorias (baja de retenciones, reintegros, subsidios) a los sectores exportadores más afectados deberán estar a la orden del día.

Gráfico 5: Tipo de cambio real multilateral de Argentina, 1996–2015 (enero de 1996 = 100)



Fuente: INSECAP en base a FMI, OCDE, Banco Central do Brasil, INDEC, BCRA e institutos de estadística provinciales.

2. Certeza 2016: el próximo gobierno ya no podrá vivir al contado

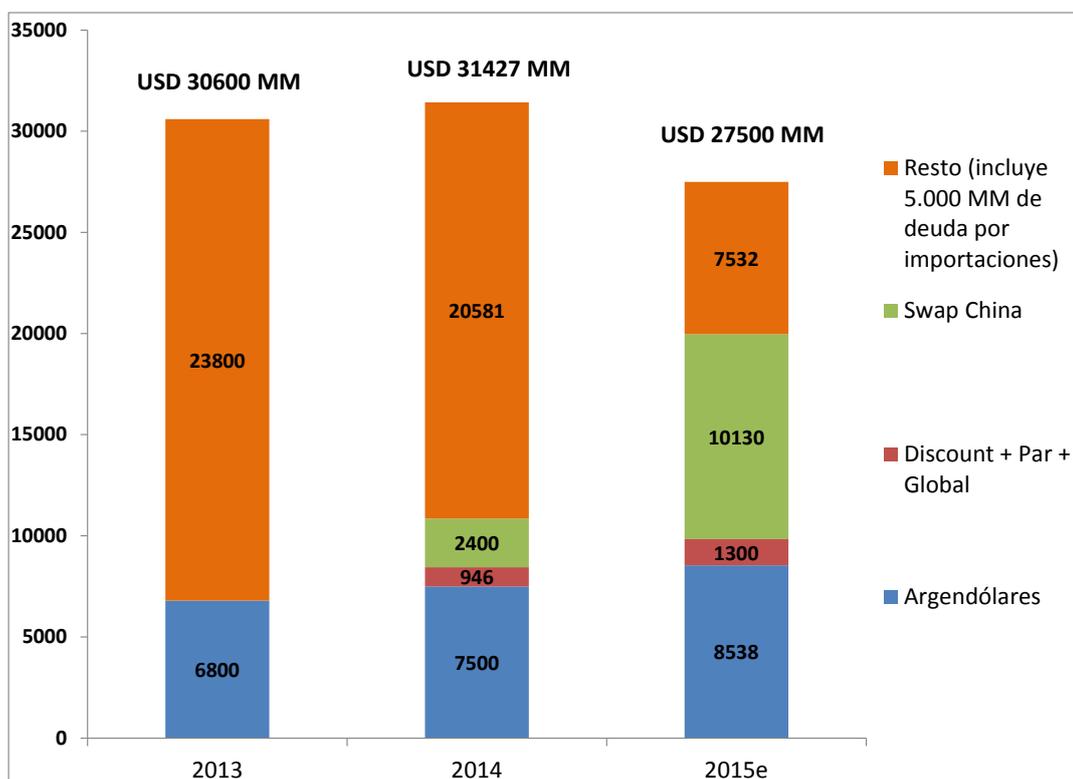
El pasado lunes 5 de octubre el gobierno canceló el BODEN 2015 por un monto total

de USD 5.899 millones (MM). El pago generó una caída del 17% en las reservas del Banco Central en un solo día. A ello se le agregan 255 millones extra del pago de intereses por el BONAR X el pasado 19 de octubre. De este modo,

entrando en el final del mes, las reservas se encuentran en torno de los 27.500 millones. En términos netos, el pago del BODEN 2015 significó una caída de USD 4.741 MM en la

reservas, ya que quedaron dentro del sistema financiero unos USD 1.158 MM en concepto de depósitos en dólares, los cuales se sigue contabilizando como reservas internacionales.

Gráfico 6: Descomposición de las reservas internacionales del BCRA (2013–2015)



Fuente: UMET en base a BCRA y estimaciones propias. Los datos de 2015 corresponden al 20 de octubre.

Las reservas, al 20 de octubre, están en el nivel más bajo desde el 29 de octubre de 2014, cuando se ubicaron en USD 27.346 MM. La caída de reservas producto del pago del BODEN 2015 fue, a su vez, la segunda más importante (a nivel diario) desde enero de 2006, cuando el entonces presidente Nestor Kirchner canceló al contado y en un pago las deudas del país con el FMI.

En el inicio del “cepo cambiario”, el 31 de octubre de 2011 (una semana después del 54% de Cristina Fernández de Kirchner), las reservas estaban en USD 47.523 MM. La caída está en torno de los 20.000 MM (–42%). Si lo comparamos con el récord histórico de USD 52.654 MM del 26 de enero de 2011, la caída es de casi USD 25.000 MM (–48%).

Con esto, el gobierno saliente le deja al gobierno entrante un panorama delicado al

gobierno entrante en términos de capacidad de pago a partir de 2016.

Más allá de que el anuncio del pago del BODEN 2015 fue interpretado como un triunfo del gobierno en materia política y su relato de desendeudamiento, los niveles cada vez más bajos de reservas líquidas hacen que persista y se acentúe la fragilidad cambiaria. A pesar de la inyección de dólares del pago del bono, la brecha cambiaria se mantiene, hacia mediados de octubre, en torno del 70%. La capacidad de la gestión económica de mantener el actual tipo de cambio es cada vez más débil. Veamos por qué.

El Gráfico 6 muestra las distintas fotos del stock de reservas desde 2013. Con el tiempo se fue deteriorando el nivel de reservas líquidas. **En 2013 las reservas de libre disponibilidad ascendían a más USD 23.000**

MM (área marrón del gráfico de barras, lo que se llama “Resto”); en 2015 solo alcanzan los USD 7.532 MM.

Si al stock de reservas actual (USD 27.500 millones) se le descuentan esos USD 5.000 MM de deuda por pagos atrasados de importaciones, los dólares de los tramos activados del swap con China, los dólares de privados que se encuentran dentro del sistema bancario (“Argendólares”) y los pagos de los intereses de los bonos Discount, Par y Global que están depositados pero bloqueados por el fallo del juez Griesa, el nivel de reservas del Central estaría en torno de los USD 2.500 MM.

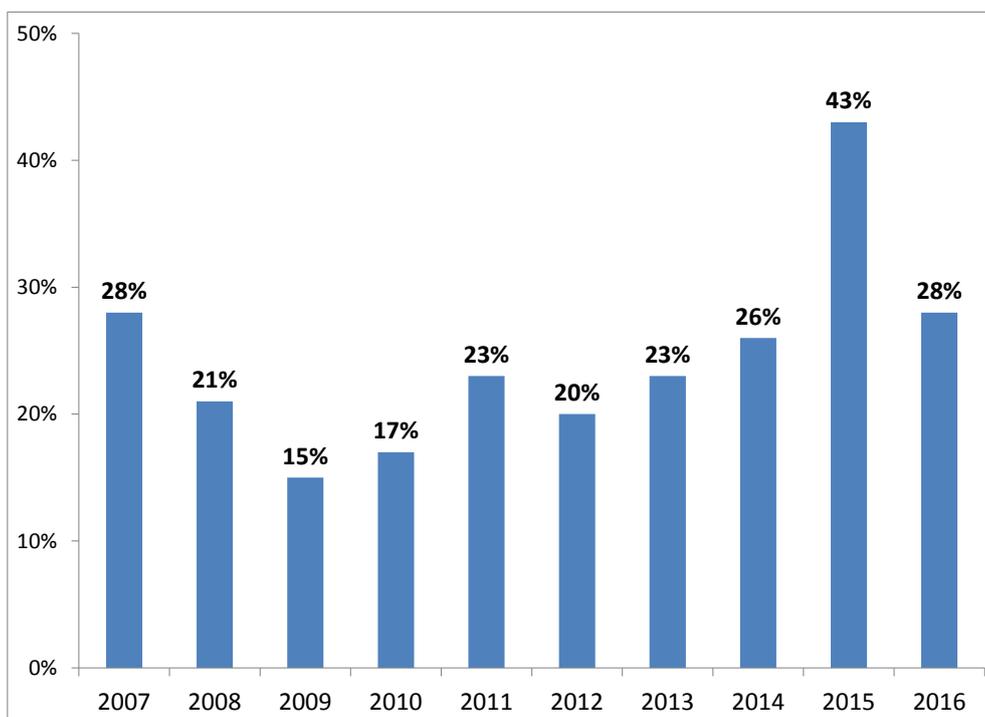
La economía es dinámica. Estos números pueden resultar alarmantes, pero que la mirada se pose sobre los USD 7.532 MM líquidos que hoy figuran en la cuentas del Central o en los USD 27.500 MM brutos depende de las perspectivas de la política económica. En otros términos, el próximo gobierno va a necesitar un plan financiero y macroeconómico articulado. ¿Qué quie-

re decir eso? Financiamiento externo y manejo de tasas de interés y expectativas de devaluación que garanticen una rentabilidad atractiva en dólares. El objetivo es que no continúe la huida de los pesos hacia el dólar. **Las reservas brutas pueden estabilizarse, pero sin plan ni dólares futuros el mercado terminará gatillando una devaluación.**

El tema de los dólares cobró una centralidad de primer grado en el último tramo de la campaña, al punto que Scioli dijo el pasado domingo 11 de octubre, a dos semanas de la elección: “Quiero dar la tranquilidad a los argentinos que no va a haber problemas con las divisas... No va a haber ningún problema de falta de dólares”¹.

En 2016 la clave sigue siendo despejar primero el camino financiero, que incluye pago de deuda, liberación y actualización de la deuda de importaciones, el cepo cambiario y el nivel de reservas. La necesidad de conseguir dólares será el punto fundamental para el desempeño de la economía real (actividad y empleo).

Gráfico 7: Riesgo de liquidez (pagos anuales de deuda sobre reservas)



Fuente: INSECAP en base a MECON, BCRA y cálculos propios.

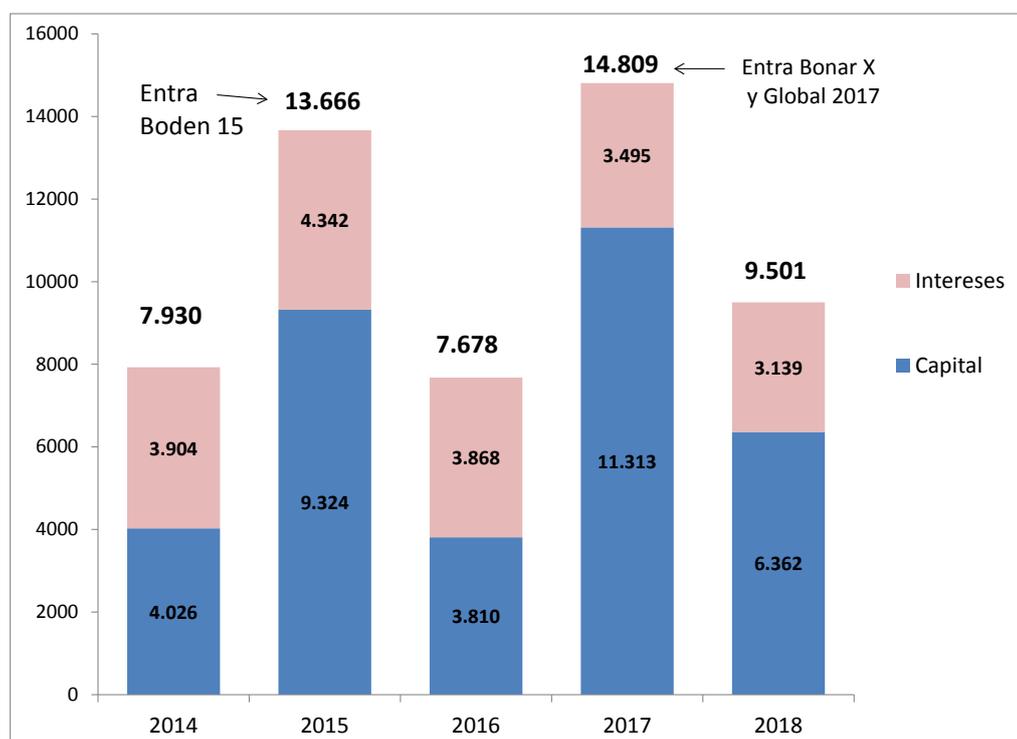
¹ <http://www.ambito.com/noticia.asp?id=811304>

El Gráfico 7 muestra que los pagos anuales de deuda sobre reservas llegarán a su punto máximo a fines de 2015 (43% de las reservas). Ello ocurre no tanto por los montos de vencimientos (que sin embargo son casi el doble que 2014, ver Gráfico 8) sino por la tendencia a la baja de las reservas que, con un poco de suerte (y algo de maquillaje) cerrarán en torno de los USD 27.000 MM hacia fin de año. Si, en cambio, tomáramos el ratio de liquidez sobre reservas de libre disponibilidad, para el 2016 nos daría un 100% (vs 66% para 2015). ¿Qué nos dicen estos números? Que **la Argentina no puede vivir más al contado. O que**

hacerlo implica generar (o que lo haga el mercado) una recesión que genere dólares vía menores importaciones (por caída del consumo y de la inversión en equipos importados). Caso contrario, la deuda no es una opción: es el único camino para transitar ordenadamente el primer año del nuevo gobierno.

Por último, una aclaración: el presente *newsletter* fue redactado en la víspera de las elecciones presidenciales del 25 de octubre. Sea que haya (o no) *ballotage*, el número de noviembre tendrá novedades muy importantes para destacar.

Gráfico 8: Perfil anual de vencimientos de deuda del sector público (en MM de USD)



Fuente: INSECAP en base a MECON y estimaciones propias. Nota: en 2017 no descartar posible pago de cupón PBI.

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/>