

# CEU

Centro de Estudios UIA

**Informe Especial**



## **Perspectivas para la economía real en un año de elecciones**

**Abril 2015**

## PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA REAL EN UN AÑO DE ELECCIONES -Abril 2015-

### Resumen

1. Finalizado el primer trimestre de 2015, se destaca que los temores a una crisis cambiaria por falta de dólares comienza a disiparse. Las reservas siguen manteniéndose estables producto del swap de monedas con China<sup>1</sup> y de financiamiento adicional (bonos de YPF/CABA, etc.). El dólar blue se mantiene calmo en torno a los \$12,60, conteniendo la brecha cambiaria. Las expectativas de una transición más ordenada reducen el riesgo país, además de subir el precio de bonos y acciones.
2. La estabilidad se logró a costa de un estancamiento en la producción. En este sentido, los principales indicadores de actividad económica muestran que la tendencia contractiva de 2014 continúa en casi todas las variables, aunque comienza a observarse cierta moderación en las caídas y, en algunos casos, signos de recuperación (cemento y materiales para la construcción). Reflejo de esta caída es el desempeño de las importaciones, que en el primer bimestre se contrajeron 22% (USD 8.232 millones), alcanzando la cifra más baja desde 2010 –inclusive inferior a las importaciones registradas en el primer bimestre 2008–. A su vez, los rubros relacionados con la inversión productiva están estancados.
3. ¿De qué depende que la actividad repunte? Con Brasil –principal socio comercial del país– estancado y una fuerte depreciación del real, las posibles fuentes de mejora deben buscarse en el frente local. La evolución del comercio y los servicios depende de recupérela recuperación del consumo. El incremento de las jubilaciones en torno al 18,26% semestral juega a favor de este incentivo. El desenlace de las paritarias dependerá del resultado final de la inflación. Y en el caso específico de la industria, si bien el salario es mercado, también resulta un costo de producción, condicionando la rentabilidad en diversos sectores.
4. Teniendo en cuenta estos aspectos, se espera para 2015 un crecimiento del PBI en torno al 0,5%. Con respecto a la actividad industrial, resulta probable la extensión de la fase contractiva con un arrastre estadístico del -1,5%. Con pronósticos poco alentadores para Brasil y un mercado interno local que se mantendrá estable, las perspectivas para todo el 2015 son magras, apuntando hacia un amesetamiento de la producción en un rango del -0,5% al 0,5%.

---

<sup>1</sup> El mencionado swap tuvo lugar en el marco de un acuerdo de integración estratégica entre Argentina y China. Para un mayor análisis, consultar el siguiente informe de la UIA sobre el Convenio Marco de Cooperación en materia Económica y de Inversiones sancionado por el Congreso Nacional: <http://www.uia.org.ar/noticia.do?id=2425>

## 1. La pax cambiaria y el estancamiento

La pregunta a responder es si la economía repuntará en 2015. En la agenda económica actual combatir la recesión de 2014 se instaura como el desafío central. Superada transitoriamente la tensión cambiaria, la clave pasa por intentar que repunte (aunque sea levemente) la actividad económica con relación al desempeño de 2014.

Lo bueno: los temores a una crisis cambiaria por falta de dólares se dispararon. Las reservas se siguen manteniendo elevadas gracias al swap de monedas con China y a financiamiento adicional (bonos de YPF/CABA, etc.). El dólar *blue* se mantiene calmo en torno a los \$12,60. Gran parte de la deuda tomada con el Banco Central Chino se destina al dólar ahorro que termina abasteciendo al mercado paralelo.

La toma creativa de deuda tapa el déficit de divisas, que se encuentra cerca de los USD 3.200 millones, aún en un contexto en el que continúa una fuerte reducción de las importaciones. El déficit del sector privado responde al bajo superávit comercial y al aumento de la demanda de divisas para atesoramiento y turismo. China aportó USD 1.600 millones adicionales, alcanzando una cifra de USD 5.400 millones del swap total por USD 11.000 millones firmado en septiembre de 2014. El resto de ingresos de dólares para financiar el déficit se logró con colocación de bonos de YPF (USD 500 millones) y la deuda tomada por el Gobierno de la Ciudad, por cerca de USD 500 millones. Además, se sigue incrementando lo que se cuenta como reservas producto de la deuda que no se paga por el conflicto con los buitres (bono Par con vencimiento en marzo por USD 167 millones): hacia fin de año ese monto llegará a casi USD 2.800 millones.

A partir de abril, la clave será monitorear a qué ritmo ingresan los dólares del agro. Según datos de CIARA, la liquidación de las cerealeras sumó sólo USD 3.026 millones en lo que va del año contra USD 4.429 millones en igual lapso de 2014 (una baja del 32%).

## 2. Actividad: luces y sombras

Los principales indicadores de actividad económica muestran que la tendencia contractiva de 2014 continúa en casi todas las variables, aunque comienza a observarse cierta moderación en las caídas y, en algunos casos, signos de recuperación (cemento y materiales para la construcción). Debe destacarse que enero y febrero son meses de vacaciones con paradas técnicas en muchas plantas.

Estimadores de consumo - Febrero 2015		
SECTOR	Variación interanual	Tendencia
Industria CEU UIA <sup>(1)</sup>	-4,4%	↓
Índice de actividad-Ferreres	-2,8%	↓
Empleo industrial <sup>(2)</sup>	-1,7%	↓
Venta de autos <sup>(3)</sup>	-40,0%	↓
Índice Construya	-6,8%	↓
Cemento	11,8%	↑
Comercio minorista	-0,4%	↓
Consumo industrial de Energía <sup>(4)</sup>	-1,3%	↓
Importaciones	-25,0%	↓
Recaudación total real	4,8%	↑
IVA real	-1,5%	↓

(1) (3) y (4) Dato correspondiente a enero de 2015

(2) Dato correspondiente al tercer trimestre del 2014

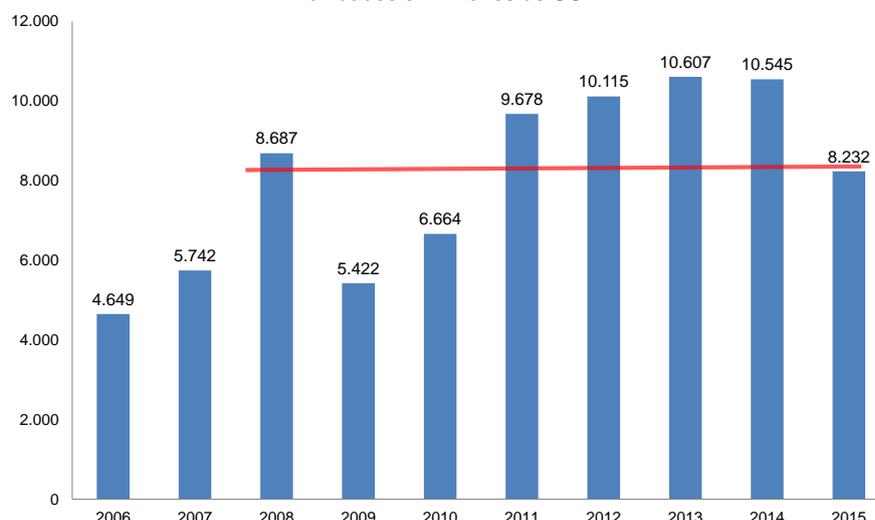
FUENTE: CEU UIA en base a datos de INDEC, AFIP, ACARA, CCR, AFCP, Ferreres, Grupo Construya y Cámaras empresarias

Las mejoras relativas que comienzan a verse son por la comparación con un año de recesión como fue 2014. Los nubarrones aparecen por el desempeño de las importaciones, que han profundizado la tendencia

contractiva que predominó el año pasado. En este primer bimestre, las compras al exterior se contrajeron 22%. La cifra que alcanzaron (USD 8.232 millones) es la más baja desde 2010 (año en que comenzó la recuperación de la crisis internacional) e inclusive es inferior a las importaciones registradas en el primer bimestre 2008. Si lo comparamos con el último año de elecciones presidenciales (2011, año en que aquella recuperación se consolida), el monto correspondiente a los dos primeros meses de 2015 es un 13,9% menor.

### Importaciones en primeros bimestres

unidades en millones de USD



Fuente: CEU UIA en base a datos del ICA-INDEC

Más allá de que pueda estabilizarse la actividad (sobre todo por la recuperación del consumo), las importaciones reflejan que los rubros relacionados con la inversión productiva están estancados. En volumen (para no tomar en cuenta el efecto precio), el rubro de *piezas y accesorios para bienes de capital*, donde priman las autopartes, retrocedió 30%, mientras que los *bienes de capital* lo hicieron en un 11%. Los *bienes intermedios*, por su parte, no mostraron variaciones. En este segmento priman insumos vinculados a productos químicos y metales comunes (que representan un 13% y 5% del total de las importaciones) y en menor medida textiles (3% sobre el total de las importaciones).

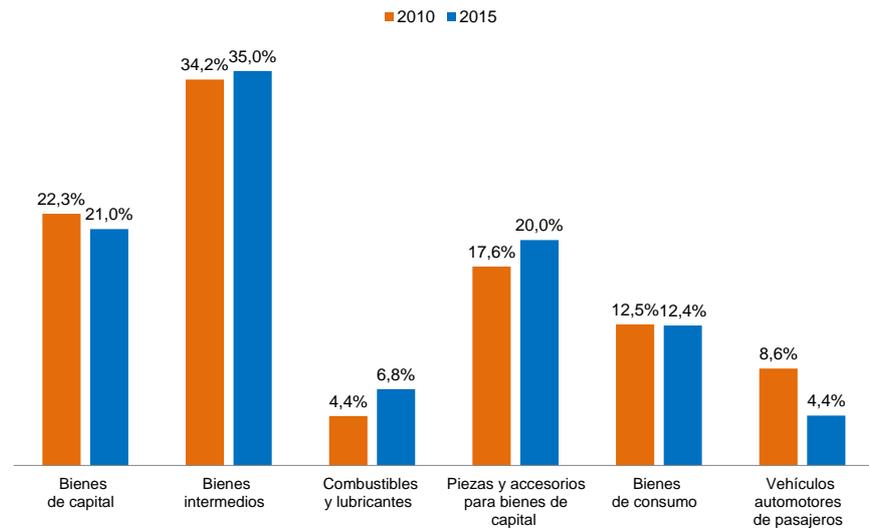
### Importaciones por usos económicos

Usos	Primer bimestre 2015			
	Valor	Precio	Cantidades	
	Millones de USD	Var i.a.	Var i.a.	Var i.a.
<b>Total</b>	<b>8.232</b>	<b>-22%</b>	<b>-7%</b>	<b>-16%</b>
Bienes de capital	1.725	-12%	-2%	-11%
Bienes intermedios	2.879	-6%	-6%	•
Combustibles y lubricantes	557	-59%	-37%	-35%
Piezas y accesorios para bienes de capital	1.645	-24%	9%	-30%
Bienes de consumo	1.021	-14%	-3%	-11%
Vehículos automotores de pasajeros	364	-53%	-1%	-53%
Resto	42	24%	•	•

Fuente: CEU-UIA en base a datos INDEC.

¿Hay sustitución de importaciones? **No.** Casi todo se explica por la contracción de la demanda local. En algunos rubros las DJAI son clave para evitar una avalancha de importaciones en sectores donde existe producción nacional. Pero si observamos la estructura de las importaciones actuales con respecto al primer bimestre del 2010, no se identifican grandes cambios. A excepción de un mayor peso de *combustibles y lubricantes*,

**Importaciones por grandes rubros**  
Primer bimestre 2015 vs primer bimestre 2010, % de participación



Fuente: CEU UIA en base a datos del ICA-INDEC

que pasaron de 4,4% a 6,8% del total de importaciones, 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 17,6% al 20%, lo cual puede indicar un retroceso en la sustitución de importaciones.

Todo este cuadro muestra que el consumo de durables (autos y electrónicos) está por debajo del de hace 4 años y la inversión camina sin expectativas de recuperación. Hay dos preguntas que se deducen de este escenario. La primera es si la actividad puede mejorar en lo que resta del año. La segunda, si la actividad mejora y las importaciones pasan a terreno positivo, ¿habrá dólares para financiarla? De lo segundo hablamos en los párrafos anteriores. De lo primero hablaremos a continuación.

### 3. ¿Se puede recuperar la actividad?

¿De qué depende que la actividad repunte? El punto negativo para comenzar el análisis es la situación brasileña<sup>2</sup>. El principal socio comercial del país está sufriendo una caída de la actividad y una fuerte depreciación del tipo de cambio.

Las posibles fuentes de mejora deben buscarse en el frente local. La evolución del comercio y los servicios dependerán de que se recupere el consumo. Con relación al salario, habría que ver la evolución de las paritarias y el resultado al final de la inflación. Y en el caso de la industria, si bien el salario es mercado, también resulta un costo de producción. También es relevante las jubilaciones y los ingresos subsidiados de los sectores de menos recursos (algo que ya comenzó a realizar el Gobierno). El incremento anunciado de las jubilaciones en torno al 18,26% semestral juega a favor de este incentivo.

<sup>2</sup> Ver datos y análisis a este respecto en el Anexo I.

Sin embargo, existen algunos “peros” a esta lógica. Uno es que las negociaciones paritarias alcanzan a una porción reducida de los trabajadores totales. La tendencia en aumento de la desocupación (hoy en 6,9% aunque las cifras del INDEC están cuestionados y podría ser mayor) 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. Si sumamos desocupados y trabajadores informales, nos encontramos con 8,5 millones de personas en situación de vulnerabilidad laboral, sobre una Población Económicamente Activa (PEA) de 19 millones.

Es difícil determinar un diagnóstico concluyente sobre la evolución de la actividad. La recuperación dependerá de la mejora de los ingresos reales, pero el efecto no será inmediato. El ciclo negativo juega en contra. Cuando la actividad crece, el salario de los cuentapropistas y trabajadores en negro sube al mismo ritmo o incluso más que las paritarias (y sobre todo ante subas extraordinarias del salario mínimo), pero en recesión o estancamiento ocurre lo contrario.

En resumen, no habrá una recuperación robusta en el segundo trimestre, ya sea por el boom del gasto público, las paritarias, el atraso cambiario y la menor inflación o la entrada de agrodólares. Todo este paquete servirá apenas para que la actividad deje de caer y eventualmente preparar el terreno para que la economía pueda mostrar una leve recuperación hacia los últimos dos trimestres (0,5% el tercero y 1% el cuarto). Y eso será posible si el mercado y sus actores descuentan una transición ordenada y un futuro gobierno corriéndose (aunque sea levemente) al centro.

#### 4. Proyección Actividad industrial

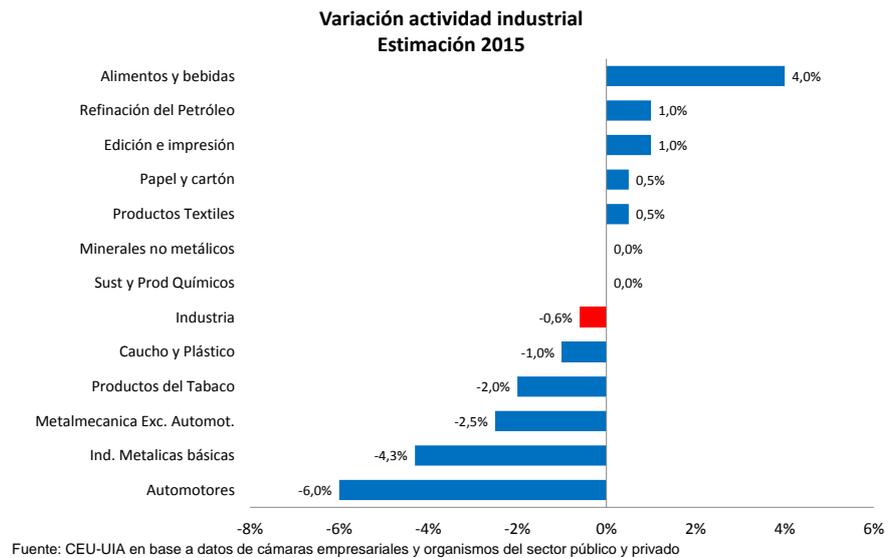
De cara al 2015, se espera continuidad de la fase contractiva con un arrastre estadístico del -1,5%. Con pronósticos poco alentadores para Brasil y un mercado interno local que se mantendrá estable, las perspectivas para todo el 2015 son magras, apuntando hacia un amesetamiento de la producción en un rango del -0,5% al 0,5%.

**Empleo en Argentina**  
(millones de personas)



Fuente: CEU-UIA en base a EPH-INDEC

En un escenario macro signado por una tasa de interés que esté por encima de la tasa de devaluación y la utilización del tipo de cambio como el instrumento principal para moderar la inflación, los esfuerzos de la política pública deberían estar orientados a contener el incremento de costos industriales, habilitando incentivos específicos de acuerdo a los desafíos de cada rubro. Asimismo, la actividad industrial dependerá de la evolución de las posibilidades de financiamiento externo de forma de permitir en pago de las importaciones.



A nivel sectorial se observa que, en general, persistirá un escenario de estancamiento en niveles similares a los de 2014, aunque el sector automotriz, si bien es pronto para delinear las expectativas para el 2015, se espera que continúe cierta tendencia a la baja. Adicionalmente, se observa una posible mejoría en alimentos y bebidas debido la buena campaña de la cosecha gruesa (soja, fundamentalmente, con 58,5 millones de toneladas estimado de cosecha, un 8,3% más que la 2013/14) dado el peso que tiene la molienda de oleaginosas en el indicador.

## 5. Proyección PBI

Atentos a los problemas y obstáculos metodológicos señalados en las presentaciones del CEU, a continuación repasamos las realidades sectoriales para poder proyectar el crecimiento del PBI. Las diferentes ramas económicas dependen de condicionantes diferentes, tanto internos como externos (temas que no responden a la política económica local, como la economía mundial o cuestiones climáticas). Ambas dinámicas son clave para inferir el destino de la economía de 2015.

Recapitulando, en el frente local, la evolución del comercio y los servicios depende de que se recuperen los ingresos reales en 2015. En el caso de la construcción, el aumento del gasto público en el marco de un año electoral, puede traccionar positivamente la dinámica de la actividad.

Así como fue señalado para el caso de la industria manufacturera en la sección anterior, otro sector que muestra un condicionamiento mayor de factores exógenos es la actividad agrícola, cuya performance dependerá de la evolución de los precios internacionales de *commodities* agrícolas. Los precios están atados, por ejemplo en el caso de las oleaginosas, a las producciones de los principales competidores (principalmente Estados Unidos, Brasil y, en menor medida, Paraguay). Si bien se espera una mejora en el volumen producido, fundamentalmente de soja y trigo, aunque no maíz, la baja en los precios puede morigerar dicho impacto. En carne y también de lácteos se espera una tendencia levemente contractiva, mientras que distintos productos regionales, fundamentalmente frutas finas, experimentaron dificultades a la hora de la cosecha.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, hemos actualizado la proyección de crecimiento que hicimos en enero, a un valor estimado de 0,5% para todo el año<sup>3</sup>. Que este panorama sea un poco mejor o empeore dependerá de la capacidad que tenga la Argentina para captar divisas; de cortarse el ingreso de

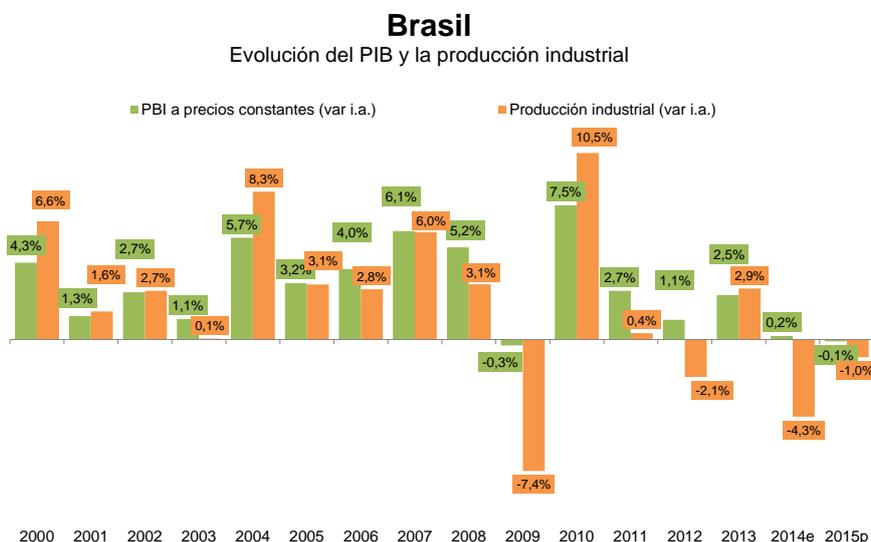
SECTOR	2015	
	Ponderación base 2004	Escenario de crecimiento
AGROPECUARIO	6,2%	1,0%
INDUSTRIA	22,5%	-0,5%
CONSTRUCCIÓN	4,8%	1,5%
COMERCIO(*)	16,6%	1,0%
SERVICIOS SOCIALES Y DE ENSEÑANZA (**)	11,3%	0,8%
SERVICIOS COMERCIALES (***)	20,2%	0,7%
ADMINISTRACIÓN PÚBLICA	4,2%	1,1%
INTERMEDIACIÓN FINANCIERA	5,9%	1,0%
OTROS (****)	8,2%	0,2%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>	<b>0,5%</b>

dólares que sostiene la vigente *pax cambiaria*, los compromisos corrientes incrementarían su peso sobre los recursos disponibles y una eventual depreciación del tipo de cambio podría impactar negativamente en la actividad, impidiendo una recuperación del salario real y por ende, del consumo. Habría, entonces, una contracción económica en 2015 similar a la de 2014, del orden del -1,5%.

### Anexo 1: La situación de Brasil

Para la industria argentina es clave lo que ocurra con Brasil, principal socio comercial. La situación del vecino tiene importantes consecuencias en el panorama local. Las tendrá sin dudas este año. Pero es importante también seguir su evolución para vislumbrar con qué vecindario se encontrará el próximo gobierno.

El segundo mandato de Dilma Rousseff comenzó el 1 de enero con una situación de deterioro en relación al ya magro fin de su primer mandato. La Presidenta, que ganó su re-elección en una segunda vuelta ajustada (52% a 48%), está acorralada desde dos frentes principales. El primero es la saga de corrupción que estalló en Petrobras. El segundo es la economía en declive. Ante el primero el gobierno ha reaccionado con denuncias



Fuente: CEU UIA en base a datos de IBGE, BCB, LATINFOCUS y CEPAL.

<sup>3</sup> A partir de la participación de los sectores en PBI 2014 (base 2004=100), se estima la evolución del producto. Como se observa en la tabla, los servicios lideran la participación en el PBI (servicios comerciales más sociales superan el 30%). Los mismos incluyen educación, salud, servicios de transporte, comerciales, entre otros. Le siguen la industria (22,5%) y comercio (16,6%). Se consideran, en tanto, cuatro elementos que componen la demanda agregada y que le dan impulso a cada rama de actividad: consumo interno, inversión, gasto público y exportaciones

de “golpe” e intentando disputar la calle. Ante el segundo con medidas conservadoras, anunciando un plan de ajuste sin argumentos y con objetivos que se alejan de lo que la región necesita de Brasil: que vuelva a crecer.

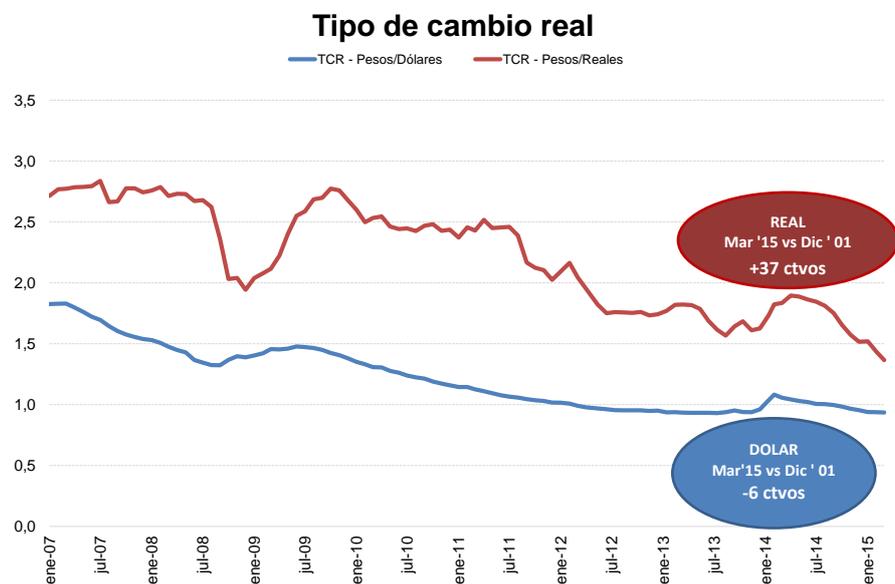
En el plano económico Brasil entró a 2015 con una recesión que podría ser profunda y prolongada, combinada con una aceleración inflacionaria, en buena medida impulsada por la devaluación y el aumento de tarifas. No pareciera haber algún componente de la demanda que pueda mostrarse activo en este escenario: las exportaciones caen, el consumo está estancado y, a causa de los ajustes, probablemente vayan a caer el gasto público y las inversiones (empezando por las que venía haciendo la ahora sospechada Petrobras).

Al 1 de abril, la paridad entre la moneda brasileña y la estadounidense es de R\$ 3,16 por dólar. El proceso muestra una depreciación del Real de 39,5% anual (cotizaba R\$ 2,26 el 01/04/2014) y de 10,1% en el último mes. Este movimiento del tipo de cambio brasileño busca reducir el déficit de cuenta corriente, que roza el 4% del PBI. Esta política cambiaria está acompañada por el ajuste fiscal que la Presidenta anunció para la economía brasileña en 2015, con vistas a recortar un déficit fiscal que en 2014 superó el 5% del PBI. Este combo tiene un contexto: el PBI brasileño mostró una magra variación de 0,2% en 2014 y su producción industrial se contrajo 4,3%.

El nuevo equipo económico de Brasil convenció a la Presidenta de que la depreciación del real debería contribuir a mejorar la competitividad de las exportaciones, y lograr cierta sustitución de importaciones. Sin embargo, como se viene observando en los últimos meses, el movimiento cambiario acelerará la inflación, lo cual en conjunto con la merma de la actividad por el ajuste fiscal, redundará en bajas expectativas de recuperación de la economía brasileña este año.

Aclaración: en Brasil una devaluación no se trasmite a precios en forma tan directa como en Argentina. ¿Por qué? Principalmente por dos diferencias en un país y el otro. La primera es la menor resistencia salarial (sindicatos más débiles). La segunda es la estrategia cambiaria: en Brasil el tipo de cambio no se mueve siempre en la misma dirección, ante una suba luego puede volver a bajar (ver gráfico evolución 2008-2010).

En Argentina toda devaluación pone un nuevo piso al valor del dólar, por lo tanto las empresas incorporan automáticamente el nuevo valor en la estructura de costos. Por ello con una inflación que duplica la meta que había puesto el Banco Central (8% vs. 4%), lo que resta ver ahora es si lo que sigue es más ajuste fiscal o estabilización del tipo de cambio nominal.



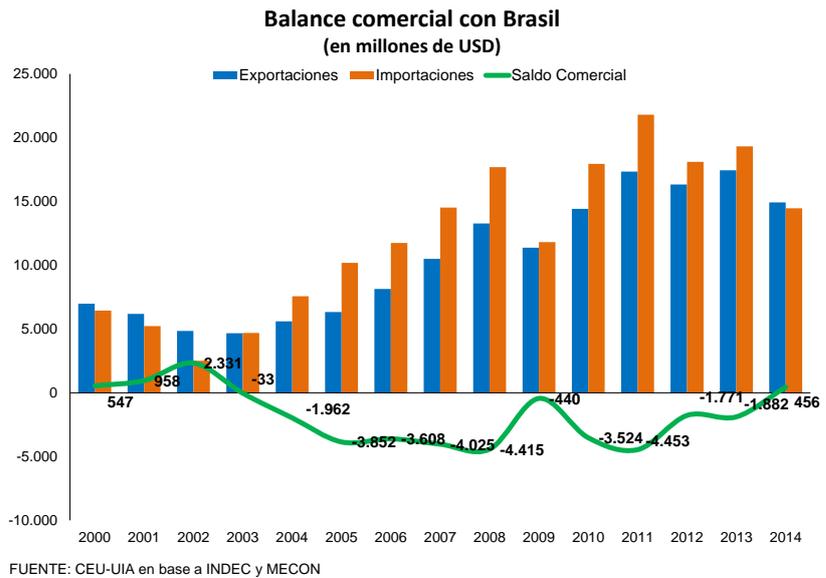
FUENTE: CEU UIA en base a datos de INDEC, BCRA, consultoras privada e institutos estadísticos.

Lo que intenta hacer Brasil con la devaluación del real es exportar su crisis de crecimiento. Esta estrategia pone a la Argentina y a la región en jaque. Primero, porque el grueso de las ventas externas brasileñas con

valor agregado tiene como destino América del Sur (y Mercosur en particular), lo cual presionará para desplazar producción local en economías que ya se encuentran estancadas. En segundo lugar, porque el efecto positivo de la depreciación en Brasil está lejos de verse, ya que gran parte de sus importaciones no se pueden sustituir por mayor tipo de cambio. Asimismo, es poco probable que un salto exportador derivado de la mejora cambiaria pueda poner en movimiento la inversión y la actividad.

Al igual que ocurrió en Argentina durante el primer trimestre de 2014 (post devaluación de enero) habrá que ver de cerca el impacto de la devaluación en los precios y la actividad brasileña y consecuentemente su impacto en la economía local.

La contracción de la actividad brasileña implica una menor demanda de productos argentinos por parte de nuestro principal socio comercial. Ya en 2014, las exportaciones hacia Brasil se redujeron 14%. Particularmente, las manufacturas de origen industrial (MOI) retrocedieron 16% interanual. Las exportaciones MOI representan el 75,3% de nuestras ventas totales a Brasil. En la medida en que la actividad brasileña siga deprimiéndose y se acelere la depreciación del real respecto al dólar, Argentina puede sufrir más.



A diferencia de lo que ocurrió durante el año previo a la elección presidencial de 2011, cuando Brasil empujaba la economía local producto de un mercado dinámico y apreciación cambiaria que estimulaba la producción nacional (sobre todo autos), los meses previos a la elección de 2015 están en un terreno diametralmente opuesto.