



Informe de coyuntura N° 17

CIFRA - Centro de Investigación y Formación de la República Argentina

Coordinador: Eduardo M. Basualdo

Equipo de investigación: Pablo Manzanelli, Mariano Barrera y Paula Belloni

Marzo 2015

■ La situación económica en 2014 se inscribió en un escenario convulsionado en el frente interno y externo. En el contexto de la política cambiaria gradualista, a comienzos de año la escasez de divisas y las presiones especulativas provocaron - ante el significativo drenaje de divisas del Banco Central- una devaluación de la moneda que potenció la inflación y redujo el nivel de la actividad económica. Bajo esas condiciones, se produjeron acentuadas presiones especulativas que impulsaron el aumento del tipo de cambio ilegal, dando lugar a diagnósticos catastróficos que se agravaron ante el inesperado y arbitrario fallo de Griesa a favor de los “fondos buitres”, pero que no se cumplieron porque ninguno de estos hechos lograron subordinar la dirección de la política económica. Más aún, a partir de la política interna y externa desarrollada por el gobierno para enfrentar el conflicto con los “fondos buitres” sobre la base de la defensa de los intereses nacionales y los recambios en el gabinete económico se logró estabilizar el proceso económico y político debido al amplio apoyo popular a ese proceso.

■ Así, durante 2014 la economía argentina registró una marcada desaceleración del Producto Bruto Interno, con leves contracciones en el tercer trimestre. Aun en un escenario con tipo de cambio favorable en buena parte del año, los sectores que explicaron ese desempeño de la actividad fueron los productores de bienes, en especial la industria manufacturera (cuya caída fue casi exclusivamente provocada por el sector automotriz) y la construcción. En términos de la demanda agregada, los factores que más incidieron negativamente fueron el consumo privado y las exportaciones, aunque la inversión bruta también jugó un rol importante en el proceso de desaceleración, principalmente por efecto -a pesar del incremento de la rentabilidad- del comportamiento inversor de las grandes firmas, que estuvo parcialmente mitigada por el dinámico papel de YPF en la formación de capital. Como en otras oportunidades en que la crisis mundial afectó el curso económico, el gasto público actuó como un instrumento anticíclico relevante.

■ La devaluación de enero y la inmediata reacción de los formadores de precios para impulsar un elevado proceso inflacionario que fue aminorando su intensidad a la largo del año (36,8% anual), conllevó una caída del salario real de 4,8% y, consiguientemente, un incremento en la rentabilidad de las grandes firmas que treparon al 8,0% sobre ventas. Esa reducción salarial, y no el empleo (la tasa de desocupación subió apenas del 7,1% al 7,3% en 2014 y bajó a 6,9% en el último trimestre), afectó al mercado interno y contribuyó, de esta manera, a la desaceleración del nivel de actividad, que no devino en recesión por los diversos planes gubernamentales (como el Procrear, Procreauto, Ahora 12, además del Progresar y los significativos aumentos de la AUH) y por la robustez del mercado interno que surge del nivel salarial preexistente y el relativo sostenimiento del empleo.

■ En cuanto a la caída de las exportaciones (-13,6% anual) cabe señalar que tienen relación con la crisis mundial a través del estancamiento de la economía brasilera y la desaceleración del consumo en China cuyas compras cayeron en 14% y 18% respectivamente. Otro destino de importancia que vio reducir las colocaciones externas fue Chile, con una reducción del 27% interanual.

■ Ello ocurrió en un contexto mundial de fuerte caída de los precios internacionales de los *commodities* y en un marco local de mayor competitividad externa emanada del tipo de cambio, al menos en la primera parte del año. Al respecto, cabe realizar dos breves comentarios: 1) el menor ingreso de divisas por la exportaciones de granos estuvo asociado a la especulación fallida de los exportadores, que privilegiaron el factor político sobre el económico al presionar por una nueva devaluación (y así obtener una mayor ganancia en pesos) en un contexto donde las perspectivas para la cotización internacional eran desfavorables, atento la cosecha récord en Estados Unidos, el menor consumo de China y la revaluación del dólar a nivel mundial. 2) que la elevación del tipo de cambio real se fue diluyendo a lo largo del año debido al proceso inflacionario interno. De allí que lo que se ganó en competitividad externa por la devaluación fue escaso en el segundo semestre. A tal punto que en diciembre de 2014 el tipo de cambio real con Estados Unidos fue 4% superior al de diciembre de 2013, y el tipo de cambio bilateral con Brasil, incluso antes de su devaluación de este año, fue 3% inferior en el mismo período.

■ En términos de las perspectivas de corto plazo, es insoslayable mencionar que los acuerdos firmados con China ingresarán cuantiosas divisas a las arcas del Banco Central (actualmente se ubican en el orden de los 31.000 millones de dólares), lo cual es relevante teniendo en cuenta los vencimientos de la deuda en moneda extranjera de 2015, que no son para nada desdeñables (14.000 millones de dólares).

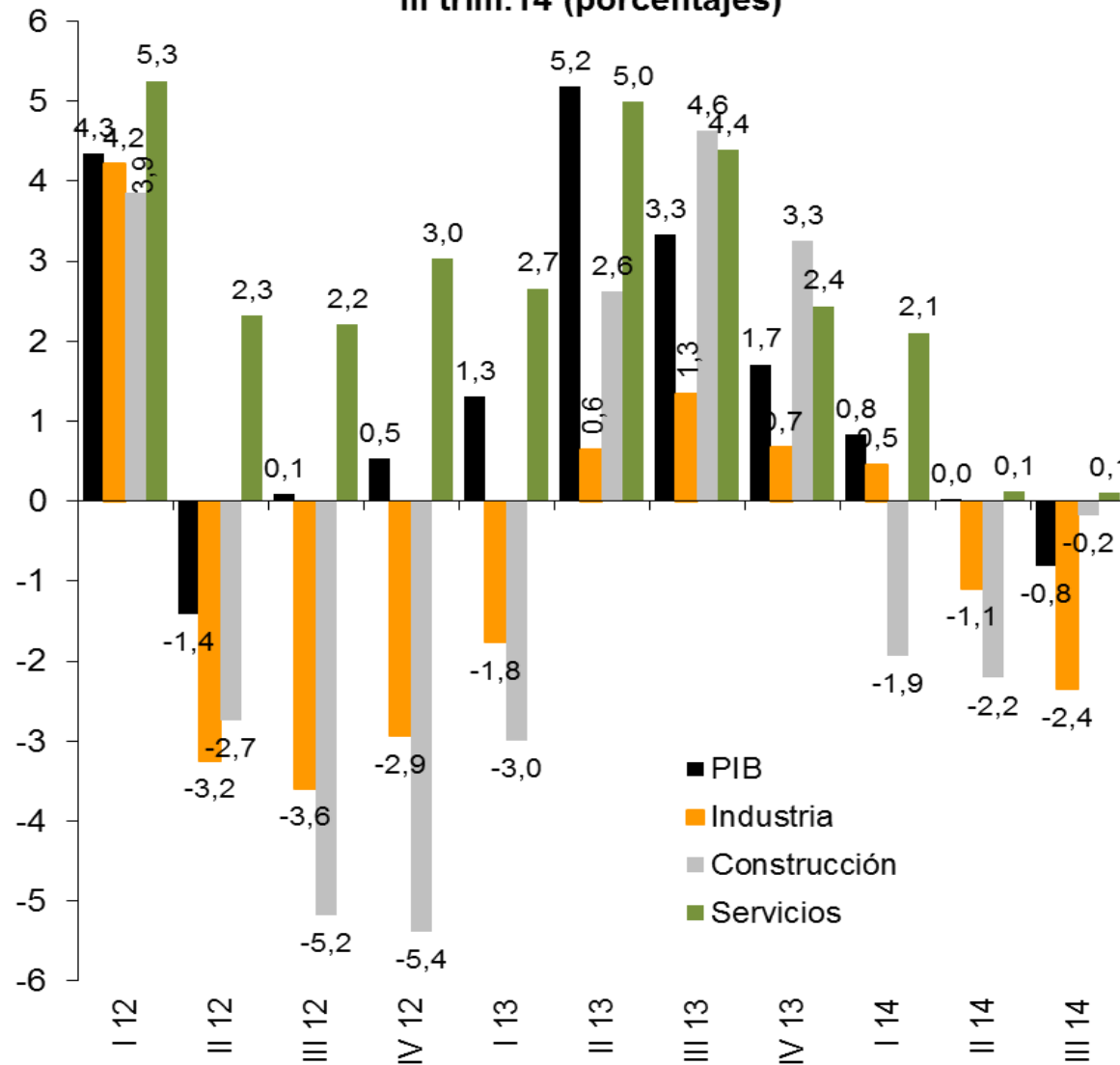
1. Desaceleración económica

Tras la devaluación de principios de año la economía experimentó un marcada desaceleración en el nivel de actividad. El PBI, que había crecido 2,9% en 2013, registró variaciones interanuales del 0,8% y 0,0% en el primer y segundo trimestre de 2014 y durante el tercer trimestre del año (último dato disponible) la actividad económica cayó 0,8% en términos interanuales.

Los sectores que más contribuyeron a este comportamiento de la economía fueron la industria y la construcción. A pesar del Procrear y los distintos planes de vivienda, la construcción experimentó caídas interanuales del 1,9%, 2,2% y 0,2% en los primeros tres trimestres de 2014, revirtiendo la recuperación que había mostrado durante los últimos tres trimestres de 2013. Por su parte, la actividad fabril contabilizó un crecimiento de apenas el 0,5% en el primer trimestre de 2014 y caídas interanuales del 1,1% y 2,4% en el segundo y tercer trimestre del año.

El bajo desempeño de la industria y la construcción, sumado al escaso aporte del agro (0,4%), fueron ligeramente mitigados por la dinámica del sector servicios, que creció 2,1% el primer trimestre, y luego se estancó en el 0,1%.

Variación interanual del Producto Bruto Interno, del valor agregado industrial, de la construcción y de servicios, I trim.11 - III trim.14 (porcentajes)



Fuente: Elaboración propia en base al INDEC (PIB BASE 2004)

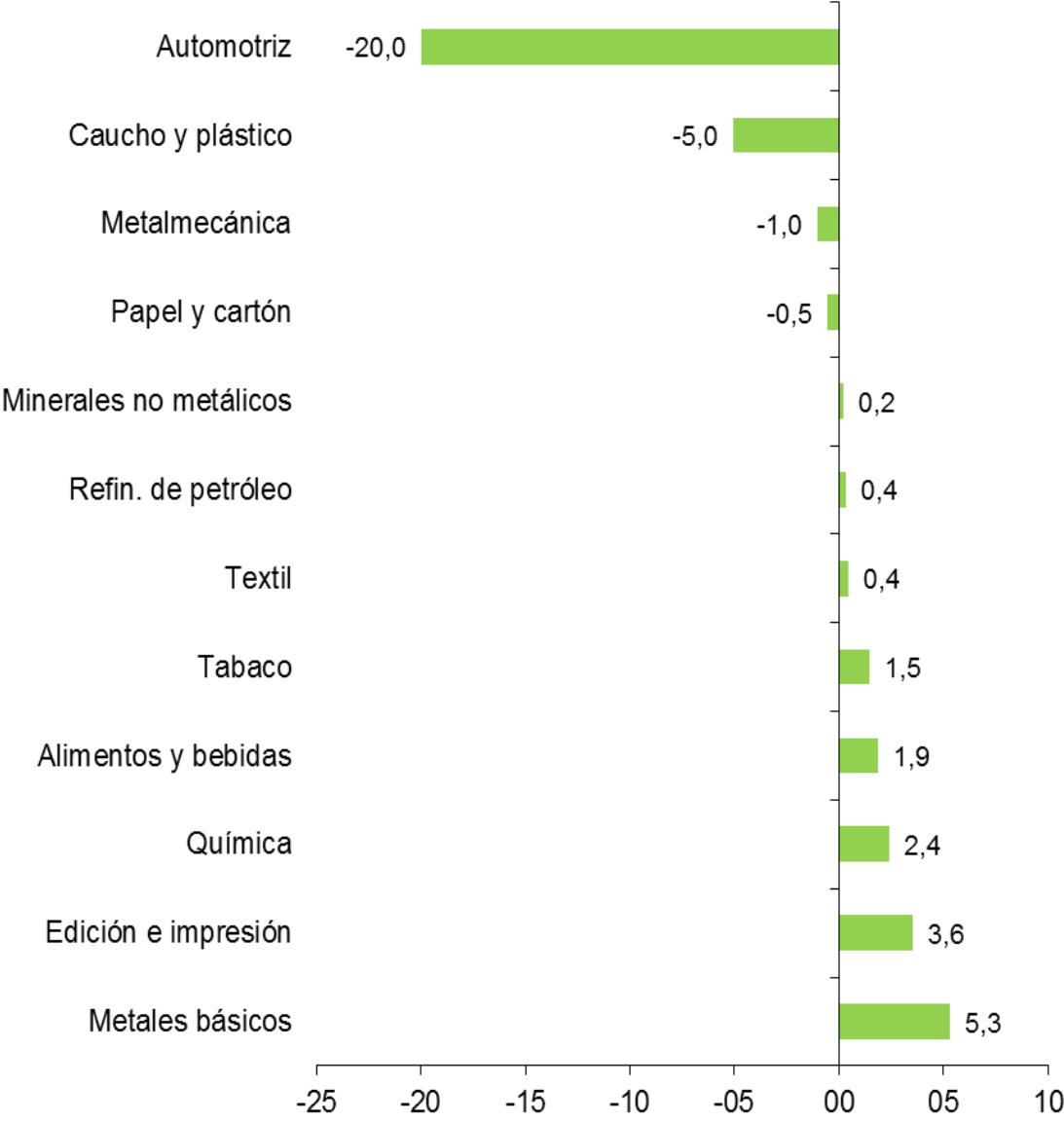
Desempeño de las ramas industriales

■ La considerable caída de la actividad industrial estuvo explicada, principalmente, por el desempeño de la industria automotriz, cuya contracción alcanzó el 20% de la producción sectorial durante 2014, tanto por la caída del consumo interno como por la de las exportaciones. También tuvieron una *performance* negativa las industrias de caucho y plástico (muy ligada al comportamiento del bloque automotor), la metalmecánica y la papelería.

■ Por su parte, un conjunto importante de actividades fabriles experimentaron un cuasi estancamiento productivo, como es el caso de los minerales no metálicos (0,2%), refinación de petróleo (0,4%) y textil (0,4%).

■ En cambio, la actividad de otras ramas -que tienen un peso relevante en la estructura industrial- mostró ascensos no desdeñables durante 2014. El caso más relevante es la de metales básicos, cuyo crecimiento trepó al 5,3% interanual, lo cual puede estar explicado por la fuerte inversión de YPF (35% sobre ventas en los primeros tres trimestres de 2014) y la baja base de comparación (en la primera mitad de 2013 algunas plantas siderúrgicas no operaron por tareas de mantenimiento). Finalmente, aunque con rendimientos inferiores, también fue importante la expansión en 2014 de la industria de edición e impresión (3,6%), la química (2,4%) y alimentos y bebidas (1,9%).

Variación interanual de la actividad industrial según ramas de actividad, 2014 (porcentajes)



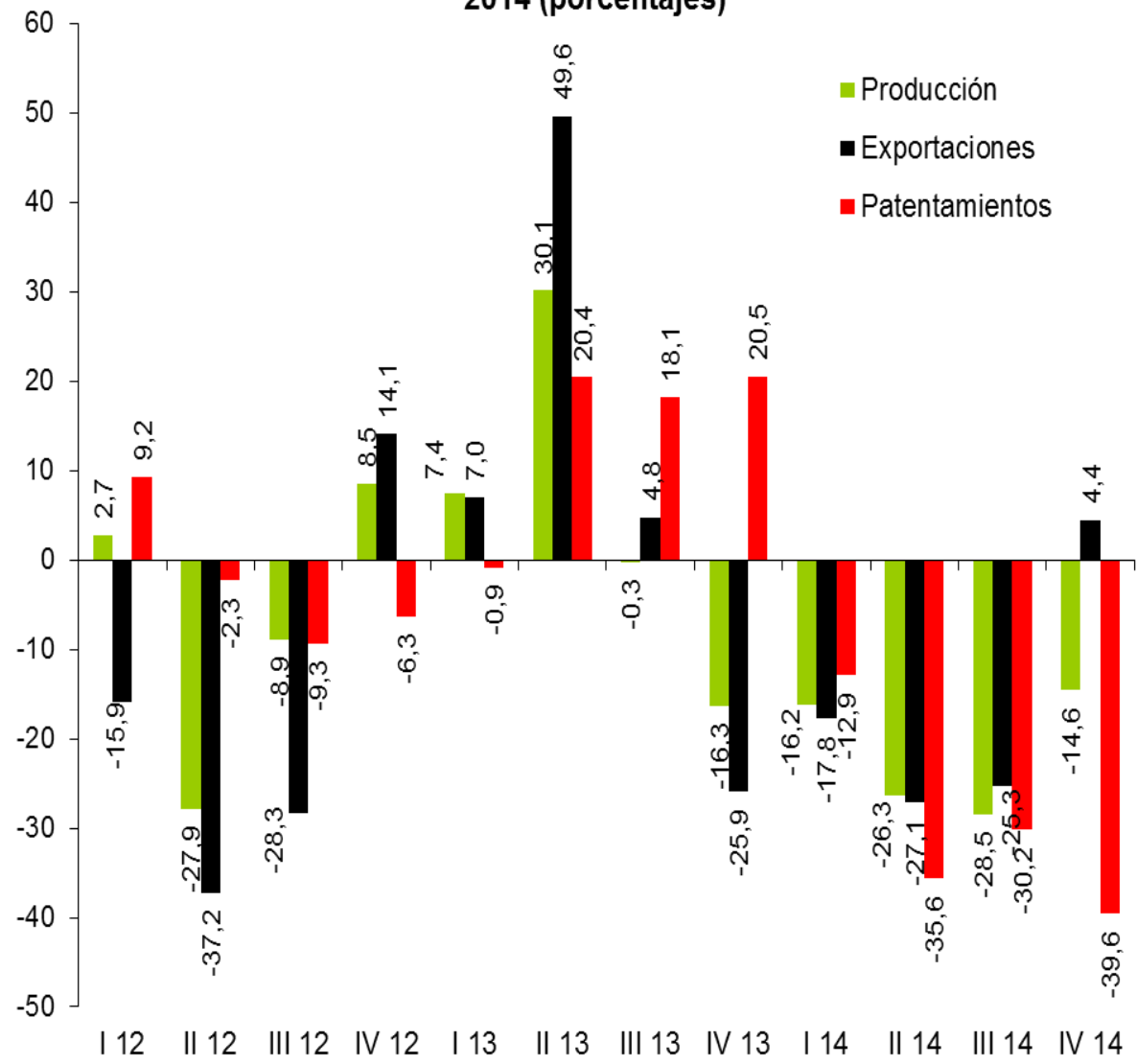
Fuente: elaboración propia en base a I EMI-NDEC

La caída del sector automotriz

La caída en las exportaciones a Brasil constituyó un elemento central para contraer la producción en la industria automotriz. Pero no fue el único factor. La cantidad de patentamientos se redujo significativamente, incluso en niveles superiores a los de las exportaciones, lo que se encuentra asociado a los efectos recesivos de la devaluación y a los aumentos significativos de precios en este sector. Ello fue solo parcialmente compensado, en términos sectoriales, con el lanzamiento del Procreauto.

Tal como consta en las evidencias aportadas, la caída de la producción automotriz fue sistemática en los cuatro trimestres de 2014. En el primero el descenso alcanzó a 16,2% interanual, en el segundo a 26,3%, en el tercero a 28,5% y en el cuarto a 14,6%. En ese marco, las exportaciones lo hicieron a un ritmo similar al de la producción en los primeros tres trimestres del año (17,8%, 27,1% y 25,3%) y en el último crecieron al 4,4% anual. En cambio, el nivel de patentamientos tuvieron caídas en todo el año pero muy superiores en los últimos tres trimestres: 35,6%, 30,2% y 39,6%, respectivamente. De allí que la reducción en el consumo interno también jugó un rol relevante en el desempeño del sector productor de automóviles.

Variación interanual de la producción automotriz, de las exportaciones de vehículos finales y de los patentamientos, 1er trim. 2012 - 4to trim. 2014 (porcentajes)



Fuente: elaboración propia en base a ADEFA y ACARA.

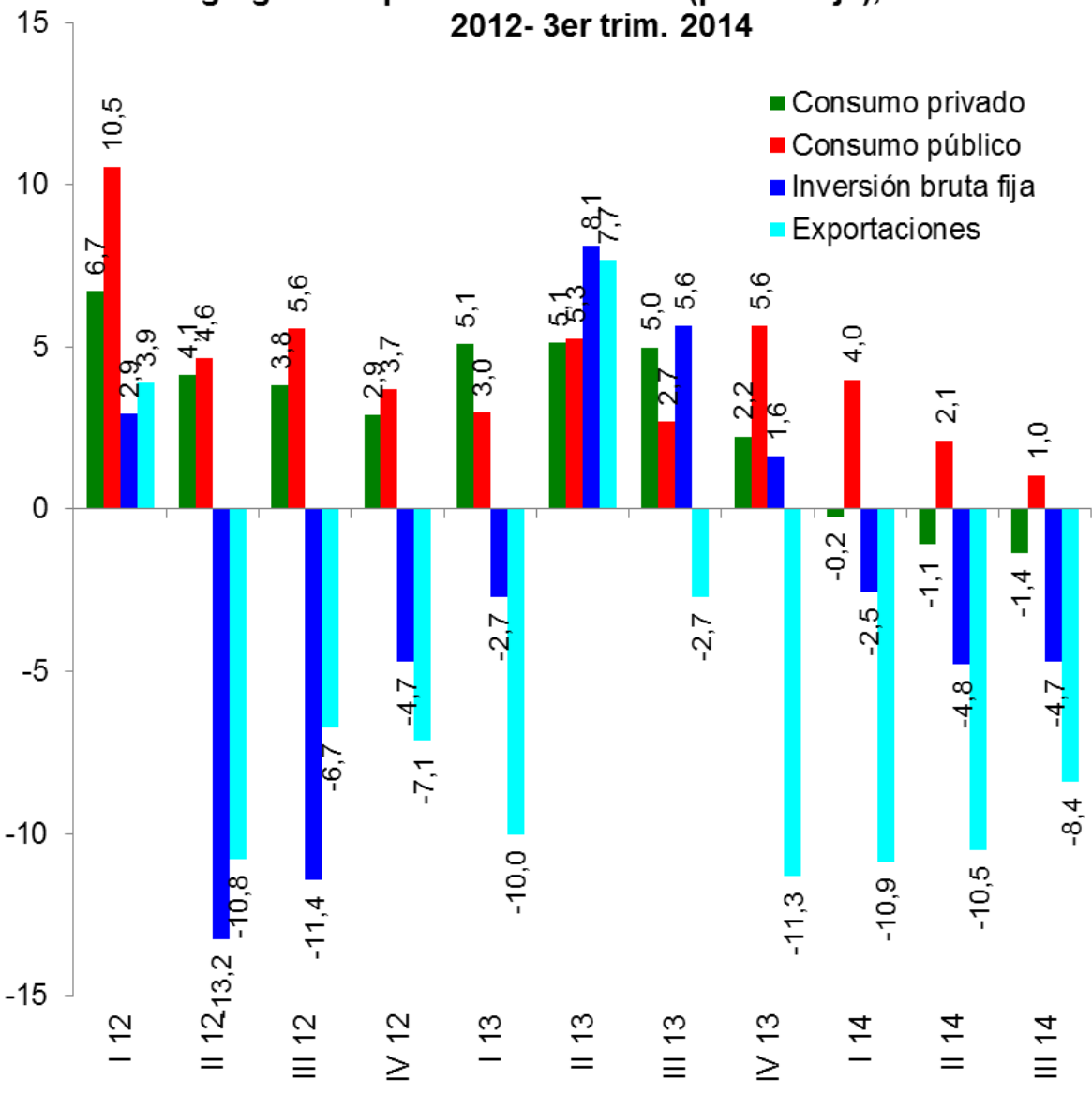
Componentes de la demanda agregada

En la desaceleración, con leves contracciones trimestrales, del PBI en 2014 concurren diversos factores explicativos. Una forma de aproximarse consiste en evaluar la evolución de los componentes de la demanda agregada. Para efectuar una correcta interpretación de estos movimientos, se debe tener en cuenta que el componente de mayor peso en el PBI es el consumo privado (74,2%), seguido por la inversión (20,1%), las exportaciones (15,9%) y el consumo público (10,6%). De allí que los componentes de mayor peso tengan una contribución mayor en la dinámica del PBI.

Así, la desaceleración del PBI en 2014 responde al desempeño del consumo privado, la inversión bruta y las exportaciones, cuyas contracciones interanuales en precios constantes fueron sistemáticas, considerables, y solo parcialmente compensadas por la política anticíclica del sector público.

Es por ello que si bien el consumo privado, medido en precios constantes, tuvo caídas inferiores (entre el 0,2 y el 1,4%), su contribución fue sumamente relevante. Por su parte, las exportaciones cayeron significativamente (alrededor del 10% anual en precios constantes) y la inversión bruta se redujo en poco menos de 5% en el segundo y tercer trimestres del año.

Variación interanual de los componentes de la demanda agregada en precios constantes (porcentaje), 1er trim. 2012- 3er trim. 2014



Fuente: elaboración propia en base a I INDEC

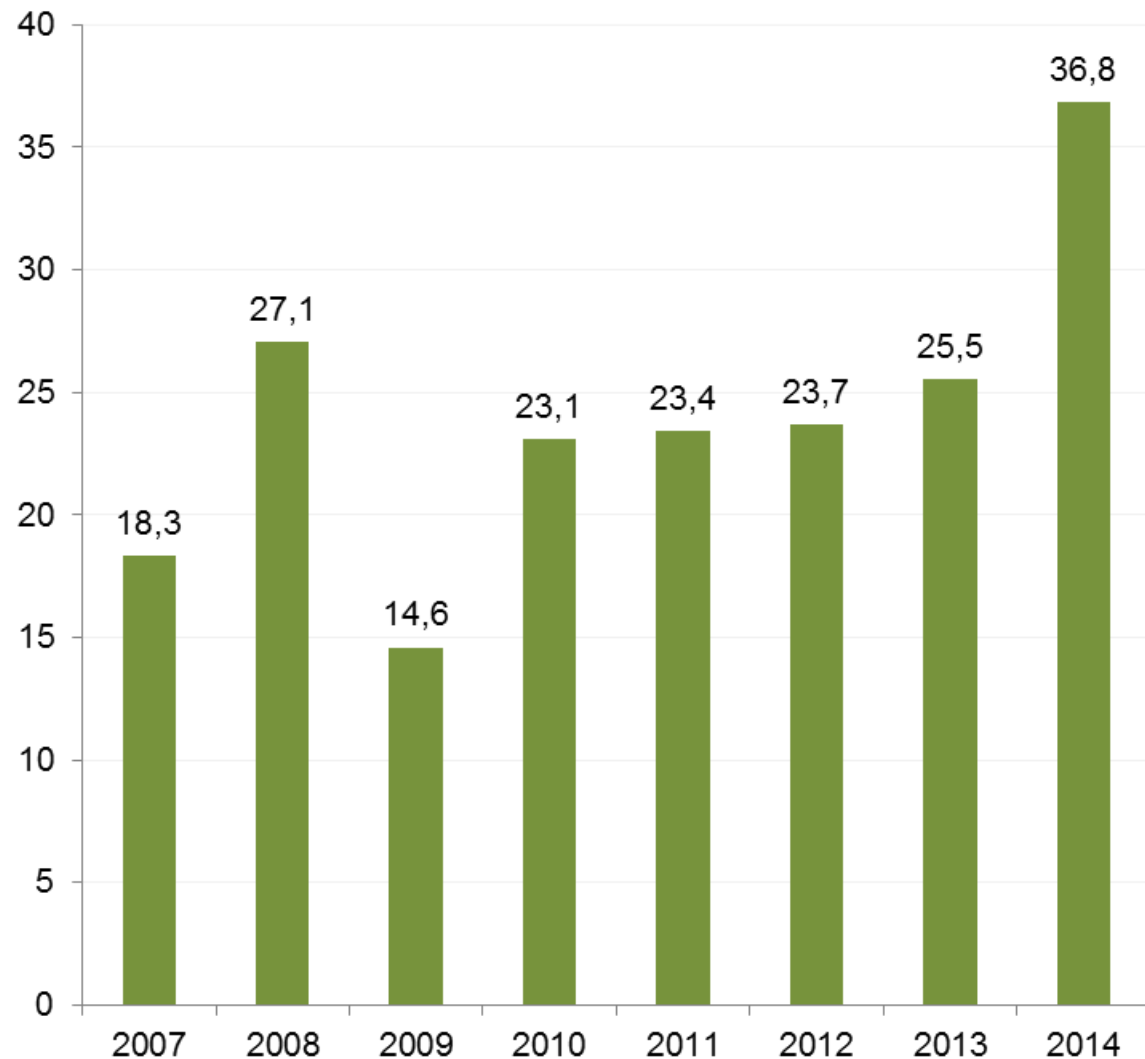
2. Frente interno: la caída del consumo y la inversión

Inflación cambiaria y oligopólica

■ El proceso inflacionario se desató a partir de 2007 por el aumento de los precios internacionales de los *commodities* y la intensificación de la puja distributiva, que estuvo amplificada por la fijación oligopólica de precios. En ese lapso, y hasta 2013, nunca superó la tasa del 27,1% que había alcanzado en 2008, año en el que las cotizaciones internacionales pegaron el salto y se desató el conflicto del agro. En 2013 los precios -siempre medidos por el IPC-9 Provincias- subieron 25,5% anual, 2 puntos más que en el trienio 2010-2012, especialmente por la aceleración que tuvieron a fines de año (fluctuaron en 2,5-2,7% mensual a partir de octubre) ante las expectativas de devaluación.

■ La devaluación de enero de 2014 y la inmediata - y en algunos casos anticipada- reacción de las grandes corporaciones oligopólicas para sacar provecho de la situación, provocaron un crecimiento significativo de los precios en enero y febrero (calculado en 4,9% y 5,4% respectivamente), que se desaceleraron en la segunda mitad del año por la caída del consumo, el ancla cambiaria y el control precios. Como corolario de estos procesos la tasa de inflación anual trepó a 36,8%, el nivel más elevado de la última década. La caída del consumo privado en 2014 responde, entonces, a la elevada inflación cambiaria y oligopólica.

Variación interanual del IPC- 9 Provincias *, 2007-2014 (porcentajes)



*Ver aclaraciones metodológicas al final del Documento.

Fuente: elaboración propia en base a las Direcciones Provinciales de Estadísticas y al INDEC

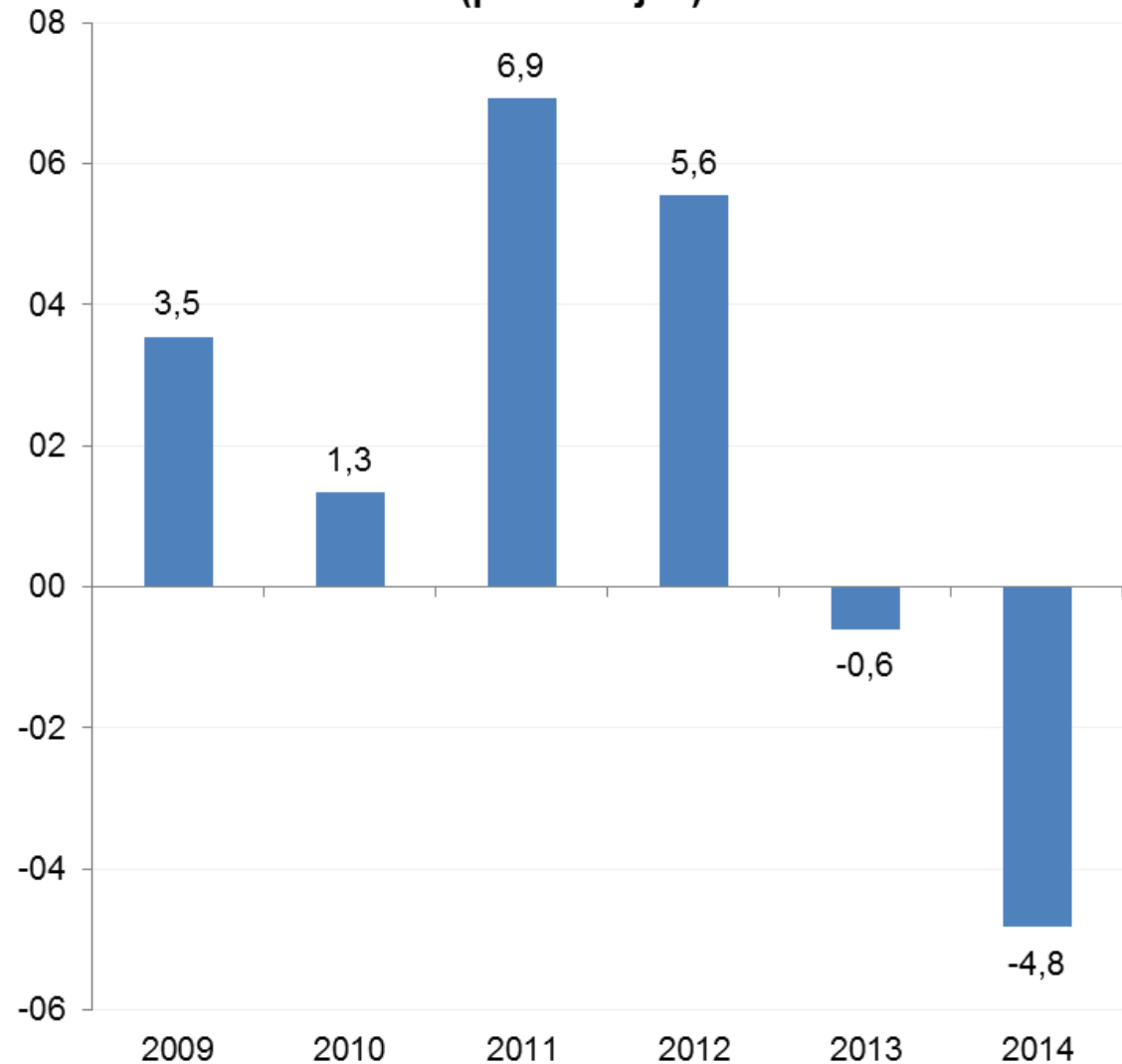
Caída del salario real

■ Durante los gobiernos *kirchneristas* el salario real aumentó sistemáticamente, incluso, en el período de intensificación de la puja distributiva y la consiguiente aceleración del proceso inflacionario. La reanudación de las paritarias, en el marco de un franco descenso del “ejército industrial de reserva” y de las políticas expansivas de ingreso, permitió una continua mejora del poder adquisitivo de los trabajadores, especialmente de aquellos que están enmarcados en convenios colectivos de trabajo.

■ Prueba de ello es que entre 2009 y 2013 el salario real de los trabajadores registrados en el sector privado se expandió el 18%; como resultado de incrementos significativos en el cuatrienio 2009-2012 (especialmente en 2011 y 2012 cuando aumentaron el 6,9% y 5,6% respectivamente) y del estancamiento con leve caída en 2013 (-0,6%).

■ Producto de la elevada inflación cambiaria y oligopólica (que alcanzó, como se vio, el 36,8% anual) y de acuerdos paritarios que en promedio estuvieron por debajo de ese nivel, el salario real de los trabajadores registrados en el sector privado cayó 4,8% en 2014. Se trata de un descenso significativo, pero para nada comparable con el de otras etapas históricas, puesto que esta situación retrotrae el poder adquisitivo del salario al nivel de 2011.

Variación anual de los salarios reales de los trabajadores registrados del sector privado, 2009-2014 (porcentajes)



*El salario se deflactó por el IPC-9 Provincias.
Fuente: elaboración propia en base al INDEC y CIFRA

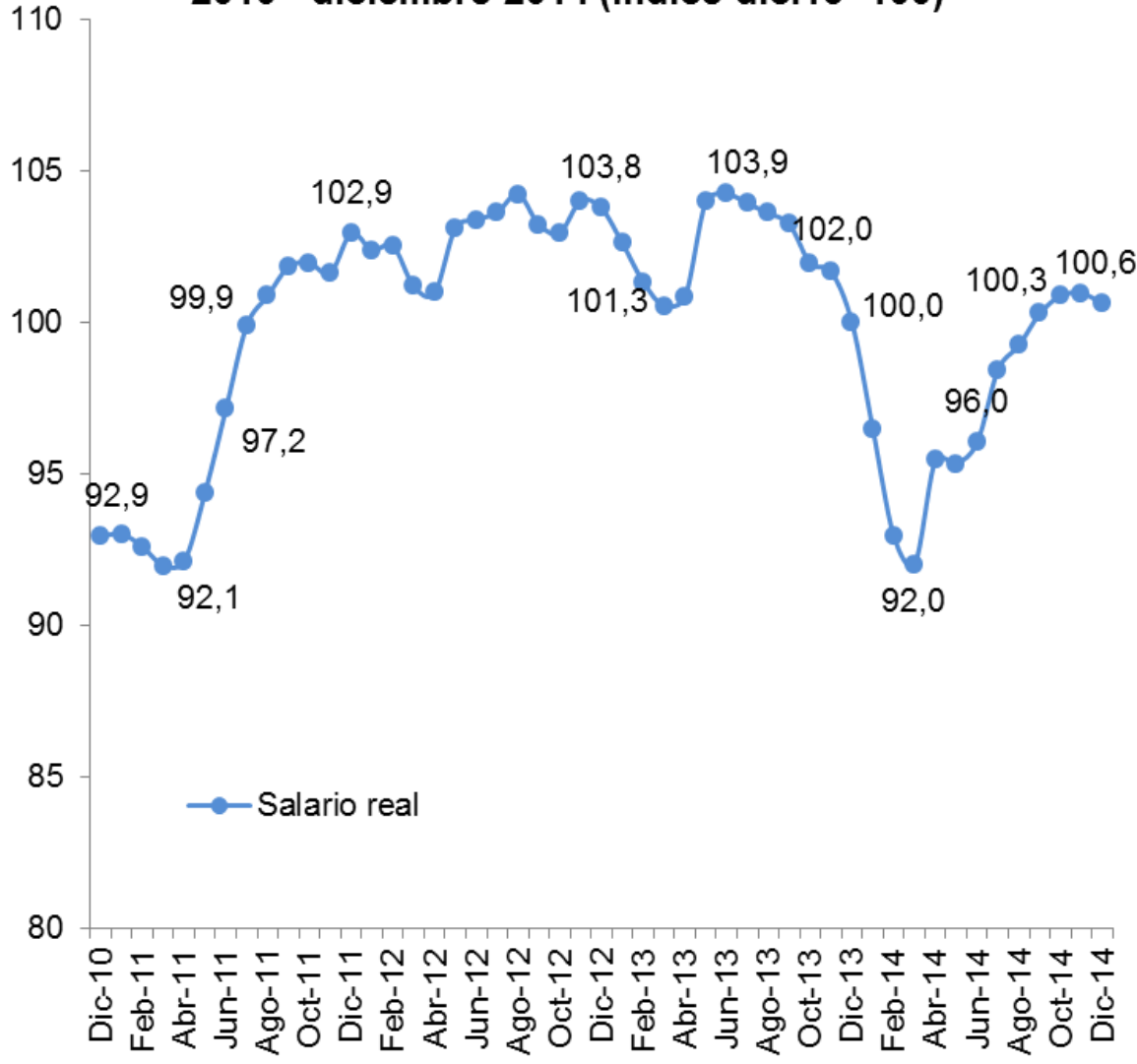
Caída y recuperación del salario mensual

■ Además de observar la evolución del salario real de los trabajadores del sector privado en términos anuales resulta interesante advertir su comportamiento mensual durante 2014.

■ Ello permite dimensionar, primero, la magnitud de la caída del salario real en los primeros meses del año, cuando tras la devaluación y la aceleración del proceso inflacionario las remuneraciones reales de los trabajadores cayeron 8% (datos correspondientes a marzo respecto al nivel de diciembre de 2013). Es habitual la caída del salario real en el primer trimestre del año, debido a que la mayoría de los acuerdos paritarios suelen plasmarse en el segundo semestre. No obstante, el nivel de la caída es sumamente significativo y no es comparable con la dinámica de los años previos. El poder adquisitivo del salario se retrotrajo, así, a los valores de inicios de 2011.

■ Posteriormente, tras la reducción del salario real en el primer trimestre de 2014, se advierte una franca recuperación, especialmente en la segunda mitad del año. A tal punto que en diciembre 2014 el salario real recompuso los valores de diciembre de 2013 (período previo a la devaluación). De allí que la caída anual del salario real responda a la pérdida de poder adquisitivo de los primeros tres trimestres del año.

Evolución de los salarios reales mensuales de los trabajadores registrados del sector privado, diciembre 2010 - diciembre 2014 (índice dic.13=100)



*El salario se deflactó por el IPC-9 Provincias.
Fuente: elaboración propia en base al INDEC y CIFRA

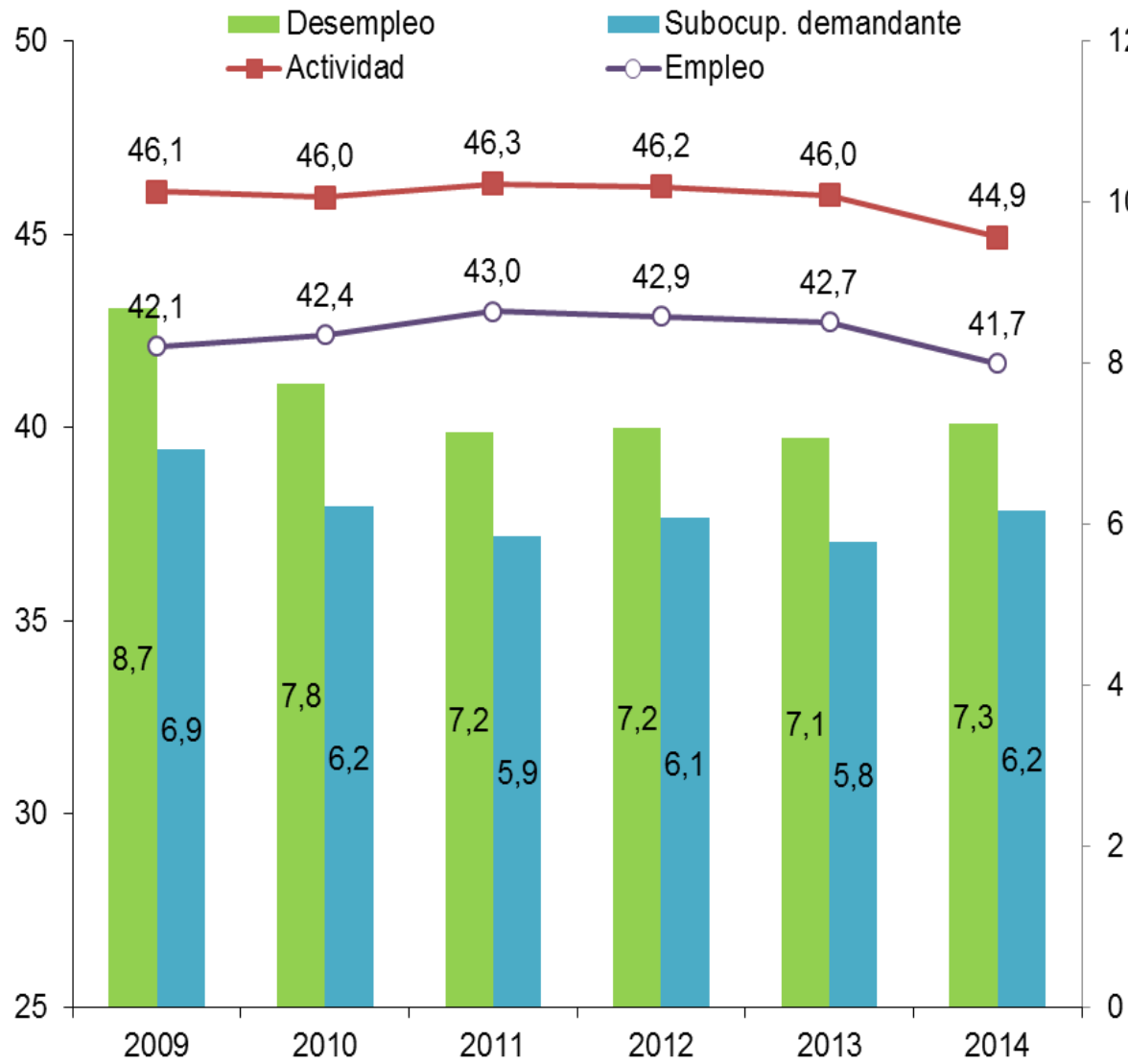
Leve aumento de la desocupación

Un factor que prácticamente no incidió en la evolución del mercado interno fue el nivel de empleo. Durante 2014 se registró un leve aumento de la desocupación y subocupación demandante de empleo. No obstante, dado que ello ocurrió en un escenario en el que se redujeron las tasas de actividad y empleo, se evidencia una pérdida neta, de carácter moderado, en los puestos de trabajo durante 2014.

En relación con 2013 la desocupación aumentó 0,2 puntos porcentuales y alcanzó al 7,3% de la población activa durante 2014. Por su parte, la tasa de empleo se redujo, en el mismo período, 1 punto porcentual y la de actividad lo hizo en 1,1 puntos. En tanto que la subocupación demandante se incrementó en 0,4 puntos porcentuales hasta alcanzar el 6,2%.

En este escenario, la implementación de medidas contracíclicas (tales como el Procrear, el Procreauto, Ahora 12, Proemplear, los Repro, el Vivir más Cerca, etc.) constituyeron un aliciente necesario para amortiguar los efectos de la situación económica sobre el empleo. Vale señalar que la tasa de desocupación se encuentra en niveles muy disímiles a los de otros contextos críticos, como el de 2009, donde la desocupación trepó al 8,7%.

Tasas de actividad, empleo, desempleo y subocupación demandante del total de aglomerados urbanos (porcentajes), 2009-2014



Fuente: elaboración propia en base a la EPH-INDEC.

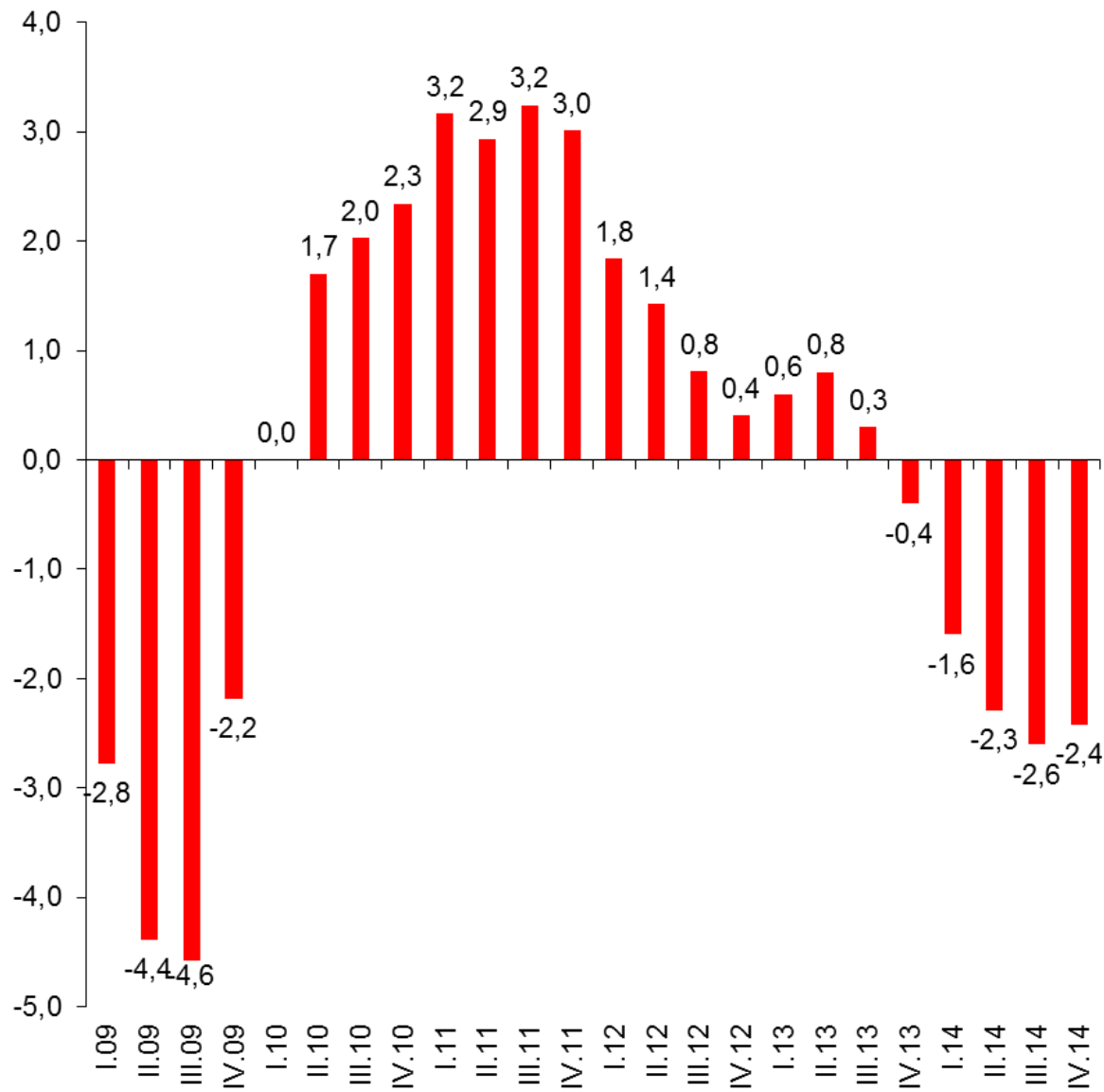
Caída en el empleo industrial

■ Un sector que fue decisivo para el comportamiento del empleo en 2014 fue la industria manufacturera, una de las ramas más golpeadas en el último año.

■ En cuanto a la cantidad de obreros ocupados en el ámbito fabril cabe remarcar que, tras 15 trimestres de crecimiento, en el cuarto trimestre de 2013 el empleo industrial cayó 0,4% en términos interanuales. Posteriormente, la industria manufacturera experimentó una contracción sistemática de los puestos de trabajo en 2014, que alcanzó el 2,2% respecto a 2013. En el primer trimestre se asistió a una caída del 1,6% interanual, mientras que en los tres trimestres restantes el descenso fluctuó en torno a los 2,3-2,6%.

■ Aun cuando se trata de una caída relevante de la cantidad de obreros ocupados en la industria, cabe remarcar, sin embargo, que el impacto recesivo post-devaluación tuvo efectos inferiores en materia de la destrucción de empleo durante 2014 (2,2%) que los de 2009, cuando -crisis mundial mediante- la cantidad de obreros cayó 3,5%, con picos extremos del 4,4-4,6% en el segundo y tercer trimestre de dicho año.

Variación anual de los obreros ocupados en la industria manufacturera (porcentajes), 1er trim. 2009- 4to trim. 2014



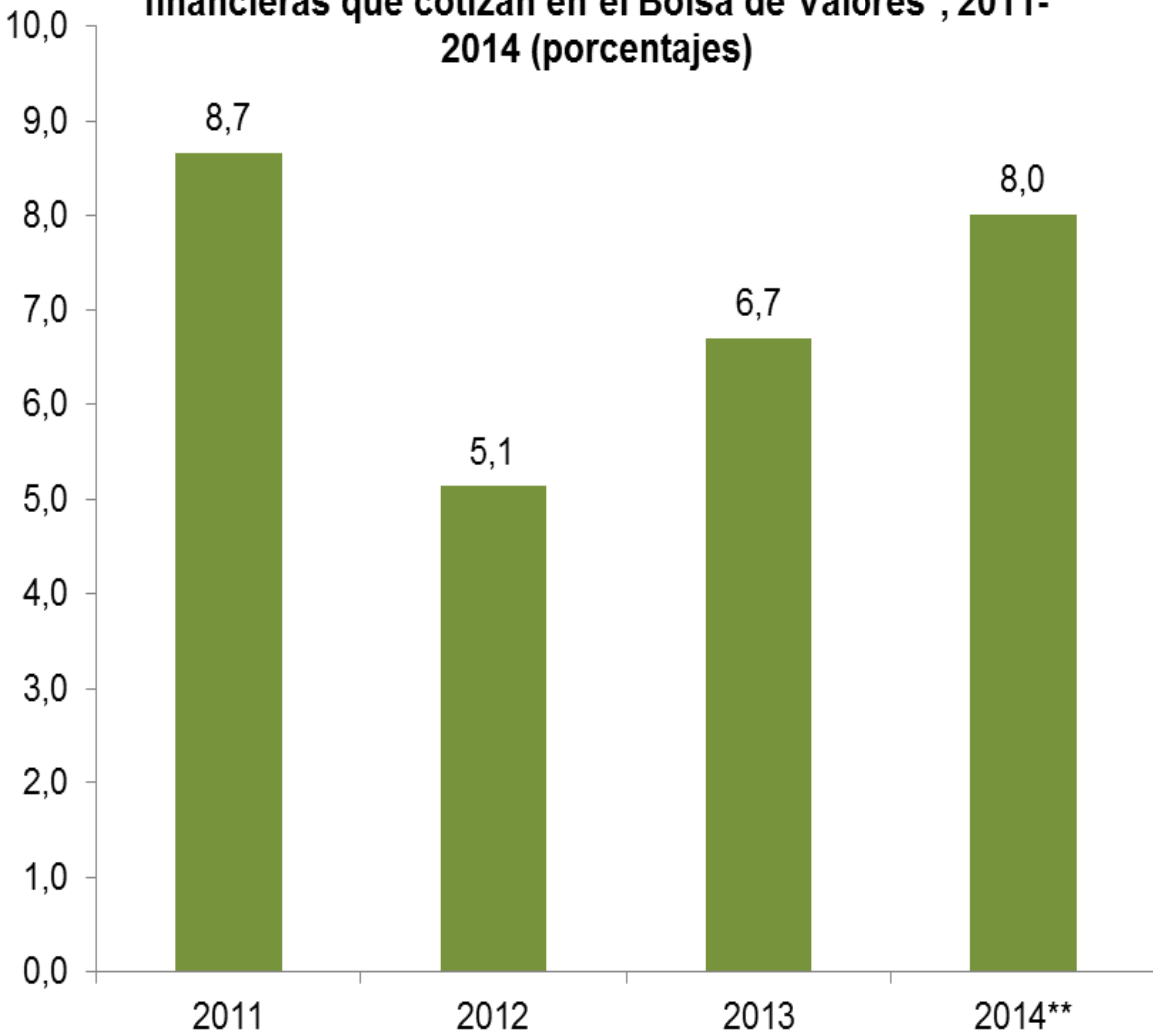
Fuente: elaboración propia en base al INDEC.

Aumento de la rentabilidad

■ Como suele ocurrir en los episodios de devaluación en la historia argentina, las grandes empresas -muchas de ellas oligopólicas en sus mercados y con fuerte orientación exportadora- tienen la capacidad de trasladar casi automáticamente a los precios internos los efectos de la devaluación. Esto se vio intensificado en 2014 puesto que tales empresas tienen dolarizados sus portafolios y cuentan, a su vez, con un mercado interno robusto. De allí, que las grandes corporaciones fueron las principales beneficiarias del proceso redistributivo que se abrió con la devaluación.

■ Si bien no se trata de una muestra representativa del conjunto del sector privado (ni de la cúpula empresaria), las evidencias disponibles, conformada por los balances de 58 corporaciones que cotizan en la Bolsa de Valores, son considerablemente indicativas como para afirmar que, tras la devaluación, la rentabilidad sobre ventas de las grandes empresas aumentó 20% en 2014 respecto al año anterior. Las utilidades netas fueron el 6,7% de las ventas en 2013, mientras que en 2014, en el marco de un escenario recesivo, treparon a 8,0% sobre ventas, un guarismo superior a los dos años previos. Se trata, vale aclararlo, de un incremento de la rentabilidad que encuentra su principal causa en la caída del salario real.

Rentabilidad neta sobre ventas de 58 corporaciones no financieras que cotizan en el Bolsa de Valores*, 2011-2014 (porcentajes)



*El panel de empresas está constituido por aquellas firmas que cotizan en la BCBA y que presentaron balances hasta, al menos, el tercer trimestre de 2014 (58). Se excluyen las empresas financieras, y Edenor y Edesur por sus comportamientos excepcionales.

**Dato Provisorio. Se trata del acumulado hasta el tercer trimestre de 2014.

Fuente: elaboración propia en base a Economática.

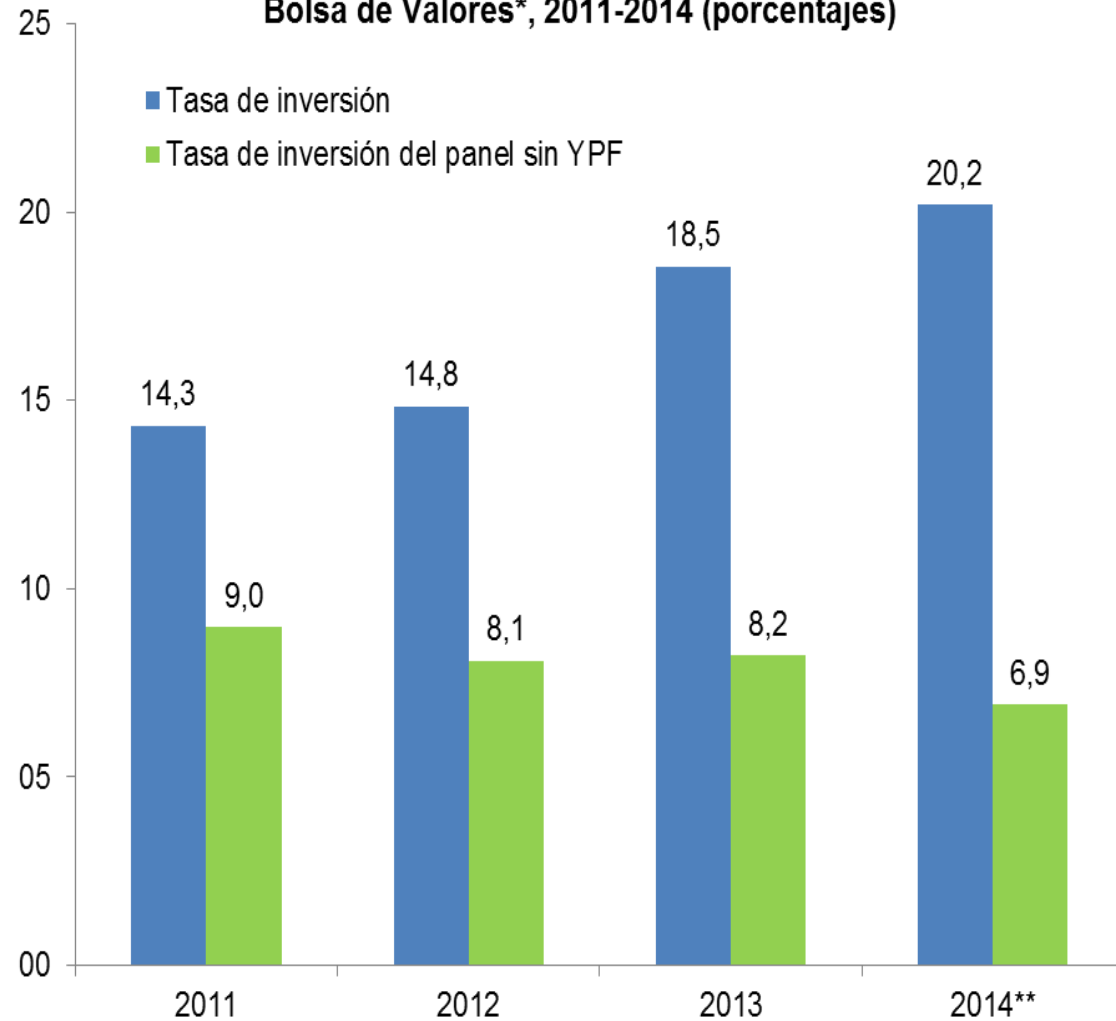
Reducción de la inversión privada

■ En los últimos tiempos, las principales demandas de las corporaciones oligopólicas se dirigen a reclamar por los altos costos salariales y el tipo de cambio atrasado, ya que los mismos imposibilitaban, desde su óptica, avanzar con sus inversiones. Por eso, demandaban una fuerte devaluación que “reordenara” la macro en este sentido.

■ Sin embargo, tras el período post-devaluación de 2014 -con salarios reales en baja y aumento de la rentabilidad- redujeron sus inversiones: la tasa de inversión bruta sobre ventas cayó de 8,2% a 6,9% entre 2013 y 2014, si no se considera el activo papel de YPF en la formación de capital.

■ Al respecto, cabe señalar que si bien el nivel y comportamiento de la tasa de rentabilidad de YPF fue similar a la media (aumentó del 6,0% al 7,9% entre 2013 y 2014), su tasa de inversión bruta creció del 32,2% al 35,1% en ese período. Se trata de un desempeño inversor asimétrico no solo respecto al conjunto de las empresas del panel, sino también en relación a las restantes petroleras privadas, cuyo comportamiento se circunscribe a reclamar mayores subsidios cuando baja el precio internacional o la adecuación del precio local cuando el internacional está elevado. De allí que la producción hidrocarburífera privada cayó, medida en barriles de petróleo equivalente, el 5,9% en 2014, cuando YPF la expandió en un 15%.

Tasa de inversión bruta: compras de bienes de uso sobre ventas de 58 corporaciones no financieras que cotizan en el Bolsa de Valores*, 2011-2014 (porcentajes)



*El panel de empresas está constituido por aquellas firmas que cotizan en la BCBA y que presentaron balances hasta, al menos, el tercer trimestre de 2014 (58). Se excluyen las empresas financieras, y Edenor y Edesur por sus comportamientos excepcionales.

**Dato Provisorio. Se trata del acumulado hasta el tercer trimestre de 2014.

Fuente: elaboración propia en base a Economática.

3. Frente externo: la caída de las exportaciones

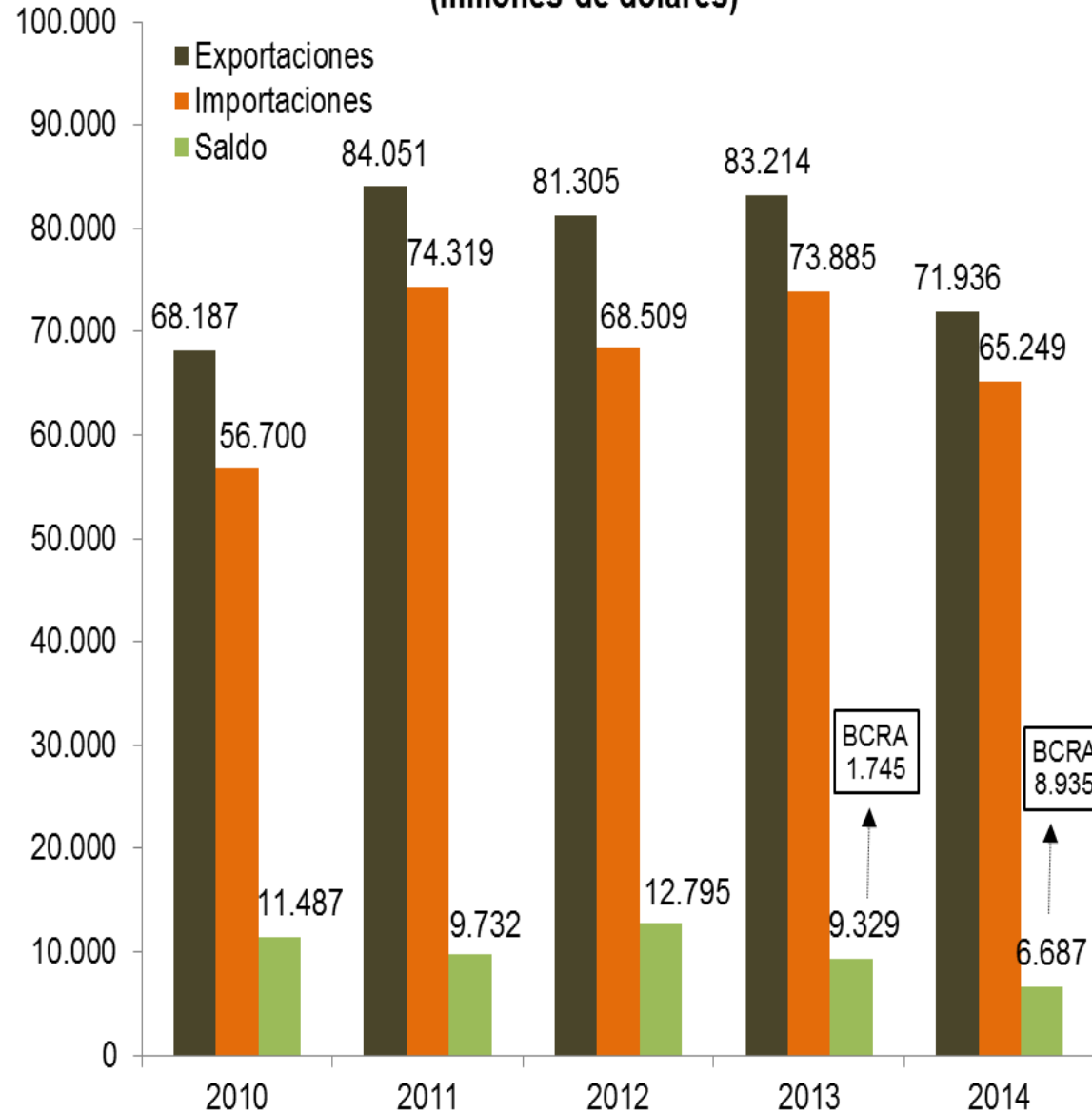
Contracciones en el comercio exterior

La caída de las exportaciones tuvo, también, una incidencia importante en la desaceleración del nivel de actividad en 2014. Las exportaciones contabilizaron 71.936 millones de dólares en 2014, cuando en 2013 habían alcanzado 83.214 millones. Es decir, un descenso del 13,6%. Las ventas que más cayeron fueron las de productos primarios (21,3%) y las de energía (16,7%), seguidas por las manufacturas de origen industrial (15,3%) y las de origen agropecuario (6,3%). Entre los países que más contribuyeron a esta merma se encuentran China (-18%), Chile (-27%) y Brasil (-14%).

Por su parte, las importaciones se redujeron pero en un nivel inferior (11,7%), alcanzando a 65.249 millones de dólares. De resultados de ello, el saldo comercial, medido por el INDEC, se redujo considerablemente: de 9.329 millones de dólares en 2013 a 6.687 millones en 2014, que a su vez es la mitad que el que se había registrado en 2012.

Según el balance cambiario del BCRA, que mide el cobro y el pago de exportaciones e importaciones, el saldo comercial había sido de apenas 1.745 millones en 2013 y, según estas estimaciones, habría un aumento importante del saldo de divisas vía comercio exterior en 2014, dado que el mismo ascendió a 8.935 millones de dólares. Siendo éste un factor importante para el aumento de las reservas internacionales del BCRA en este año.

Exportaciones, importaciones y saldo comercial, 2010-2014
(millones de dólares)



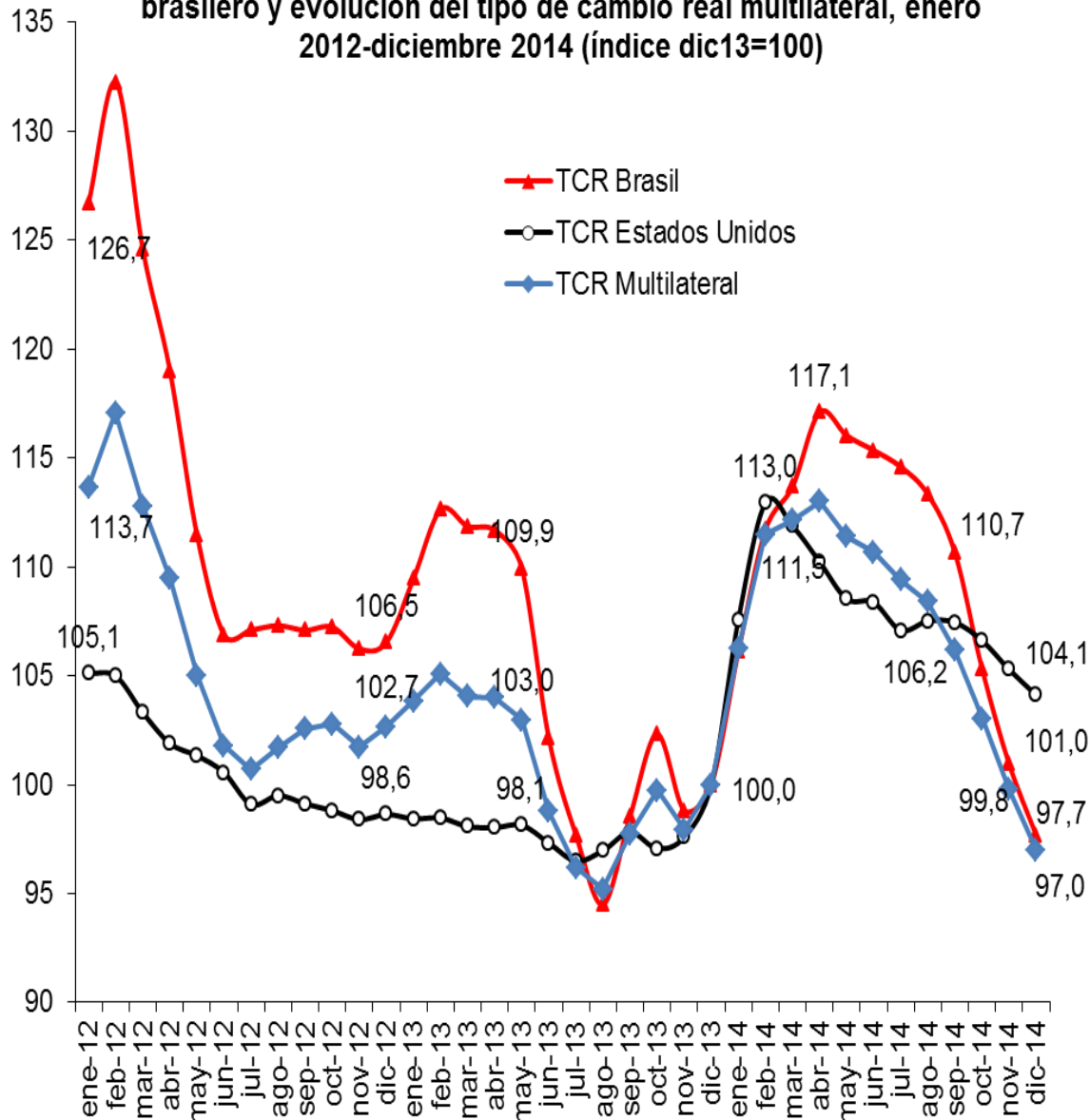
Fuente: elaboración propia en base a INDEC

Tipo de cambio real

La tendencia de los últimos años al estancamiento y/o reducción del saldo comercial estuvo vinculado a varios factores: a) la elevada demanda de importaciones industriales (especialmente del complejo automotor y del enclave de Tierra del Fuego) y energéticas; b) la irrupción de la crisis internacional, el estancamiento brasilero y la desaceleración de China; c) la reticencia inversora de las grandes empresas que tendieron a fugar sus ganancias al exterior. En 2013 se adicionó a estos elementos las estrategias especulativas ante las devaluaciones graduales en el marco de un tipo de cambio retrasado.

Es en ese contexto que se inscribe la devaluación de enero de 2014, la cual debería haber impulsado la salida exportadora, dada la mayor competitividad externa emanada del tipo de cambio. En efecto, la devaluación de enero provocó un aumento del tipo de cambio real respecto al dólar del 13% (fue similar al tipo de cambio multilateral y superior al tipo de cambio con Brasil -17,1%-). No obstante, en la última parte del año, la elevada inflación y el ancla cambiaria fueron erosionando el tipo de cambio real y, en diciembre de 2014, fue apenas un 4,1% superior al del mismo mes de 2013 (aunque inferior en el caso del tipo de cambio multilateral y el de Brasil, incluso antes de la devaluación del país vecino en enero de 2015).

Evolución del tipo de cambio real respecto al dólar y al real brasilero y evolución del tipo de cambio real multilateral, enero 2012-diciembre 2014 (índice dic13=100)



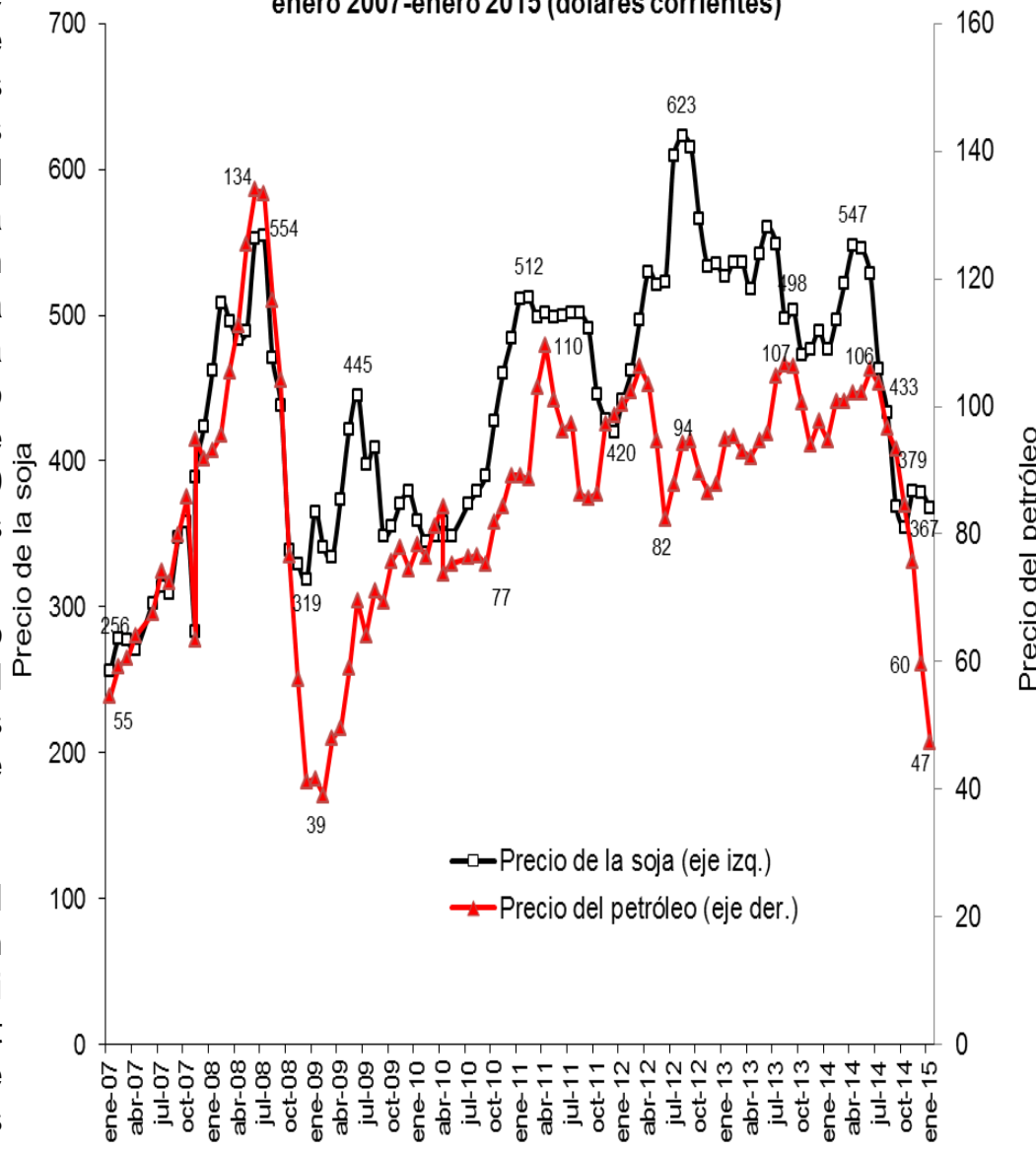
Fuente: Elaboración propia sobre la base de CEI, EUROSTAT, BCRA e IPC-9 provincias

Caída en los precios internacionales

Entre abril y junio de 2014, en el marco de un tipo de cambio favorable, el precio de la soja por tonelada se ubicaba en el orden de los 540 dólares, uno de los mayores valores de la etapa de altas cotizaciones internacionales desde 2007. Sin embargo, los exportadores retuvieron el producto con la finalidad de presionar por una nueva devaluación que les aumente la ganancia en pesos, en un escenario complejo dado que las expectativas de la cotización de la soja no eran favorables por la cosecha récord en Estados Unidos, la desaceleración del consumo de China y la revalorización del dólar a nivel mundial. De hecho, la cotización internacional de este grano cayó a 380 dólares en diciembre, lo que redujo las ganancias de los exportadores de granos y el ingreso de divisas al país.

El efecto contrario -en términos del impacto en el saldo comercial- ocurrió con el descenso en la cotización del barril de petróleo, dado que ésta tendió a disminuir el valor de las importaciones energéticas (aunque, de todos modos, se mantuvieron elevadas por la crisis del modelo energético). En el marco de la “guerra por el precio del petróleo”, impulsada principalmente por Estados Unidos, el precio del barril cayó un 43,7% entre junio y diciembre de 2014 y un 55,2% si se compara enero de 2015 con junio de 2014. Si bien esto puede traer algún beneficio en términos del déficit energético, genera inconvenientes para la explotación de yacimientos no convencionales, dado que los altos costos de extracción requieren precios más elevados.

Evolución del precio de la soja por tonelada y del barril de petróleo, enero 2007-enero 2015 (dólares corrientes)



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía y al Departamento de Energía de Estados Unidos.

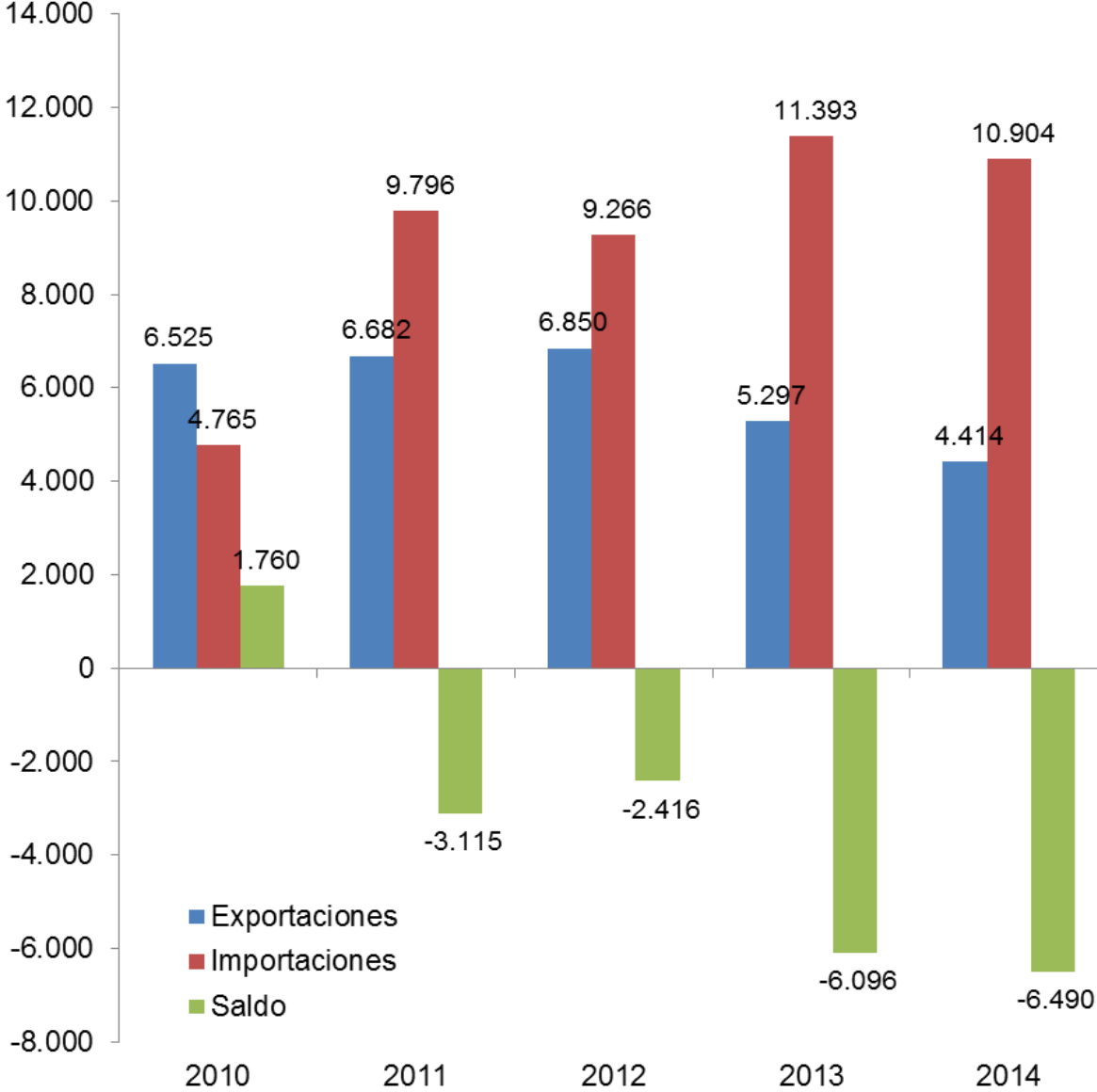
Estabilización del déficit energético

A pesar de la reducción de los precios internacionales y la desaceleración del consumo interno (tanto de naftas y gasoil por la contracción de la actividad económica e industrial y por el aumento de los precios locales), las importaciones energéticas no disminuyeron significativamente. En 2014 las compras del exterior se redujeron en poco menos de 500 millones de dólares durante 2014 (-4,3% interanual).

Dado que las exportaciones también cayeron y a un nivel superior en 2014 (883 millones de dólares, es decir, -16,7%), el déficit energético se mantuvo en guarismos elevados. Si bien se detuvo la tendencia del aumento de 2013, cuando el saldo comercial había pasado de -2.416 millones a -6,096 millones de dólares, en 2014 el déficit energético trepó a 6.490 millones de dólares, lo que equivale a 400 millones de dólares más que en 2013.

La relativa independencia que adquiere el déficit energético del ciclo económico y los precios internacionales, responde a la reducción de la producción privada, a pesar de que YPF logró revertir la tendencia y aumentó la producción de crudo y gas natural con una fuerte inversión. Se trata específicamente de la reducción de la producción privada de gas natural que explica el 50% del consumo de la matriz primaria energética.

Exportaciones, importaciones y saldo comercial del sector energético, 2010- 2014 (millones de dólares)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

4. Condicionantes de la política económica

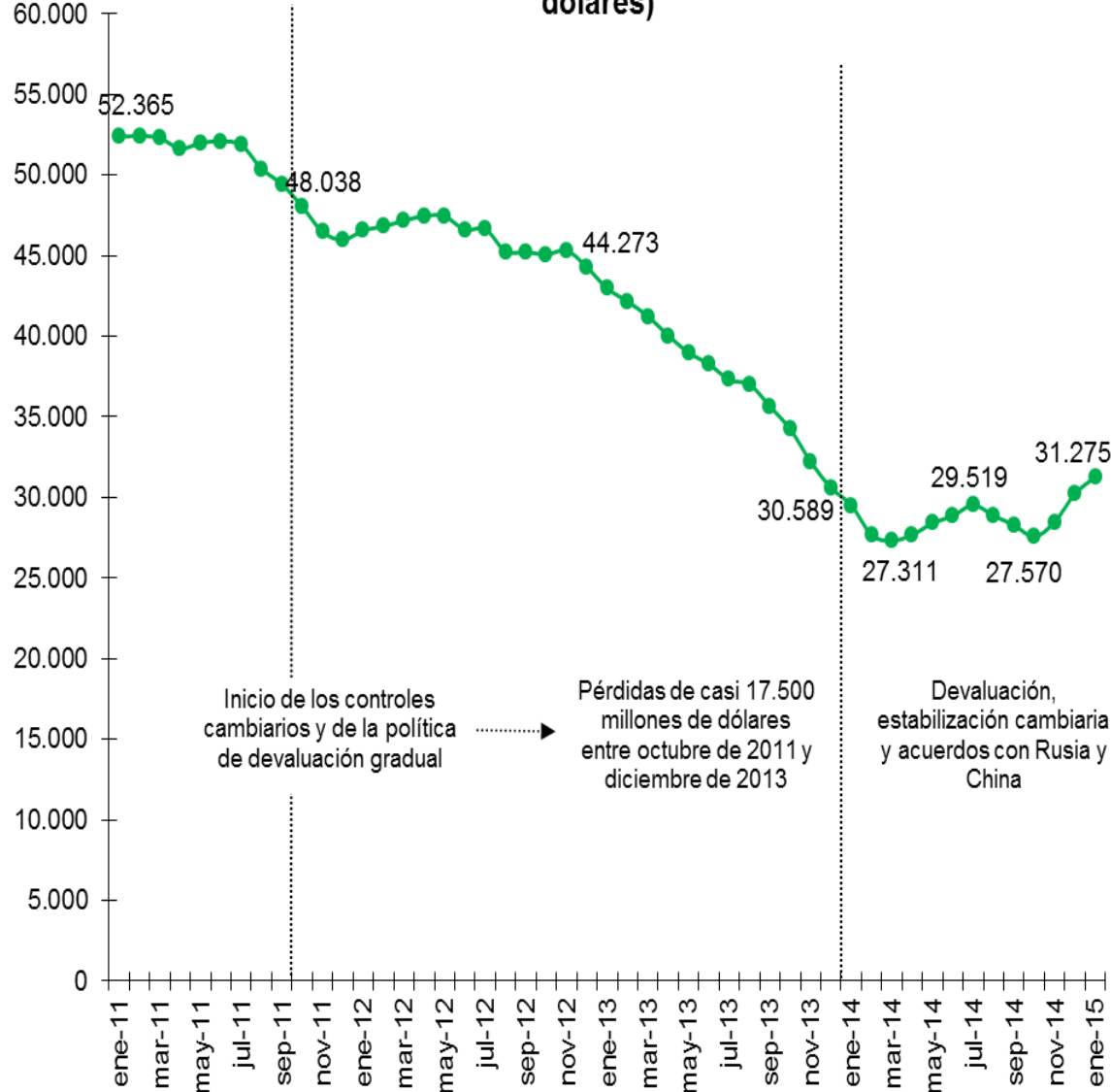
Estabilización y leve aumento de las reservas

■ Durante el despliegue de las microdevaluaciones, los rígidos controles cambiarios y el surgimiento del mercado informal, la pérdida de reservas del Banco Central alcanzó a casi 17.500 millones de dólares entre octubre de 2011 y diciembre de 2013. Ello en virtud de los pagos de deuda externa, la cuenta deficitaria de turismo, la salida de capitales y las abultadas importaciones que se vieron aceleradas en 2013 por la política de devaluación gradual.

■ Tras la fuerte devaluación de enero de 2014 se advierte un cambio de tendencia. Ello, primero, por efecto del alza de las tasas de interés y la limitación a la tenencia de dólares y activos dolarizados de los bancos. Segundo, y fundamentalmente, por la implementación de diversos acuerdos financieros y comerciales con China y Rusia, además del ingreso de divisas al BCRA proveniente del saldo entre el cobro de exportaciones y pago de importaciones.

■ Así, las reservas internacionales -que habían caído a 27.000 millones de dólares en marzo de 2014- crecieron hasta alcanzar a 31.275 millones de dólares en enero de 2015. Los recientes acuerdos firmados con China proveerán, en términos coyunturales, más divisas al Banco Central en el corto plazo y en el mediano plazo tenderán a diversificar la matriz energética.

Evolución de las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina, enero 2011 - enero 2015 (millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA.

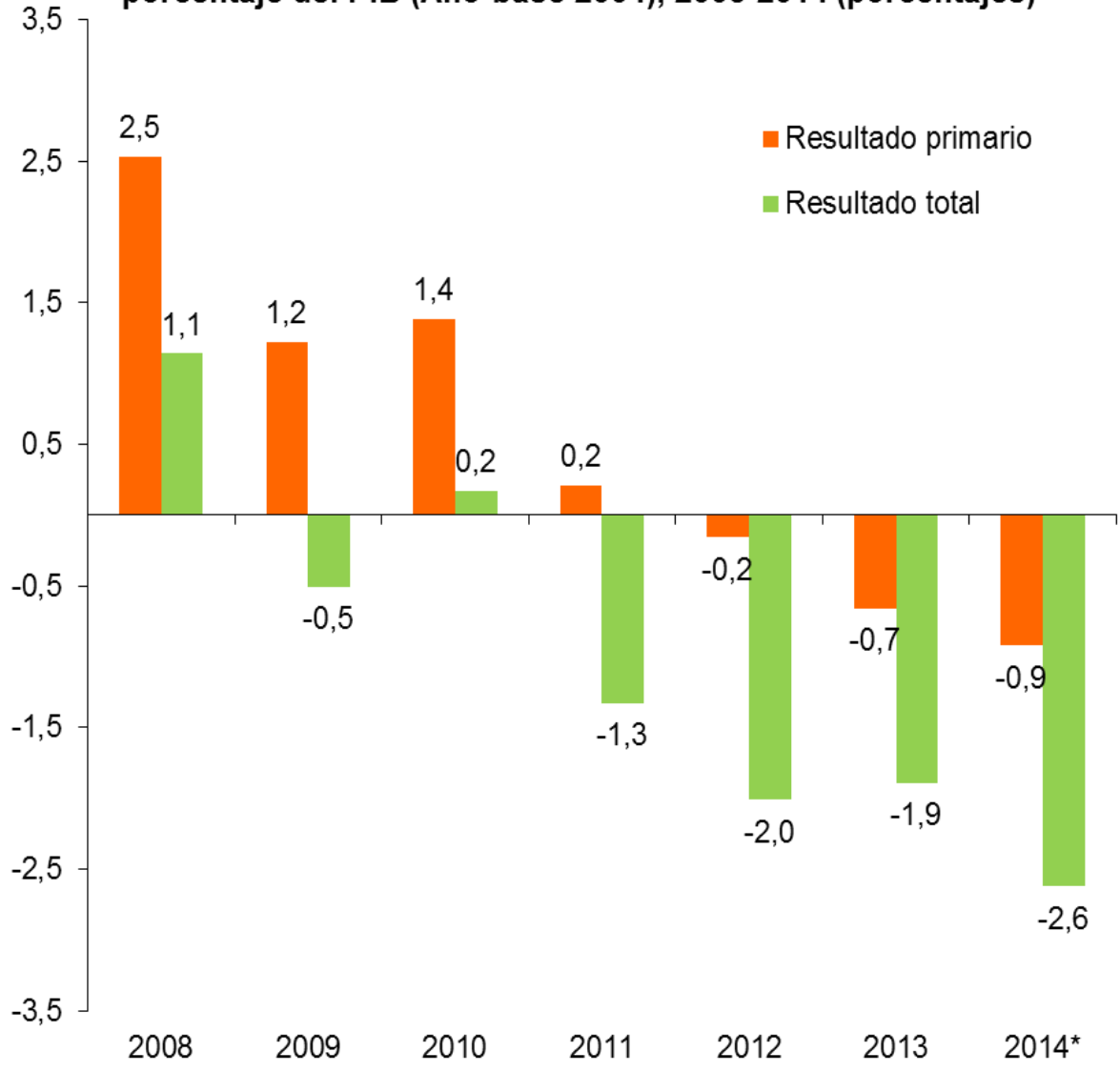
Incremento del déficit fiscal

Las cuentas fiscales actuarán como limitante a la capacidad de la política económica, tanto para el despliegue de políticas de ingreso expansivas como para financiar los compromisos externos en materia de deuda externa.

En buena medida, el aumento del gasto público se orientó, en 2014, a sostener los ingresos de los sectores más vulnerables (aumento del 40% de la Asignación Universal por Hijo, del 30% de las Pensiones No Contributivas, lanzamiento del Progresar, etc.) y a financiar otros programas estratégicos, como es el plan de viviendas Procrear. En términos de los ingresos fiscales, los que más crecieron en 2014 fueron el impuesto a las ganancias (45,5%) y los derechos de exportación (44,5%). El IVA, por su parte, aumentó exclusivamente por efecto precio, un 33,0% anual.

En efecto, el déficit primario ascendió a 0,9% del PIB y el déficit total -que incluye el paso de intereses de la deuda- trepó a 2,6% del producto bruto en 2014. Se trata de un deterioro relevante del ejercicio fiscal, que mantiene la tendencia que se inició en 2011, cuando se dejó atrás los largos años de superávit fiscal que se registraron en buena parte de la denominada posconvertibilidad.

Resultado primario y total del sector público nacional como porcentaje del PIB (Año base 2004), 2008-2014 (porcentajes)



* Provisorio. El PIB corresponde al promedio de los tres primeros trimestres.
Fuente: elaboración propia en base a Mecon

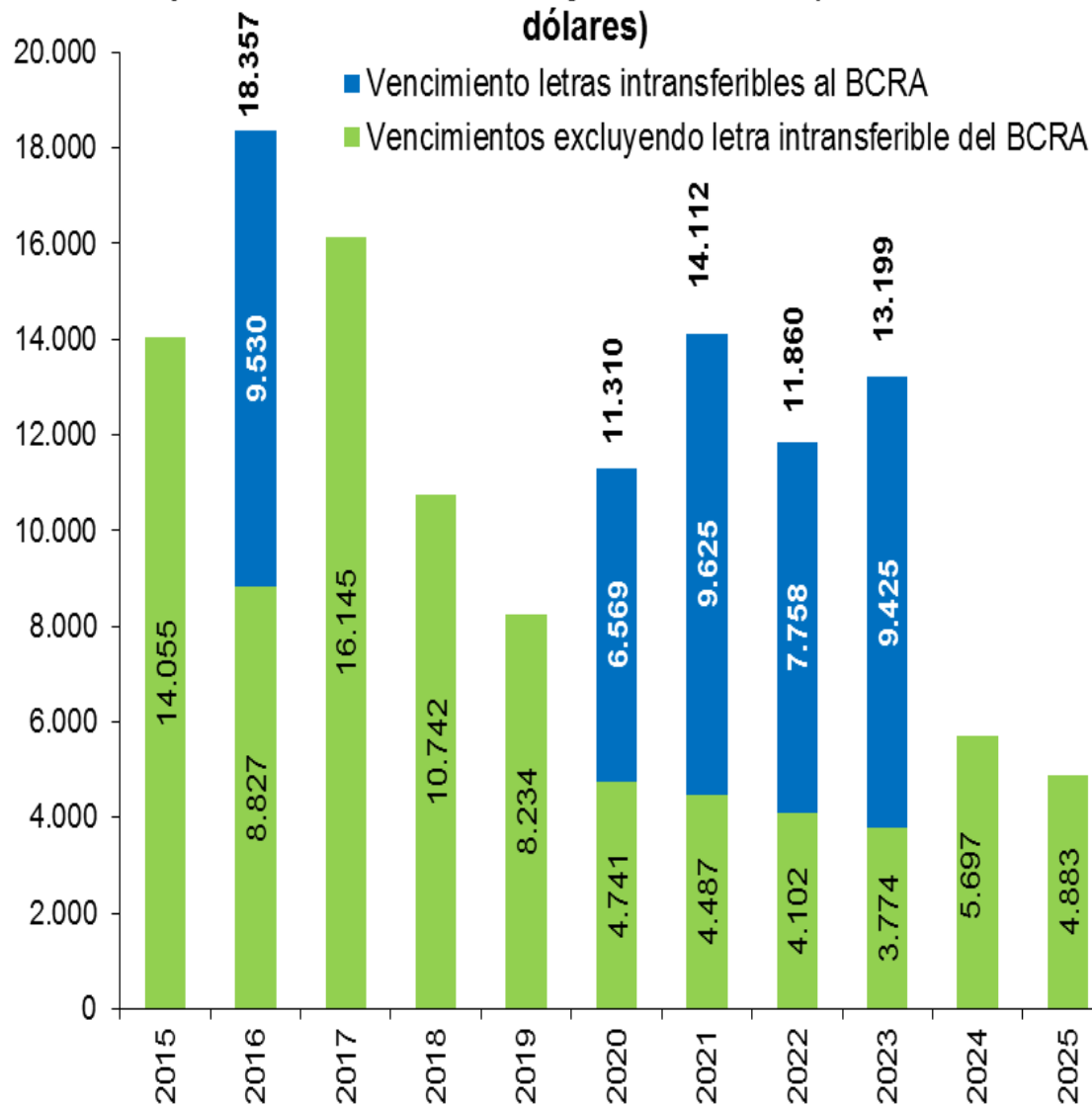
Importantes vencimientos de la deuda

■ En 2015 se afrontarán vencimientos de la deuda en moneda extranjera por 14.055 millones de dólares. Se trata de uno de los vencimientos más elevados por delante si se excluyen los vencimientos correspondientes a letras intransferibles al Banco Central. De todos modos, considerando el ingreso de divisas vía los acuerdos comerciales y financieros firmados con China y Rusia y la abultada proporción de esa deuda en manos del sector público (especialmente de la ANSES) la situación resulta manejable.

■ A propósito del inminente proceso electoral, cabe señalar que el próximo Gobierno deberá afrontar, con excepción de 2017 cuando vencen los BONAR X, un panorama que no es comprometido en materia de vencimientos de la deuda externa pública en moneda extranjera, si se tiene en cuenta que un elevado componente de la misma es “intra-sector público”. Ello debido a la emisión de las letras intransferibles del BCRA y a la abultada tenencia de bonos de la ANSES.

■ Aun sin considerar estos últimos, cabe apuntar que en 2016 los vencimientos en moneda extranjera ascienden a 18.357 millones de dólares, pero si se descuentan las letras intransferibles al Banco Central tales vencimientos descienden a 8.827 millones. Más allá del pico de vencimientos en 2017 (16.145 millones), luego bajan a 10.742 millones en 2018 y a 8.234 en 2009. Todo ello sin contemplar, como es obvio, la deuda con los *holdouts*.

Evolución de los vencimientos de la deuda externa pública en moneda extranjera, 2015-2025 (millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base al Ministerio de Economía.

5. Cambios metodológicos en el IPC-9 Provincias

Modificaciones en el IPC-9 Provincias

- Desde el lanzamiento del nuevo índice de precios minorista del INDEC (el Índice de Precios al Consumidor Nacional y Urbano -IPC Nu-) diversas Direcciones Provinciales de Estadística (DPE) fueron paulatinamente discontinuando la publicación de sus cálculos de precios. En la actualidad solo cuatro Provincias mantienen sus estimaciones, y solo tres de ellas las publican: Neuquén, San Luis y Ushuaia.
- Tal como se expuso en el Documento “Propuesta de un indicador alternativo de inflación”, disponible en el sitio web, CIFRA calcula el IPC-9 Provincias a partir de un promedio ponderado de los índices de 9 provincias: Chubut (Rawson-Trelew), Jujuy, La Pampa (Santa Rosa), Misiones (Posadas), Neuquén, Salta, San Luis, Santa Fe y Tierra del Fuego (Ushuaia). El promedio ponderado de los índices de los aglomerados mencionados se determinaba a partir del peso que tiene el gasto de consumo de los hogares de cada provincia en el total, de acuerdo a la información proveniente de la Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares.
- La discontinuación de las series por parte de la mayoría de las DPE imposibilitaron que el IPC-9 Provincias siga calculándose a partir de julio de 2014. Esta situación llevó a implementar modificaciones provisorias en el IPC-9 Provincias durante el segundo semestre de 2014 con el objeto de continuar la serie histórica, que no puede obtenerse con el IPC-Nu dado que este indicador no fue empalmado hacia atrás y sólo tiene información a partir de diciembre de 2013. Por esta razón en CIFRA se optó, provisoriamente, empalmar la serie del IPC-9 Provincias con la del IPC-Nu a partir de julio de 2014. El IPC-Nu muestra una desaceleración del nivel de precios en el segundo semestre que es consistente con el de las tres Provincias que mantienen sus cálculos de precios al consumidor, aunque su nivel es inferior. El resultado anual del índice en 2014 (36,8%) como resultado de estos procedimientos es consistente con el de diversas variables de consumo, como es el caso del IVA (33%) y la venta de supermercados (37,4%), cuyo aumento es por precio (y no por cantidad) dado la ligera contracción del consumo privado en este año. No obstante, cabe aclarar que en CIFRA se evaluará la posibilidad (o no) de mantener estas modificaciones en el índice. O, bien, avanzar con otras opciones metodológicas.