

cene

CENTRO DE ESTUDIOS DE LA
NUEVA ECONOMÍA
UNIVERSIDAD DE BELGRANO



PERSPECTIVAS EXTERNAS COMPLICADAS PARA 2016

El nuevo gobierno enfrentará un panorama complejo en
materia económica internacional

INDICADORES DE LA NUEVA ECONOMÍA

Informe de coyuntura

Boletín del Centro de Estudios de la Nueva Economía de la Universidad de Belgrano

Director: licenciado Víctor A. Beker

Número 142 – Noviembre de 2015

PERSPECTIVAS EXTERNAS COMPLICADAS PARA 2016

El nuevo gobierno enfrentará un panorama complejo en materia económica internacional.

👍 Luego de la caída registrada en los precios de nuestras principales exportaciones en los últimos años, los mismos probablemente tiendan a estabilizarse en 2016. Ello sería el producto de una menor oferta mundial generada por aquella caída de precios. Por tanto, con precios estables, podrían incrementarse los ingresos generados por la exportación primaria en la medida que se levanten las restricciones que actualmente pesan sobre las ventas al exterior, particularmente de carne, trigo y maíz. Ello, siempre que no existan contingencias climáticas desfavorables que reduzcan el volumen de la cosecha de granos y oleaginosas.

👎 El panorama para las manufacturas de origen industrial, en cambio, sigue siendo negativo. La situación política y económica en Brasil tiende a complicarse, lo que implica un bajo nivel de demanda para nuestra producción automotriz. En los primeros 9 meses de 2015, el total de exportaciones de vehículos automotores cayó en 1.063 millones de dólares con respecto a igual período de 2014. No se avizora ninguna posibilidad de recuperación para 2016; más bien, es esperable un nuevo retroceso.

👎 Tampoco se ven razones para que mejore el comportamiento de las exportaciones de harina y pellets de soja, que hasta septiembre de 2015 cayeron 1.807 millones en relación con igual período de 2014. Las perspectivas de las economías china y europea –principales destinos de estas ventas– no auguran mejoras significativas ni en precio ni en volumen para 2016.

👎 Luego de la significativa mejora registrada en la balanza de energía y combustibles en los 9 primeros meses de 2015 –3.402 millones de dólares– gracias a la caída en los precios internacionales del petróleo, es dable esperar una recaída a partir de un mejoramiento en los precios internacionales que podría ser impulsado por una menor oferta de Estados Unidos. En efecto, la fuerte caída registrada en los precios internacionales del petróleo está comenzando a tener efecto sobre la rentabilidad de la producción de petróleo

de esquisto (en inglés: *shale oil*) en ese país, y hace prever una declinación en su oferta.

En síntesis, el panorama externo que deberá enfrentar la próxima administración no se presenta favorable para mejorar el magro saldo de la balanza comercial con que concluye 2015.

El estancamiento industrial y la falta de financiamiento

En el acumulado enero-septiembre de 2015, la actividad industrial se encuentra estancada. El promedio de los resultados de los indicadores de coyuntura que miden la evolución de la producción industrial –elaborados por el INDEC, por Ferreres y Asociados y por FIEL– da una variación nula al compararlo con los primeros nueve meses del año pasado.

Índices de producción industrial Variaciones porcentuales

| | EMI (INDEC) | FIEL | FERRERES | PROMEDIO ÍNDICES |
|-------------------------------------|----------------|------|----------|---------------------|
| Año 2012 / Año 2011 | -1,2 | -0,8 | 0,0 | -0,7 |
| Año 2013 / Año 2012 | -0,2 | 0,4 | 2,4 | 0,9 |
| Año 2014 / Año 2013 | -2,5 | -5,3 | -3,6 | -3,8 |
| Primeros nueve meses 2015 / 2014 | -0,6 | -0,2 | 0,8 | 0,0 |

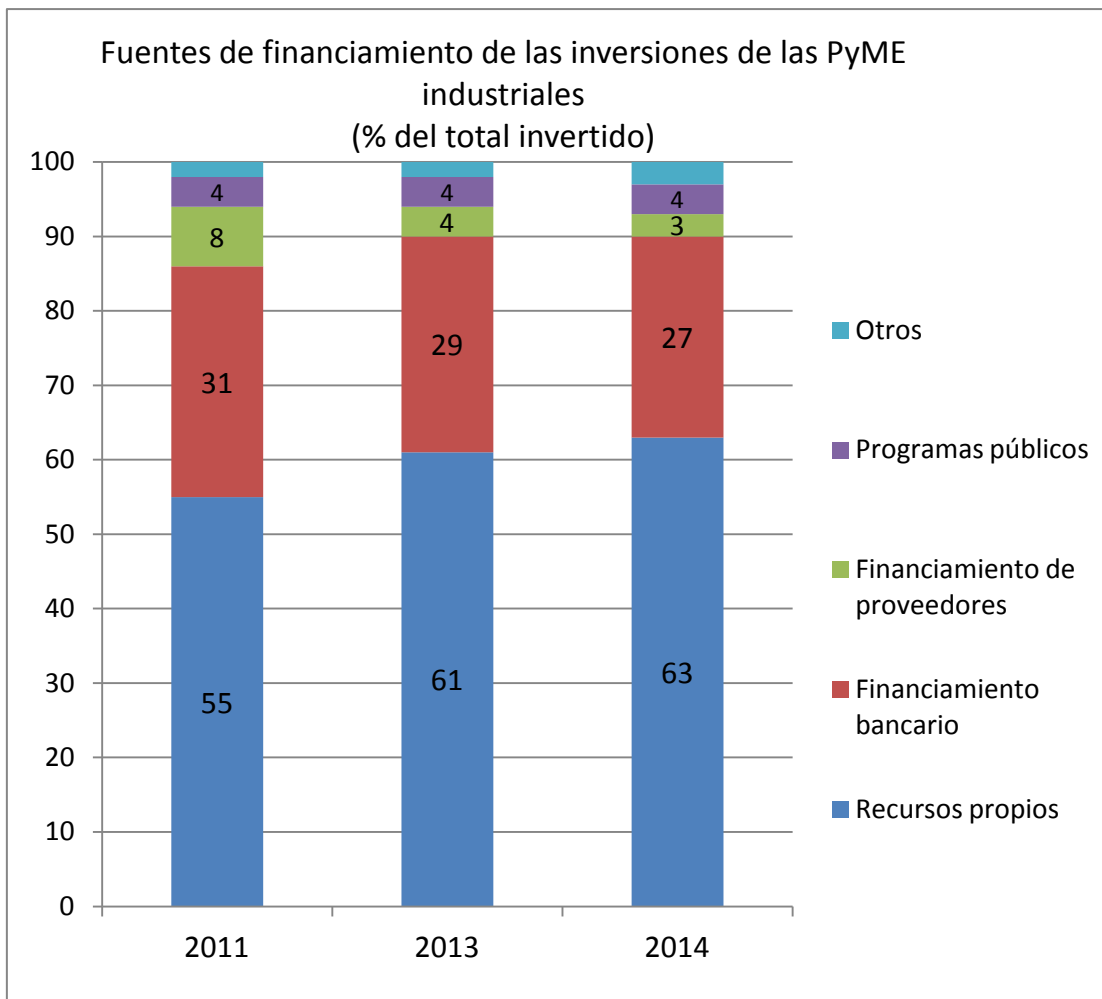
Si se observa la evolución de la producción industrial en los últimos cuatro años, el balance es negativo. El último año de crecimiento industrial fue 2011; luego, la actividad industrial se mantuvo relativamente estable en 2012 y 2013, arrojó una caída en 2014 y se mantiene estable en 2015. La caída verificada en 2014 determina un resultado negativo al evaluar en conjunto los últimos cuatro años.

Uno de los elementos fundamentales que se vinculan con este pobre desempeño de la actividad industrial en los últimos años es el financiamiento a la producción y, en particular, a las inversiones en las plantas industriales.

Según el informe “Financiamiento productivo en pyme industriales”, publicado por la Fundación Observatorio Pyme en octubre de 2015, el financiamiento de las inversiones de las pyme industriales a través de recursos propios se ha incrementado desde 2011: pasó de un 55 por ciento en 2011 a 63 por ciento en 2014. Asimismo, el financiamiento bancario se ha reducido desde un 31 por ciento en 2011 a un 27 por ciento en 2014. Los proveedores de estas empresas, que en 2011 financiaban un 8 por ciento de las inversiones, redujeron su participación hasta llegar solamente a un 3 por ciento en 2014,

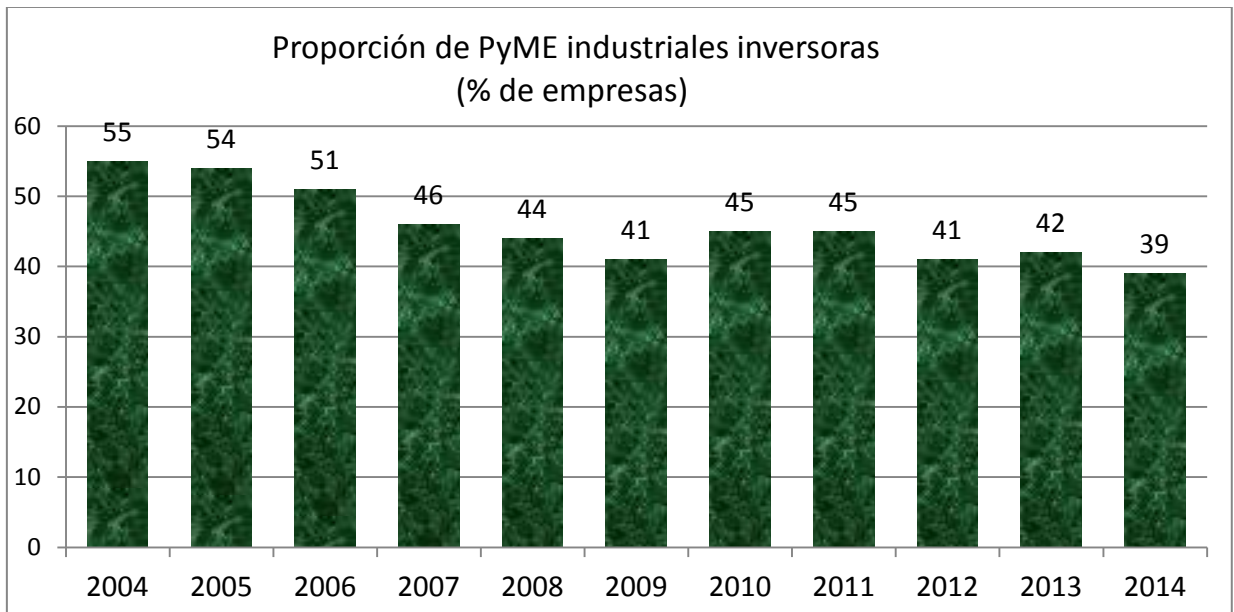
dado que estos proveedores también se vieron afectados por la menor actividad industrial y por la importante pérdida de rentabilidad dada por altas tasas de aumento de los costos y limitadas posibilidades de traslado de estos aumentos de costos a los precios finales.

Cabe destacar que los programas públicos de financiamiento productivo han mantenido su participación constante en un 4 por ciento entre 2011 y 2014, sin compensar la pérdida de participación del financiamiento bancario. El siguiente gráfico ilustra esta situación.



Fuente: Encuesta Estructural a Pyme industriales. Fundación Observatorio Pyme.

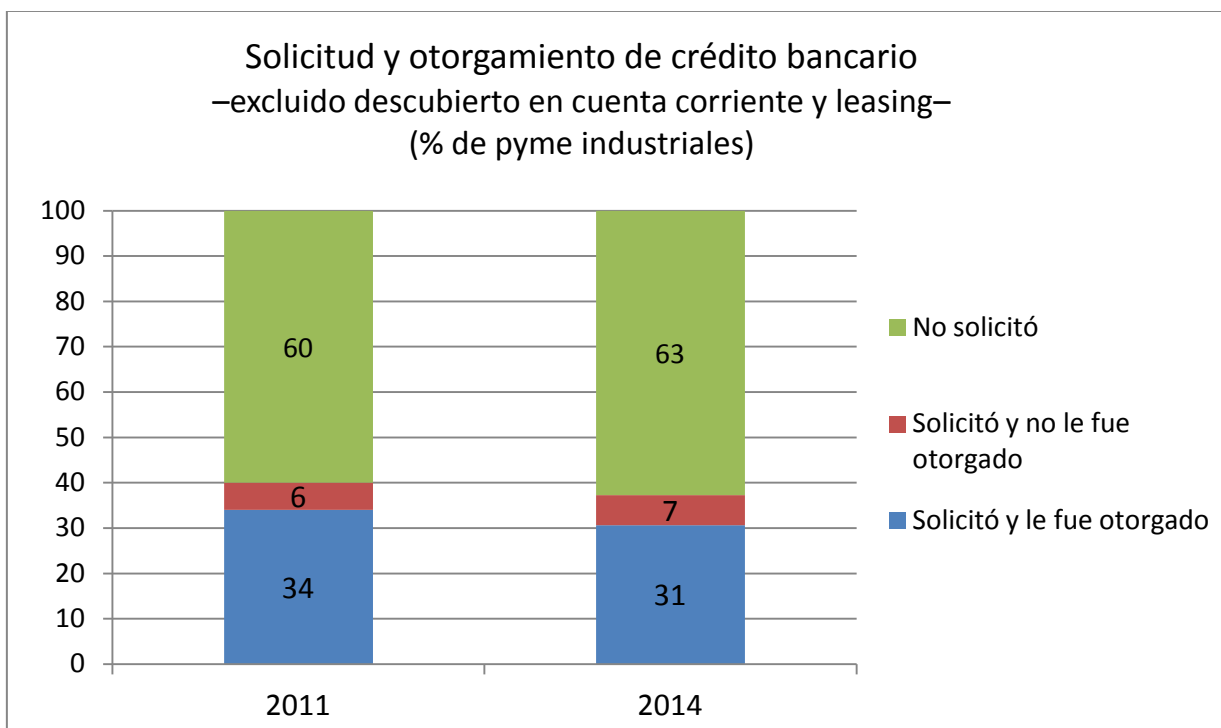
Asimismo, y acompañando el balance negativo de la actividad industrial de los últimos años, la cantidad de pyme inversoras se ha reducido desde un 45 por ciento de empresas en 2011 a un 39 por ciento en 2014, tal como lo muestra el siguiente gráfico.



Fuente: Encuesta Estructural a Pyme industriales 2004 -2014. Fundación Observatorio Pyme.

Cabe destacar que el 39 por ciento de pequeñas y medianas firmas industriales inversoras que muestra el estudio para 2014 es el menor porcentaje de la última década.

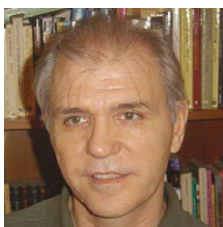
El siguiente gráfico muestra que sólo un 31 por ciento de las pyme industriales argentinas ha recibido en 2014 un crédito bancario –excluido el descubierto en cuenta corriente y el leasing–. Este guarismo ha disminuido desde 2011 (34 por ciento), mientras que se ha incrementado el porcentaje de pyme industriales que no han solicitado crédito bancario (63 por ciento en 2014 y 60 por ciento en 2011). Se observa que la mayor parte de estas empresas no solicitan créditos en instituciones bancarias. Varios factores inciden en esta decisión, como la incertidumbre sobre la evolución de la macroeconomía en el corto y mediano plazo, los plazos de financiamiento que no resultan adecuados, las dificultades para calcular la tasa de interés real en función de la sostenida tasa de inflación de precios y la autoexclusión del sistema bancario por parte de un grupo de estas empresas que consideran que no cumplen con los requisitos exigidos.



Fuente: Encuesta Estructural a Pyme industriales. Fundación Observatorio Pyme

Según este estudio, existe hoy una alta desconexión entre el sistema bancario y el sistema productivo local. En efecto, comparando con la situación de las pyme europeas, alrededor del 90% de estas últimas acceden a financiamiento bancario contra el 30% de las firmas industriales argentinas. La recuperación de la actividad industrial en los próximos años plantea como condición necesaria mejorar el acceso al financiamiento productivo.

No fue magia... y tampoco va a ser magia



Por José M. Fanelli. Extractado del artículo publicado en Colectivo Económico:
<http://colectivoeconomico.org/category/fanelli/>

[...] Sin magia pero con bastante de cosmética contable, el gobierno se empeña en afirmar que tiene reservas suficientes. Pero cuando se descuentan ítems como el *swap* con China y los compromisos vencidos, pero no abonados por el fallo de Griesa y se tiene en cuenta que parte de las reservas son encajes de los bancos por depósitos en dólares, el resultado de la cuenta es

decepcionante. En realidad, la pérdida de reservas llegó a tal punto que se ha puesto de moda en los medios llamar la atención respecto de que la administración actual le dejará a la próxima una cantidad de divisas similar a la que había cuando empezó la era K, inferior a los 10.000 millones de dólares. Pero esto ¿qué implica? ¿El nuevo gobierno enfrentará una situación peor o mejor que la de mayo de 2003? Es interesante hacer el ejercicio de observar la situación desde la perspectiva de esta pregunta porque sirve para iluminar los desafíos de 2016.

[...] En síntesis, podría decirse que en 2003, unas reservas de 9.000 millones acompañadas de superávit de cuenta corriente ponían a la economía en una situación mucho mejor que la actual en lo referido a la liquidez. Además, la alta competitividad del tipo de cambio despejaba cualquier duda respecto de un deterioro de la liquidez en dólares en el futuro cercano. El gran problema en 2003 era que la liquidez no despejaba las dudas respecto de la solvencia externa del país, ya que aún no se había hecho la quita de la deuda. Y bajo esas condiciones era difícil que se produjera una fuerte corriente de inversión para que el país pudiera seguir creciendo no ya sobre la base de ocupar la capacidad instalada –algo que ya estaba ocurriendo en 2003– sino por la vía de expandir el producto potencial de pleno empleo.

Está claro que en liquidez era mejor el 2003. Pero la ventaja actual en términos de solvencia externa es incomparable. La posición acreedora neta de la Argentina la pone en una situación en que sería muy difícil dudar de la solvencia externa del país. Esta es sin duda una ventaja competitiva para atraer inversiones a más largo plazo.

Por supuesto, es muchísimo mejor tener una posición de solvencia sólida y una posición de liquidez débil que la combinación contraria y, por lo tanto, nadie dudaría, en principio, en elegir 2016 y no 2003. Pero también es cierto que tanto los estados como las firmas cuentan con unidades especializadas en manejar la liquidez porque una restricción severa de fondos en el corto plazo puede fácilmente generar problemas difíciles de manejar y que pueden terminar perjudicando las perspectivas de largo plazo. Una empresa puede perder mercados y oportunidades de negocios por falta de fondos para financiar el capital de trabajo, puede perder la confianza de quienes le dan crédito si no puede afrontar obligaciones de corto plazo y puede verse obligada a enfrentar conflictos laborales o despedir personal valioso. En el caso de la situación que enfrentará el gobierno próximo los problemas son de igual tenor. Sin dólares no se podrá importar lo suficiente para expandir el nivel de actividad y ello repercutirá en la recaudación y la posibilidad de llevar adelante las políticas públicas. Habrá problemas para honrar los compromisos de deuda dañando aún más la reputación. Y, lo más importante para la gobernabilidad: si, después de cuatro años de estancamiento, el crecimiento no vuelve, el empleo seguirá estancado y habrá un clima de tensión social. Sin competitividad no habrá inversiones para generar empleo. Por eso, el primer paso que habría que dar y los beneficios de ese paso son obvios: hay que recomponer la competitividad para recuperar liquidez y, de esa forma, ponerse

en condiciones de explotar los beneficios de estar en una posición de solvencia cómoda, que puede atraer inversiones de largo plazo.

Recomponer la liquidez por la vía de la competitividad significa, en el corto plazo, lograr que el precio de los bienes transables suba en relación al de los no transables. Y esto sólo puede conseguirse actualmente depreciando el peso. Justamente esto último es lo que hace esta opción tan difícil por tres razones. La primera es que la devaluación tiene efectos inflacionarios y, según la evidencia empírica, el efecto de *pass through* es más alto cuanto más alta es la inflación. Desde esta perspectiva, Brasil o Colombia pueden depreciar sus monedas con menos efecto inflacionario que nuestro país. La segunda es que la depreciación tiene efectos negativos sobre los salarios y la distribución del ingreso en el corto plazo. La tercera es que no se puede devaluar sin un programa para reducir las necesidades de financiamiento del sector público, de forma de ganar control sobre la emisión monetaria. Devaluar y seguir emitiendo para financiar al gobierno no haría más que potenciar el efecto inflacionario.

Una consecuencia positiva de corto plazo que podría ayudar significativamente es que una devaluación generaría un fuerte efecto riqueza para quienes estuvieron acumulando dólares, que generaría incentivos para gastar. Esto tendría el doble beneficio de aumentar la demanda agregada –amortiguando el efecto contractivo de la devaluación– y de atraer dólares a la economía. Este efecto es una consecuencia directa de la posición de solvencia en dólares que hoy muestra el sector privado. Nótese que aquí no hace falta recomponer mucho la confianza para atraer dólares: el efecto actúa a través de los precios relativos y, más específicamente, a través de la caída del salario en dólares.

La vía de la depreciación y la recomposición de la competitividad no es la única forma de recomponer la liquidez. Al menos en teoría, hay formas alternativas de conseguir dólares. De aquí que los candidatos se ilusionen con dos cosas. La primera es endeudarse. Se buscaría un arreglo con los *hold outs* de forma de destrabar el acceso a fondos externos, bajando al mismo tiempo el costo de endeudarse; incluso se podría apostar a conseguir nuevos acuerdos de *swaps*. La segunda es el efecto confianza: el nuevo gobierno libera el cepo o desdobra oficialmente el mercado de cambios, con un dólar comercial y otro financiero más caro. Esto mejora las expectativas sobre el clima de negocios de forma que entran dólares que los argentinos tienen atesorados.

Todas estas vías están abiertas para recomponer la liquidez en 2016. El éxito del nuevo equipo económico dependerá de cómo combine estas opciones de forma de conseguir el mejor resultado en términos de liquidez e inversiones. Hay algunas cosas que están claras, no obstante. Si la combinación incluye mucho crédito y poca recomposición de la competitividad, será más fácil en el corto plazo pero no habrá suficiente inversión ni habrá crecimiento sólido. Una devaluación brusca para colocar el tipo de cambio en su punto de equilibrio sería muy positiva para el sector transable y para recomponer la liquidez sobre bases sólidas. Pero tendría efectos sobre la distribución muy fuertes y ello podría crear tensiones sociales que podrían enrarecer el clima de inversión por

razones distintas a las del período reciente. Esta alternativa, por supuesto, tendría un *bonus* a mediano plazo pues es la que tiene mayor potencialidad para generar empleo pero antes de llegar a destino habría que pasar por un peligroso desfiladero.

[...] La liquidez se va a recomponer. El único interrogante es con cuántos costos sociales y con cuánta inflación. Y luego de que se supere la actual crisis de liquidez, la tentación para endeudar a una Argentina líquida y solvente no va a ser menor. Este panorama crea una tentación irresistible para recurrir a un lugar común para concluir: la política económica es más arte que ciencia. Veremos cuál es la tendencia artística que se impone en la próxima etapa.

Índices de inflación

Publicamos a continuación las variaciones mensuales y anuales de índices de precios al consumidor provinciales, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y el Índice de Precios al Consumidor Nacional Urbano del INDEC.

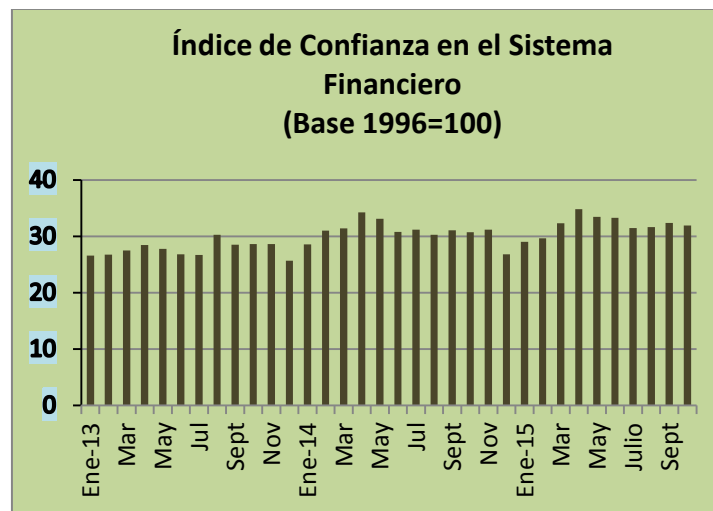
| Distrito | Variación septiembre | Variación anual |
|------------------|-------------------------|--------------------|
| Nación | 1,20% | 14,70% |
| CABA | 1,70% | 24,04% |
| Neuquén* | 1,92% | 24,84% |
| San Luis | 2,40% | 23,51% |
| Tierra del Fuego | 1,23% | 25,11% |

* Julio

Declinó en octubre el Índice de Confianza en el Sistema Financiero

El Índice de Confianza en el Sistema Financiero (ICSF) cayó un 1,4 por ciento en octubre con respecto a septiembre, aunque subió un 3,7 por ciento en relación con igual mes de 2014.

La caída experimentada en octubre refleja un nuevo salto en la base monetaria –creció un 3 por ciento en el mes– no acompañado por el incremento en los depósitos a plazo que apenas lo hicieron en un 1,6 por ciento.



Índice de confianza en el sistema financiero

Base 1996=100

| 2013 | | 2014 | | 2015 | |
|------|-------|------|-------|------|-------|
| Ene | 26,59 | Ene | 28,56 | Ene | 29,05 |
| Feb | 26,74 | Feb | 31,04 | Feb | 29,66 |
| Mar | 27,49 | Mar | 31,41 | Mar | 32,35 |
| Abr | 28,43 | Abr | 34,27 | Abr | 34,80 |
| May | 27,76 | May | 33,10 | May | 33,47 |
| Jun | 26,82 | Jun | 30,76 | Jun | 33,30 |
| Jul | 26,68 | Jul | 31,20 | Jul | 31,46 |
| Ago | 30,29 | Ago | 30,28 | Ago | 31,62 |
| Sept | 28,53 | Sept | 31,06 | Sept | 32,36 |
| Oct | 28,62 | Oct | 30,76 | Oct | 31,91 |
| Nov | 28,63 | Nov | 31,16 | Nov | |
| Dic | 25,66 | Dic | 26,84 | Dic | |