

INFORME DE COYUNTURA ECONÓMICA N°4

OCTUBRE-NOVIEMBRE 2014

UDAV
UNIVERSIDAD
NACIONAL DE
AVELLANEDA

OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS
MODULO DE "POLÍTICAS ECONÓMICAS"



AUTORIDADES

RECTOR

Ing. Jorge Calzoni

SECRETARIA GENERAL

Mg. Patricia Domench

DIRECTOR DEL OBSERVATORIO DE POLITICAS PÚBLICAS

Lic. Eric Calcagno

COORDINADOR GENERAL DEL OBSERVATORIO DE POLÍTICAS PÚBLICAS

Dr. José Amiune

COORDINADOR DEL MÓDULO DE POLÍTICAS ECONÓMICAS

Lic. Santiago Fraschina

INFORME DE COYUNTURA NRO. 4

Módulo de “Políticas Económicas” del Observatorio de Políticas Públicas de la Universidad Nacional de Avellaneda.

modulodepoliticaeconomica@undav.edu.ar

OCTUBRE-NOVIEMBRE DE 2014

Este documento fue elaborado por:

Lic. Pablo Ceballos y Lic. Jerónimo Rodríguez Use (Coordinación y edición general), Lic. Sergio Chouza y Lic. Mauricio Cristóforo (Actividad Económica), Lic. Hernán Aruj, Lic. Javier Cernadas, Andrea Luna y Don Iván Weigandi (Sector Externo), Pablo Paredes e Iván Reisenman (Finanzas Públicas), Breno Nunes Chas, Lic. Martín Novella (Monetario y Financiero), Lic. Noelia Torres, Florencia Espejo (Mercado de trabajo), Julián Otero y Lic. Facundo Veronelli (Precios), Cdora Luciana Sosa (Mercado de Capitales), Lic. Aixa Ratta, Lucia Giambroni y Lic. Lucía Di Bonis (Economía Internacional).



RESUMEN EJECUTIVO

Estabilidad financiera local e incertidumbre por los efectos de la crisis rusa.

Tras las turbulencias producidas en enero por el aumento del ritmo de devaluación y el conflictivo desenlace que la Corte Suprema de Estados Unidos le dio al caso del “pari passu”, cierra un año con mayor tranquilidad en el frente económico en el país.

El incremento de los controles en la plaza del dólar ilegal, sumado a algunas medidas tomadas por distintas agencias gubernamentales, han mermado el fuerte componente especulativo y ello ha traído mayor tranquilidad en el sector financiero local.

Esta mayor tranquilidad genera que el cierre del año se produzca en condiciones más normales que el inicio.

Tras el aumento del dólar los últimos días de enero de 2014, el Gobierno avanzaba en la estrategia de cerrar frentes de conflicto a nivel externo. Se produjo el arreglo con Repsol por la expropiación de YPF y el cierre de la negociación con el Club de París. Sin embargo, la decisión de la Corte Suprema de Estados Unidos, de no tomar el caso argentino frente a los holdouts, pospuso la estrategia argentina. Ante la situación planteada, que “obligaba” a la Argentina a aceptar condiciones de imposible cumplimiento, el gobierno pospuso las negociaciones hasta que venza la cláusula RUFO y se generen condiciones justas y equitativas para poder resolver el diferendo.

Lejos de haber producido catástrofes en la economía local, como el mismo “mediador” Pollack sugirió en un comunicado, el país ha transitado los meses posteriores a Junio, sin holgura pero sin mayores sobresaltos.

Aún en ese contexto complejo, Argentina obtuvo importantes apoyos internacionales que la alejaron de una situación de soledad. En el frente local, el recalentamiento del mercado del dólar ilegal fue controlado mediante intervenciones específicas en actores económicos puntuales (ciertos operadores y empresas), tras lo cual se reestableció la normalidad.

Sin embargo, el cierre del año se presenta con incertidumbres para el conjunto de países emergentes. La manipulación a la baja en el precio del petróleo (situación que



beneficia a la Argentina) generó una fuerte devaluación de la moneda rusa, quien depende de las exportaciones de combustibles. Tras ello, se produce una fuga de capitales financieros hacia plazas más seguras, provocando efectos negativos varios países que tienen fuertes vínculos comerciales como Brasil.

El país vecino no ha cortado en los últimos años la dependencia del canal financiero, como sucedió en Argentina. Existieron sucesivos y persistentes esfuerzos del Gobierno argentino para desacoplar al país de esas turbulencias financieras, que han acarreado importantes costos y beneficios. En cuanto a los costos, el país debe manejarse con los recursos propios para mantener la propia autonomía. Y en cuanto a los beneficios, el país se encuentra menos expuesto a los efectos “manada” de fuga de capitales especulativos financieros. También existe un impacto económico en la economía local por medio del canal comercial: la baja del precio del petróleo nos beneficia en el corto plazo, al requerirse menos divisas para importar combustible (aliviando el déficit fiscal), pero, en el mediano y largo plazo, se dificulta las inversiones en Vaca Muerta, aunque los rendimientos esperados de la explotación de los yacimientos en la región garantizan que las inversiones se mantengan en pie. Por otro lado, si la crisis internacional afecta a Brasil, Argentina sufrirá una merma de sus exportaciones hacia el país vecino. Habrá que analizar los efectos cruzados que se producen, e ir evaluando paso a paso los resultados.



Sector Monetario y Financiero

46%.

Es la brecha entre el dólar oficial y el ilegal reduciéndose 22 puntos porcentuales en el bimestre.

El reemplazo de Juan Carlos Fábrega por Alejandro Vanoli en la presidencia del Banco Central supuso una profundización de los controles y una mayor articulación con el resto de las instituciones con poder de regulación del sector financiero (PROCELAC, UIF, CNV, AFIP). Este trabajo conjunto permitió reducir las cotizaciones paralelas e ilegales del dólar, con el fin de dar por tierra las expectativas de inestabilidad financiera y cambiaria de fines de septiembre y principios de octubre. Al respecto, en la apertura de las Jornadas Monetarias Y Bancarias del BCRA, el flamante presidente de la entidad expresó que uno de los objetivos de sus primeros meses de gestión fue el de crear confianza:

“Creo que todos sabemos la importancia de la confianza, de lo que son las expectativas en la economía y como muchos inciden a través de sus dichos, a través de lo que manifiestan precisamente para crear expectativas con un objetivo determinado..... Nosotros desde el BCRA, en el marco de la coordinación con otros organismos de gobierno, procuramos dar certidumbre, tranquilidad a la gente para que pueda producir, para que pueda consumir, para que pueda vivir mejor.”¹

A modo de síntesis, se destacan las siguientes medidas de política monetaria realizadas por el BCRA en el último bimestre:

- I. Se incrementaron por normativa de la autoridad monetaria las tasas de plazos fijos, de manera de incentivar el ahorro en pesos
- II. Se elevaron las tasas de pasivos del Banco Central;
- III. Se incrementaron los controles sobre las operaciones de “contado con liquidación” llevadas adelante por los bancos e instituciones financieras locales, disminuyendo la demanda de títulos que éstos realizan con el fin de dolarizar sus carteras. Dado el arbitraje entre el “contado con liquidación” y el “blue”, también se redujo este último;
- IV. Se emitió un nuevo bono del Tesoro Nacional por 6.000 millones de dólares con valor ajustado a la evolución del dólar oficial, con el compromiso

¹ http://www.bcra.gov.ar/pdfs/eventos/JMB_2014_Vanoli1.pdf



correspondiente de empresas aseguradoras tenedoras de bonos en dólares de vender éstos y comprar aquéllos. Nuevamente, el resultado fue incrementar la oferta de títulos en dólares en el mercado, reduciendo la cotización del “contado con liquidación”.

- V. Se concretó un acuerdo de intercambio o “swap” de divisas con China por 11.000 millones de dólares, el cual envía un mensaje al mercado sobre la capacidad de controlar el tipo de cambio de la autoridad monetaria;
- VI. Se redujo el ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial.

A continuación analizaremos los alcances de estas medidas en el marco de un contexto internacional caracterizado por los grandes desafíos para los bancos centrales que implica la alta volatilidad financiera.

- **Política cambiaria: La profundización de los controles de operatorias ilegales sobre el sector financiero permitió reducir las expectativas creadas en tornos a la cotización del dólar y dar por tierra los intentos de una nueva corrida bancaria.**

A partir de la salida del BCRA de Juan Carlos Fábrega, luego de la denuncia pública de la Presidenta sobre la realización de maniobras especulativas con el dólar por las financieras Balanz Capital y el Banco Mariva, la autoridad monetaria profundizó el control contra el delito cambiario. El allanamiento a las cuevas que manejan dinero no declarado, la verificación del origen del dinero con que se hacen las operaciones de “contado con liquidación” y la investigación sobre maniobras especulativas en el comercio exterior, tales como la subfacturación de exportaciones o sobrefacturación de importaciones, tuvieron efectos inmediatos sobre las presiones devaluatorias sin que el gobierno nacional recurra a endeudamientos masivos como algunos proponen, sino eligiendo aplicar con rigor las leyes vigentes.

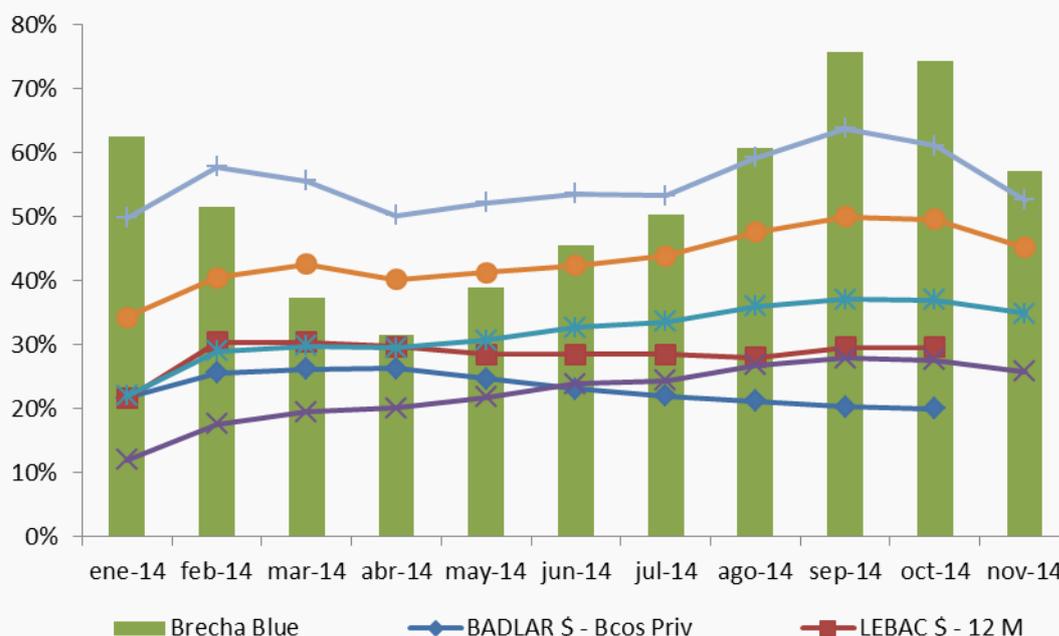
Como resultado de las medidas implementadas por el equipo económico se produjo una reversión en la tendencia de las expectativas devaluatorias verificada durante los meses previos. Por un lado, la devaluación esperada a tres y seis meses se redujo levemente (2 p.p.) con respecto a octubre-2014. Las negociaciones pactadas en el mercado ROFEX fueron realizadas a valores promedio de \$9,13 y \$9,84, lo que implica una devaluación de la moneda del 26% y 35% respectivamente. No obstante, en los contratos a nueve y doce meses se percibe la mayor variación mensual (-4 p.p. y -8 p.p., respectivamente), en el cual la brecha de devaluación es alta (45% y 53% respectivamente, es decir dólar futuro de \$10,53 y \$11,24, promedio). Por el otro, la brecha existente entre el dólar ilegal (“blue”) y el tipo de cambio oficial siguió el mismo sendero. El diferencial cambiario disminuyó 17 p.p., pasando de 74% en oct-14 a 57% en nov-14.



Este giro en las expectativas fue complementado con un acuerdo entre el Ministerio de Economía y las cámaras que nuclean a los exportadores agropecuarios (CIARA y CEC), por el cual se prevé el ingreso de 5.700 millones de dólares durante el último trimestre del año. Este anuncio confirmó la efectividad de las medidas adoptadas y garantiza el control de la estabilidad cambiaria por parte de las autoridades estatales.

Fecha	Brecha CCL	Brecha MEP	Brecha dólar blue
sep-13	63%	64%	76%
oct-13	60%	60%	74%
nov-13	45%	46%	54%

Grafico 1: Brecha cambiaria, Blue, Tasa Badlar, Lebacs y expectativas devaluatorias.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCRA, ROFEX y Ámbito Financiero.

- RESERVAS: El swap finalmente se hizo efectivo y las reservas se estabilizaron arriba de los US\$30 millones. De esta manera el BCRA garantiza una solvencia en dolares para terminar el año con niveles de reservas superiores a los proyectados por las consultoras privadas.

US\$30.800 M
 Es el nivel de reservas al 17 de diciembre. De esta manera durante la gestión de Vanoli, se recuperaron 2.849 millones de dólares.



Durante la puesta en marcha del intercambio de monedas (swap) con china, refuerza la posición del BCRA. En este sentido el swap "suaviza la presión en torno al dólar" porque implica mayores reservas monetarias, y desinfla las expectativas de los agentes económicos respecto de una devaluación

- **ESTIMULO AL AHORRO EN PESOS:**
Para favorecer el ahorro en moneda nacional, se estableció un mínimo para las tasas de interés de depósitos a plazo fijo.

\$3.000 M

Es el incremento de los depósitos minoristas gracias a las políticas de estímulo al ahorro en pesos.

Con el objetivo de incentivar el ahorro en pesos, el BCRA dispuso una tasa mínima para depósitos de hasta 350.000 pesos. La magnitud de dicha tasa será el equivalente al 87 por ciento de la tasa Lebac. De esta forma, para los plazos de 30 días será de 22.8% anual, ya que la Lebac se encuentra por sobre los 27 puntos. Asimismo, para ampliar la protección a los ahorristas, se elevó el importe de la cobertura de la garantía de los depósitos. Gracias a estas medidas, los depósitos minoristas se incrementaron en 3 mil millones de pesos.



Sector Público

US\$6.700 M

Es el monto de vencimientos del Boden 2015, el más elevado de los 13.800 M de vencimientos del año que viene.

En lo referente a las **Cuentas Públicas**, en el periodo octubre-noviembre se destaca la presentación del presupuesto nacional para el 2015. El plan de acción del gobierno para el próximo año tiene como marco de referencia una coyuntura mundial adversa, ya que las economías centrales aún no se recuperan de la crisis de 2008, al tiempo que los países de la región comenzaron a sufrir sus impactos manifestando menores niveles de crecimiento y problemas en sus balances comerciales (ver sector internacional). A esas dificultades se agrega el avance del capital especulativo, cristalizado en el accionar de los fondos buitres y de sus lobistas locales, que alimentan expectativas negativas sobre el devenir económico, incentivando corridas contra la moneda doméstica.

Frente a un mundo en crisis y países que aplican políticas de austeridad, recortes y recetas dictadas por organismos internacionales neoliberales, la Argentina planea aumentar la inversión social en un 25,3 por ciento. En términos de participación, la inversión social (llamada gasto por el neoliberalismo) representa el 58,7% del gasto total, expresando de manera inequívoca las prioridades del gobierno.

En el 2015 se continuarán con las políticas generadoras de derechos como la Asignación Universal por Hijo, el Programa Conectar Igualdad, el Progresar, las y viviendas del Pro.Cre.Ar Asimismo, se destaca la continuación del programa Raíces, dirigido a estimular ciencia y técnica y fortalecer las capacidades científicas y tecnológicas del país por medio del desarrollo de políticas de vinculación con investigadores argentinos residentes en el exterior, así como de acciones destinadas a promover la permanencia de investigadores en el país y el retorno de aquellos interesados en desarrollar sus actividades en la Argentina. La potencia de esa política se mide con la creación del satélite ARSAT-1. En otras palabras, desde la maternidad y la infancia al desarrollo de satélites, el Estado refirma su presencia.

La crítica opositora al “excesivo aumento del gasto estatal” oculta que más del 70% del incremento de gasto responde al aumento de las partidas vinculadas con la inversión social. El discurso de la austeridad y el equilibrio en las cuentas públicas esconde su verdadera intención, que no es otra que el ajuste y la reducción de los recursos destinados a la inclusión social y la atención de grupos vulnerables



En lo referente a la **Deuda Pública**, el conflicto con los fondos buitres continúa siendo prioritario en la agenda política. La defensa de la soberanía argentina, impidiendo que el peso de la deuda vuelva a ser un limitante para el desarrollo y el crecimiento del país, se convierte en un tema de Estado. Las estimaciones sobre los efectos nocivos para la economía argentina de no pagar “lo que dice Griesa” han quedado solo en meras declaraciones. Si bien es cierto que en un contexto de escasez relativa de dólares, el fallo del juez norteamericano encarece el financiamiento externo, el gobierno nacional a partir de alternativas, como los swap de reservas con China (ver sector monetario y financiero), pudo sostener el sendero de crecimiento con inclusión social.

Al respecto, la cancelación voluntaria del BODEN 2015 representa un mensaje para el sector financiero donde la Argentina reafirma su voluntad y capacidad de pagar con el objetivo de eliminar cualquier tipo de especulación sobre el normal desenvolvimiento de la política financiera. A su vez, debido a que el contexto actual penaliza excesivamente las obligaciones de corto plazo, con tasas de interés altas para el país, la cancelación anticipada del bono permite mejorar el perfil de deuda y continuar con la política de desendeudamiento iniciada por el año 2003.

Por último, el anuncio de la exención de ganancias sobre el medio aguinaldo a los salarios inferiores a 35 mil pesos, significa un estímulo a la demanda y al mercado interno que impactara en los indicadores de consumo y las ventas durante el mes de diciembre.

- **Finanzas Públicas: A septiembre, el resultado fiscal exhibe un déficit de \$53.627 millones. El incremento interanual del 170% en el rojo en las cuentas públicas, responde a la necesidad de sostener una política fiscal expansiva como instrumento para el crecimiento.**

Durante el año 2014 las cuentas públicas de los países de la región han visto aumentar su déficit. A modo de ejemplo, Brasil acumula en los primeros diez meses del año un déficit fiscal primario (antes del pago de intereses) de US\$4.640 millones. Perú, por su parte, reporto un déficit fiscal cercano al 2% del PBI para el tercer trimestre del año.

Ante las recomendaciones de algunas consultoras económicas sobre la necesidad de moderar el gasto para equilibrar las cuentas y reducir así la presión inflacionaria, es pertinente un análisis sobre el impacto de la política fiscal (gasto público) en los ciclos económicos. Las teorías económicas keynesianas, rescatan el efecto positivo que tiene el gasto público en el crecimiento y la reactivación económica en momentos de desaceleración. En contraposición, políticas que contraen el gasto público, solo profundizan el camino hacia la recesión.

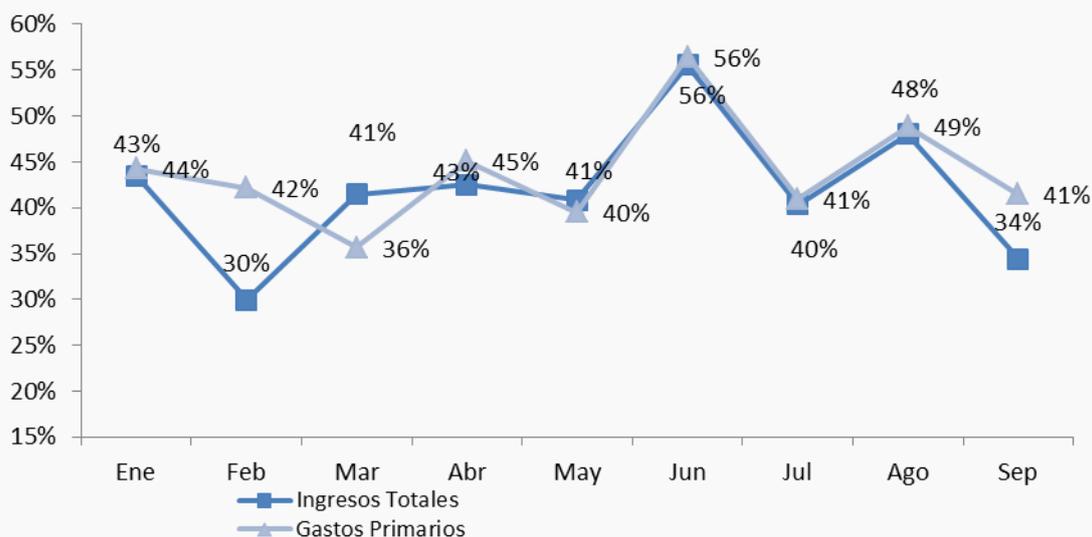


En Europa los países más afectados por la crisis de 2008 (España, Grecia, Portugal, Irlanda), para retomar el sendero de crecimiento pusieron en marcha políticas expansivas, tanto monetarias como fiscales. Sin embargo, ante la preocupación por un incremento del déficit fiscal, las políticas anti cíclicas solo duraron hasta fines del 2010. A partir de este año, la norma promovida por la Unión Europea fue el ajuste, encubierto bajo la denominación de “consolidación fiscal”. Sin embargo, lejos de producir un “ajuste expansivo”, la reducción del gasto público incremento aun más el ratio PBI/deuda en dichos países. De esta manera desde 2010 hasta la actualidad, todos los países de la unión europea experimentaron una recesión prolongada.

En la economía local, como menciona el ministro de economía Axel Kicilof en la 20ª Conferencia anual de la Unión Industrial, los planes “déficit cero” que tantas veces se impulsaron fueron muy poco efectivos. Al frenar la capacidad de producción de la economía y junto con ella la recaudación tributaria, no solo profundizaban la recesión sino que tampoco cumplían con el objetivo de equilibrio fiscal.

En suma, el déficit actual que presentan las cuentas públicas no presenta una magnitud que ponga el riesgo el financiamiento de la economía local. Asimismo dado su efecto dinamizador de la economía en un contexto de menor crecimiento, el sostenimiento de una política fiscal expansiva se hace necesario.

Grafico 1: Evolución mensual de ingresos y gastos del Sector Público Nacional. En millones de pesos.



Fuente: Elaboración Propia en base a Secretaria de Hacienda. Ministerio de Economía.

- **RECAUDACION TRIBUTARIA:** La recaudación tributaria de los primeros 11 meses representa casi el 97% de la meta de



recaudación para todo el año. Este importante dinamismo de la recaudación permitió que se pudiera eximir el pago de ganancias al medio aguinaldo de enero.

La recaudación tributaria continúa exhibiendo un gran dinamismo para el mes de noviembre de 2014. Los ingresos tributarios para el mes de noviembre alcanzaron \$101.837 M lo que representa un aumento del +38,4% con respecto al mismo período de 2013. **Asimismo, el Estado Nacional lleva acumulado a noviembre en concepto de ingresos tributarios \$1.061.1 M de pesos. (+34,8% i.a).**

La variación observada en noviembre se explica a partir de la mayor recaudación obtenida principalmente en Ganancias (+61,8% i.a.), Impuesto al Valor Agregado (+28% i.a.) y Seguridad Social (+36,9% i.a). Estos cuatro conceptos en su conjunto explican más del 75% de la variación interanual respecto al mismo período del año 2013.

En relación al Impuesto al Valor Agregado, el incremento está explicado por el comercio al por mayor y menor donde tuvo una variación de 37% i.a. Cabe destacar que la actividad de intermediación financiera y servicios de seguros fueron los que más se incrementaron con 39% i.a aunque no su participación no incide sobre el total. Otro punto para destacar es el sobre cumplimiento observado en Ganancias donde la meta para 2014 era de 227.873 M en tanto que el acumulado a noviembre ronda los 241.204 M de pesos lo que significa un sobrecumplimiento del 105,9%.



Precios

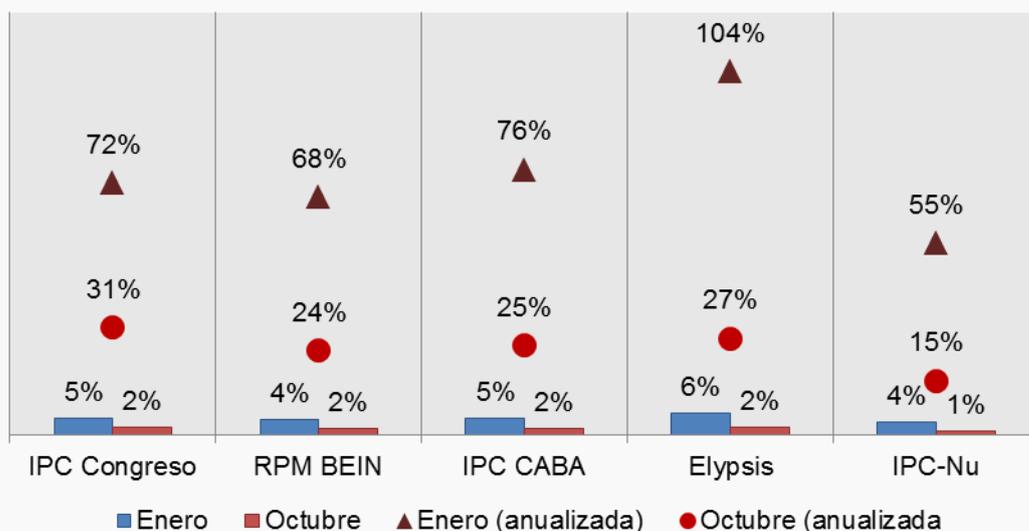
De 55% a 15%

Pasó la tasa anualizada de inflación (IPC-Nu) de enero a octubre, marcando una fuertísima desaceleración.

- **La inflación se desacelera**

La devaluación de enero intensificó la puja distributiva de los últimos años, de un piso inercial del 20% la inflación se aceleró más de 10%. La suba de los costos en dólares para los importadores, y los costos de oportunidad de venta para los exportadores produjeron una suba precios, que en ciertos sectores fue sobredimensionada. Con la pax cambiaria alcanzada, las políticas públicas como Precios Cuidado, la Red Comprar, la administración de las tarifas de los distintos servicios, sumado a la deflación de los precios internacionales de alimentos y energía, llevo a la inflación a niveles en línea o hasta menores con los de los últimos años. Esto puede verse en el siguiente grafico donde los índices de las consultoras, el índice Nacional Urbano y el índice de Capital Federal registraban niveles hasta más del doble de altos en enero que en octubre, y anualizando ambas cifras la desaceleración se vuelve mucho más evidente.

Variación de los distintos índices de precios para enero y octubre 2014, y ambas cifras anualizadas.



PRECIOS AL CONSUMIDOR

El mes de octubre mantuvo la tendencia anual de desaceleración los precios al consumidor con una variación con respecto al mes anterior de 1.2%, un acumulado de 21.4%.

El mes de septiembre al igual que julio fueron los únicos meses en lo que va del año que tuvieron un aumento con respecto al mes anterior, logrando en octubre volver a la tendencia que se dio en los primeros 6 meses del año.

Desde marzo el rubro alimentos viene teniendo una variación por debajo del índice general. Esta brecha paso del 0,7%, al 0,5% a mediados de año, y en los últimos meses se redujo al 0,2%. Esto puede adjudicarse al rol de Precios Cuidados en la referencia para los precios de los alimentos y la fuerte caída de los productos primarios para la elaboración de alimentos.

Se aprobó la Ley de Regulación de Producción y Consumo en el Congreso Nacional, la cual apunta a defender al consumidor de las maniobras especulativas de ciertos actores económicos, en este sentido aparecen el observatorio de precios y el fuero de defensa al consumidor. El 7 de octubre se lanzó la cuarta etapa Precios Cuidados, que presento 62 productos nuevos que ingresaron con un precio 9% menor que sus similares en góndola. El formato tiene un aumento acumulado del 11.9% el cual está por debajo de los 21.4% que llevamos acumulado en el IPC-Nu.

Los principales rubros que marcaron el aumento durante octubre fueron:

- **Indumentaria:** La variación con respecto al mes anterior fue de 1.7% y si sumamos que la variación de septiembre con respeto agosto fue del 1.9% encontramos un aumento considerable en el sector. El aumento se debe al cambio de temporada.
- **Vivienda y servicios básicos:** En el mes de agosto se dio el último aumento anual en las tarifas de agua 14%; y del 13,9% en el gas mientras que la electricidad se mantuvo estable. Esto responde a la tercera y última etapa en el marco de lo que se definió como “la puesta en marcha de un Programa de Reasignación de Subsidios y de Consumo Responsable para los servicios de gas natural y agua potable” por parte de las autoridades del Ministerio de Economía. Después de agosto en septiembre se acomodó el rubro y bajo al 1% con respecto al mes anterior. En octubre volvió a tener un aumento fuerte y se convirtió en uno de los principales culpables de la variación de IPCnu. Esta se debió al aumento del 9.3% de reparaciones y gastos comunes de a la vivienda.
- **Atención médica y gastos de salud:** Tuvo una variación del 2.5%. El aumento se inició en septiembre cuando pego un salto considerable si lo comparamos con meses anterior, de 1.5% con respeto agosto. En octubre se



concretó el aumento del 7,5% en las prepagas autorizadas por la Superintendencia de Servicios de Salud.

PRECIOS MAYORISTAS

El índice de precios mayorista aumentó en un 1,2%, la misma cuantía que el IPCNu. Sus aumentos destacados son los productos primarios que se ubicaron en torno al 0,4% (dentro de este rubro se encuentran las variaciones que tuvo el petróleo crudo y gas que fueron del 2,2 –la más alta, sobre todo el gas- mientras que los productos agropecuarios registraron una baja del 1,6 en consonancia a la tendencia mundial con la baja de las principales commodities.)

El precio de la soja, la principal exportación argentina, registra un repunte de la caída que viene teniendo a lo largo del año hacia fines de noviembre. Con un piso de casi 340 dólares por tonelada a mediados de septiembre, ahora la misma se encuentra en torno a los 380 dólares. Esta brusca baja interanual descalza los costos que asumieron los productores agropecuarios, los costos financieros y proyecciones de retornos a los inversores fueron calculados a una tonelada más cara que la que actual² antes de iniciar la siembra de esta temporada, complicando las perspectivas de siembra del año siguiente. En cuanto al trigo, observamos la misma tendencia que en la soja, una pequeña recuperación del precio pero que no compensa la caída interanual. Esta baja ayuda a mejorar los costos de los insumos que se consumen en el mercado interno, pero a la vez complica las perspectivas de siembra en temporadas siguientes por los mismos descálces de costos que asume el productor sojero.

En cuanto a los aumentos destacados del Sector manufacturero, tenemos por un lado el caso de *los cueros, artículos de marroquinería y calzado* que estuvo en torno al 5,1%, que se debe a una baja sostenida de faenado de animales (al mismo momento que sube el faenado de vacas hembras, lo que) encareciendo la oferta de los derivados de la producción de vacunos, entre ellos el cuero. *Papel y productos*, por su parte, aumentó 4,6% en este periodo, en parte llevando el arrastre de ajuste cambiario (recordemos que la producción de este bien tiene mucho componente importado.) Lo mismo sucede con los productos importados, los cuales sienten esta inflación cambiaria.

² Además de estar dolarizados los costos de los insumos, los mismos recurren a la tonelada del grano como unidad de cuenta.



Sector Externo

75%

Más alta fue la liquidación de divisas por el sector sojero desde el acuerdo con el Gobierno.

El frente externo de la economía, habiendo sido el más tenso del año, encuentra calma al fin por las políticas financieras y fiscales que llevo a cabo el gobierno nacional. La menor actividad, explicada por la devaluación y la aceleración de la inflación, por un lado, y la desaceleración de la economía mundial significaron un intercambio comercial más reducido. Sin embargo, el superávit de balanza comercial, continua siendo apreciable. Se estima que para este año el saldo positivo será superior a los 7 mil millones, cuando en general, los países de la región presentan balances negativos.

En efecto, según el ministerio de desarrollo, industria y comercio exterior de Brasil, durante el mes de noviembre se registró el mayor déficit comercial del país desde 1998 (US\$2.350 millones). De este modo, el déficit acumulado de los primeros 11 meses es de más de US\$4.000 millones. Colombia, por su parte, presento un rojo de casi US\$450 millones en septiembre. Estos resultados muestran que la moneda argentina en perspectiva comparada continua siendo competitiva por lo que las declaraciones sobre el atraso cambiario no tendrían asidero en la realidad.

Otro de los aspectos relevantes del bimestre es la variación del precio del petróleo. Al cierre de esta edición, el precio del petróleo perforó los 60 dólares el barril por primera vez desde julio de 2009, durante la recesión mundial. En lo inmediato es una situación positiva. Argentina hoy tiene una carga muy importante de importación de energía que presiona sobre las reservas y la Balanza Comercial. Nuestro saldo comercial energético resultó deficitario en 5.900 millones de dólares, que fueron resultado de 5.400 millones de dólares en exportaciones e importaciones por 11.400 millones. De acuerdo a estos cálculos, la baja implicaría para el Estado un ahorro de 1200 millones de dólares anuales. No sólo se alivia el uso de reservas, sino el gasto que el Estado realiza en subsidios energéticos. En el largo plazo, no deberían verse tan afectadas por estas variaciones que suelen atenerse a una coyuntura específica.



BALANZA COMERCIAL

En lo que va del 2014, la balanza comercial arrojó un superávit de 6.151 millones de dólares, disminuyendo un 15% con respecto a igual período del año anterior. El estancamiento de la economía internacional y la reducción de los volúmenes comerciados afectaron las exportaciones

EXPORTACIONES DE BIENES

El análisis de las exportaciones del acumulado a octubre de 2014 respecto del año anterior nos muestra una caída del 11%, al pasar de U\$S 69.784 millones en 2013 a U\$S 62.083 este año.

Excepto las manufacturas agropecuarias, todos los rubros marcan caídas. Los primarios cayeron un 22%, la mitad de esa caída es por las cantidades acopiadas por el sector sojero (ver abajo), mientras la otra mitad refleja la caída de los precios internacionales de todos los granos en general. Las Manufacturas industriales cayeron un 14% explicado principalmente por la caída del 28% en las exportaciones de vehículos, que en su mayoría son destinados al estancado mercado brasilero. El país vecino no solo redujo las compras desde el exterior sino que también vio caer su producción un 16 por ciento interanual durante los primeros diez meses del año.

Sin embargo, comparativamente en dicho período la caída de las exportaciones de autos de nuestro país (22,9%) **fue sensiblemente menor a la caída de las ventas externas de automóviles producida en Brasil (40,4%)**

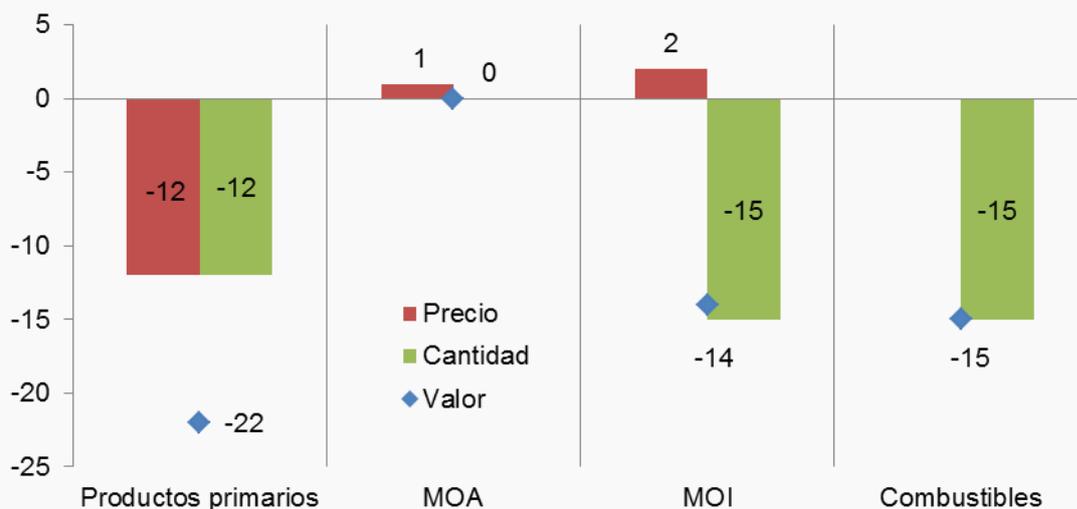
Es destacable en el bimestre analizado (Septiembre Octubre), el total de manufacturas (MOI + MOA) en las exportaciones argentinas supera el 70%, lo cual muestra una consolidación del modelo que prioriza al agregado de valor a través de las actividades industriales.

En cuanto a las exportaciones de productos primarios, los cereales y las hortalizas y legumbres sin elaborar son los rubros que mayor variación porcentual interanual presentan (144 y 277%, respectivamente).

Recientemente el BCRA publicó un documento donde se calculó que durante el corriente año los socios comerciales de nuestro país (Brasil, Chile, Uruguay, Perú, Venezuela, China, Zona Euro y Estados Unidos, entre otros) crecerán 2,9 por ciento, contra el 3,3 por ciento del promedio de la economía mundial. Este crecimiento moderado, por debajo del promedio esperado mundial, tendrá un impacto negativo para las exportaciones locales, y dentro de los socios comerciales, el desempeño del país vecino Brasil, resulta clave, siendo uno de los países de la región que más moderó la actividad (con una proyección de crecimiento corregida a sólo un 0,2%).



Variación interanual del acumulado a octubre de: Valor, Precio y Cantidad de las exportaciones por principales rubros.



Fuente: Elaboración propia en base a ICA-INDEC

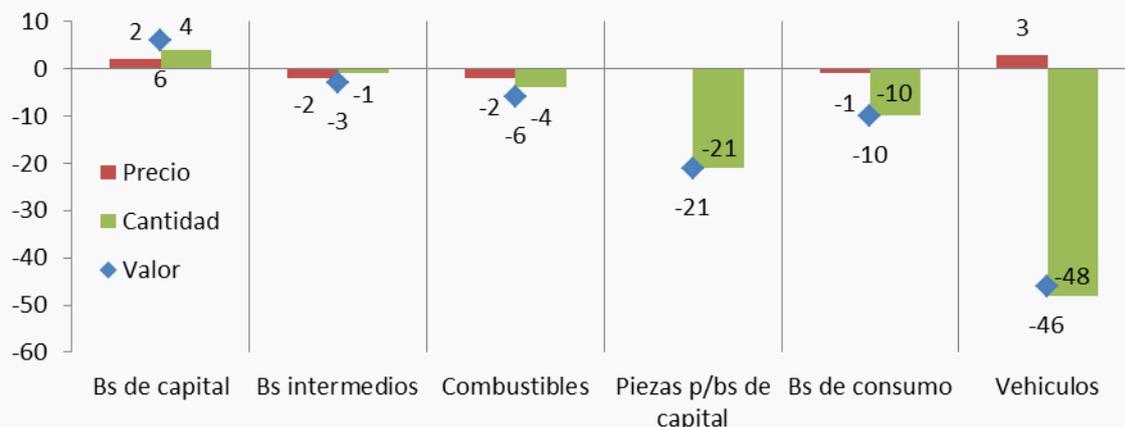
IMPORTACIONES DE BIENES

Al observar la evolución de las importaciones del mes de Octubre de 2014 vemos una caída interanual del 14%. La dinámica de los primeros diez meses nos muestra que los rubros se muestran mayormente estables mes a mes. El pretendido “freno brutal a las importaciones” muestra en realidad una reducción del 10,7% en el total, que se condice con la disminución experimentada en las exportaciones, del 12,3%.

Resulta oportuno destacar que dentro de la composición de las importaciones, para el mes de Octubre de 2014, los bienes intermedios y los bienes de capital (inversión en nuevo equipo y maquinaria) explican el 48% del total, siendo esto un indicador que nos permitiría concluir que la actividad industrial continúa arrojando posibilidades de inversión con expectativas de ganancias a futuro.



Variación interanual del acumulado a octubre de: Valor, Precio y Cantidad de las importaciones por uso económico.



Fuente: Elaboración propia en base a ICA-INDEC

- **APARECIÓ LA SOJA:** Ante la caída de los precios de los granos, las cámaras agroexportadoras acordaron bajo reuniones informales con el Banco Central, la Jefatura de Gabinete y el Ministerio de Economía el aumento en la liquidación de divisas experimentadas en las últimas semanas.

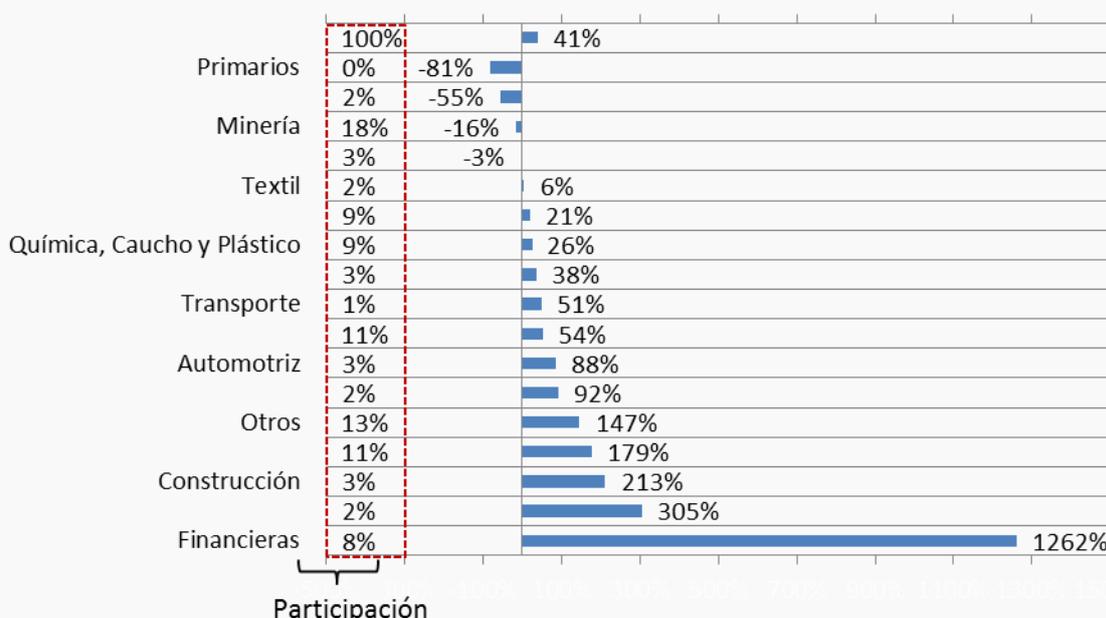
Bajo las expectativas deflacionarias en los precios de los granos (ver Precios), las cámaras agroexportadoras acordaron bajo reuniones informales con el Banco Central, la Jefatura de Gabinete y el Ministerio de Economía liquidar 5.700 millones de dólares en concepto de divisas provenientes de la exportación de granos y procesados de soja. De esta manera los mismos datos de la liquidación de divisas que provee CIARA-CEC muestran una aceleración significativa. Entre el 27 de octubre y el 5 de diciembre de 2014 se liquidaron 2.850.607.967 dólares, un 75% más que en el mismo periodo del año pasado. Suponiendo que en las 4 semanas que quedan de diciembre, el ritmo de liquidación se mantenga en el promedio desde que se firmo el acuerdo, de los 5.700 millones, quedarían 1.500 millones de dólares aproximadamente, pendientes para el próximo año.

- **¿TAN MAL LES FUE?:** La desaceleración de la economía argentina parece no haber significado mermas en la rentabilidad de las grandes empresas, esto pudo verse claramente en los balances que presentan en el Mercado de Valores, pero ¿qué paso con las utilidades giradas por las empresas extranjeras?



La rentabilidad de las empresas de mayor porte, tuvo aumentos muy por arriba del cualquier índice de inflación, según un informe publicado en Pagina 12³, de las 70 empresas de mayor incidencia en el Mercado de Valores, tuvieron en promedio un aumento del 60% en su rentabilidad. Lo mismo puede verse al analizar el crecimiento de las utilidades y dividendos girados al exterior, que contabilizaron un aumento del 41%. Si bien algunos sectores contabilizaron menos giros, solo el sector minero es representativo en el total. Dentro de los que tuvieron aumentos, el sector petrolero (179%), de la construcción (213%), la fabricación de maquinaria (305%) y las instituciones financieras y cambiarias (1262%) fueron los que se destacaron. No parece haber sido un mal año para las empresas extranjeras en el país.

Variación interanual acumulada a septiembre de las Utilidades y dividendos girados al exterior y participación en el total por sectores de la economía.



- **SE VAN MENOS DÓLARES POR TURISMO: la Cuenta Corriente por servicios tuvo un déficit 41% más pequeño, no por mayores ingresos sino por menores egresos (un 24% menores).**

Las caídas más bruscas, dentro de los valores significativos, corresponden a Turismo y viajes (-31%) y Pasajes de buques, aeronaves y medios de transporte terrestre (-59%). Esto puede explicarse por un lado por la suba de los costos en dólares, por la devaluación de enero, por el otro, al abrirse la ventanilla para la compra de divisas para el ahorro, a un valor inmediato más bajo (20% que el tipo de cambio oficial, recuperable al dejar las divisas en un banco por un año) que la tasa que se adelanta

³ <http://www.pagina12.com.ar/diario/economia/2-261580-2014-12-09.html>



en concepto de impuesto a las ganancias (35%), los turistas empezaron a financiar parte del efectivo para sus respectivos viajes con esta opción.

Incertidumbre global ante la baja del precio del Petróleo.

A lo largo de 2014 se ha agravado una tendencia a la baja en el precio internacional del petróleo. El descenso registrado responde a distintos factores. Por un lado la Agencia Internacional de Energía revisó a la baja el aumento de la demanda global. A su vez, la oferta está en aumento a partir de las nuevas extracciones de Shale, que llevaron la participación de EEUU en el mercado, de un 8% a un 12%. Mientras la OPEP ha visto caer esa participación del 42% al 39%. Frente a esto, los países miembro han reducido los precios para los compradores europeos y asiáticos, intentando competir para ofrecer el producto más barato y recuperar su participación. De hecho en la cumbre de emergencia, celebrada a fines de noviembre, la entidad optó por mantener las metas de producción, perjudicando a las economías más pequeñas de exportación neta como Venezuela y México.

Al cierre de esta edición, el precio del petróleo perforó los 60 dólares el barril por primera vez desde julio de 2009, durante la recesión mundial. El mercado futuro cerró a u\$s 59,95 en el New York Mercantile Exchange (Nymex), en baja de 1,6% (o 99 centavos). El crudo Brent, un indicador de los precios mundiales, cayó un 0,9%, o 56 centavos, a 63,68 dólares el barril en el ICE, Mercado de Futuros de Europa. Con todo, los precios del petróleo han caído alrededor de un 40% en casi seis meses.

Sin embargo existe más que la relación de oferta y demanda detrás de esta caída. La economía norteamericana se ha visto beneficiada en este contexto, mientras los mercados financieros del resto del mundo sufrieron graves caídas. Mientras Wall Street registró una baja de (-0,3 %); los principales mercados europeos cayeron hasta tres puntos, exceptuando el caso de Atenas que percibió una dramática caída de 12,78%. El poderoso mercado financiero de Tokio perdió 0,68 % y Hong Kong 2,34 %. Pero fue Shanghai la que más impactó con una baja del 5,43 %. Las bolsas del Golfo Pérsico sufrieron similares tendencias: Dubai cedió 3,5%; Abu Dabi, 2,0%; saudita, 1,83%; y Qatar 2,3 %.

El petróleo es también un Commodity, que cotiza en los mercados internacionales. Pero lo más importante es que se cotiza en dólares estadounidenses. Esa vinculación significa que cuando el dólar sube ante el euro, el yen o cualquier otra moneda importante, el precio del petróleo cae. Sin embargo se mantiene “caro” para los inversores de otros países, en la medida que el dólar se favorece. De hecho, a mediados de diciembre, cuando el precio del barril agravó su caída, la moneda repuntó frente al rublo ruso, al real brasileño, al peso mexicano y el rand sudafricano.



Actividad Económica

+4,9%

Fue la suba del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción, con esto recorta las bajas acumuladas en el año 2014, al 0,5%. Se espera que el año termine en terreno levemente positivo.

En un año donde las principales economías recortan sus tasas de crecimiento, disminuyen su demanda de bienes del exterior y recurren a programas de prudencia fiscal, en Argentina se erige un Estado presente. Es así que, pese a verificarse un deterioro en la inversión privada, el producto bruto interno no sufrió una caída en el primer semestre de 2014. El conflicto con los fondos buitres y el escenario de incertidumbre que ciertas usinas económicas quisieron instalar, morigeraron la confianza del sector privado, frenando la inversión y alentando comportamientos defensivos. Sin embargo, la actividad económica no va a exhibir una caída en el presente año. A nivel agregado en el segundo trimestre se percibió una tasa de variación nula del valor agregado y un avance del 0,1% para el primer semestre.

El esquema de subsidios a la demanda en materia de servicios públicos, transporte y bienes básicos, sigue siendo el motor del consumo de los sectores menos favorecidos. Eso, sumado a la persistencia de la inversión pública, son los tractores que sostienen a la economía en meses donde el sector privado se muestra reticente a generar nuevas iniciativas de inversión.

En el cuadro 1, pueden apreciarse los principales componentes de la demanda agregada. En momentos donde tanto el comercio exterior (importaciones y exportaciones), como la inversión y el consumo privado se encuentran en descenso, el impacto positivo de una política fiscal expansiva se expresa en el aumento del consumo público. De esta manera, el incremento del gasto público y los subsidios (ver sector público) cumplen un rol contra cíclico impidiendo que la economía caiga en una recesión.

En particular, en el comparativo acumulado interanual, resalta el comportamiento del rubro de telefonía, donde se verificó un aumento cercano al 8%. Este número es congruente con las casi 60 millones de líneas de celular que actualmente se encuentran activas en nuestro país (con un aumento del 1,6% en los primeros ocho meses del año). También mostró un correcto desempeño el consumo de electricidad, luz y agua, con una suba del 0,4%. El mismo se explica mayoritariamente por el aumento en el uso de electricidad (+1,9% acumulado interanual) que, cabe recordar, es el servicio público que no sufrió alteración alguna en su esquema de subsidios en lo



que va del año. Además, se obtuvo un incremento del 2,3% en lo concerniente al transporte de pasajeros. Un factor explicativo en este aspecto, es la recuperación ferroviaria donde, a colación de más y mejores servicios, los pasajeros vuelven a jerarquizar el pago de la tarifa. La excepción al avance del índice la constituye el ítem de transporte en subterráneos, que presentó un retroceso del 4,6% debido a la lógica expulsiva del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, a partir de las sucesivas subas de tarifas del servicio en menos de dos años de gestión.

Cuadro 1: Principales componentes de la oferta y demanda agregada (al segundo trimestre de 2014)



Producción propia en base a Indec y Ministerio de Economía

• **La venta de productos en supermercados,**

El consumo privado minorista se mantiene firme, en base a las políticas públicas, el descenso en la aceleración de precios y el clima de estabilidad cambiaria luego de la devaluación del mes de enero. En lo que va del año, en base a la Encuesta de Supermercados que releva el Indec, se verificó un incremento acumulado enero-octubre del 37,8%.

Por otro lado, en términos constantes, el índice muestra un crecimiento del 11% para el último mes. Ese cálculo surge de filtrar el avance de los precios, que genera una distorsión nominal, hasta obtener el efecto neto de incremento en cantidades. Para esto se utiliza como parámetro el IPCNu, que acumula en lo que va del año una suba del 21,4%. Asimismo es interesante ofrecer un punto de comparación con índices de precios privados como el de Miguel Bein. Esta serie, usualmente ponderada por el mercado, nos puede servir como parámetro de escenario pesimista. En concreto, analizando la inflación de Bein anualizada al mes de octubre, notamos un alza del 35,5%, mientras que el acumulado interanual de las ventas en supermercados, hasta

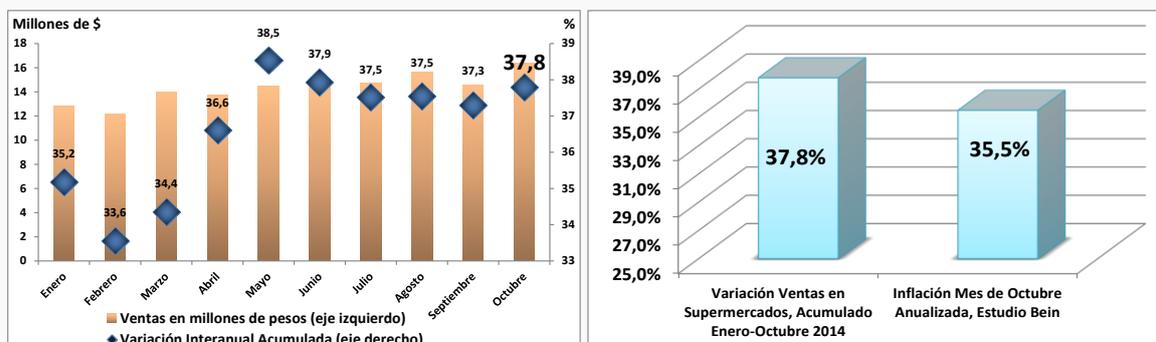


el mismo del corriente año, es de 37,8%, esto es, más de 2 puntos porcentuales más alto.

El último aspecto a analizar es lo que ocurre al interior del índice. Si desglosamos la Encuesta de Supermercados vamos a encontrar su división en cinco grandes capítulos, de los cuales dos se mantienen creciendo por encima de la inflación de Bein, dos se encuentran por debajo y el resto se muestra creciendo en similar magnitud. Es interesante destacar que uno de los rubros que conserva un crecimiento por encima del índice de precios de Bein es el de Alimentos y Bebidas, con una suba del 38,4% acumulado al mes de septiembre. Al ser aquellos los componentes más significativos en las canastas de consumo de las familias, este resultado es indicativo de que el consumo de los sectores más vulnerables no se está viendo mayormente resentido por el estancamiento promedio en la economía argentina en lo que va del año.

A continuación mostramos gráficamente los fenómenos analizados

Evolución ventas en supermercados y comparativo VS inflación Bein.
(en millones de pesos y porcentajes de variación acumulada)



Fuente: Indec y Consultora Miguel Bein & Asociados

- **Créditos al Consumo:** A dos meses y medio de la implementación del plan de 12 cuotas “Ahora 12” se han registrado ventas acumuladas que superan los \$ 3.000 millones, gracias a las más de 1,5 millones de operaciones realizadas.

Los datos relevados de los tickets emitidos muestran al rubro indumentaria con (118.791 transacciones), seguido por calzado y marroquinería (43.168), materiales para la construcción (22.637), y línea blanca (17.575).



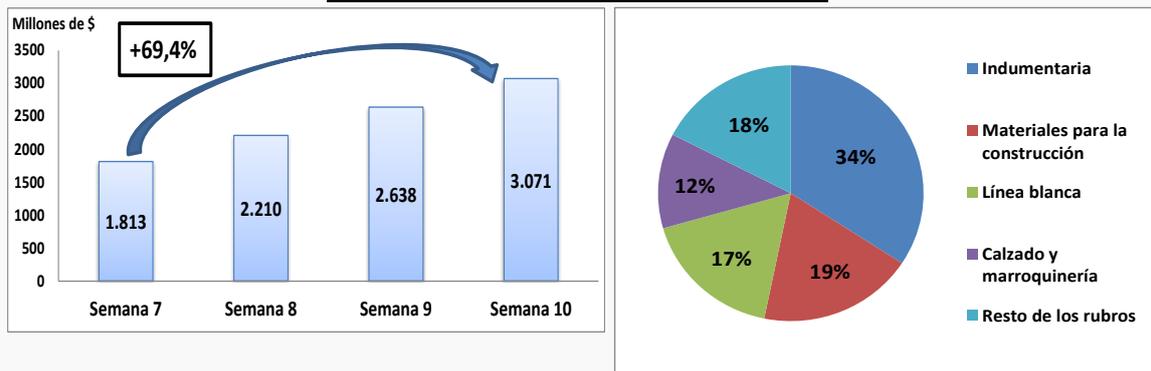
En tanto, teniendo en cuenta las ventas totales acumuladas, el rubro indumentaria se encuentra en vanguardia, con 148,1 millones de pesos. Le siguen materiales con 82,3 millones de pesos en ingresos por ventas, línea blanca con 75,2 millones, y calzado y marroquinería con 51,9 millones de pesos acumulados.

En cuanto a la distribución geográfica de las ventas, CABA y las provincias de Buenos Aires, Santa Fe, Córdoba y Mendoza lideran la facturación en términos absolutos. A su vez, cuando se considera el impacto relativo de las ventas por cada 3.000 habitantes se posicionan en los primeros lugares CABA y Tierra del Fuego, seguidas por Santa Fe, Santa Cruz y Neuquén.

Tal es el éxito de Ahora 12, que la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) se manifestó a través de su Vicepresidente comercial a favor de la renovación del programa más allá del mes de marzo. En tal sentido, en un de retraimiento en lo que a actividad minorista refiere, por medio del mencionado plan se recortaron significativamente las caídas en el sector. Es así que, a partir de su implementación, el comercio Pyme según pasó de caer un 9,3% en agosto a un 8,2% en septiembre, un 5,3% en octubre y sólo un 4,9% en noviembre, siempre según datos de la CAME.

Desde su entrada en vigencia, Ahora 12 desarrolló un sendero de crecimiento progresivo por lo que se espera que siga propiciando un efecto dinamizador en la actividad económica para los próximos meses. Resulta entonces destacable que los rubros comprendidos dentro del programa fueron elegidos en función de su alto impacto en la generación de empleo y dinamismo en la producción nacional. De este modo, se busca lograr un círculo virtuoso que tenga como cimiento la mejora en el poder adquisitivo de la clase trabajadora.

Evolución del acumulado semanal programa Ahora 12 y composición por rubros (Facturación en millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Industria

- Los demás indicadores del devenir de la actividad económica tuvieron un comportamiento dispar. Si bien el



Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción presentó en octubre una suba del 4,9% interanual, el Estimador Mensual Industrial cayó un 1,8% respecto a 2013. Por otro lado, YPF aumentó su producción de petróleo y gas en un 9% y un 11%, respectivamente.

El Estimador Mensual de la Actividad Industrial (EMI) muestra en los primeros nueve meses del año una variación acumulada negativa, del 2,6%. No obstante, el comportamiento de los meses correspondientes al segundo semestre permitió disminuir la caída acumulada que se dio en el primer semestre, la cual se posicionaba en el orden del 3,2%. Esto muestra que en los últimos meses se está produciendo una desaceleración en el deterioro de la actividad industrial.

Observando el comportamiento de los sectores que componen el indicador, se destaca que en lo acumulado en los diez meses transcurridos del año, 8 de los 12 sectores arrojan variaciones positivas, mientras que sólo 4 tienen variaciones negativas. Las más leves son las correspondientes a Papel y Cartón (-0,1%) y Metalmecánica (1,1%), seguidas por Caucho y Plástico (-5,4%). Por ello, es interesante analizar qué cuando se filtra del EMI el componente correspondiente a la industria automotriz, que acumula en el año un descenso en su producción superior al 29%, el índice pasa a terreno positivo en una magnitud en torno al 1,4%. A partir de esto, el dato clave lo representa el alto piso de comparación que fue 2013. Un año en el cual se produjeron casi 800.000 unidades y se vendieron más de 950.000 vehículos, no es una base lógica para establecer relaciones en función al tamaño de nuestra economía.

Respecto a la industria de la construcción, de acuerdo a los datos del Indicador Sintético de la Construcción (ISAC) que publica el Indec, se observó en octubre un aumento del 4,9% respecto al mismo mes del año pasado. Se destaca que durante dicho mes el Indicador alcanzó records históricos, tanto para la serie con estacionalidad como para la desestacionalizada. Este comportamiento positivo de la Construcción se alcanza principalmente por las inversiones realizadas en el sector petrolero, ya que el ítem correspondiente a las “construcciones petroleras” lidera la suba con una variación interanual de 14,5%. En cuanto a las “construcciones para otros destinos” muestran variaciones positivas en septiembre (+3,9%) y octubre (+0,8%), luego de siete meses de sendas caídas. En lo que respecta a “construcciones para viviendas”, se destacan elevadas variaciones positivas en septiembre (10,3%) y en octubre (+8,3%). En cambio, las “obras viales” y “otras obras de infraestructura” contrajeron su actividad en octubre un 1,2% y 1,8% respectivamente. Los permisos de edificación privadas, que indican las intenciones de construcción por parte de los particulares, tuvieron para el mes de septiembre un aumento del 27%, mientras que en el mes de octubre se redujeron un 3,2%. Por su parte, en el acumulado en los primeros diez meses del año registra un crecimiento de 5% en comparación con igual periodo del año pasado.



Lo descripto demuestra una recuperación por parte del sector privado en el rubro. No obstante, es sustancial el rol del Estado por medio del impulso que permite el plan Procrear, en términos de construcción de viviendas particulares. En los últimos días se conoció el dato de que el fideicomiso que integró Anses en el marco del programa ascendió desde los \$ 43.000 millones a casi \$80.000 millones. Este incremento, se enmarca en la política de adquisición de más y mejor lotes, necesarios para poner a disposición de las familias concursantes. Se espera con esto, para el año venidero, entregar más de 30.000 nuevas viviendas.



Empleo e Ingresos

27.9%

Es el incremento de los salarios entre enero y octubre del corriente año.

El mercado de trabajo a nivel mundial, continúa exhibiendo cierto estancamiento y una incapacidad de las potencias económicas para generar empleo, fundamentalmente para los jóvenes. Como describimos en el sector internacional, la eurozona presente un desempeño muy heterogéneo: Mientras que en el tercer trimestre del año, Francia e Italia vieron incrementar el número de desempleados, el resto de los países presento una leve mejora. No obstante los ratios de desempleo continúan por encima de los dos dígitos con países como España y Grecia con ratios de más del 24% de la población activa.

En este contexto, la argentina ha presentado durante el corriente año problemas para la generación de empleo en los mismos niveles de año anteriores. Sin embargo, y a diferencia de otras experiencias recientes, no ha habido destrucción de empleo durante el año. Asimismo, la tasa para el III trimestre es del 7,5%, igual al trimestre anterior y levemente superior al mismo periodo del año pasado. Sin embargo, como veremos a continuación, el desempleo presenta un desempeño heterogéneo con distritos con niveles superiores a la media nacional.

El sostenimiento de tasas de desempleo por debajo de los dos dígitos durante los últimos 7 años marca un cambio en cuanto a las políticas de empleo, donde el sostenimiento del trabajo se transforma en el eje central de las políticas públicas. El activismo del gobierno nacional en materia de políticas de empleo permitió reducir el impacto de las crisis externas. El programa de recuperación productiva (REPRO), por el que el Estado asiste en el pago de haberes a las empresas con emergencia económica, es un emblema de este cambio de dirección en políticas de empleo. Sumado al Plan Proemplear y a las normas que potencian la fiscalización del trabajo no registrado, forman parte de las políticas que contienen el desempleo en niveles muy por debajo de los dos dígitos que mostró durante el neoliberalismo.

En cuanto a la variación del índice de salarios, es de destacar que a diferencia de otras experiencias, la devaluación de enero no ha comprometido el salario real de los trabajadores. Las políticas de defensa del poder adquisitivo han tenido un importante éxito. De esta manera, los salarios crecieron entre enero y octubre un 27.9% interanual. Si se tiene en cuenta que la variación de precios viene desacelerando durante los últimos meses y actualmente (inclusive tomando mediciones privadas) se



encuentre en niveles inferiores al 30% interanual, el poder de comprar del salario no se ha deteriorado durante el corriente año

- **Desempleo: El desempleo durante el tercer trimestre, manifestó una pronunciada dispersión entre conglomerados urbanos provinciales siguiendo una tendencia que muestra a Santa Fe y Córdoba como las provincias con mayor cantidad de desocupados.**

7.5%

Es el desempleo para el II trimestre del año, manteniendo el ratio del trimestre pasado y exhibiendo un leve incremento interanual.

La El desempleo en el total nacional ascendió al 7,5% de la Población Económicamente Activa (PEA), cifra idéntica a la alcanzada en el trimestre anterior y un 0,7% más alta que la correspondiente al mismo período de 2013. Mientras, en las principales concentraciones urbanas de las dos provincias mencionadas la desocupación se encuentra muy por encima de la media nacional, mostrando una importante variación en relación con el año anterior. Los valores de desempleo más altos se encuentran en Gran Córdoba (10,7%), Gran Rosario (9,4%), Río Cuarto (9,6%) y gran Santa Fe (8,8 por ciento).

En relación con estos dos últimos conglomerados, la variación que registran con respecto al mismo trimestre del año anterior es de casi cuatro puntos. Si se comparan con el incremento interanual del 0,7% para el total de los aglomerados, el mal desempeño en esas localidades llama la atención y pone de manifiesto los problemas que las políticas de empleo nacionales enfrentan en algunos distritos.

- **Índice de Salarios: Los salarios crecieron entre enero y octubre un 27.9% interanual. Si se tiene en cuenta que la variación de precios viene desacelerándose durante los últimos meses y actualmente (inclusive tomando mediciones privadas) se encuentre en niveles inferiores al 30% interanual, el poder de comprar del salario no se ha deteriorado durante el corriente año**

En lo que va del año, los trabajadores del Sector Público vieron incrementar sus salarios en un 28 %; les siguieron los trabajadores No Registrados, con una suba, en promedio, del 28,07%; y, por último, los trabajadores del Sector Privado Registrado con un aumento del 27,5%. Para el total de la economía, se observó un alza del 27,9%. Si analizamos la misma dinámica pero con los precios, estos se elevaron 25.3%. Es decir, que en líneas generales, los trabajadores mantuvieron su poder adquisitivo respecto al aumento de precios. (ver grafico 1).



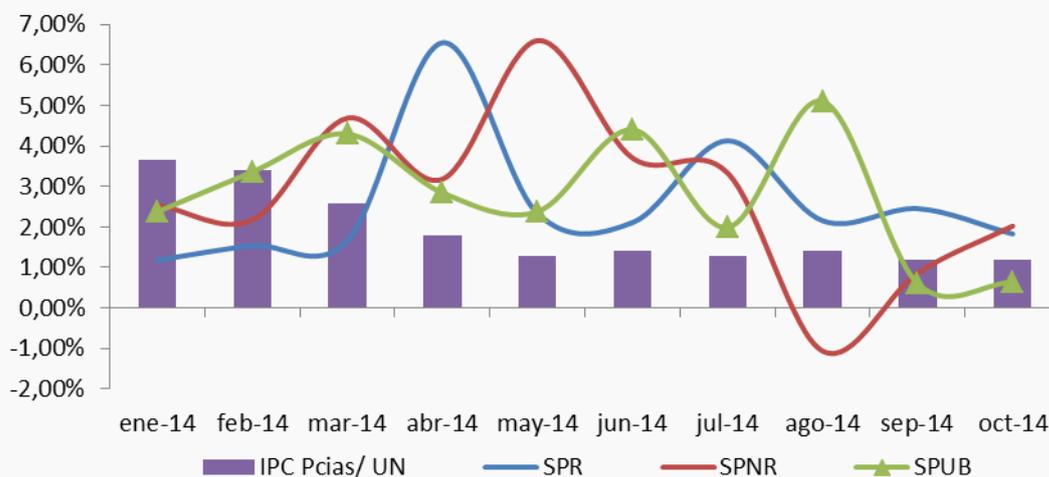
Además de estas políticas, los convenios colectivos de trabajo juegan un rol fundamental. Estos regulan todos los aspectos de la negociación laboral, tales como descansos, vacaciones, condiciones de trabajo y, por supuesto, el salario. Según el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social (MTEySS), en el primer trimestre del año se homologaron 344 negociaciones colectivas, que abarcan alrededor de 787 mil trabajadores (un 15% de los asalariados registrados en la seguridad social del sector privado bajo convenio colectivo). Esto significó un aumento del 49% con respecto a las 231 negociaciones del primer trimestre del año pasado. Según dicho organismo, las cláusulas salariales fueron las que prevalecieron y fueron incluidas en el 82% de los convenios homologados.

Asimismo, cabe aclarar que el aumento de los salarios básicos pactados en los convenios fue variando según la actividad, promediando aumentos anuales del 29%, además de la existencia de sumas mensuales fijas y gratificaciones extraordinarias. Este tipo de pagos sirven como compensación antes de ingresar a las paritarias o para complementar los aumentos de salarios.

No obstante, existen disparidades según el gremio en el que se analice el aumento. Si analizamos el Salario Conformado de Convenio de categoría representativa⁴, los gremios que obtuvieron mayores aumentos fueron los empleados de bancos privados (34,51%) y Camioneros (29%), mientras los que se encuentran significativamente debajo del promedio son los trabajadores pertenecientes a la UOM (21,97%) y los Gastronómicos (13,59%).

En línea con esto, y como hemos descrito en informes anteriores, deben tenerse en cuenta las continuas actualizaciones del salario mínimo, que actualmente es de \$4400, fijando un piso salarial para los trabajadores que se encuentran fuera de estos convenios o en el sector informal de la economía.

Gráfico 1: Variación del Índice de Salarios y del IPC-NU. Ene.14- oct.14



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Tabla 1: Salario Conformado de Convenio de categoría representativa

⁴ Está compuesto por los salarios básicos, los adicionales estipulados y los aumentos por Decreto del Poder Ejecutivo, en caso de que no estuvieran incorporados a los salarios de convenio o ya hubieran sido absorbidos por aumento.



	dic-13	oct-14	Variación Porcentual
Administración Pública	9.282	11.919	28,41%
Bancos Privados	8.791	11.825	34,51%
Autopartes-UOM	7.655	9.337	21,97%
Camioneros	8.344	10.764	29,00%
Gastronómicos	8.052	9.146	13,59%
Transporte de Pasajeros	9.891	12.660	28,00%

Fuente: Elaboración Propia en base a BEK-MTEySS.



Economía Internacional

El mundo aun no sale de la crisis desatada en 2009, y las políticas de ajuste tomadas a continuación no han hecho más que prolongar el ciclo recesivo. Los principales socios comerciales de nuestro país sostienen un magro crecimiento o incluso en algunos casos han retrocedido en el desarrollo de su actividad. El comercio global todavía mantiene pobres niveles, esto reflejado en el descenso sostenido de los precios internacionales durante los últimos años. Para 2015 el FMI proyecta que el índice general caerá -3.9%, con importantes caídas en aceites vegetales y proteínas (-7.8%) y Energía (-4%). A nivel regional existe un escenario similar, la mayoría de las economías latinoamericanas enfrentan problemas de demanda. Brasil, el principal motor sufre una desaceleración desde hace años que se agravó en 2014. Las exportaciones de las principales potencias: Eurozona y China decrecieron y sólo Estados Unidos recupera levemente los volúmenes después de la baja en 2013. En el mundo de la desaceleración, nuestro país evidencia aun niveles de actividad aceptables, promovidos por una intensa intervención estatal que sostiene la demanda.

- **EEUU: Política monetaria expansiva pero lenta recuperación.**

La política fiscal norteamericana en los años siguientes a la crisis -2008, 2009 y 2010 fue expansiva, de hecho los paquetes de estímulo fiscal anunciados durante el período representaron un 5.6% del PBI. Sin embargo, y antes de revertir definitivamente el ciclo recesivo, retornaron a una política contractiva, donde el déficit fiscal se contrajo del 10% al 7% entre 2011 y 2013. Esta decisión influye claramente en la situación actual donde indicadores clave como el empleo y el nivel de actividad aun no recuperan su rendimiento.

La política monetaria por el contrario si ha continuado la línea expansiva: la Fed redujo su tasa de interés a 0.25%, se inyectaron u\$s 200.000 M con el objetivo de impulsar los créditos al consumo, y se incrementó la compra de activos por parte de la Reserva Federal, respaldados en hipotecas y letras del tesoro de largo plazo. Pasando de 0.8 Billones de dólares en 2006 a 4.4 Billones hasta agosto de este año.

A pesar de una política monetaria expansiva mucho más agresiva que en Europa, la ausencia de una política fiscal en el mismo sentido, retrasó la recuperación de los Estados Unidos. Las proyecciones de PBI debieron ser revisadas a la baja, donde si bien existió un incremento, no fue el esperado. Al realizar una comparación histórica de la recuperación, el escenario es aun desalentador. El desempleo actualmente se encuentra en 5.8 después del pico alcanzado en 2010 de 9.6. Sin embargo en términos históricos es la peor recuperación del empleo después de una recesión, y con respecto al nivel de actividad, el desempeño de la recuperación del PBI es el segundo peor, superada sólo por la salida de la recesión del 2001.

EEUU todavía se mantiene muy por debajo de los niveles de producción y empleo previos a la crisis. El PBI de Estados Unidos en el segundo trimestre de 2014 ha crecido un solo 1,0% respecto al trimestre anterior y 4 décimas interanualmente, pasando del 2% al 2.4%.



Encrucijada Europea: propuestas disímiles:

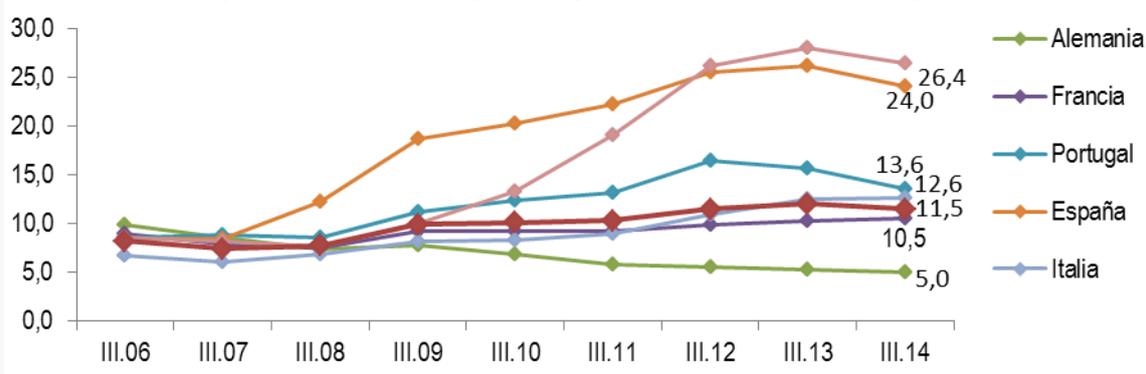
▪ **Contexto Europeo:**

Inmediatamente después del estallido de la crisis, los países europeos optaron por tomar medidas contra cíclicas de estímulo para acelerar la salida. Sin embargo a fines de 2010 la posibilidad de un default griego, llevó a la llamada Troika, un grupo de decisión conformado por la Comisión Europea (CE), el Banco Central Europeo (BCE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) a optar por la “consolidación fiscal”, otra forma de decir ajuste. Para 2013 (último dato disponible) el promedio de gasto fiscal se redujo en las economías más afectadas –los llamados PIIGS- España pasó de 8.3 entre 2009-2010, a 2.8 en 2013; Grecia pasó de 8.5 a -4.6, Irlanda de 6.1 a -8.8 y Portugal de 5.7 a -7.3. Así se generaron importantes incrementos en los ratios de deuda/PBI, por lo que todos los países de la llamada periferia europea presentan un ratio superior al 92.6% del PBI en 2013.

La recuperación ha sido muy heterogénea. Alemania fue el país que más contribuyó al crecimiento, sin embargo en 2014 su crecimiento se desaceleró, y eso perjudica al resto del bloque, no sólo en término de la actividad sino de las políticas que promueve para retomar el sendero del crecimiento.

Para el segundo trimestre de este año la variación del PBI de la eurozona es de 0.6%, al cierre del año deberá evaluarse en promedio, sin embargo hasta ahora exhibe una escasa recuperación en función de la caída de -0.4% de 2013. Un comportamiento similar ha seguido el desempleo, que no logra reducirse en los países de la periferia europea.

Grafico 1: Desempleo interanual como porcentaje de la PEA en la Unión Europea. 2006-2014



Fuente: Elaboración Propia en base a Secretaria de Hacienda. Ministerio de Economía.

▪ **Alemania: La austeridad alemana afecta la recuperación del bloque.**



Alemania creció sólo un 0,1% en el tercer trimestre, después de una contracción de igual proporción durante los tres meses anteriores. Angela Merkel, ha sido objeto de crecientes críticas extranjeras que determinan que Alemania debería hacer más para estimular el consumo interno y la inversión. Esto ayudaría a países como Francia e Italia que están siendo sometidos a reformas estructurales ortodoxas. Las mayores importaciones reducirían el superávit de cuenta corriente alemán, el más grande del mundo y una de las causas de los desequilibrios dentro de Europa. Estimular la demanda podría servir para reactivar la actividad y el consumo, y a su vez la producción ya que actualmente atraviesan un proceso deflacionario. Los precios en la zona aumentaron a una tasa anualizada del 0,4% en octubre, muy por debajo del límite del 2% fijado por el Banco Central Europeo (BCE).

Marcel Fratzscher, asesor de Sigmar Gabriel, el ministro de Economía, dice que Alemania debe impulsar la inversión para su propio bien. Gran parte del éxito reciente del país, de acuerdo a sus declaraciones, ha sido una "ilusión" comprada con la desinversión en todo, desde las carreteras, a la educación y a las fábricas. Wolfgang Schäuble, ha prometido un extra de € 10 mil millones (\$ 12,5 mil millones de dólares) de la inversión por parte del gobierno federal durante tres años a partir de 2016, con € 5000 millones ya destinados a rutas y puentes. Sin embargo, la cantidad que representa apenas un 0,1% del PIB, es más simbólica que sustancial. Schäuble sostiene como máxima prioridad el "*schwarze Null*" (déficit cero): equilibrar el presupuesto a partir de 2015.

A su vez el mercado ha reaccionado negativamente al incremento de pensiones por maternidad y la baja de edad jubilatoria –concretada la cantidad de años de aportes- a 63 años, en un contexto de envejecimiento de la población y la reducción de la fuerza de trabajo. Por otro lado el gobierno ha elevado el salario mínimo que se encuentra ahora en € 8.50 por hora, sin embargo la respuesta del empresariado ha sido la amenaza de despidos que podrían con impacto en el desempleo, eliminando la posibilidad de estimular la demanda.

Mientras el resto de los países piden que Alemania opte por estimular la demanda, sus autoridades económicas atribuyen la situación a la no aplicación de reformas estructurales en los países más afectados por la crisis. Sin embargo, la baja inflación en Alemania es a la vez un signo de debilidad y una fuente de dolor para los países periféricos. Los salarios alemanes están creciendo sólo un poco más rápido que la media de la zona euro. Los costos laborales unitarios en Alemania aumentaron un 2,3% en 2013 y 1,7% en el primer semestre de 2014, comparado con el de la zona euro del 1,2% y 0,7%, respectivamente. Este tipo de políticas terminan sólo por prolongar el ciclo recesivo.

Principales Socios Comerciales.

▪ **China se desacelera:**

El PIB de China creció un 7,3% en el tercer trimestre de este año, mientras que en el segundo trimestre había crecido un 7,5%. El crecimiento del tercer trimestre del 7,3% fue la peor cifra desde el primer trimestre del 2009, cuando China creció al 6,2% tras haber sufrido los duros efectos de la crisis económica financiera mundial. El crecimiento viene impulsado por la producción industrial que aumentó un 8% y por el consumo interno, especialmente por las ventas minoristas que se moderó en 11,6% en el mes de septiembre. Igualmente, a pesar del menor crecimiento, China logró



convertirse en la mayor economía mundial, superando a EEUU en su PBI, según datos del FMI. China pasó a representar el 16,47% del PBI mundial, mientras que EEUU representa el 16,27% del PBI mundial con u\$s 17.416 billones, u\$s 215 mil millones menos que el de China.

Frente a la contracción de la actividad, el Gobierno de China junto al Banco Central, decidieron aplicar políticas monetarias expansivas orientadas a reducir las tasas de interés por primera vez desde julio del 2012 y reducir el ratio de requerimientos de reservas (RRR) de algunos bancos este año para aumentar la cantidad de capital disponible para financiamiento productivo, facilitar el acceso al crédito a una tasa de interés más accesible, evitar el incumplimiento de pago de deudas, quiebres de empresas y pérdidas de empleos. En este sentido, el Banco Popular de China redujo la tasa de préstamos a un año en 0,40 %, hasta el 5,60% y la tasa de depósitos a un año se retrajo en 0,25%, hasta el 2,75 %.

En cuanto a inversiones extranjeras, China viene avanzando en la adquisición e instalación de empresas en Argentina. Un ejemplo es la instalación de la fábrica RSE Sifang de trenes chinos en Argentina, gracias al acuerdo firmado por el Ministro de Interior y Transporte Randazzo y los directivos de la empresa. Otra es la compra del 51% del paquete accionario de Nidera por parte de la empresa estatal china COFCO, controlando de esta forma a la cuarta empresa mundial de producción de granos y comercialización de semillas transgénicas de soja y nuevas variaciones de girasol.

Por otro lado, el país asiático destina más de USD 1.500 millones para proyectos agroindustriales en Argentina a desarrollarse en los próximos 12 meses, en particular para la mejora edilicia de puertos, la construcción de estructuras destinadas al riego en las provincias del sur del país y en el ingreso de la industria frigorífica. China también creó el Banco Asiático de Inversión en Infraestructura (BAII) con un capital inicial de 50.000 millones de dólares, y el apoyo de 21 países.

Estrechamiento de los vínculos con China

El 17 de noviembre, el BCRA anunció que se activó el segundo tramo del swap con China por USD 506 millones. En el primer tramo, se liberaron 814 millones de dólares totalizando 1320 millones de dólares, un 12% del total de los 11.000 millones de dólares contemplados en el acuerdo. El acuerdo de **swap con China tiene un impacto positivo en las reservas internacionales del BCRA**, porque permite pagar las importaciones provenientes del país asiático con yuanes sin la necesidad de utilizar dólares y preservar esta divida para pagar deuda externa o importaciones de otro origen. De esta forma, se hace frente a la restricción externa y necesidad de divisas

▪ **Desempeño Brasileiro:**

En noviembre, el Banco Central de Brasil estimó una baja del 0.21% a 0.2% del crecimiento económico para 2014, mientras se mantuvo el pronóstico de caída de 2,3% para la actividad industrial.

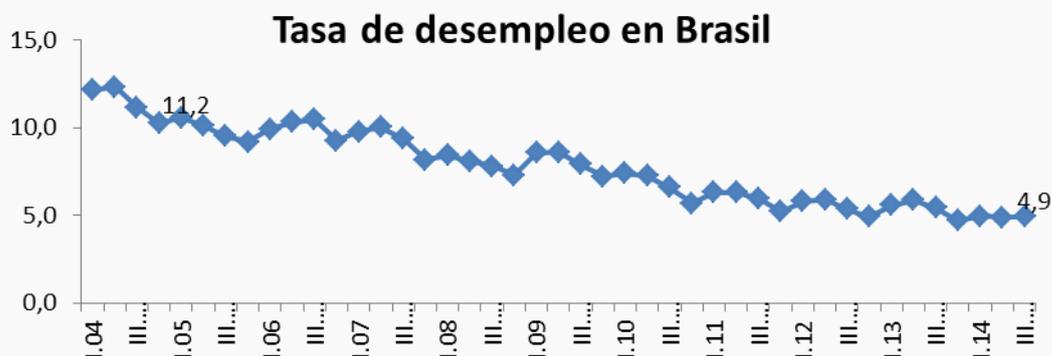
En cuanto al déficit en sus transacciones con el exterior, entre enero y octubre se acumuló un monto de US\$ US\$70.697 millones, según el Banco Central de Brasil, alcanzando un déficit record con diferencia negativa del 4,92% entre los recursos que



salen y que ingresan al país. Septiembre y octubre fueron dos meses que contribuyeron especialmente en acrecentar el déficit externo, marcando una diferencia negativa de US\$7.907 millones y US\$8.131 millones respectivamente. Este saldo negativo está explicado principalmente por el déficit en la balanza comercial, los gastos de los turistas brasileños en el exterior, el pago de intereses de deuda y el aumento de las remesas de ganancias al exterior. Aunque el déficit comercial está mejorando, marcando una diferencia negativa de US\$1.870 millones entre enero y octubre, reduciendo levemente la brecha en comparación a los primeros diez meses del 2013 cuando el déficit en balanza comercial ascendía a US\$1.990 millones. Por su parte el gasto de los turistas en el exterior entre enero y octubre del 2014 alcanzó un récord de US\$21.760 millones de dólares. Generalmente, Brasil financiaba su déficit externo con IED, pero este año a pesar que la inversión extranjera directa fue 51.194 millones de dólares mostrando un crecimiento del 4% los primeros diez meses del 2014 comparado al mismo periodo del año anterior, no alcanzó para cubrir el abultado déficit de cuenta corriente.

Brasil se benefició del significativo flujo de dinero proveniente de economías desarrolladas, que resolvieron disminuir sus tasas de interés a efectos de fortalecer el consumo luego de la crisis financiera desatada entre 2007 y 2009. Las señales de un posible incremento de las tasas de interés de EEUU por parte de la FED el próximo año, podría afectar negativamente la situación económica de Brasil, ya que provocaría una importante fuga de capitales desde las economías emergentes hacia EEUU, que implicaría una fuerte reversión, deteriorando la inversión y llevando a la depreciación de la moneda.

Un dato positivo para la economía brasileña, fue la reducción de la tasa de desocupación en octubre que alcanzó al 4,7%, por debajo de mes anterior que fue de 4,9% y el promedio del tercer trimestre que también fue de 4,9% según el Instituto Brasileiro de Geografía y Estadística.



Fuente: Ministerio de Economía de Argentina en base a datos de la agencia Bloomberg.

La inflación en Brasil en septiembre aumentó 0,57% mensual y en octubre creció 0,42% acumulando una suba del 6,59% en los últimos 12 meses, por encima del límite establecido por la meta del Gobierno, de un 6,5% para todo 2014. Entre enero y octubre, los precios se aceleraron significando una inflación acumulada del 5,05% en



estos diez meses. El Banco Central de Brasil para evitar mayores incrementos en los precios, elevó la tasa de interés de referencia al 11,25%, absorbiendo el excedente hacia el sistema bancario, restringiendo el acceso a los créditos productivos y desalentando el crecimiento económico.

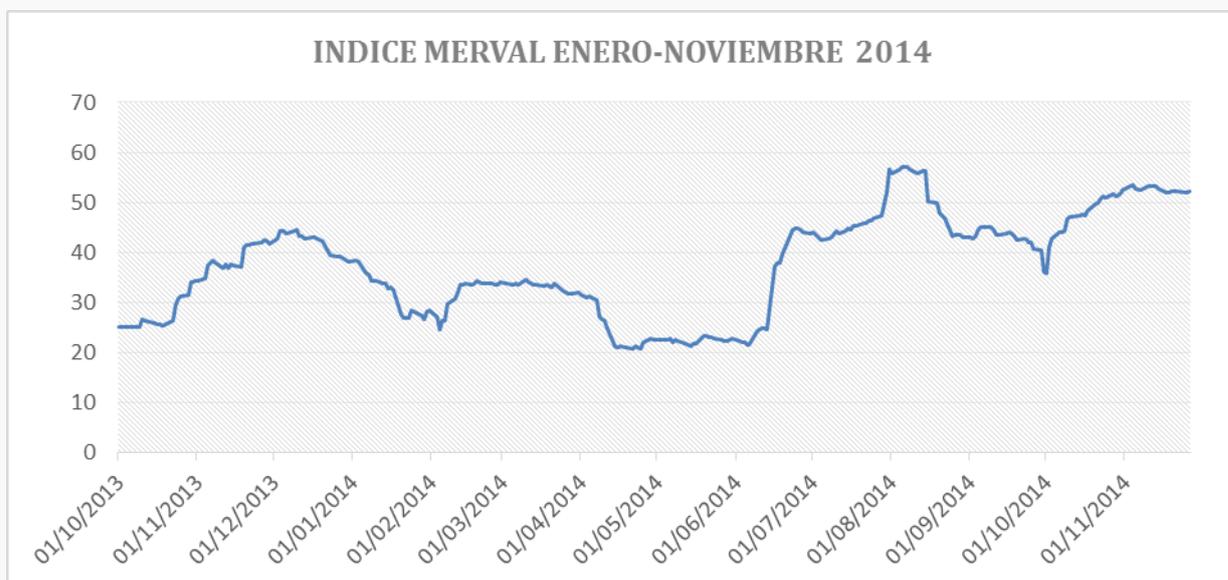


Mercado de Capitales

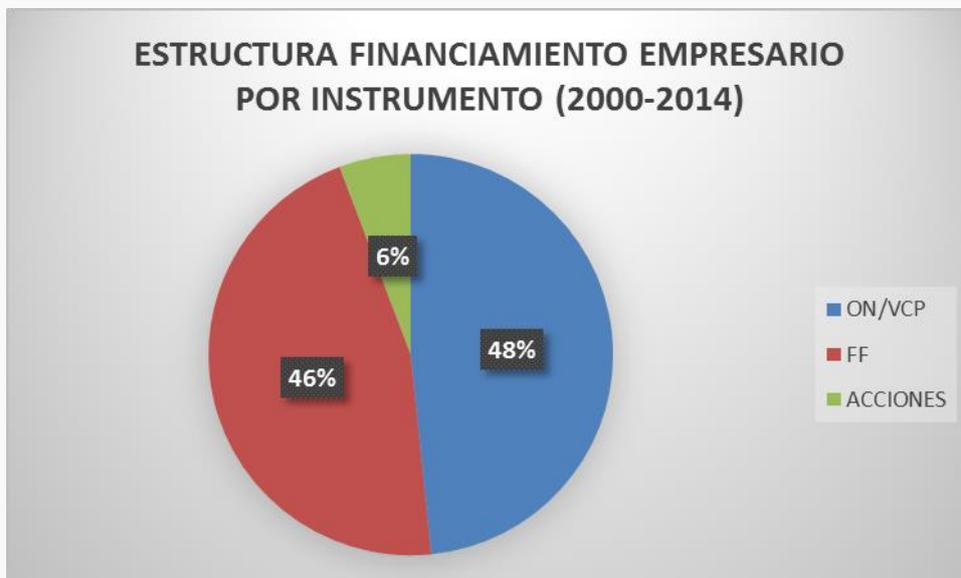
En lo que va del 2014, muchos fueron los acontecimientos que impactaron de manera directa en el Mercado de Capitales Argentino. El comportamiento de los distintos actores que intervienen en el mismo se caracteriza por su alto grado de sensibilidad frente a determinados sucesos, y es así como luego esto se ve reflejado en todo el sistema bursátil local.

En primer lugar, tomando de referencia al índice Merval, podemos apreciar que durante el corriente año, el mismo ha registrado subas récord, más precisamente en el mes de Septiembre, explicadas por ciertas maniobras y operaciones del tipo “contado con liquidación”, que, luego, se desinflaron durante los últimos meses del período. La renuncia de Juan Carlos Fábrega al como Presidente del BCRA y su reemplazo por Alejandro Vanoli, ex titular de la Comisión Nacional de Valores, pueden ser entendidas como posibles razones de la caída que registró el índice en las rondas de Octubre.

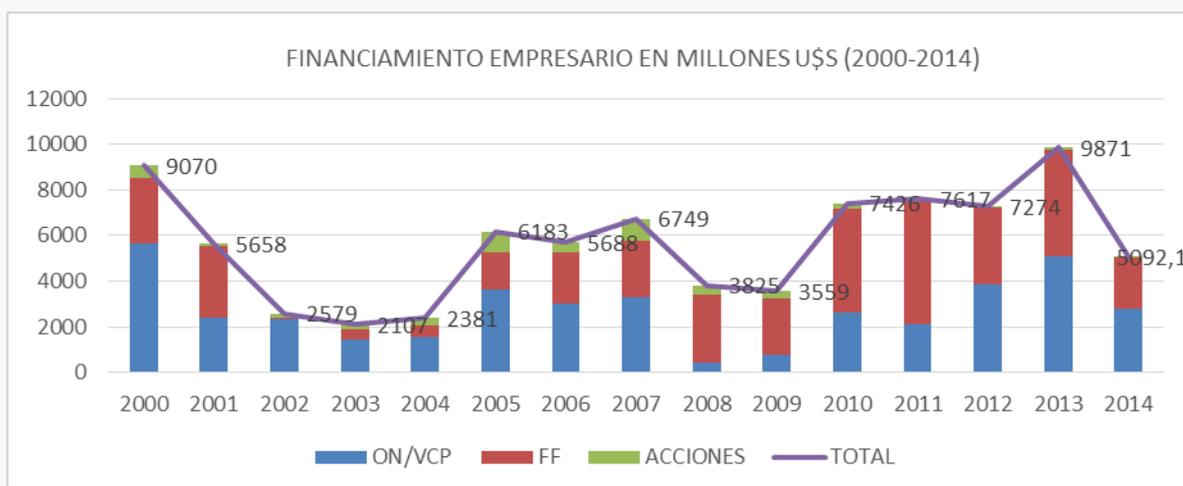
Si observamos el comportamiento del indicador en los primeros meses del año, otros hechos de relevancia para destacar tienen que ver con el convenio de solución amigable alcanzado con Repsol por 5 mil millones de dólares, y el acuerdo con el Club de París para la cancelación de la deuda que nuestro país mantiene con el organismo. El litigio con los Fondos Buitres, por su parte, representó la variable de inestabilidad más importante del período, la cual tuvo su epicentro a mediados de 2014, cuando el magistrado estadounidense, Thomas Griesa, impidió hacer efectivo el pago a sus tenedores de los vencimientos correspondientes a los Bonos Discount, en la plaza neoyorkina.



ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO EMPRESARIO A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES



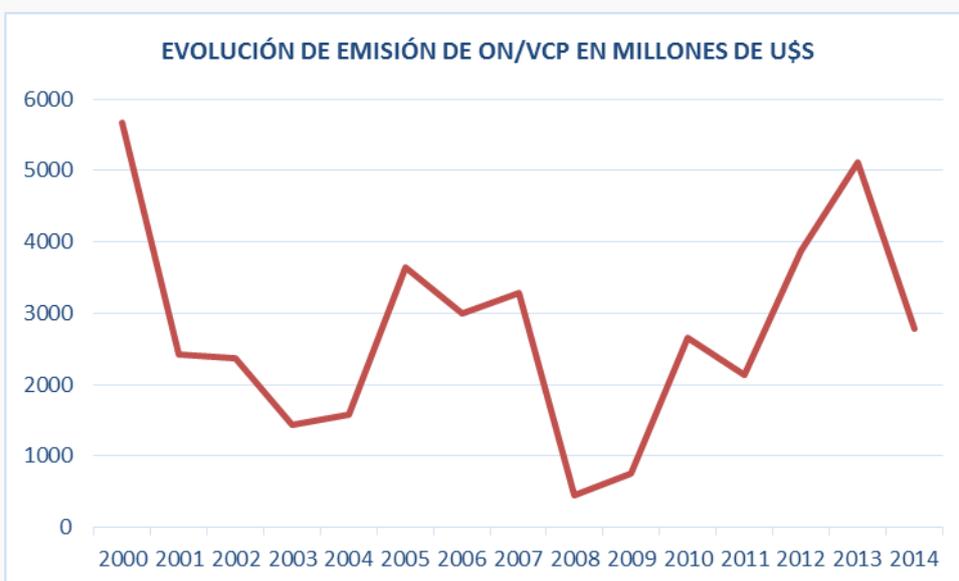
El 48% del total de financiamiento obtenido por el empresariado a través del mercado de capitales local durante el período 2000-2014, se materializa a través de la colocación de ON/VCP en el sistema. Los Fideicomisos Financieros representan el 46% del total obtenido por las distintas compañías, y el 6% restante, lo ocupa la emisión de acciones.



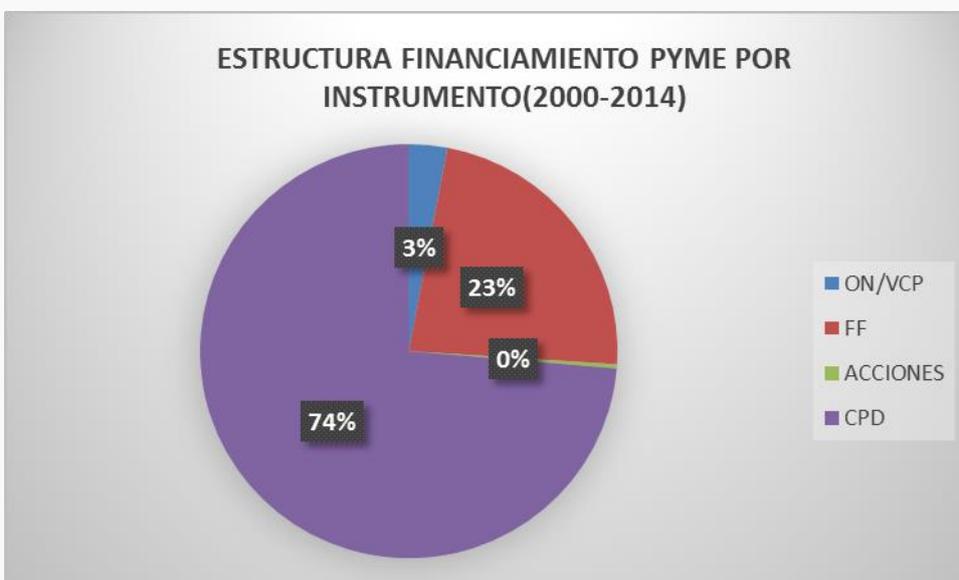
Si observamos la evolución que han experimentado los distintos instrumentos de financiación a lo largo del período, podemos destacar algunas subas y bajas que se explican por distintos sucesos. De esta manera, vemos que durante el apogeo de la crisis financiera internacional en los años 2008 y 2009, con el estallido del sistema de las hipotecas sub-prime, el financiamiento empresario se vio disminuido.



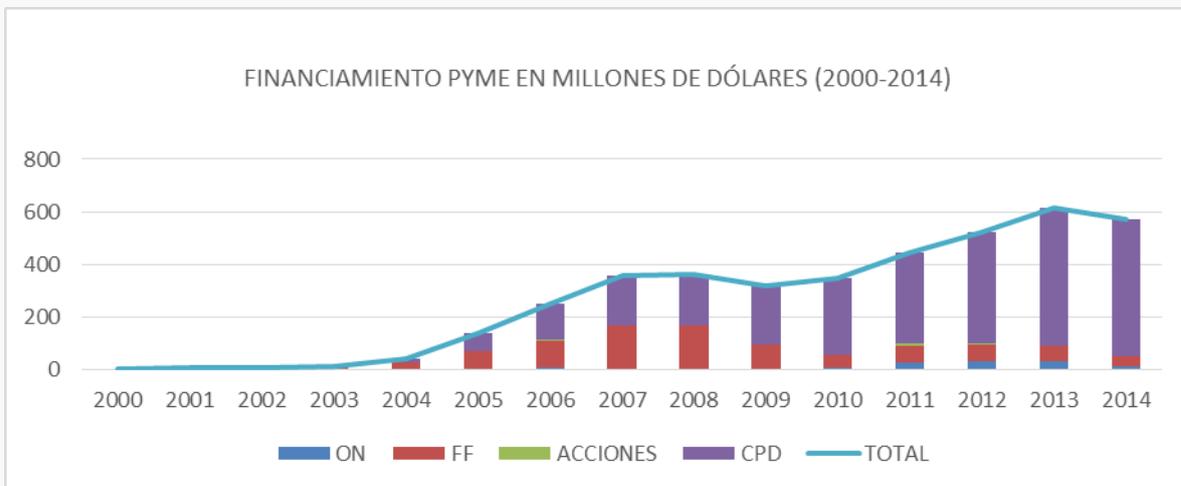
Con respecto a los últimos años de la serie, apreciamos el registro más alto obtenido durante el año 2013, luego de varios años de recuperación pos-crisis. Las fuertes colocaciones de ON y VCP por parte de YPF durante ese año, explican gran parte de los 9871 millones de U\$s obtenidos. En este sentido, la reducción de lo emitido en ON en lo que va del 2014 (enero – septiembre) con respecto a igual período de 2013, se puede entender por la baja en las colocaciones de estos instrumentos por parte de la Petrolera.



ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO PYME EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO



El 74% del financiamiento total obtenido por las PYMEs se explica por la emisión de los denominados Cheques de Pago Diferido. Desde 2003 en adelante, la tendencia en las operaciones concretadas a través de estos instrumentos fue claramente alcista.



El Sistema Avalado, explica más del 95% de lo emitido en materia de CPD. El funcionamiento implica la intermediación de una Sociedad de Garantía Recíproca, que como su nombre lo indica, se dedica a ser garante o avalista de las operaciones que se concretan, facilitando a las pequeñas y medianas empresas el acceso a financiamiento y a mejores tasas.

Asimismo, dentro de lo significa el Sistema Patrocinado, los cheques negociados por “**Dulcor S.A.**” fueron los que mayor participación tuvieron en este segmento, logrando alcanzar un monto total de financiación a la fecha de alrededor de 17 millones de pesos. “**Ovoprot S. A.**” es otra de las compañías que utiliza este canal de financiamiento para el desarrollo de su negocio, superando los 7 millones de pesos en lo que va del 2014.



