

4228-F-3-261  
nys N° 107

# SINTESIS DE LA ECONOMIA ARGENTINA

Contexto internacional más complicado  
y una economía débil

NEWSLETTER DEL MES DE OCTUBRE

Octubre 24, 2014

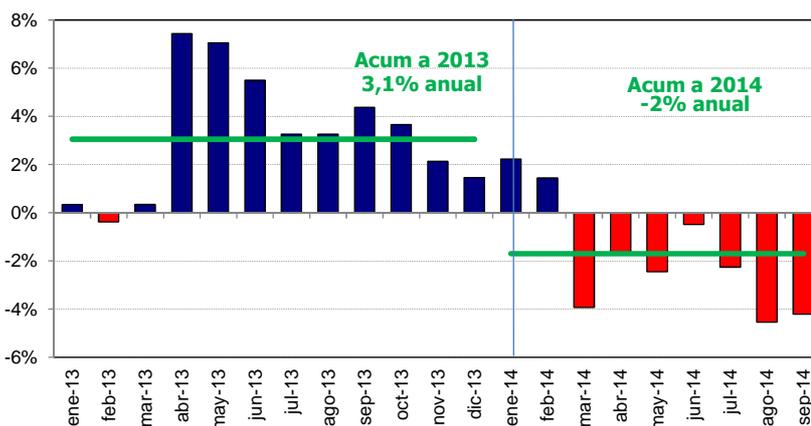
**CONTENIDO**

<b>SITUACIÓN ECONÓMICA .....</b>	<b>2</b>
<i>Producción y Consumo .....</i>	<i>2</i>
<i>Inflación.....</i>	<i>2</i>
<i>Situación Fiscal .....</i>	<i>3</i>
<i>M&amp;A e inversiones más importantes .....</i>	<i>3</i>
<i>Sector Externo .....</i>	<i>4</i>
<i>Bolsa y Finanzas.....</i>	<i>4</i>
<i>Moneda .....</i>	<i>5</i>
<i>Confianza de los agentes económicos.....</i>	<i>5</i>
<i>Perspectivas de corto plazo .....</i>	<i>5</i>
<b>ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES .....</b>	<b>8</b>
<i>SINTESIS: Productividad es el nombre del juego .....</i>	<i>8</i>
<i>Claves de la actividad económica para lo que queda de ciclo .....</i>	<i>8</i>
<b>SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION.....</b>	<b>14</b>
<b>CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR .....</b>	<b>15</b>
<b>“BASES PARA EL LARGO PLAZO”: Orden de suscripción.....</b>	<b>19</b>

**SITUACIÓN ECONÓMICA**
**PRODUCCIÓN Y CONSUMO**

De acuerdo al IGA-OJF, en septiembre la actividad económica cayó 4,2% interanual y retrocedió 0,4% mensual en la medición desestacionalizada. En el mes pasado, la mayoría de los sectores mostraron caídas interanuales superiores al 3%, consolidando la dinámica recesiva que exhibió la economía a lo largo de este año.

**ÍNDICE GENERAL DE ACTIVIDAD**  
Var % anual



Fuente: OJF & Asociados

La industria cayó 5,5% respecto a septiembre de 2013, y el mal desempeño ya no se explica solamente por la crisis de la industria automotriz, que cedió 19% anual en septiembre, sino que la mayor parte de los restantes rubros comienza a mostrar descensos fuertes, que se profundizarían en los próximos meses.

Por su lado, el comercio retrocedió 6,5% interanual y acumula hasta septiembre una caída de 4,1% respecto de los primeros nueve meses del año pasado. El comercio mayorista exhibió una contracción de 7,4% anual, afectado por la fuerte disminución de las importaciones y el descenso de los volúmenes exportados. Por otro lado, el comercio minorista mostró una merma de 5,7% anual en el noveno mes del año.

Por su lado, el comercio retrocedió 6,5% interanual y acumula hasta septiembre una caída de 4,1% respecto de los primeros nueve meses del año pasado. El comercio mayorista exhibió una contracción de 7,4% anual, afectado por la fuerte disminución de las importaciones y el descenso de los volúmenes exportados. Por otro lado, el comercio minorista mostró una merma de 5,7% anual en el noveno mes del año.

Para los próximos meses, consideramos que las fuertes restricciones a las importaciones condicionarán al nivel general de actividad en los próximos meses, por lo que hasta que no se resuelva la problemática cambiaria, la actividad económica continuará siendo ahogada por la escasez de divisas.

**INFLACIÓN**

De acuerdo a nuestras estimaciones, los precios minoristas registraron en agosto una suba mensual de 2,4%, en línea con lo que viene ocurriendo desde marzo. En términos interanuales, la inflación alcanzó un 41,2%, la marca más alta de los últimos tres meses.

El rubro que más incidencia tuvo en el avance del índice general fue Alimentos y Bebidas, aportando 1,1 p.p.; se destacaron, sobre todo, las subas mensuales en frutas (15,5%) y en condimentos (9,9%). Por su parte,

**ESTIMACIÓN INFLACIÓN DE SEPTIEMBRE**

Var. % mensual e incidencia

	Estimador Inflación	
	var % mensual	Incidencia
Bienes Varios	4,4%	0,19
Esparcimiento	3,7%	0,32
Alimentos y bebidas	3,2%	1,11
Transporte y comunicaciones	2,6%	0,40
Equip. y Funcionamiento del Hogar	2,3%	0,17
Salud	0,8%	0,07
Vivienda	0,7%	0,08
Indumentaria	0,6%	0,03
Educación	0,4%	0,02
<b>Estimación inflación SEPTIEMBRE</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4</b>
<b>INFLACIÓN ANUAL</b>	<b>41,2%</b>	

Fuente: OJF & Asociados

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

Transporte y Comunicaciones avanzó 2,6% con respecto al mes pasado, impulsado por los aumentos en naftas (4% en promedio) y taxis (13,49%).

Asimismo, Esparcimiento se incrementó 3,7% con respecto a agosto, impulsado por la suba en los precios de los equipos, conexiones y servicios de audio, televisión y computación. Por último, cabe destacar el aumento mensual de 4,4% en Bienes Varios, presionado esencialmente por los artículos y servicios para el cuidado personal, cuyos precios avanzaron 5,5% en septiembre.

Para fin de año, la inflación no bajaría de los niveles actuales, sobre todo teniendo en cuenta distintos aumentos ya autorizados para los meses venideros, como las medicinas prepagas y la telefonía celular. Una eventual devaluación podría acelerar un poco más la dinámica del nivel de precios, que en cualquier caso se mantendría por encima del 40% anual.

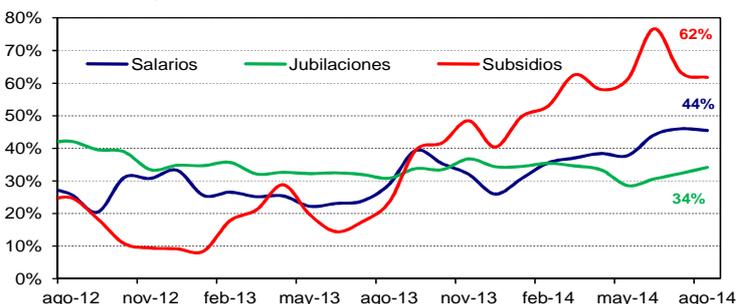
### SITUACIÓN FISCAL

En el mes de agosto, el déficit fiscal del Sector Público No Financiero (descontando las utilidades del BCRA) alcanzó los \$ 18.411 M. En el acumulado al octavo mes del año, el déficit global asciende hasta los \$ 94.661 M, triplicando al registrado en igual período de 2013.

En consonancia con la dinámica de los meses previos, la tasa de crecimiento del gasto marcó un registro muy superior a la reportada por los ingresos. En agosto, el gasto primario creció 49% anual, siendo esta tasa de variación 5,2 p.p. superior a la expansión acumulada hasta julio. Al igual que en los meses previos, los subsidios al sector privado crecieron 65% anual y acumulan en lo que va del año un alza de 61% anual. Esta dinámica es opuesta al resto de las partidas de importancia, dado que la misma se encuentra creciendo a una tasa de anual real del 15%, mientras que el gasto salarios lo hace al 1% y en seguridad social se contrae 5%.

#### PRINCIPALES PARTIDAS DEL GASTO

Variación % anual, media móvil 3 meses



Fuente: OJF & Asociados en base a MECON

Por el lado de los ingresos, si descontamos las utilidades cedidas por la autoridad monetaria, estos crecieron tan solo un 25% interanual, a causa del mal desempeño de los ingresos tributarios, que se ven perjudicados por la recesión económica.

Este último punto es importante, dado que para moderar el desmanejo presupuestario, una ayuda central sería que la actividad recobrara su vigor, para de esta forma cobrar impuestos sobre más transacciones. Sin embargo, las perspectivas no son alentadoras a futuro, por lo que el gasto deberá ser el centro de atención de cualquier plan de ajuste en las finanzas públicas.

### M&A E INVERSIONES MÁS IMPORTANTES

En una operación que rondaría los US\$50 M la empresa norteamericana fabricante de fertilizantes Mosaic vendió su negocio en el país a la sociedad entre ACA -la asociación de cooperativas que preside Daniel Biga - y Bunge.

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

Molinos Río de la Plata acordó con Mondelez Argentina la compra de sus marcas de pastas secas por \$130,7 M, que abonará en parte con la cesión de su negocio de caramelos. La compra incluye una planta en Tres Arroyos, Buenos Aires, y la autorización para usar la marca Terrabusi solo para pastas, por 10 años, renovable por 20 más.

Mondelez se quedó con los caramelos DRF, Billiken, Gotitas de Amor y Bis, entre otros, y una planta. Axion, la empresa de combustibles de los Bulgheroni, prevé invertir US\$1.200 M en la ampliación de su refinería hasta 2017, proyecto que incluye la modernización de 530 estaciones de servicio y la apertura de 100 nuevas.

### SECTOR EXTERNO

En el mes de septiembre, el balance comercial arrojó un resultado positivo de US\$ 404 M, cifra que representó una disminución de 44% con respecto al mismo mes del año anterior. Esto se debió a que las exportaciones cayeron un 50% más que las importaciones en términos interanuales. Así, el superávit comercial acumula en lo que va del año un saldo de \$ 5.790 M, cayendo 12% anual.

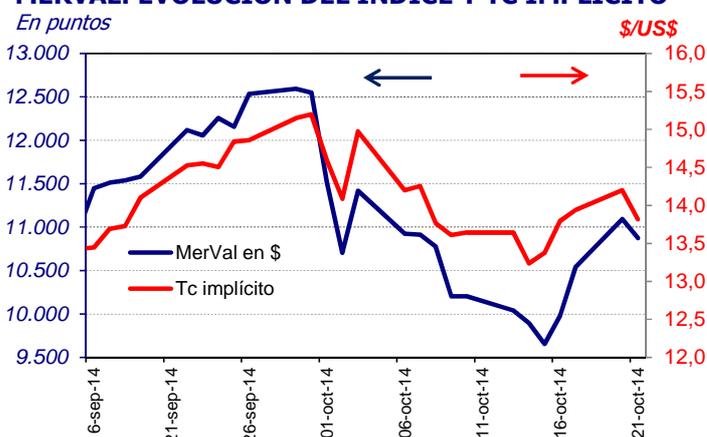
Las exportaciones retrocedieron 12% interanual, alcanzando los US\$ 6.016 M. Las ventas externas de productos primarios cayeron 21% interanual principalmente por las menores ventas de semillas y frutos oleaginosos. Asimismo, los combustibles evidenciaron una merma de 17% respecto de julio de 2013, mientras que las manufacturas de origen agropecuario disminuyeron 11% interanual.

Las importaciones, en tanto, mostraron una caída de 8% en relación al noveno mes de 2013. Esto fue consecuencia de caídas bruscas en las compras de piezas y accesorios para bienes de capital y de autos, que cayeron 60% y 19% interanual, respectivamente. Por su parte, volvieron a crecer las importaciones de bienes de capital, esta vez a un ritmo de 8% anual e impulsadas por las compras de grupos electrógenos de Alemania y automotores para vías férreas desde China y España.

### BOLSA Y FINANZAS

Los precios de los activos financieros a nivel global en lo que va de octubre mostraron correcciones de entre 5% y 6% en EE.UU. y superiores al 10% en Europa luego de alcanzar máximos históricos (en EE.UU.) en las últimas semanas. Esto se explica por un lado, por malos datos económicos de Europa donde se evidencia el riesgo de continuar con un débil crecimiento y baja inflación y por otro, porque la aparición de la epidemia del ébola a nivel mundial agregó incertidumbre al mercado. Además, se suma la finalización de los estímulos monetarios de la FED que hasta el momento el mercado lo había recibido de buena forma, pero ahora podría aumentar la volatilidad en los precios sin la compra de bonos mensuales. De esta forma, parecería una exageración la baja del mercado ante los últimos datos, pero si continúan apareciendo malos indicadores junto con mayores casos de ébola en el mundo esta tendencia podría acentuarse. En cambio, si la incertidumbre sobre la

#### MERVAL: EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE Y TC IMPLÍCITO



Fuente: OJF & Asociados en base a datos de mercado

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

epidemia se reduce y la economía mundial muestra signos de fortalecimiento esto podrá ser una sana corrección para luego continuar la tendencia alcista.

En el ámbito local, luego de la renuncia del presidente del BCRA, Juan Carlos Fábrega hace 2 semanas, el índice MerVal mostró una tendencia a la baja con elevada volatilidad. Esto sucedió debido a que los mercados no tomaron de buena forma la ida del ex presidente y la asunción de Alejandro Vanoli, ya que realizaría medidas de intervención sobre el mercado. De esta forma, ante la expectativa de mayores controles sobre la operatoria del contado con liquidación, los inversores desarmaron sus posiciones en los activos locales generando una caída del índice en torno al 20%.

### MONEDA

En septiembre, la base monetaria se contrajo \$ 6.878 M, reduciendo su tasa de crecimiento de 21,2% anual en agosto a 16,8% el mes pasado. La asistencia al tesoro se redujo respecto de los \$ 29.143 M que alcanzó en agosto, ubicándose en \$ 10.244 M. Esto permitió una fuerte contracción por parte por la autoridad monetaria, que retiró de circulación un total de \$ 15.635 M.

Durante el mes pasado, el BCRA no necesitó elevar las tasas de interés para sus colocaciones de Letras a 90 días para lograr una elevada absorción monetaria. De hecho, pese a que enfrentaba vencimientos de capital e intereses por las Letras y Notas por un total de \$ 41.516 M, logró colocar una cifra récord de \$ 58.953 M, retirando del mercado \$ 17.437 M a través de esta vía.

En los primeros nueve meses del año, la política de esterilización monetaria del BCRA permitió alcanzar una absorción monetaria de \$ 104.082 M, lo que lo colocaría en una mejor posición para enfrentar la mayor asistencia al tesoro que caracteriza a los últimos meses del año. Sin embargo, el volumen de vencimientos de capital e intereses por estas colocaciones está adquiriendo dimensiones que serán difíciles de manejar para la autoridad monetaria (\$ 272.945 M en los próximos 12 meses), especialmente si el tesoro continúa marcando el ritmo de la expansión monetaria.

### CONFIANZA DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

En el mes de octubre, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de la UTDT mostró una suba de 5,9% mensual. En forma interanual continúa reflejando una tendencia a la baja, cayendo 15,3% respecto del décimo mes de 2013.

Además, el ICC subió en las tres regiones del país respecto al mes pasado, registrando alzas de 2,5% en Capital Federal, 7,6% en el interior del país, y 5,9% en la provincia de Buenos Aires.

### PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Uno de los principales determinantes que explican el estancamiento de la economía es que la capacidad de crecimiento de corto plazo está agotada. La brecha entre el producto potencial y el efectivo es prácticamente nula. Además, la variable que define a la economía, la productividad, lleva cuatro años fluctuando en torno a los mismos niveles sin mostrar mejoras significativas. De hecho, el último salto importante se registra a fines de 2009, principios de 2010, y no es uno que genere satisfacción puesto que se gestó mediante la recuperación productiva que siguió a la crisis, pero con menos personal ocupado. A esto le correspondieron medidas tendientes a incrementar las regulaciones

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

y una presión fiscal cada vez más fuerte dificultando, o prácticamente imposibilitando, la reversión de esta tendencia en el corto plazo.

Este estancamiento en la productividad se refleja de manera inmediata en la producción industrial, que se ha mantenido estable con una ligera tendencia a la baja en los últimos 4 años, mostrando una tasa promedio mensual de crecimiento de -0,06%.

Adicionalmente, las empresas enfrentan cada vez mayores problemas financieros para sostener su operatoria, situación que se irá acentuando en la medida en que suban las tasas de interés. Esto se suma, entonces, a las dificultades que provocan las restricciones a la importación de insumos y los faltantes que eso genera, además del persistente incremento en los costos de todo tipo.

Por su parte, el resto de los sectores económicos también ha mostrado un pobre desempeño en lo que va del año. La construcción evidencia una caída acumulada de 1,2% en el periodo enero-septiembre, reflejando problemas en la financiación y expectativas sobre lo que pueda ocurrir con el cepo al dólar, mientras que los servicios asociados a ella retrocedieron 0,4%. Por el lado del agro, si bien registra un crecimiento acumulado positivo impulsado por la buena cosecha, la baja de precios y suba de costos han minado los incentivos del sector en los últimos meses, llevando a una baja interanual de 3% en julio, 2,2% en agosto y 3% en septiembre.

Otro de los sectores que venía sosteniendo el nivel de actividad era el bancario, que en la primera mitad de 2014 acumuló un crecimiento de 1,3% gracias al dinamismo mostrado en enero y febrero. Sin embargo, a partir del mes de marzo los bancos comenzaron a perder rentabilidad y a ser afectados por más regulaciones, como los topes a las tasas activas, lo que resultó en una contracción sostenida de la actividad, que en septiembre registró su séptimo mes consecutivo de caída interanual.

Por el lado de la demanda, desde el 2003 que el consumo y el gasto público han sido los principales dinamizadores. La obra y el empleo público, por un lado, y la recuperación de los salarios reales y estímulos financieros al consumo privado, por el otro, sostuvieron la demanda agregada. Sin embargo, el crecimiento económico liderado por la demanda no es sostenible y encuentra su techo, más o menos rápidamente, según cuán lejos se esté del producto potencial al que hicimos referencia con anterioridad. Una vez llegado este punto, los estímulos monetarios no tienen otro efecto que generar inflación, puesto que la oferta es fija en el corto plazo (sobre todo en un contexto de restricción a las importaciones), deteriorando los salarios reales y generando efectos nocivos en la economía.

Precisamente esto es lo que viene ocurriendo desde diciembre del año pasado, evidenciándose una caída del salario real de 3% en el periodo enero-agosto. Las consecuencias ya están a la vista: en lo que va del año, las ventas reales en supermercados acumulan una caída de 0,7% con respecto al mismo período de 2013. A su vez, se registran caídas acumuladas en sectores en los que generalmente la demanda es muy inelástica, como carnes y almacén, que han caído 10% y 5%, respectivamente. En el agregado, en la primera mitad del año las ventas reales de alimentos y bebidas mostraron un crecimiento bajo, de tan solo 1,2%, con el adicional de que en los últimos dos meses las cantidades vendidas mostraron caídas en términos anuales. Además, las ventas reales en centros de compra han retrocedido fuertemente en el período enero-julio, evidenciando una caída acumulada de 7% contra el mismo período en 2013, y el comercio en general muestra una retracción acumulada de 3,5% al mes de agosto. Por su parte, y a pesar de la baja en el nivel de actividad, la inflación se ha mantenido en los últimos meses por encima del 40% anual, por lo que estimamos que el salario caería 4,5% anual en términos reales en diciembre.

Así, el 2014 cerraría con un marco recesivo generalizado en el que todas los sectores contribuirán a la caída de la actividad, con altos niveles de inflación y caída del salario real y del consumo. Además, tras un año con aumento en la inversión bruta interna en 2013, la caída este año rondaría el 2%, reflejando en parte el pesimismo de los agentes económicos con respecto al país y afectando el crecimiento de mediano y largo plazo.

**SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)**

VARIABLE	Unidad de Medida	Último Dato		Variaciones <sup>1</sup>		
		Mes	Nivel	Mensual	Anual	Acumulada
<b>Producción y Empleo</b>						
Indice General de Actividad (IGA OJF)	1993=100	sep 14	170,1	-0,4% <sup>2</sup>	-4,2%	-2,0%
Indice de Producción Industrial (IPI OJF)	1993=100	sep 14	175,8	-0,1% <sup>2</sup>	-5,5%	-3,8%
Indice de Inversión Bruta Interna (IBIM OJF)	2005=100	sep 14	163,5	2,3% <sup>2</sup>	-2,9%	-2,5%
Tasa de Desempleo (Desocupados / PEA)	% PEA	III14	7,5	0,4 <sup>10</sup>	0,3 <sup>1</sup>	
<b>Precios</b>						
IPCNu	4T '13=100	sep 14	123,2	1,4%		
Estimación de inflación	1999=100	sep 14	1.037	2,4%	41,2%	31,5%
Tipo de Cambio Nominal \$ / US\$ (Libre) <sup>4</sup>	\$ / US\$	sep 14	8,4	1,1%	46,3%	32,4%
Tipo de Cambio Efectivo Real Trade Weighted *	2000=100	sep 14	121,8	121,8	-9,72%	-4,4%
PTE Arg/USA		sep 14	13,8	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Situación Fiscal</b>						
Recaudación Tributaria	\$ M	sep 14	98.719	-0,9%	37,5%	34,6%
Resultado Primario	\$ M	ago 14	869	101	-44	-2.604
Resultado Financiero	\$ M	ago 14	-1.877	-700	-1.127	-23.080
Deuda Pública	US\$ M	IV 13	202.995	2.012	5.532	5.532
<b>Sector Externo</b>						
Exportaciones de Bienes (FOB)	US\$ M	sep 14	6.016	-8,8%	-21,7%	-11,6%
Importaciones de Bienes (CIF)	US\$ M	sep 14	5.612	-1,5%	-12,8%	-10,7%
Saldo Comercial	US\$ M	sep 14	404	-495	-848	-1.351
<b>Moneda y Bancos</b>						
Reservas Internacionales BCRA	US\$ M	Al 10 oct	27.591	-2,3%	-20,3%	-40,5% <sup>3</sup>
Base Monetaria <sup>5</sup>	\$ M	Al 10 oct	404.809	0,7%	18,6%	81,6% <sup>3</sup>
M2 (promedio mensual)	\$ M	Al 10 oct	665.152	2,2%	25,1%	103,7% <sup>3</sup>
Depósitos Privados	\$ M	Al 10 oct	647.976	2,5%	28,5%	98,9% <sup>3</sup>
Préstamos al Sector Privado no Financiero <sup>6</sup>	\$ M	Al 10 oct	559.145	3,2%	22,0%	93,3% <sup>3</sup>
Tasa de Interés Adelantos en C.C., \$ (1-7 días)	%	Al 23 oct	30,46	30,5	15,9	12,9
Tasa BADLAR Bancos Privados TNA	%	Al 23 oct	19,81	19,8	0,6	-1,8
<b>Bolsa y Finanzas</b>						
Riesgo País (Embi Plus)	Ptos. Básicos	Al 23 oct	747	52	-165	-61
Merval en dólares (ajustado por TC implícito)	Puntos	Al 23 oct	756	-8,7%	34,7%	25,3%
Merval en pesos	Puntos	Al 23 oct	10.543	-16,0%	104,1%	95,6%
<b>Internacional</b>						
Dólar	\$ / US\$	Al 24 oct	8,49	0,9%	43,7%	30,3%
Dólar Implícito	\$ / US\$	Al 24 oct	13,94	-8,0%	51,5%	56,1%
Dólar Blue	\$ / US\$	Al 24 oct	14,65	-6,7%	47,7%	46,5%
Euro	US\$ / €	Al 24 oct	1,36	7,7%	0,2%	-1,1%
Real	R\$ / US\$	Al 24 oct	2,22	-9,4%	-0,6%	-5,8%
Soja	US\$ / ton	Al 24 oct	349,72	4,2%	-25,7%	-27,5%
Trigo	US\$ / ton	Al 24 oct	189,60	8,0%	-22,7%	-14,7%
Maíz	US\$ / ton	Al 24 oct	137,00	8,5%	-18,7%	-17,5%
Petróleo WTI	US\$ / bbl	Al 24 oct	82,09	-9,9%	-15,2%	-16,6%
Oro	US\$ / oz troy	Al 24 oct	1.229,40	1,6%	-7,2%	2,2%
EE.UU. T Bond 10 años	%	Al 24 oct	2,20	-0,29	-0,35	-0,83
<b>Índices de Confianza</b>						
Confianza del Consumidor (Universidad Di Tela) <sup>8</sup>	Indice	Mid oct14	43,9	5,9%	-15,3%	
Confianza en el Gobierno (Universidad Di Tela)	Indice	Mid sep14	1,71	-6,0%	-3,4%	

\* Ajustado por principales precios de exportación e importación (estimación propia)

1: Las variaciones que no son porcentuales son absolutas

2: Variación desestacionalizada

3: Variación versus diciembre 2011

4: Minorista casas de cambio (venta)

5: Circulación monetaria + encajes en \$

6: Promedio mensual (préstamos en pesos + préstamos en dólares)

7: Excluye Transferencias a las Provincias

8: Relevamiento Total País

9: Variación respecto al trimestre anterior en puntos básicos

10: Medido en puntos porcentuales

CENTRO DE ESTUDIOS ECONOMICOS - Orlando J Ferreres & Asociados

Convenciones: M: millones m: miles var%A (anual): respecto a igual período del año anterior var%M (mensual): respecto al mes anterior var%T (trimestral): respecto al trimestre anterior var%Ac (acumulada): acumulado del período respecto al acumulado equivalente del año anterior

## ANÁLISIS ESPECIAL DEL MES

**SINTESIS: PRODUCTIVIDAD ES EL NOMBRE DEL JUEGO**

*En el mes de agosto, la economía argentina cumplió 6 meses de caídas interanuales consecutivas. En particular, el sector industrial está estancado hace más de 4 años y desde marzo viene mostrando caídas severas en la producción. Una de las principales causas de esta dinámica es el estancamiento de la productividad, que desde la recuperación de la crisis en 2009 no evidencia mejoras significativas. Por su parte, las posibilidades de crecimiento de corto plazo se encuentran agotadas, dado que la brecha entre el producto efectivo y potencial se ha vuelto prácticamente nula.*

*En este contexto, medidas cortoplacistas que busquen fomentar el crecimiento por el lado de la demanda, como incrementos en el gasto público o reducciones en la tasa de interés, solo generarán inflación, deteriorando los salarios reales y generando efectos nocivos en la economía. La salida de esta situación requiere medidas que apunten a incentivar la inversión para ampliar el potencial productivo y mejorar la productividad, variable clave para asegurar una sólida recuperación económica.*

*Con respecto a este punto, es importante destacar que el aumento de la productividad no es una variable que puede ser modificada directamente por la política económica, sino que el gobierno debe influir sobre las expectativas e incentivos de los agentes, para generar más ahorro e inversión.*

*Cabe destacar que los aumentos de productividad son la única vía para lograr mejoras sustentables en el bienestar social a partir de las ganancias que genera en el salario real y el producto per cápita.*

**CLAVES DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA PARA LO QUE QUEDA DE CICLO**

Este año se está configurando como uno de recesión económica. El PIB lleva seis meses consecutivos de caídas interanuales y la perspectiva es que esta tendencia negativa se mantenga para lo que resta del 2014 y una parte del 2015. En otras oportunidades, tal es el caso del 2012, alzas significativas en algunos sectores compensaron caídas muy pronunciadas en otros. En este caso, la característica predominante es la transversalidad del fenómeno; todos los sectores manifiestan una coyuntura recesiva en mayor o menor grado. Para entender las perspectivas de la economía resulta indispensable comprender acabadamente la situación actual y cómo se llegó a ella.

*Claves de la actividad económica*

Uno de los principales determinantes que explican el estancamiento de la economía es que la **capacidad de crecimiento de corto plazo está agotada**. La brecha entre el producto potencial y el efectivo es prácticamente nula. Gran parte de la dinámica de los años post-convertibilidad estuvo asociada a que el nivel del PBI luego de la crisis del 2001-2002 quedó tan separado de lo que la economía estaba potencialmente capacitada a producir que la expansión pudo darse aprovechando la capacidad instalada que estaba ociosa, con mínimo esfuerzo inversor.

Hoy esa ventaja está agotada y el crecimiento genuino requiere de una ampliación del producto potencial a través de inversiones, especialmente necesarias en sectores clave como el energético.

Por otro lado, la variable que define a la economía, **la productividad**, lleva cuatro años fluctuando en torno a los mismos niveles sin mostrar mejoras significativas. De hecho, el último salto importante se

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

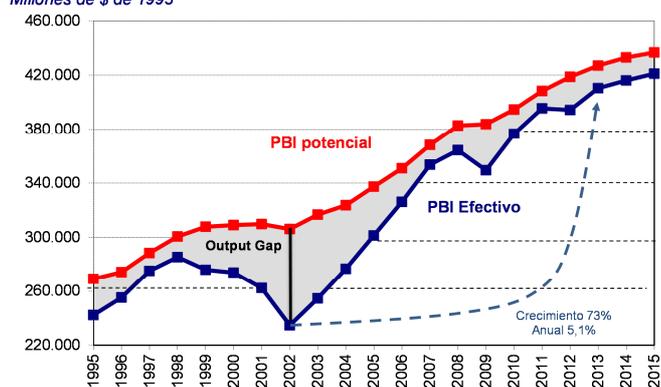
registra a fines de 2009, principios de 2010, y no es uno que genere satisfacción puesto que se gestó mediante la recuperación productiva que siguió a la crisis, pero con menos personal ocupado. A esto le correspondieron medidas tendientes a incrementar las regulaciones y una presión fiscal cada vez más fuerte dificultando, o prácticamente imposibilitando, la reversión de esta tendencia en el corto plazo.

Este estancamiento en la productividad se refleja de manera inmediata en la producción industrial, que se ha mantenido estable con una ligera tendencia a la baja en los últimos 4 años, mostrando una tasa promedio mensual de crecimiento de -0,06%.

Adicionalmente, las empresas enfrentan cada vez mayores problemas financieros para sostener su operatoria, situación que se irá acentuando en la medida en que suban las tasas de interés. Esto se suma, entonces, a las dificultades que provocan las restricciones a la importación de insumos y los faltantes que eso genera, además del persistente incremento en los costos de todo tipo.

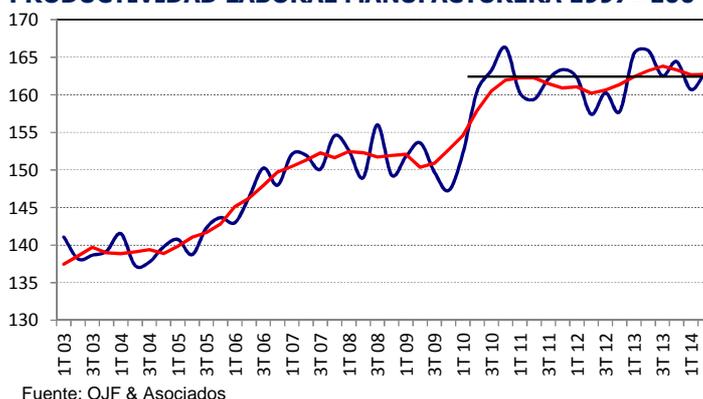
### PRODUCTO BRUTO EFECTIVO Y POTENCIAL

Millones de \$ de 1993



Fuente: OJF & Asociados

### PRODUCTIVIDAD LABORAL MANUFACTURERA 1997=100



Fuente: OJF & Asociados

Por su parte, el resto de los sectores económicos también ha mostrado un pobre desempeño en lo que va del año. La construcción evidencia una caída acumulada de 1,4% en el periodo enero-agosto, reflejando problemas en la financiación y expectativas sobre lo que pueda ocurrir con el cepo al dólar, mientras que los servicios asociados a ella retrocedieron 0,4%. Por el lado del agro, si bien registra un crecimiento acumulado positivo impulsado por la buena cosecha, la baja de precios y suba de costos han minado los incentivos del sector en los últimos meses, llevando a una baja interanual de 3% en julio y 2,2% en agosto.

Otro de los sectores que venía sosteniendo el nivel de actividad era el bancario, que en la primera mitad de 2014 acumuló un crecimiento de 1,3% gracias al dinamismo mostrado en enero y febrero. Sin embargo, a partir del mes de marzo los bancos comenzaron a perder rentabilidad y a ser afectados por más regulaciones, como los topes a las tasas activas, lo que resultó en una contracción sostenida de la actividad, que en agosto registró su sexto mes consecutivo de caída interanual.

Por el lado de la demanda, desde el 2003 que el consumo y el gasto público han sido los principales dinamizadores. La obra y el empleo público, por un lado, y la recuperación de los salarios reales y estímulos financieros al consumo privado, por el otro, sostuvieron la demanda agregada. Sin embargo, el crecimiento económico liderado por la demanda no es sostenible y encuentra su techo, más o menos rápidamente, según cuán lejos se esté del producto potencial al que hicimos referencia con anterioridad. Una vez llegado este punto, los estímulos monetarios no tienen otro efecto que generar inflación, puesto que la oferta es fija en el corto plazo (sobre todo en un contexto de restricción a las importaciones), deteriorando los salarios reales y generando efectos nocivos en la economía.

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

Precisamente esto es lo que viene ocurriendo desde diciembre del año pasado, evidenciándose una caída del salario real de 3% en el período enero-agosto.

Las consecuencias ya están a la vista: en lo que va del año, las ventas reales en supermercados acumulan una caída de 0,7% con respecto al mismo período de 2013. A su vez, se registran caídas acumuladas en sectores en los que generalmente la demanda es muy inelástica,

como carnes y almacén, que han caído 10% y 5%, respectivamente. En el agregado, en la primera mitad del año las ventas reales de alimentos y bebidas mostraron un crecimiento bajo, de tan solo 1,2%, con el adicional de que en los últimos dos meses las cantidades vendidas mostraron caídas en términos anuales. Además, las ventas reales en centros de compra han retrocedido fuertemente en el período enero-julio, evidenciando una caída acumulada de 7% contra el mismo período en 2013, y el comercio en general muestra una retracción acumulada de 3,5% al mes de agosto.

Por su parte, y a pesar de la baja en el nivel de actividad, la inflación se ha mantenido en los últimos meses por encima del 40% anual, por lo que estimamos que el salario caería 4,5% anual en términos reales en diciembre.

Así, el 2014 cerraría con un marco recesivo generalizado en el que todas los sectores contribuirán a la caída de la actividad, con altos niveles de inflación y caída del salario real y del consumo. Además, tras un año con aumento en la inversión bruta interna en 2013, la caída este año rondaría el 2%, reflejando en parte el pesimismo de los agentes económicos con respecto al país y afectando el crecimiento de mediano y largo plazo.

### Perspectivas para 2015

Si bien es válido -y de hecho lo haremos- el ejercicio de ir modificando ciertos supuestos sobre las variables exógenas y decisiones de política económica que podrían afectar el devenir de la economía argentina, la sensación es que el 2015 estará fuertemente determinado por la herencia económica de este año, a la que ya hemos hecho referencia más arriba. Así, esperamos para el año próximo que la economía continúe en recesión, con altos niveles de inflación, caída del salario real, del consumo y de la inversión.

De todos modos, vale destacar algunos puntos que podrían modificar, en el margen, el curso de los hechos. Por ejemplo, el hecho de que el 2015 sea un año electoral implica que podría haber más estímulos al consumo, lo que podría suavizar un poco la caída del comercio. Con respecto a este punto, vale aclarar dos cosas. Primero, la suerte del comercio está más que nada determinada por la pata mayorista, por lo que cambios en la pata minorista traccionarían muy poco. Pero además, la incidencia de estímulos al consumo minorista han demostrado ser poco efectivos y/o poco persistentes en el último tiempo, por lo que su potencial aplicación, en cualquiera de sus formas (bono en efectivo o planes de financiamiento sin intereses), no garantiza cambiar las decisiones de los agentes de manera de aminorar la baja en la actividad.

### EVOLUCIÓN DEL SALARIO REAL

*Remuneración total promedio mensual a precios del 2º trim 2014*



Fuente: OJF & Asociados en base a INDEC y estimaciones propias.

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

---

A su vez, el sector de la construcción podría verse movilizado vía obra pública. Evidentemente, la forma de financiamiento para esta última impactará sobre el devenir de variables clave como la inflación y las importaciones. De conseguir financiamiento externo, habría más dólares disponibles para las importaciones, por lo que buena parte de los pesos utilizados para las obras volverían al banco central, no habría todavía más presión sobre los precios, y la caída en la actividad no sería tan dramática. De lo contrario, el financiamiento de la obra pública con más emisión implicaría inevitablemente una aceleración de la inflación con caída brusca del salario real.

En tanto, el desenvolvimiento del sector industrial estará muy ligado a lo que ocurra con la industria automotriz, sector que mostró bajas muy importantes este año. De cara al próximo año, hay mucha incertidumbre con respecto a las variables que afectan a este sector. Por un lado, la evolución de la economía brasileña, principal demandante internacional, está atada al resultado electoral de segunda vuelta. Una victoria de Aécio Neves podría significar un repunte de la actividad, lo que podría mejorar las expectativas del sector. Por el momento, las encuestas marcan un empate técnico entre el candidato opositor y Dilma Rousseff.

Por otro lado, la demanda doméstica de automóviles depende en gran medida de los mecanismos de financiación, que se vieron restringidos este año y seguirían así durante el próximo año. Recién hacia fin del 2015, con la expectativa puesta en el nuevo gobierno, el sector puede volver a mostrar cierto dinamismo.

Con respecto al agro, el retorno de las cotizaciones internacionales a los valores máximos de hace unos meses parece poco plausible. Esto, sumado al encarecimiento de costos del sector y manteniendo los rendimientos de la última campaña constantes, resulta en que solo la zona núcleo (sur de la provincia de Santa Fe) sería rentable el año próximo. Zonas más alejadas deberían mejorar sus rendimientos hasta en un 70% en determinadas regiones para no perder dinero, lo que sugiere que la siembra no será, en ningún caso, mayor a la de este año.

Por último, una suba en las tasas de referencia internacionales no haría más que desincentivar aún más la inversión y dificultar el financiamiento. Así, más allá de lograr un acuerdo o no con los holdouts en enero que permitan acceder a los mercados internacionales de crédito, o conseguir o no divisas por alguna vía alternativa que descompriman el mercado de dólares y estabilicen las expectativas en torno al tipo de cambio, la actividad en el 2015 estará, en el mejor de los casos, estancada.

**SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)**
**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2014-2015**

unidad	2013	2014 p			2015 p				
		Política Actual	Nuevos Ajustes	Prom. Pond.	Pesimista	Base	Optimista	Prom. Pond.	
<b>Probabilidad</b>		<b>80%</b>	<b>20%</b>		<b>35%</b>	<b>55%</b>	<b>10%</b>		
<b>Actividad Económica</b>									
IGA-OJF	var % anual	3.2%	-2.0%	-2.7%	-2.2%	-4.0%	0.4%	2.5%	-0.9%
<b>Precios, Tipo de cambio y Tasas de int.</b>									
Inflación Minorista (dic/dic)	var % anual	29.8%	41.4%	51.8%	43%	42.6%	39.0%	38.8%	40%
Salario prom. nominal (dic/dic)	var % anual	25.8%	32.4%	37.1%	33%	32.2%	35.6%	35.6%	34%
Salario Real (dic.)	var. % anual	0.5%	-6.4%	-9.6%	-7%	-7.3%	-2.4%	-2.3%	-4%
Tipo de Cambio (dic)	\$/US\$ oficial	6.35	9.55	11.21	9.88	16.64	13.3	13.07	14.46
Tasa Adelantos en cta. cte.	%TNA - dic	24.8%	37.9%	45.0%	39%	59.0%	36.0%	32.0%	44%
<b>Sector Público</b>									
<i>Sin utilidades del BCRA</i>									
Resultado Primario (SPNF)	mill. AR\$	-57,361	-131,263	-124,263	-129,863	-199,318	-205,860	-188,004	-201,785
	% del PIB	-2.0%	-3.3%	-2.8%	-3.2%	-3.6%	-3.7%	-3.3%	-3.6%
Resultado Fiscal (SPNF)	mill. AR\$	-99,359	-188,851	-178,972	-186,875	-280,778	-277,072	-257,298	-276,392
	% del PIB	-3.4%	-4.7%	-4.1%	-4.6%	-5.1%	-5.0%	-4.5%	-5.0%
<b>Sector Externo</b>									
Balance Comercial	mill. US\$	9,024	6,292	6,500	6,333	4,256	-2,352	5,186	715
	% del PIB	1.7%	1.3%	1.4%	1.3%	1.0%	-0.5%	1.0%	0.2%
Stock de Reservas (dic)	mill. US\$	30,599	23,316	24,000	23,453	13,297	16,554	22,726	16,031

## **AUTORIDADES**

### **Presidente**

Orlando J. Ferreres

### **Vicepresidente**

Francisco Gismondi

### **Vocales**

Ludovico A. Videla

Raúl Sanguinetti

Daniel Montamat

Néstor Arcuri

Sebastián Marcilese

## **EQUIPO DE TRABAJO**

### **Directora de Investigaciones**

Marta N. Barros

### **Investigador Invitado**

Alberto O. Rodríguez

### **Investigadores**

Luciana Carcione

Nicolás Alonzo

Erik Schachter

Reconquista 458, 8º piso - (1358) Buenos Aires - Argentina

Tel: (5411) 4394-3993 - Fax: (5411) 4393-3004

E-Mail: [info@fundacionnorteysur.org.ar](mailto:info@fundacionnorteysur.org.ar)

[www.fundacionnorteysur.org.ar](http://www.fundacionnorteysur.org.ar)

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

## SPONSORS DE PROYECTOS DE LA FUNDACION

**PETROBRAS**BANCO COMAFI 

GRIMOLDI

**ROGGIO**

IERAL



## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

### CATÁLOGO DE PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN NORTE Y SUR

**NyS Nº 001**

Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires: Programa. Julio 1995

**NyS Nº 002**

Asignaciones Familiares. 1996

**NyS Nº 003**

China Continental: Perspectivas. 1997

**NyS Nº 004**

Sector Público Argentino: Gasto, Endeudamiento, Intereses y Gastos Reservados. Enero 1998

**NyS Nº 005**

PRESUPUESTO NACIONAL: De La Formalidad Legislativa A La Realidad Fiscal. Marzo 1998

**NyS Nº 006**

PRESUPUESTO NACIONAL: Administración Financiera: Control, Excepciones y Nivel del Gasto. Abril 1998

**NyS Nº 007**

PRESTAMOS EXTERNOS: El Costo De Pedirlos y No Utilizarlos. Mayo 1998.

**NyS Nº 008**

Finanzas Públicas Provinciales y la Relación Nación - Provincias: Soluciones Parciales o un Acuerdo Integral. Julio 1998.

**NyS Nº 009**

Presupuesto 1999: Hipótesis alternativas de crecimiento económico. Septiembre 1998

**NyS Nº 010**

PRESUPUESTO NACIONAL: Evaluación de gestión: ¿Un instrumento eficiente? Octubre 1998

**NyS Nº 011**

PRESUPUESTO NACIONAL: Las partidas presupuestarias de la política comercial externa (I). Diciembre 1998

**NyS Nº 012**

PRESUPUESTO NACIONAL: Las partidas presupuestarias de la política comercial externa (II). Febrero 1999

**NyS Nº 013**

PRESUPUESTO NACIONAL: Fines, Medios y Resultados. Abril 1999

**NyS Nº 014**

El Programa de Asignaciones Familiares y la necesidad de su modernización. Septiembre 1999.

**NyS Nº 015**

Relaciones Laborales en el Sector Público Argentino. Octubre 1999.

**NyS Nº 016**

Presupuesto Nacional para el año 2000: Estimaciones de Recursos y Reducción de Gastos. Noviembre 1999.

**NyS Nº 017**

Provincias: los desequilibrios fiscales y la necesidad de un nuevo acuerdo. Diciembre 1999

**NyS Nº 018**

La urgencia del momento: medidas concretas para superar la crisis. Mayo 2000

**NyS Nº 019**

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

---

Presupuesto Consolidado: Distribución Federal de Gastos y Recursos Públicos. Julio 2000

**NyS N° 020**

Un sistema impositivo duradero para argentina. Febrero 2001

**NyS N° 021**

Argentina: Facturación por Sector Económico. Informe Metodológico. Mayo 2001

**NyS N° 022**

SUECIA: La reducción del Gasto Público y la salida de la crisis 92-94. Agosto 2001

**NyS N° 023**

Distribución del ingreso en la última década. Noviembre 2001

**NyS N° 024**

ARGENTINA: Visión de País y Diagnóstico. Febrero 2002

**NyS N° 025**

Subsidio por Desempleo y Fomento del Empleo. Noviembre 2002

**NyS N° 026**

Escenarios de Renegociación de la Deuda Externa Argentina. Noviembre 2002

**NyS N° 027**

Políticas de Estado para el desarrollo económico-social. Julio 2003

**NyS N° 028**

La política económica del Mercosur. Julio 2003

**NyS N° 029**

Distribución del ingreso. Agosto 2004

**Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2004 – Historia Argentina en Cifras**

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Diciembre 2005

**NyS N° 030**

Políticas de Estado para el desarrollo económico-social. Junio 2007

**NyS N° 031 a 48**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Junio 2007 – Junio 2009

**NyS N° 049**

Impuestos “sustentables” para la economía argentina. Julio 2009

**NyS N° 050**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Julio 2009

**NyS N° 051**

Correspondencia Fiscal y Desequilibrios en Argentina. Agosto 2009

**NyS N° 052 a 62**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Agosto 2009 a Agosto 2010

**NyS N° 063**

Sistema Jubilatorio y 82% móvil. Septiembre 2010

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

---

### **NyS Nº 064 a 66**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina. Septiembre a Noviembre 2010

### **Dos Siglos de Economía Argentina 1810 – 2010 – Edición Bicentenario**

Edición Fundación Norte y Sur – El Ateneo, Noviembre 2010

### **NyS Nº 067**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Una mirada al futuro. Diciembre 2010

### **NyS Nº 068**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Soluciones que complican. Marzo 2011

### **NyS Nº 069**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Crecimiento económico con riesgos. Abril 2011

### **NyS Nº 070**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en transición. Mayo 2011

### **NyS Nº 071**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en transición. Junio 2011

### **NyS Nº 072**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Argentina ante los desequilibrios mundiales. Julio 2011

### **Chaco, su historia en cifras**

CFI – Gobierno de la Pcia. del Chaco - Fundación Norte y Sur, Edición Librería de la Paz, Agosto 2011

### **NyS Nº 073**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas del Mundo y Argentina. Agosto 2011

### **NyS Nº 074**

¿Es suficiente la Inversión para crecer a tasas chinas?. Septiembre 2011

### **NyS Nº 075**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Los problemas de los desarrollados empiezan a golpear a los emergentes. Septiembre 2011

### **NyS Nº 076**

La Deuda Invisible. Noviembre 2011

### **NyS Nº 077**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas económicas postelectorales. Octubre 2011

### **NyS Nº 078**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Un 2012 difícil a nivel mundial y local. Noviembre 2011

### **NyS Nº 079**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Un 2012 con complicaciones internas y externas. Diciembre 2011

### **NyS Nº 080**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La sábana se acorta y el frío lo empieza a sentir la gente. Marzo 2012

### **NyS Nº 081**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La necesidad tiene cara de hereje. Abril 2012

## SÍNTESIS DE LA ECONOMÍA ARGENTINA (24/09/2014)

---

**NyS N° 082**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía en el centro de la escena. Mayo 2012

**NyS N° 083**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reducen las alternativas. Junio 2012

**NyS N° 084**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reflejan las inconsistencias acumuladas. Julio 2012

**NyS N° 085**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Todos priorizando el HOY. Agosto 2012

**NyS N° 086**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: En 2013: ¿se profundizará el “modelo” o las distorsiones?. Septiembre 2012

**NyS N° 087**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: ¿Se nos cayó el mundo encima o nos tropezamos?. Octubre 2012

**NyS N° 088**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: El camino hacia la recuperación está cubierto de riesgos. Noviembre 2012

**NyS N° 089**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Perspectivas para el 2013: un año con altos y bajos. Diciembre 2012

**NyS N° 090**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Mejoran las perspectivas a corto plazo. Marzo 2013

**NyS N° 091**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: La economía de las elecciones. Abril 2013

**NyS N° 092**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Apuntalar la economía para las elecciones. Mayo 2013

**NyS N° 093**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Al borde de la estanflación. Junio 2013

**NyS N° 094**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Escenario internacional no tan bueno. Julio 2013

**NyS N° 095**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: Se reducen los márgenes de maniobra. Agosto 2013

**NyS N° 096**

Newsletter Síntesis de la Economía Argentina: El dilema argentino para el 2014. Septiembre 2013

## "BASES PARA EL LARGO PLAZO": ORDEN DE SUSCRIPCIÓN

**BASES**  
PARA EL LARGO PLAZO

## Orden de Suscripción

Nombre y apellido: \_\_\_\_\_

Domicilio: \_\_\_\_\_

Localidad: \_\_\_\_\_ Provincia: \_\_\_\_\_ C.P.: \_\_\_\_\_

Teléfono: \_\_\_\_\_ Correo electrónico: \_\_\_\_\_

Empresa: \_\_\_\_\_ Posición: \_\_\_\_\_

**Periodo de Suscripción:**

<input type="checkbox"/>	6 meses	\$	100	2 números
<input type="checkbox"/>	1 año	\$	200	4 números
<input type="checkbox"/>	2 años	\$	400	8 números

**Forma de Pago:**

<input type="checkbox"/>	Efectivo (en nuestras oficinas)
<input type="checkbox"/>	Cheque a la orden de Fundación Norte y Sur
<input type="checkbox"/>	Depósito o Transferencia bancaria (solicitar datos bancarios)

**Enviar orden de suscripción a:**1 Reconquista 458, 8° piso  
(1358) C.A.B.A. – Argentina

2 ☎ (+5411) 4394-3993

Fecha: ...../...../.....

3 ✉ info@fundacionnorteysur.org.ar