

Javier Okseniuk

Director Ejecutivo

j.okseniuk@lcg.com.ar

Melisa Sala

Economista senior

m.sala@lcg.com.ar

Lucía Pezzarini

Economista

l.pezzarini@lcg.com.ar

Tomás Alegre

Analista

t.alegre@lcg.com.ar

Informe Mensual N° 104

31 de octubre de 2017

Hoy, Atraso, igual que ayer como siempre, el diario no hablaba de ti

En pocas palabras

- *Por un tiempo considerable, va a reinar cierto optimismo a medida que se vaya desarrollando una agenda y un debate sobre temas importantes para el funcionamiento económico, dentro del marco de una probable relación constructiva entre gobierno y gran parte de la oposición.*
- *Algunas variables económicas (al igual que otras sociales y políticas) impondrán, de todos modos, algunos límites que no serán fáciles de sortear.*
- *Estimamos que el Peso se mantendrá fuerte en el 2018, incidiendo no sólo en la sostenibilidad externa de largo plazo, sino también, por el vigor de las importaciones, en el crecimiento de corto.*
- *Consideramos que es difícil mantener un crecimiento sostenido basado en exportaciones con atraso cambiario, y la eventual (e indispensable) reducción de otros costos no cambiarios será muy gradual.*
- *Estimamos un crecimiento de las importaciones del 8%, que tendría una contribución al crecimiento del PBI de -2,2%. Así, el cociente Impo/PBI subiría sólo 0,5 pp, a 11,1% del PBI. Si el cociente se acercara más a su media histórica, la contribución negativa sería mayor.*
- *Una medida de complejidad implícita de nuestra canasta de exportaciones (EXPY) muestra que no se ubica por arriba del PBI per cápita actual, condicionando el margen para el desarrollo futuro.*
- *Las exportaciones de servicios tampoco se han mostrado dinámicas.*
- *El vigoroso crecimiento de las importaciones está asociado, en parte, al crecimiento de la producción, pero también al consumo, en sectores en donde puede afectar al empleo local.*
- *Un adecuado monitoreo y manejo de las transiciones laborales será crucial como parte de una estrategia de crecimiento sostenido.*

Costa Rica 4161 - CABA

(+5411) 4862 8992

www.lcg.com.ar

info@lcg.com.ar

 @lcgmedia

Editorial

Finalizaron las elecciones. Se lee que el gobierno sale victorioso y fortalecido, como nosotros también hemos escrito. La oposición se deshilacha y la principal referente del régimen anterior escucha desidia frente a una prepotente invitación a ser parte de su liderazgo opositor. Los mercados y el gobierno festejan esa indiferencia porque abre la puerta a negociaciones segmentadas y razonables. Hoy dijo la radio que se consolida el optimismo, que el gran acuerdo nacional permitirá avanzar con una agenda de reformas estructurales. Pasaremos de una etapa de déficit transitorio a otra de reformismo permanente. Habiendo tantas cosas por cambiar en Argentina, no hay dudas de que el inicio de un proceso de transformaciones es una muy buena noticia.

Podríamos exagerar y decir que todos los ciclos de crecimiento económico prolongado se parecen; al menos, se han parecido, a menudo, unos a otros. Pero cada país con crisis, o condenado al estancamiento, lo es a su manera. Esta situación, que podríamos denominar *principio económico de Anna Karenina*, muestra cuán frágiles resultan los procesos de crecimiento sostenido. No debe faltar nada; cualquier desequilibrio en alguna variable económica, gestado en el ciclo optimista, podría abortarlo abruptamente.

La incipiente pero vigorosa recuperación del crédito podría dotar de mayor fragilidad al crecimiento futuro. El crédito para consumo colaborará con el crecimiento del año que viene en algo más de 1 pp, sobre un crecimiento que estimamos en 2,4%. Además, el crédito hipotecario está creciendo casi al 80% interanual y en parte estimulará la construcción de viviendas. De mantenerse esta dinámica, una eventual volatilidad en los ingresos familiares podría tensionar su situación financiera en el marco de un elevado endeudamiento. Esa tensión será mayor en tanto mayor sea la participación de préstamos indexados con inflación: hoy un préstamo en UVA permite una menor cuota relativa al inicio que un préstamo a tasa fija (y por ende, un mayor acceso al crédito); pero en el futuro las cuotas serán relativamente mayores. Por el momento, no hay ninguna luz amarilla en este frente, pero conviene tenerlo presente y hacer un debido seguimiento.

En este informe, pondremos el énfasis en el que creemos será el mayor desequilibrio económico, un partenaire (para algunos) indeseado del nuevo ciclo alcista de crecimiento: el déficit comercial y de cuenta corriente, es decir, el mundo demanda menos de nuestros bienes y servicios, que lo que nosotros demandamos de productos externos. Hoy las importaciones en dólares están creciendo al 18% anual. Nuestras exportaciones se mantienen constantes. La cuenta corriente de la balanza de pagos cerrará en 2017 con un déficit de 3,8% del PIB, que aumentará a 4,1% el año que viene. Para poner un desapasionado marco de referencia, el déficit de cuenta corriente promedió 2,9% entre los años 91-99.

Para colmo, habló el ex ministro Cavallo exaltando analogías del proceso actual con el de los años 90. Haremos luego el juego de las 7 diferencias entre los dos períodos, pero la principal no reside tanto en la rigidez o flexibilidad del tipo de cambio sino en el menor descalce de monedas del sistema bancario: en los 90 existía un gigantesco marco contractual financiero que dependía del 1 a 1 para ser respetado. Romper con la paridad, o la percepción de que no iba a sostenerse, implicaba poner en duda la solvencia de muchos agentes (incluyendo al Estado) y modificar esos contratos. Hoy un dólar que se deposita en un banco, o se presta a una empresa con ingresos en dólares o se queda como reserva en el BCRA. La distribución de riqueza frente a cambios en el valor del dólar no necesariamente aumenta la probabilidad de insolvencia. Sin embargo, el endeudamiento público y privado en moneda extranjera va en aumento con lo que depreciaciones cambiarias futuras significarán mayor tensión en los balances públicos y de algunas empresas privadas¹.

¹ Véase nuestro informe de julio *Trayectorias futuras de la deuda pública*.

Al mismo tiempo, todavía es pronto para establecer una tendencia, pero la principal semejanza está en el atraso cambiario y en el patrón de crecimiento, aunque con un mayor déficit público que en aquel entonces. No existen muchas señales de que el atraso será revertido pronto. Distintos referentes del gobierno enaltecen la flexibilidad, sin comentar que dicha flexibilidad está incidiendo en la competitividad cambiaria. Al contrario, un tipo de cambio más bajo y un mayor nivel de importaciones colaboraría en el objetivo desinflacionario. La reciente suba de la tasa de política monetaria lo ejemplifica. Por supuesto, existen muchos factores estructurales (impositivos, de logística, de incentivos, de productividad) que son un lastre para el dinamismo productivo. Pero atenderlos seriamente requiere tiempo. ¿Cuál sería el problema de un Peso caro? Como ya hemos mencionado, nuestra historia (y la de otros países) muestra que la base para que inversión y exportaciones se afiancen en el largo plazo es, en general, un mayor ahorro; no un mayor consumo. Para ello, se requeriría un Peso más barato.

Sin cambios en el frente cambiario, no vemos un escenario de crecimiento muy elevado. Haciendo a un lado la solvencia de las cuentas externas, es interesante resaltar cuán importante será la evolución de las importaciones para el crecimiento del 2018. Cuán importante y cuán difícil de estimar. Las compras de bienes de capital permitirían mayor producción futura, pero toda compra de bienes del exterior afecta negativamente la demanda agregada y el empleo en el corto plazo. El cociente entre importaciones y el PBI en dólares llegó alcanzar niveles de 16% en el 2008 y luego descendió a valores cercanos al 9% mediante represiones varias como las DJAI y otros controles. En 2017, el cociente cerraría en 10,6%. Nuestras estimaciones indican que el cociente subiría muy levemente a 11,1% en 2018, lo que implicaría una contribución al crecimiento del PBI de -2,2%. Pero una reversión más rápida a los valores pre-DJAI (por ejemplo, ratio Impo/PBI de 13-14%) implicaría una contribución negativa de entre 7%-10%. Creemos que es bueno tenerlo presente: en los años 1996 y 1997, el cociente Impo/PBI creció 2,4 p.p. lo que significó una contribución al crecimiento de -4%. Lógicamente, eso fue compensado por una contribución positiva de la inversión (2,2 p.p.), las exportaciones (1,7 p.p.) y el consumo apalancado con crédito (4,8 p.p.). ¿Aparecerán en esa magnitud estos efectos compensadores en el 2018?

Y sin embargo, la variable clave que dotará de sentido y de sostenibilidad a este patrón, habitualmente se la denomina con una X. Las exportaciones son el mejor indicador de cuán eficiente es nuestro aparato productivo. No sólo las ventas externas se encuentran prácticamente estancadas desde hace diez años. Algunos indicadores muestran que nuestra canasta de ventas al exterior no logra ganar en complejidad ni mercados más exigentes. Las exportaciones de servicios complejos, otro indicador clave en economías exitosas, tampoco muestran cambios cualitativos. Un detalle de la composición de nuestras importaciones y exportaciones se verá en el informe.

Evidentemente, el camino hacia el desarrollo sostenido todavía es demasiado largo como para festejar desmedidamente repuntes ocasionales. Una luz de esperanza: a pesar de nuestra paridad cambiaria, algunas manufacturas de origen industrial están creciendo arriba del 10% anual (en dólares). Algunas son autos, dentro de un acuerdo comercial con Brasil por ahora muy deficitario; otras tienen escaso valor agregado o directamente son ensamblajes locales de productos externos; pero otros iremos viendo si terminan afianzándose, aunque por el momento tienen baja incidencia.

El atraso genera síntomas, pero también tapa otros. Si se decidiera fomentar un abaratamiento de nuestra moneda, se pondrá a prueba cuán ancladas estaban las expectativas inflacionarias y cuán flexibles se encuentran los distintos precios relativos de la economía, incluyendo salarios y tarifas.

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lgcsa.com.ar
contacto: info@lgcsa.com.ar

Otra vez sopa: crecimiento con atraso

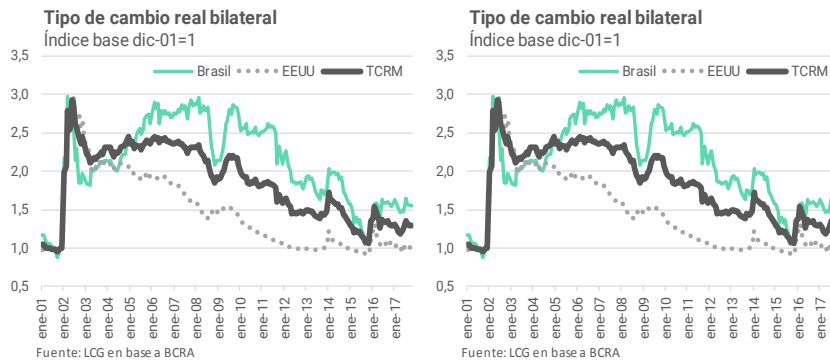
Mayor optimismo pero panorama todavía complejo

Finalizaron las elecciones. Se lee que el gobierno sale victorioso y fortalecido, como nosotros también hemos escrito. La oposición se deshilacha y la principal referente del régimen anterior escucha desidia frente a una prepotente invitación a ser parte de su liderazgo opositor. Los mercados y el gobierno festejan esa indiferencia porque abre la puerta a negociaciones segmentadas y razonables. Habiendo tantas cosas por cambiar en Argentina, no hay dudas de que el inicio de un proceso de transformaciones es una muy buena noticia.

Esta semana también leímos que el BCRA dispuso un aumento de la tasa de política monetaria (el centro del corredor de pasés a 7 días) 150 puntos básicos, de 26,25% a 27,75%. El resultado parece lógico: la inflación núcleo no desciende como la autoridad monetaria desea y el aumento de las naftas sin dudas tendrá un impacto en otros precios. Más allá de alguna toma de ganancias, tras las PASO el riesgo país medido en dólares seguirá bajando. Pero el costo del dinero y del capital medido en pesos está subiendo. La primera consecuencia es que el dólar tendrá presión para fortalecerse. **Optimismo + Tasa = Apreciación.**

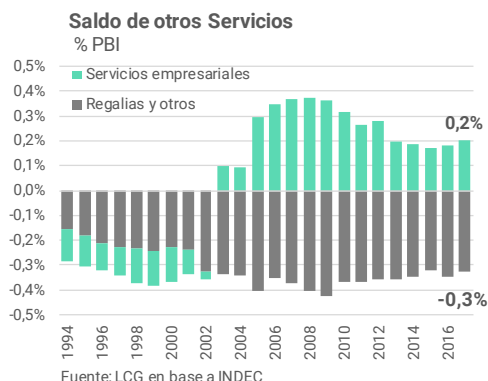
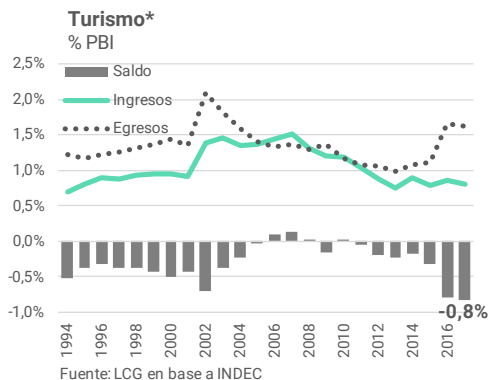
El tipo de cambio real multilateral se mantiene en los mismos niveles que al cierre de 2016 y 17% por debajo del último pico alcanzado en febrero del año pasado. En 20 meses, la inflación absorbió más de la mitad de la ganancia de competitividad por la devaluación. Hoy el TCRM es 1,28 (índice base =1 en dic-01), apenas 21% por encima del nivel que tenía cuando Cambiemos llegó al poder. Contra el dólar, la foto actual empata a la de la salida de la Convertibilidad, pero contra el Real brasilero es algo más aliviada (TCR: 1,55). **Retomar los niveles de competitividad promedio alcanzados al momento de implementarse el cepo, impuesto para frenar las consecuencias cambiarias del atraso, demandaría un tipo de cambio de \$/US\$ 22,17, 26% por encima del valor actual. Esto evidencia la magnitud actual del nivel de atraso del Peso.**





Pero hay otra ecuación, hoy por hoy más escondida, en el fondo, tapada por guirnaldas, cintas de colores y, por supuesto, globos. Afirma lo siguiente: **Optimismo + Apreciación = Importaciones**. Y recientemente publicó el Indec que el déficit comercial de septiembre fue de US\$ 765 M, que contrasta con el superávit de US\$ 242 de septiembre de 2016. Las importaciones están volando: suben 24% medidas en dólares. Las exportaciones se arrastran (0,7% en 9M-17, y caen 0,6% las cantidades). En principio, no hay nada dramático en esta dinámica, pero potencialmente puede ser un dolor de cabeza.

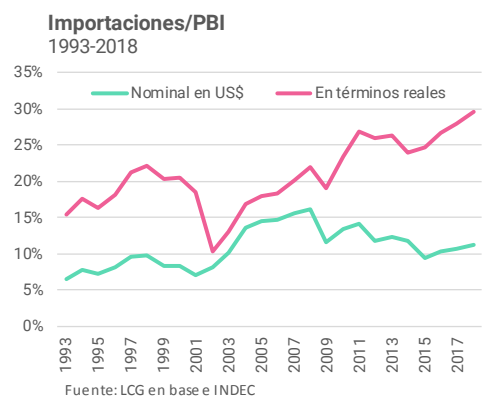
La cuenta corriente será deficitaria en 3,8% del PBI en 2017, y ese número subirá a 4,1% el año que viene. El agujero por **turismo** en el exterior siguió ampliándose aun cuando la eliminación del cepo cambiario aumentó su costo relativo. En 2017 reflejará un déficit de 0,8% del PBI, dos veces el nivel promedio registrado en los años de la Convertibilidad. El saldo neto por Servicios Empresariales ofrecidos desde Argentina está a mitad de camino del superávit alcanzado en 10 años atrás y el pago por regalías (uso de la propiedad intelectual) se consolida en 0,3% del PBI.



Estimación de una variable clave para 2018: importaciones

Esto no sólo implica mayor endeudamiento y fragilidad, sino también un impacto directo de corto plazo en el PBI y el empleo. El cociente entre importaciones y el PBI (nominal en dólares) llegó alcanzar niveles de 16% en el 2008 y luego descendió a valores cercanos al 9% mediante represiones varias como las DJAI y otros controles. En 2017, el cociente cerraría en 10,6%. **Nuestras estimaciones indican que el cociente subiría muy levemente a 11,1% en 2018, lo que implicaría una contribución al crecimiento del PBI de -2,2%. Pero una reversión más rápida a los valores pre-DJAI (por ejemplo, ratio Impo/PBI de 13-14%) implicaría una contribución negativa de entre 7%-10%.**

Si bien las importaciones en términos reales están en un máximo histórico (en su relación con el PBI), el cociente medido en términos nominales todavía se encuentra deprimido luego de varios años de gradual descenso. La diferencia entre ambos cocientes obedece a la relación entre los precios de las importaciones (medidos en pesos) y el de la economía en general. El gradual descenso de los últimos años del cociente en términos nominales refleja el constante descenso en el tipo de cambio real: si bien las importaciones crecieron en términos reales, su precio subió menos que el de aquellos bienes locales no comercializables con el exterior. Claramente, la relación Impo/PBI en términos nominales es más estable porque los precios de las importaciones actúan como estabilizador frente a movimientos del tipo de cambio.



En líneas generales, esta mayor estabilidad hace que el cociente en términos nominales parezca más adecuado para fines de pronóstico. Ese cociente el que hacemos subir levemente en la dirección de alcanzar valores como el de años atrás.

Nuestro escenario base de Impo/PBI de 11,1% implica un crecimiento de las importaciones en términos reales de 8%. Alternativamente, hemos hecho algunas estimaciones complementarias, cuya explicación detallada dejamos para el Anexo de este informe, que arrojan valores de crecimiento de las importaciones para el año que viene en un rango de 2-10% anual, lo **que muestra lo difícil que resulta encontrar un resultado preciso**. En la tabla de al lado, queremos destacar que los distintos rangos de crecimiento de las importaciones (dadas las decisiones de consumo e inversión) configuran una variación del PBI bastante disímil. Fuera de la tabla, como mencionamos, en una improbable reversión rápida a valores pre-DJAI, el crecimiento del PBI puede resultar muy bajo o negativo.

El estancamiento de las exportaciones también es un síntoma de que el cambio estructural todavía no llegó. Sin dudas, de concretarse una agenda de transformaciones, las variables clave para determinar si fueron eficaces serán productividad y exportaciones.

El atraso cambiario, entonces, genera síntomas. Pero también tapa otros. Un Peso caro junto con el crecimiento de la competencia importada aseguran un mayor control de precios. Si el BCRA o el mercado decidieran elevar la paridad cambiaria de manera significativa, es muy probable que varios precios saldrían de su letargo. Las tensiones distributivas que eso generaría facilitarían, además, nuevas rondas de aumentos de precios. Hoy **el atraso cambio impide ver claramente cuán atadas están las expectativas de inflación y la relación entre los distintos precios (incluyendo los salarios)**. Por otro lado, con mucha deuda pública dolarizada, **otro miedo a depreciar surgiría de la mayor carga de servicios de intereses y de capital (y mayor tensión en la solvencia de largo plazo) que una paridad más elevada generaría**.

Importaciones: impacto en el PBI de 2018 (detalles en el Anexo)

Método estimación	Crecimiento Importaciones 2018	Contribución al crec. PBI 2018 *	Crecimiento PBI real 2018 *
Regresión Importaciones reales con corrección de errores	2.0%	-0.6%	4.1%
Regresión Importaciones reales sin corrección de errores en 2018	5.6%	-1.6%	3.0%
"Ojo Clínico LCG" con marco de consistencia (escenario base)	8.0%	-2.2%	2.4%
Regresión Importaciones en dólares con corrección de errores	9.8%	-2.7%	1.9%
Regresión Importaciones en dólares sin corrección de errores en 2018	4.8%	-1.3%	3.3%

Fuente: LCG en base a estimaciones propias

* dados el consumo privado y público, la inversión y las exportaciones. El aporte de exportaciones al crec. del PBI es del 1% en todos los casos

Balance comercial positivo en 2016

En 2016 el resultado del intercambio comercial finalizó con un signo positivo. Arrojó un superávit de US\$ 2 MM frente a un déficit de US\$ 2,7 MM en 2015. El resultado combinó un incremento del 2% ia exportaciones, que crecieron por primera vez en 5 años, y un descenso del 7% de las importaciones, que cayeron por tercer año consecutivo. La evolución de los términos de intercambio jugó a favor. Crecieron 6% ia en el año en un contexto de caída generalizada de precios: la baja en el precio promedio de las importaciones (-10,4% ia) superó ampliamente al de las exportaciones (-4,6% ia).

Varios factores explicaron el cambio de tendencia del comercio exterior el año pasado. La corrección del tipo de cambio y la reducción de las retenciones fueron fundamentales para incentivar el crecimiento de las exportaciones, cuyo incremento se atribuye en gran medida al desarme de stocks del sector agropecuario. Del lado de las importaciones, fueron los menores precios internacionales (-10% ia) y la contracción de la actividad económica los factores que explicaron su retroceso, aun habida cuenta de las menores restricciones comerciales. El impacto de estas últimas se reflejó principalmente en las compras de Vehículos y Bienes de consumo, cuyas cantidades se expandieron un 39% ia y un 17% ia respectivamente. Finalmente, el sector energético siguió siendo el mayor demandante de divisas, acumulando un déficit de US\$ 2,8 MM. De no mediar la baja de precios de los combustibles, el déficit se habría elevado a US\$ 4,7 MM, nivel similar al de 2015.

Balance comercial fuertemente negativo en 2017

El 2017 viene mostrando una dinámica diferente. En 9M-17 el déficit comercial suma US\$ 5,2MM, un récord histórico para ese período. La recuperación de la actividad económica y el mayor atraso cambiario estimulan el crecimiento de todos los usos de importaciones (+18% ia). Vehículos (+43% ia) y Bienes de Consumo (+18% ia), mantienen el dinamismo del año pasado. Sin embargo, pueden verse "brotes verdes" en el crecimiento del resto de los usos de importación, en tanto son los que intervienen directamente en el proceso productivo: Piezas y accesorios para bienes de capital (+13%

ia), Bienes intermedios (+12% ia) y Bienes de capital (+24% ia)³. Estos últimos confirman la recuperación de la inversión reflejada en los últimos datos del PBI (+5,6% ia en el 1S-17). Otro factor de gran relevancia que influye en el aumento del flujo de importaciones es la crisis brasileña. Estas duplican la tasa de crecimiento del resto de los orígenes debido a los menores precios asociados al derrumbe de su demanda interna.

Las exportaciones apenas crecen (+0,7% ia), aumento que además se explica únicamente por precios (+1,3% ia), dado que las cantidades acumulan un leve retroceso (-0,6% ia). El factor que jugó a favor en 2016 (liquidación de stocks del agro) hace que la base de comparación de la cual se parte sea muy alta. Aun contando con una cosecha superior en 12 millones de toneladas respecto a la de 2015/2016, los despachos de Productos Primarios y de MOA acumulan bajas interanuales del 9% y 2% ia medidas en cantidades (en 2016 habían crecido 30% ia y 7% ia, respectivamente). La apreciación del tipo de cambio y condiciones climáticas desfavorables son otros factores que juegan en contra.

Sin embargo, **la circunstancia más promisoria es que el crecimiento de las exportaciones es traccionado por las Manufacturas de Origen Industrial (+11% ia en valor y en cantidades), dentro de las cuales el 54% de la suba lo explica el sector automotriz.** La demanda de Brasil empieza a consolidar la recuperación (+10% ia) al tiempo que se motorizan las exportaciones hacia otros destinos (+33%ia). También se destaca el buen desempeño de Metales comunes y sus manufacturas⁴ (30% ia), Papel y cartón (+19% ia), Manufacturas de caucho (+17% ia), Materias plásticas (+10% ia), Manufacturas de cuero (+8% ia) y Piedras y metales preciosos (+3% ia).

³ Descontando los Equipos de transporte industrial, el resto de los Bienes de capital crecen al 18% ia.

⁴ Se trata principalmente de Tubos sin costura.

Exportaciones de MOI

Rubros ordenadas según monto exportado	9M-17		a/a	
	US\$ M	US\$ M	%	aporte %
Ind. Automotriz	4.142	594	17%	52%
Productos químicos y conexos	3.106	-125	-4%	-11%
Piedras y metales preciosos	1.746	53	3%	5%
Metales comunes	1.177	273	30%	24%
Máquinas y aparatos, material eléctrico	941	34	4%	3%
Plástico	760	66	10%	6%
Eq. de transporte (aéreo, marítimo, fluvial)	385	139	56%	12%
Papel, cartón, imprenta y publicaciones	292	46	19%	4%
Cauchos y sus manufacturas	225	32	17%	3%
Textiles y confecciones	112	4	3%	0%
Productos cerámicos, vidrio y sus manuf.	76	-2	-3%	0%
Calzado y sus componentes	19	12	167%	1%
Cuero y marroquinería	18	1	8%	0%
Otras MOI	257	15	6%	1%
Total general	13.257	1.142	9%	100%

Fuente: LCG en base a INDEC

- Tubos sin constura y Aluminio, destinados a EEUU
- Polímeros de etileno y propileo en formas primarias con destino a Brasil y Chile
- Corresponde principalmente a aviones enviados para reparación a EEUU
- China explica el 80% del aumento. Brasil y Chile siguen siendo principales destinos (24% cada uno).
- Exportaciones de neumáticos explican 2/3 del aumento. El resto corresponde a caucho en forma primaria. Brasil principal destino.

Post-kirchnerismo vs. Convertibilidad

En una especie de juego de las 7 diferencias entre el Post-Kirchnerismo y la Convertibilidad diremos ahora que la principal no reside tanto en la rigidez o flexibilidad del tipo de cambio sino en el menor descalce de monedas del sistema bancario: en los 90 existía un gigantesco marco contractual financiero que dependía del 1 a 1 para ser respetado. Romper con la paridad, o la percepción de que no iba a sostenerse, implicaba necesariamente poner en duda la solvencia de muchos agentes (incluyendo al Estado) y modificar esos contratos. Hoy un dólar que se deposita en un banco, o se presta a una empresa con ingresos en dólares o se queda como reserva en el BCRA. La distribución de riqueza frente a cambios en el valor del dólar no necesariamente aumenta la probabilidad de insolvencia. Sin embargo, el endeudamiento público y privado en moneda extranjera va en aumento con lo que depreciaciones cambiarias futuras significarán mayor tensión en los balances públicos y de algunas empresas privadas. **Pero el nivel de deuda actual tanto pública como privada es todavía inferior a la de la década del 90.**

Otra diferencia que nos juega en contra ahora: si bien en los 90 para devaluar había que modificar una ley y ahora no, lo cierto es que la inflación inercial del momento es clave para ilustrar nuestro "miedo a depreciar", y era muy reducida en aquellos entonces.

Al mismo tiempo, todavía es pronto para establecer una tendencia, pero la principal semejanza está en el atraso cambiario y en el patrón de crecimiento, por ahora de corto plazo, aunque con un mayor déficit público que en aquel entonces. La “flexibilidad cambiaria” (devenida por el momento en un tipo de cambio apreciado) está incidiendo en un **mayor nivel de importaciones que trepa más de 4 pp del PBI respecto del nivel promedio que tenían en la Convertibilidad. Y medidas en términos per cápita son incluso son 2,5 veces superiores.**

Diferencias y similitudes con la Convertibilidad

1991-2018	1991-99	1996-97	2017-18*	
Atraso cambiario, dic-01=1				
TCR EEUU, prom. anual	0.89	0.87	1.02	↑
TCR Brasil, prom. anual	1.59	1.76	1.54	↓
Cuenta Corriente, % PBI	-2.9%	-3.1%	-4.0%	↓
Importaciones				
% PBI	7.5%	8.8%	11.0%	↑
US\$ per cápita	625	784	1,561	↑
Resultado fiscal, % PBI				
Primario	0.8%	0.0%	-3.8%	↓
Financiero	-0.9%	-1.7%	-5.9%	↓
Deuda externa, % PBI				
Pública	24.0%	23.9%	18.2%	↓
Privada	18.1%	21.5%	11.7%	↓
Sistema financiero				
Depositos privados en US\$, % del total	55.8%	56.9%	24.2%	↓
Préstamos privados en US\$, % del total	55.0%	60.7%	18.2%	↓
Estabilidad de precios previa				
Inflación**	5.4%	0.3%	23.2%	↑

Fuente: LCG en base a INDEC, BCRA y estimación propias

* Estimaciones LCG

** Si se excluye del promedio al año 1991 cuyo incremento de precios fue del 171%.

El detalle de las exportaciones

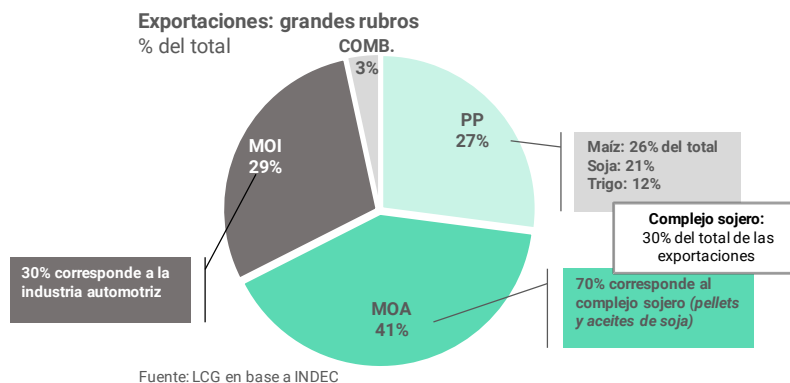
Si queremos crecimiento sostenido, esto es lo que tenemos que monitorear

En términos muy agregados, y siguiendo la clasificación utilizada por el INDEC, **casi el 70% de las exportaciones argentinas se originan en el sector agropecuario: el 27% son Productos Primarios⁵ (PP) y un 40% corresponde a Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), en algunos casos con escaso valor agregado.** La concentración de las exportaciones se mantiene al interior de estos rubros. Casi el 60% de las exportaciones de MOA provienen del complejo sojero (pellets y aceite de soja). Y en el caso de los PP, las exportaciones refieren principalmente a maíz (26%), porotos de soja (21%) y trigo (12%). Dicho de otra forma, **el 41% de nuestras exportaciones totales se concentran en maíz, trigo, soja y sus subproductos. Y sólo el complejo sojero representa nada menor que el 30% de las exportaciones totales.**

El rubro de las MOI no presenta un grado mayor de diversificación. En 2016 los sectores con mayor peso fueron Industria automotriz (30%, básicamente pick ups, utilitarios y automóviles pequeños), Productos químicos y conexos (27%, en donde además casi el 30% son exportaciones de Biodiésel) y Piedras y metales preciosos y sus manufacturas (13%). Conjuntamente sumaron US\$ 12 MM, el 20% de las exportaciones.

En los últimos 10 años las MOI sufrieron un marcado proceso de concentración: los 20 primeros productos industriales exportados MOI pasaron de representar el 58% del total al 73%. La concentración se dio a favor de las exportaciones de camionetas y automóviles, oro, biodiesel y medicamentos. **La concentración puede ser una virtud que consolide nuestras fortalezas, nuestras ventajas; pero puede no serlo si perpetúa una situación de ensamblaje, en las redes de un comercio exterior mayormente deficitario, que no implique innovación, mejoras de procesos o mayor valor agregado.**

⁵ Incluye las exportaciones de cobre, usualmente contadas dentro de los PP. En 2016 sumaron \$ 920 M, 1,7% de las exportaciones totales.

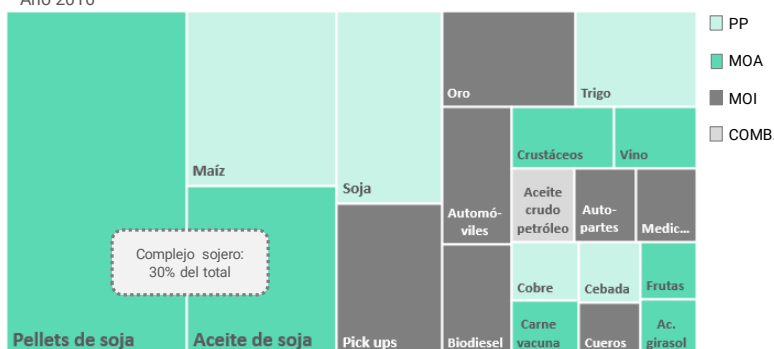


Específicamente, qué productos exportamos

Más allá de los productos vinculados al agro y a las exportaciones automotrices, Argentina le vende al mundo principalmente Oro, Biodiesel, Crustáceos, Vino, Aceite crudo de petróleo, Medicamentos, Cobre, Carne, Cueros y Frutas, entre otros muchos bienes y servicios. Conjuntamente los principales 20 productos exportados⁶ representan el 68% el total de nuestras exportaciones, pero el peso relativo de cada uno es bien distinto.

Exportaciones: 20 principales productos exportados

Año 2016



En líneas generales se trata de mercados que ya existían hace **10 años**. La excepción la presenta el Biodiesel, que comenzó a exportarse en 2012. En 2016 sumó un total de US\$ 1.250 M, poco más

⁶ El análisis se realiza considerando posiciones a 4 dígitos.

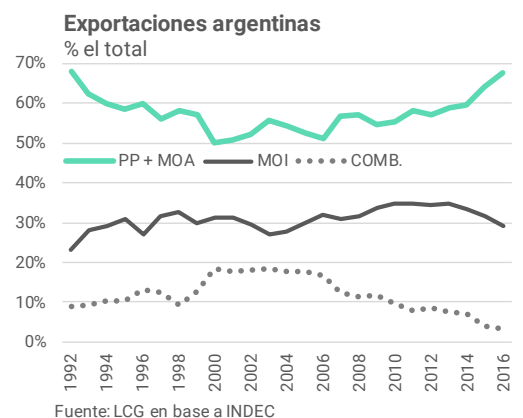
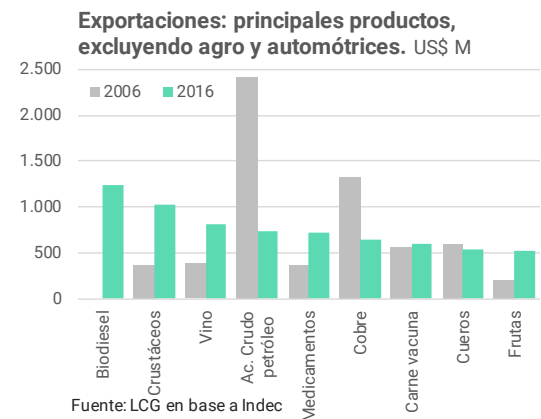
del 2% del total. Se destinó casi de manera exclusiva a EEUU. Entre 2012 y 2014 algunos países de Europa (España, Reino Unido y Países Bajos) eran los principales destinos del Biodiesel argentino, pero cerraron los mercados. Y desde agosto de este año EEUU también bloqueó los envíos de biodiesel argentino⁷, lo que resulta una pésima noticia para nuestro país.

Del resto de los productos seleccionados, la mayoría tuvo un incremento de los montos exportados en la última década. Las ventas externas de Crustáceos y frutas (básicamente maníes) se triplicaron y las de vinos y medicamentos (estos últimos, mayormente de “ensamblaje” de productos del exterior) también se duplicaron. Distintamente, y en línea con las desinversiones en el sector y el aumento de la demanda interna, las exportaciones de Aceite Crudo de Petróleo se redujeron a un tercio del nivel de 2006. Y las exportaciones de cobre, con altibajos a partir de la fluctuación del precio, acumulan una caída de 50%.

Además de las variantes de combustibles (aceite de petróleo y gas), que por los motivos mencionados fueron perdiendo relevancia dentro de las exportaciones, **en los últimos 10 años se destaca la pérdida de mercado para las exportaciones de tubos sin costura, que en 2006 sumaban US\$ 1.100 M (2% del total) y en 2016 apenas US\$ 215 MM (0,4%)**. Las exportaciones de leche sufrieron una dinámica similar, reduciendo en 0,5 pp su (ya reducido) peso en el total de las exportaciones (de 1,1% a 0,6%). Ambos productos estaban dentro de los 20 más relevantes en 2006.

Dinámica de las expo en los últimos años

Las exportaciones de PP y MOA (con la concentración detallada previamente) fueron ganando participación en el total de las exportaciones, producto del *boom* de precios de los *commodities*, pero también por mayores volúmenes exportados a partir de cosechas récords tanto por ampliación del área de producción como por mejoras de productividad a partir de las inversiones realizadas. En suma,



⁷ El Departamento de Comercio de EEUU aplicó aranceles del 70% para el producto argentino como respuesta al proceso de investigación por dumping iniciado en marzo pasado.

las exportaciones asociadas al agro ampliado (PP + MOA) pasaron de representar el 52% del total en 2005-06 a 67% 10 años después.

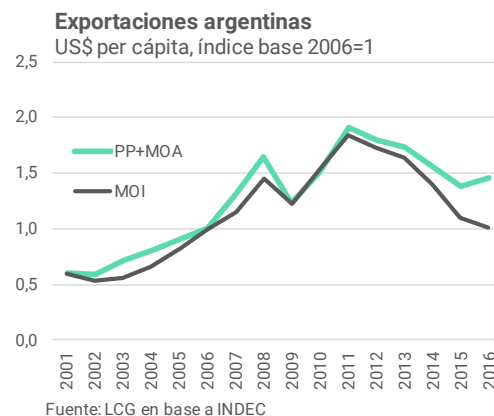
Las exportaciones de combustibles están en el extremo opuesto. Su participación en las exportaciones se redujo de 17% en 2005-06 a sólo 3% en 2016. En este caso una política de precios tope que desincentivó la inversión y las exportaciones del sector fueron determinantes.

Las MOI se mantuvieron en el medio. Ganaron participación hasta 2010 alcanzando el techo de 35% del total (+5 pp en 5 años) y luego cedieron terreno sufriendo una marcada merma en los últimos años. En 2016 cayeron nuevamente por debajo del 30%. Medidas en términos per cápita, hasta 2014, no tuvieron una dinámica muy distinta a la de las exportaciones vinculadas al agro, pero en adelante la brecha se agranda a favor de estas. En efecto, **las MOI igualan el nivel de 10 años atrás: US\$ 392 por persona.**

Una medida de complejidad exportadora: PRODY y EXPY

PRODY y EXPY refieren a dos índices, elaborados por Hausmann, Hwang, and Rodrik (2007)⁸: el primero rankea a cada producto por su "sofisticación" a partir de la riqueza de los países que lo exportan, y el segundo rankea la sofisticación de cada país a partir del promedio ponderado del PRODY de los productos que exporta. La idea central de este análisis es que, *ceteris paribus*, los productos exportados por los países ricos (con un mayor PBI per cápita) cuentan implícitamente con un mayor grado de sofisticación a lo largo de todas sus cadenas productivas (que incluye más contenido tecnológico, productividad, institucionalidad, desarrollo, etc) que terminan reflejándose en la calidad los productos que venden al mundo. El EXPY de cada país, vaticinan los autores, permite pronosticar el desarrollo económico futuro. ¿Cómo está Argentina en esto?

- **En 2016, los 20 productos (medidos a 2 dígitos del nomenclador) con mayor PRODY (ingreso per cápita asociado) representaron**



⁸ Hausmann, Ricardo, Jason Hwang, and Dani Rodrik. 2007. What you export matters. *Journal of Economic Growth* (U.S.) 12, No. 1:1-25.

apenas el 20% del total exportado por argentina. En 2006 esta relación ascendía a 38% asociada fundamentalmente a un mayor peso relativo que en ese entonces todavía tenían las exportaciones de combustibles (con alto Prody⁹) y, aunque en menor medida, también las siderúrgicas¹⁰.

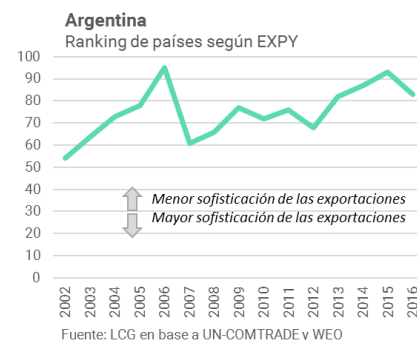
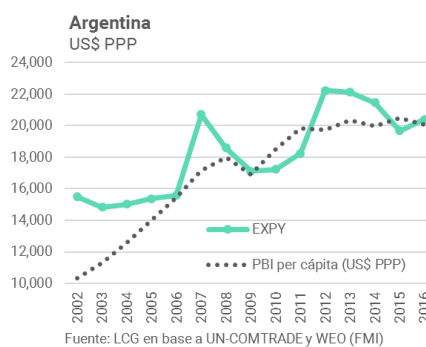
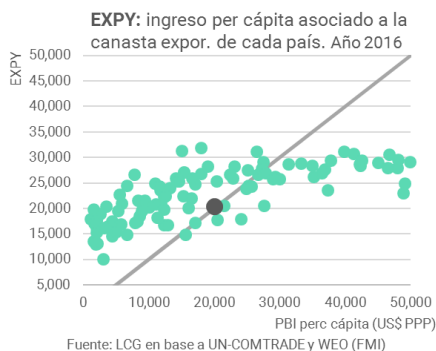
- Los 20 principales productos que en 2016 exportó Argentina (85% del total) ostentan el puesto 57 (promedio ponderado) de un total de 96 en el ranking de los productos según el grado de sofisticación medido por el PRODY. En 2006 tenían el puesto 44.
- El producto con mayor PRODY de las exportaciones argentinas (es decir, que también exportan los países más ricos del mundo) son los productos farmacéuticos (capítulo 30), pero sólo representa el 1,6% de nuestras exportaciones y además no tienen un contenido de desarrollo local importante.
- Distintamente, las exportaciones de cereales y las vinculadas al complejo sojero, que concentran el 46% del total, tienen PRODY mucho más bajo que rankean después del puesto 70.
- Más allá de esto, el grado de sofisticación general de las exportaciones argentinas habría crecido en los últimos 10 años. El EXPY, que mide el ingreso promedio asociado a la canasta exportada por un país, se elevó de US\$ 15.596 en 2006 a US\$ 20.400 en 2016.
- El EXPY tiene un nivel de correlación elevado con el PBI per cápita pero además permite inferir, en la medida que se mantenga por encima del nivel actual del PBI per cápita, la posibilidad de crecer de manera sostenida haciendo el *catch up* con países de mayores ingresos.

• Si bien el EXPY mejoró sensiblemente en Argentina, lo cierto es que se encuentra en línea con nuestro nivel de PBI per cápita, lo que haría suponer que la actual estructura de exportaciones no nos garantizaría un mayor crecimiento.

- Además, en términos relativos al avance del resto de los países, nuestra “sofisticación” de las exportaciones parece ir a un ritmo más lento. En efecto, desde 2008 Argentina volvió a caer en el ranking de países ordenados según su EXPY.

⁹A decir verdad, la metodología de Hausmann et al. tiene múltiples inconvenientes que ya explicaremos, dentro de las cuales está que los combustibles están asociados a los países árabes que, sin ser “complejos”, tienen un muy elevado PBI per cápita.

¹⁰ Las exportaciones de combustibles (capítulo 27) pasaron de representar el 15% de las exportaciones argentinas en 2006 a sólo 2,5% en 2016, y las exportaciones siderúrgicas se redujeron de 2,8% a 0,6% en el mismo período.



Para un análisis de más largo plazo vale analizar los rankings de ECI (*Economic Complexity Index*) elaborado por el MIT, en el cual se observa que Argentina ha ido sistemáticamente cediendo lugares. En el lustro 2011-2016, se ubicó en el puesto 68 (de un total de 124), 8 puestos por debajo de puesto alcanzado en el lustro previo.

A esta altura, tenemos que hacer una aclaración. Esos rankings utilizan como base, precisamente, el cálculo de *prody* y *expy*, que a su vez utilizan la participación de las exportaciones de cada sector en el total. Un ejemplo: si el precio de la soja explota, la participación de las exportaciones de OTROS SECTORES en aquellos países exportadores de soja va a caer significativamente. (¡La famosa "primarización" no es otra cosa que el *boom* de precios de *commodities*!). En consecuencia, esos países van a exportar menos productos desde la lógica de esta metodología. Hausmann et al. intentan corregir esto haciendo un promedio de los precios de los últimos tres años; pero está claro que no es suficiente, sobre todo si el precio de estos *commodities* aumentó de manera permanente. De este modo, se omite mucha información sobre exportaciones que pueden ser significativas pero que pierden luz por el *boom* de precios de *commodities* o de cosechas elevadas. Una alternativa metodológica sería reemplazar esta participación en relación con el comercio mundial por un cociente que mire el PBI real de cada economía, ejercicio que abordaremos en el futuro.

Muchos de estos estudios de complejidad de las exportaciones utilizan bases que sólo presentan el comercio de bienes, no incluyendo a los servicios. Ampliando el análisis, se observa que Argen-

Ranking Argentina

Índice de complejidad económica
Ranking

1966-1970	49
1971-1975	35
1976-1980	52
1981-1985	44
1986-1990	43
1991-1995	56
1996-2000	53
2001-2005	51
2006-2010	60
2011-2015	68

Fuente: LCG en base a MIT.

tina se mantiene rezagada también en este aspecto ya que las exportaciones de servicios representan apenas 2% del PBI, incluso 1 pp por debajo del nivel que tenían en 2010. Como conclusión general, **mencionamos que Argentina y Brasil todavía no se subieron al tren de exportaciones de servicios de gran valor agregado.** Esto los diferencian como países como Chile y Australia, que estando también en puestos bajos en el ranking del ECI (puestos 69 y 71, respectivamente), lo compensan exportando proporcionalmente más servicios.

Destino más diverso de las exportaciones

- 10 países concentran el 53% de nuestras exportaciones y 20 casi 3/4 de las mismas.
- **Brasil es el principal comprador de la Argentina, absorbiendo el 16% de nuestras exportaciones. China y EEUU compiten por el segundo puesto, demandando el 7,7% de las exportaciones cada uno.**
- A raíz básicamente de la significativa caída de las exportaciones de combustibles y energía, varios países perdieron relevancia como destino de nuestras exportaciones. Chile es el caso más extremo, cediendo 5 pp de participación en 10 años: del 9,5% de las exportaciones argentinas en 2006 a sólo el 4,0% en 2016. En este caso las exportaciones de gas y petróleo se redujeron de US\$ 1.840 M a US\$ 110 M en estos 10 años. Algo similar explica la caída en la representatividad de México, Brasil, EEUU, Uruguay y Sudáfrica como destinos de nuestras exportaciones.
- En el caso de México, también cayeron las exportaciones automotrices fundamentalmente para transporte de mercancías y automóviles (-48% y -99%, respectivamente).

Exportaciones de servicios

% PBI	2000	2005	2010	2015	2005-15
Israel	11,6%	12,2%	10,8%	11,9%	-0,3%
Noruega	10,2%	9,0%	9,4%	10,5%	1,5%
Polonia	6,1%	5,1%	6,9%	8,5%	3,4%
Corea	5,6%	5,5%	7,9%	7,5%	1,9%
Canadá	5,4%	4,9%	4,7%	5,1%	0,2%
Sudáfrica	3,7%	4,6%	4,3%	4,7%	0,1%
Chile	5,2%	5,8%	5,1%	4,0%	-1,8%
Australia	5,0%	4,1%	3,7%	4,0%	-0,1%
Argentina	1,6%	3,3%	3,2%	2,2%	-1,1%
Brasil	1,4%	1,8%	1,4%	1,9%	0,1%

Fuente: LCG en base a UN-Comtrade

Exportaciones 2016

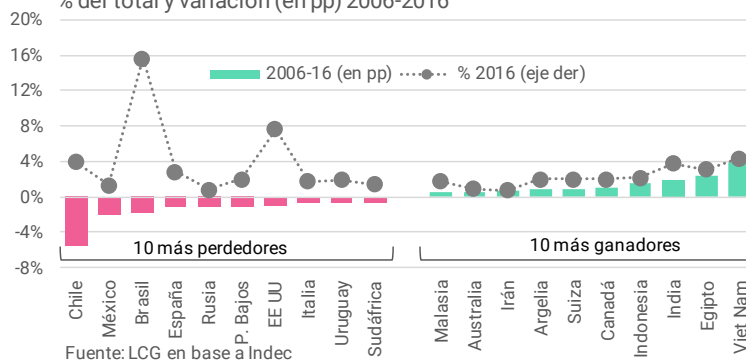
Principales 20 destinos

Rk.	País	%	% acum
1	Brasil	15,6%	15,6%
2	China	7,7%	23,3%
3	EE UU	7,7%	31,0%
4	Viet Nam	4,4%	35,4%
5	Chile	4,0%	39,3%
6	India	3,8%	43,2%
7	Egipto	3,1%	46,3%
8	España	2,8%	49,1%
9	Alemania	2,2%	51,3%
10	Indonesia	2,2%	53,5%
11	P. Bajos	2,0%	55,5%
12	Argelia	2,0%	57,5%
13	Canadá	2,0%	59,5%
14	Suiza	2,0%	61,5%
15	Uruguay	2,0%	63,4%
16	Italia	1,7%	65,2%
17	Malasia	1,7%	66,9%
18	Paraguay	1,7%	68,6%
19	Corea	1,5%	70,1%
20	Perú	1,4%	71,5%

Fuente: LCG en base a INDEC

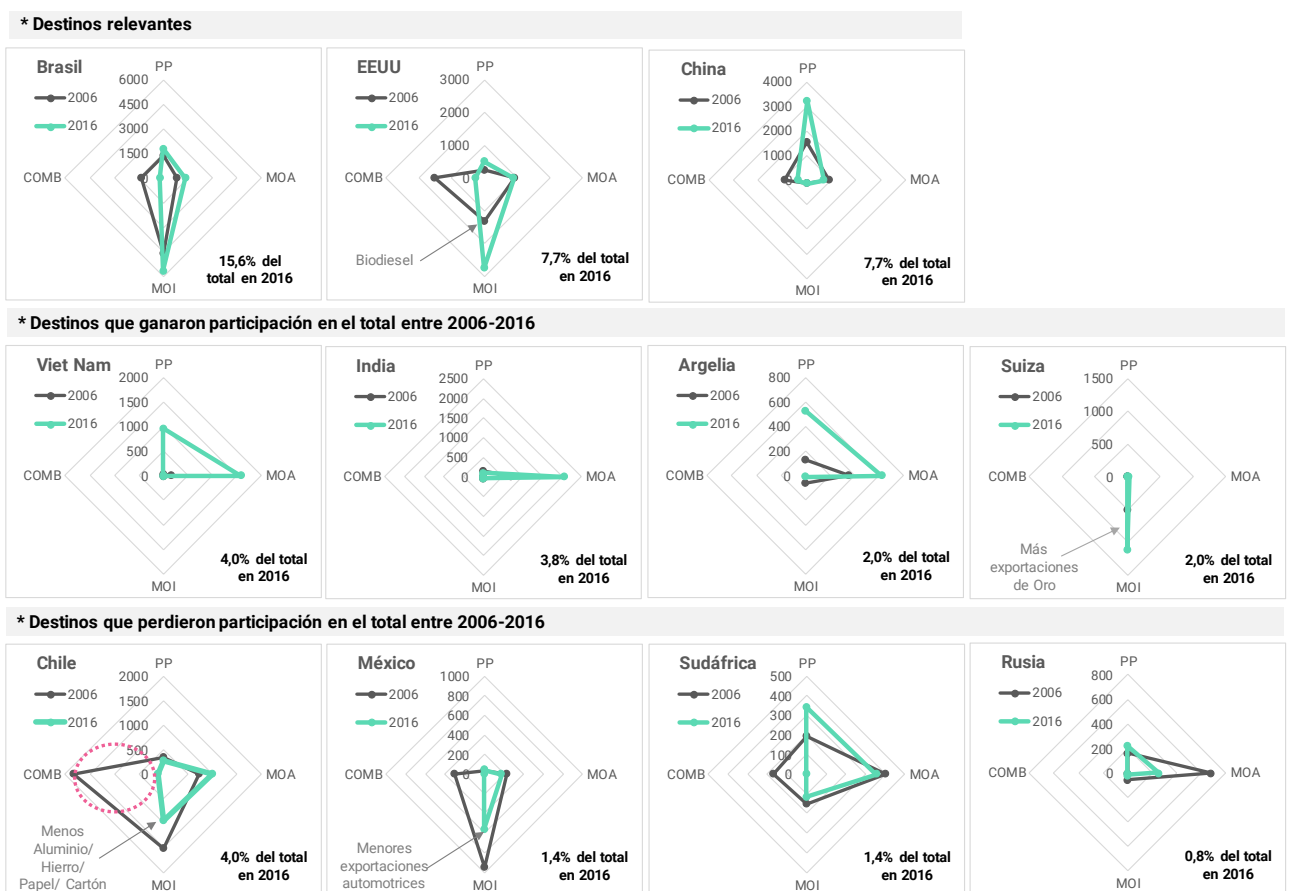
Destino de las exportaciones

% del total y variación (en pp) 2006-2016



Fuente: LCG en base a Indec

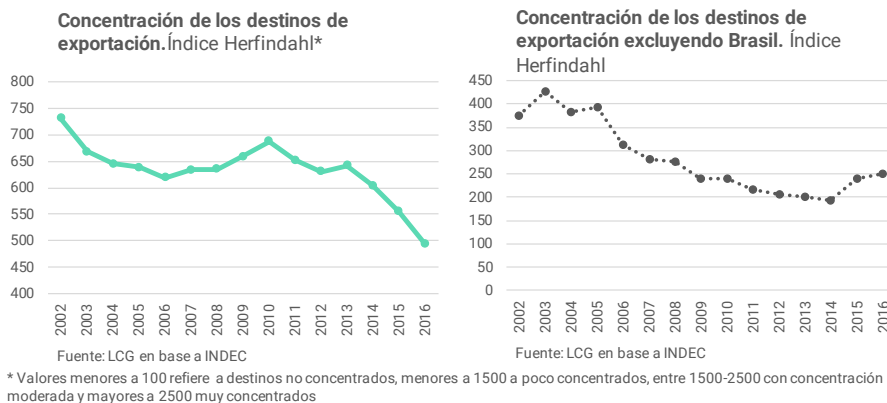
- En el otro extremo, Vietnam y Egipto surgen como dos nuevos mercados, pero a los cuales sólo enviamos PP y MOA (maíz, soja y sus derivados). La India duplicó su participación (pasó de 2% a 4%), a raíz exclusivamente de una mayor demanda de MOA (aceite de soja) y a algo similar ocurrió con Argelia e Irán (2% y 1% del total de las exportaciones en 2016).
- La expansión de los mercados en Canadá, Suiza y Australia responde a mayores envíos del MOI. Más oro a Canadá; más oro y vinos a Suiza; y más pick ups a Australia.



Fuente: LCG en base a INDEC

Más allá de los principales países que ganaron o perdieron participación a lo largo de los últimos 10 años, lo cierto es que los destinos de nuestras exportaciones se fueron atomizando. El índice Herfindahl, que mide el nivel de concentración de un

mercado, indica un **bajo nivel de concentración de los destinos de exportación (H=490 en 2016¹²) y un mayor grado de atomización, ganado particularmente en los últimos 3 años.** Esto podría vincularse directamente al menor peso relativo de Brasil en el total de nuestras exportaciones profundizado a partir de la recesión que afectó su economía desde 2014¹³. Excluyendo a Brasil del análisis, se observa un proceso más acentuado de ampliación de destinos entre 2006 y 2014, que se frenó posteriormente a partir de una concentración (en baja escala) de las exportaciones en EEUU¹⁴, China, Vietnam e India.



El detalle de las importaciones

Estructura y evolución

Las importaciones sumaron US\$ 55,6 MM en 2016, casi un 7% menos que en 2015. Sin embargo, el descenso se explicó por la caída de los precios (-10% ia), dado que las cantidades se incrementaron

¹² Valores menores a 100 refiere a destinos no concentrados, menores a 1500 a poco concentrados, entre 1500-2500 con concentración moderada y mayores a 2500 muy concentrados

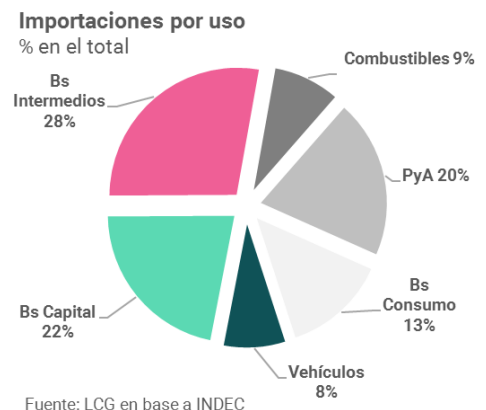
¹³ Además de una menor oferta de combustibles argentina.

¹⁴ Entre 2006 y 2012 EEUU perdió 3,6 pp de participación como destino de las exportaciones argentinas (de 8,6% a 5,0%) pero, en adelante, fue nuevamente ganando representatividad en el total. En 2016 ascendió a 7,7%.

un 4% ia. De todas formas, comparado con el máximo que alcanzaron en 2011, año en que empezaron a implementarse los controles cambiarios y de administración del comercio, las cantidades resultan todavía un 8% inferiores.

En una primera aproximación, resulta útil clasificar a las importaciones a partir de las categorías utilizada por el INDEC. Con datos de 2016, se observa que **el uso de importación con mayor participación son los Bienes intermedios (BI), que representan casi el 28% de las importaciones totales. Le siguen los Bienes de capital (BK), cuya participación es del 22%, y luego Piezas y accesorios para bienes de capital (PyA; 20%), Bienes de consumo (BC; 13%), Combustibles (9%) y Vehículos para el transporte de personas (8%).** Si bien esta desagregación permite ver que 1/5 de las importaciones se destinan a inversión (BK), otro 1/5 al consumo directo de las familias (BC y vehículos) y casi la mitad se incorporan al proceso productivo (BI y PyA), también pueden obtenerse resultados interesantes al desagregar las importaciones por sector.

En este sentido, **el 21% (US\$ 11,6 MM) de las importaciones del 2016 correspondió a la industria automotriz en conjunto, repartidas en mitades entre vehículos terminados¹⁵ y autopartes.** El segundo lugar lo comparten Químicos¹⁶, Electrónica y Combustibles con importaciones equivalentes al 9% del total en cada caso (aproximadamente US\$ 5 MM. Vale decir que estas últimas, llegaron a representar el 17% del total de importaciones en 2014. La pérdida de participación se debe exclusivamente a la caída del precio (-59% entre 2014-2016), dado que las cantidades se mantuvieron invariantes en estos años.

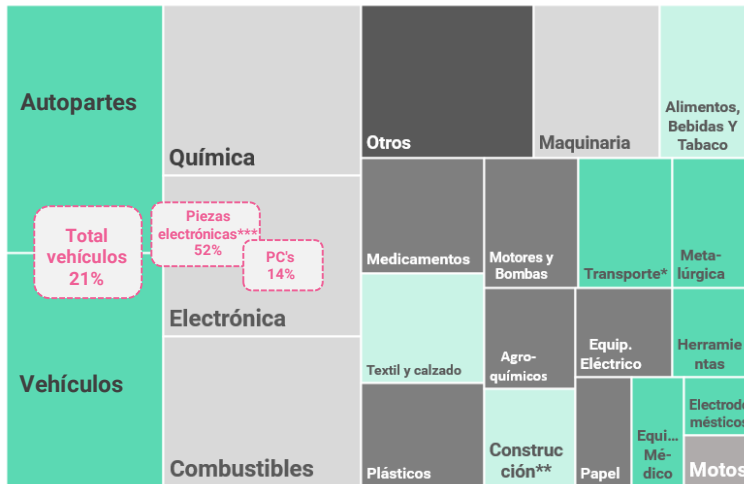


¹⁵ Se consideran todas las posiciones de los capítulos 8703 (vehículos para el transporte de personas detallado por INDEC) y 8704 (Vehículos para el transporte de mercancías) con excepción de las motos. No incluye el resto de las categorías de bienes de transporte: transporte aeronáutico, ferroviario, etc.

¹⁶ Incluye los compuestos químicos orgánicos (cap 29), inorgánicos (cap 28), adhesivos y química de consumo (maquillaje, capilares, etc, que son el 13% de este total).

Importaciones por Sector

Año 2016



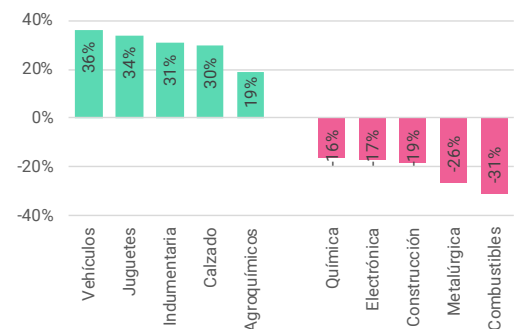
Fuente: LCG en base a INDEC
 * Excepto vehículos de transporte terrestre
 ** Principalmente maquinaria vial y mineral de hierro
 *** Placas madres, circuitos impresos, unidades de memoria, etc

Asimismo, si en vez de la participación en el total se considera la evolución reciente de las importaciones, surgen otros sectores para destacar. Las **importaciones de Vehículos** (para transporte de personas y para transporte de mercancías) son también en este sentido las más relevantes, puesto que **en 2016 tuvieron una suba interanual del 36%**. Sin embargo, lo que más llama la atención es el incremento en las importaciones de **Juguetes (+34% ia)**, **Indumentaria (+31% ia)** y **Calzados (30% ia)**, sobre todo si se tiene en cuenta que se trata de sectores intensivos en mano de obra y que además se destinan directamente al consumo. También se destacan los de **Agroquímicos (19% ia)** y **Maquinaria agrícola (17% ia)**, fundamentalmente tractores de Brasil. Del otro lado, las importaciones que tuvieron mayores bajas fueron aquellas vinculadas con la Industria metalúrgica, Construcción, Electrónica y Química, dinámica asociada al menor nivel de actividad económica. Como ya se mencionó anteriormente, el desplome de las importaciones de Combustibles se debió a menores precios, dado que las cantidades aumentaron un 3% ia.

Cruzando estos datos con los de empleo formal sectorial se observa que **los sectores que afrontaron una mayor competencia surgida de la apertura de las importaciones tuvieron un ajuste del nivel de empleo por encima del promedio**. Estos sectores (medidos en función del incremento de las importaciones) sacrificaron 8.609 puestos de trabajo entre el 4T-15 y el 4T-16 según datos

Importaciones según sector

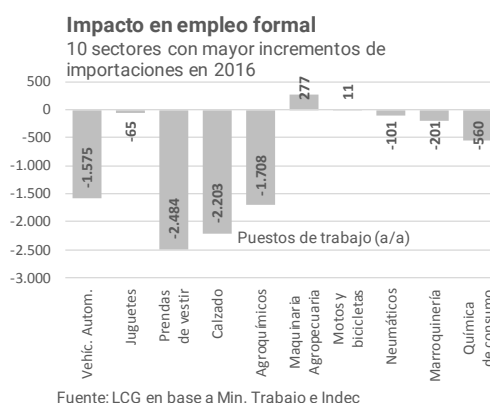
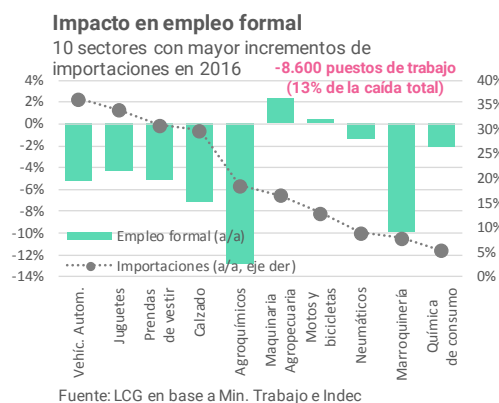
2016. a/a



Fuente: LCG en base a INDEC

del Ministerio de Trabajo. Explicaron por sí solos algo más de 1 de cada 10 puestos de trabajo perdidos durante 2016.

En promedio el empleo privado formal cayó 1% anual en 2016. En el sector agroquímicos la baja fue del 13% (-1.700 puestos) y en el de Marroquinería 10% (-200 puestos). En la fabricación de prendas de vestir y calzado el ajuste fue de 5% y 7% respectivamente, resignando conjuntamente casi 4.700 empleos. El sector automotriz fue otro de los grandes afectados con una baja relativa del 5% que equivale a 1.600 puestos de trabajo. Consideramos que no es fútil remarcar el vínculo entre las dos variables, aun entendiendo que existen otros factores que afectan el empleo.



¿Qué son las importaciones de Bienes de Capital?

Según INDEC en 2016 las importaciones de Bienes de Capital sumaron un total de (US\$ 12,1 MM) registrando un crecimiento relativamente mayor que el del resto. De hecho, respecto a 2012 ganaron 5 pp de participación pasando del 17% al 22% del total importado. El énfasis en el análisis de la importación de bienes de capital radica en el efecto que tiene sobre la inversión y sobre la potencial oferta del sector productivo.

Los datos de 2016 muestran que **el 18% de las importaciones de Bienes de capital se destinan al sector electrónica**. Y al interior de este grupo sobresalen los Switches y routers (26%), Computado-

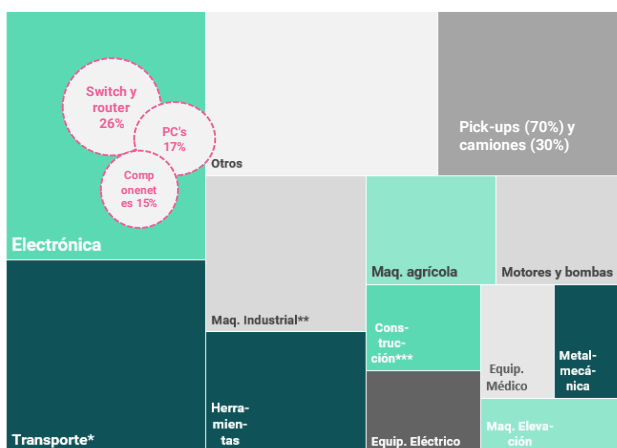
labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

ras y notebooks (17,2%) y distintos componentes y piezas de electrónica (15%; p.e unidades de memoria, placas, circuitos impresos, etc)¹⁷.

En orden de relevancia, le siguen los equipos de transporte (ómnibus, trenes (vagones), aviones) que abarcan otro 15% de las importaciones de bienes de capital y camiones (11%). Las importaciones de maquinarias para uso industrial representan el 9% de los bienes de capital, dentro de las cuales sobresalen la de la industria Alimentaria (25%), Imprenta (21%); Textil (16%) y Química (12%).

Bienes de capital
Año 2016



Fuente: LCG en base a INDEC
* Excepto Vehículos para el transporte de personas y mercancías.
** Maquinaria destinada a industria alimenticia, textil, gráfica, entre otras
*** Palas mecánicas, excavadoras, niveladoras, topadoras, etc

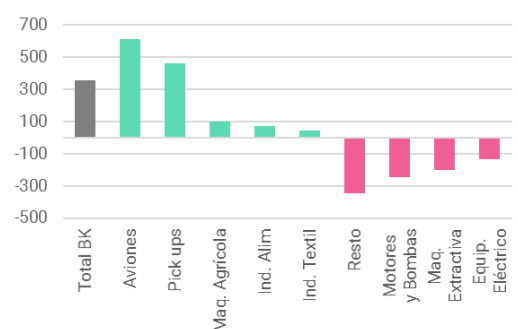
Bienes de Capital
En cantidades. Índice 100=2004



Tras mantenerse estables durante tres años, las importaciones de Bienes de Capital volvieron a cobrar impulso en 2016. Avanzaron 7% ia medidas en cantidades, pero el efecto negativo de los precios (-4% ia) hizo que medidas en dólares, el crecimiento se viera parcialmente neutralizado (+2% ia).

Los resultados no son tan alentadores, sobre todo desde la óptica en que suele asimilarse el crecimiento de los Bienes de Capital con la recuperación de la Inversión. Las pick-ups (+97% ia; +US\$ 460 M) y los aviones (+87% ia; +US\$ 530 M) fueron las importaciones que más aumentaron y las que más contribuyeron al crecimiento de los Bienes de Capital. Las importaciones de maquinaria agrícola también tuvieron una suba significativa (+20% ia) así como también la

Bienes de Capital
Año 2016. a/a



Fuente: LCG en base a INDEC

¹⁷ Si bien en este uso se encuentran contabilizados los celulares, solo representan el 3% del total contado como Bien de Capital.

maquinaria destinada a las industrias de alimentos (+34% ia) y textil (+31% ia). En líneas generales, para el resto de los sectores las importaciones de 2016 resultaron inferiores a las de 2015. Se destacan los descensos en equipos para minería y extracción de petróleo (-70% ia) a pesar de la eliminación de las retenciones-, Motores y Bombas (-29% ia) y Equipamiento eléctrico (-24% ia).

En lo que va de 2017, se observa que Vehículos (pick ups + camiones) mantienen el buen ritmo de crecimiento (+58% ia), pero también puede verse la reactivación de otros sectores. Las importaciones de material ferroviario (vagones + locomotoras) se expandieron 123% en 9M-17. Descontando transporte, el resto de los Bienes de Capital se expande al +20% ia: 1/3 del aumento lo explican las importaciones de Maquinaria agrícola (+80% ia; sobre todo de Brasil); 1/4 corresponde Maquinaria destinada a la construcción (+110% ia) y otro 1/4 a notebooks y celulares (+156% ia y +70% ia respectivamente).

Países proveedores

En 2016 **tres países concentraron más el 55% de los envíos que llegaron al país: Brasil (24%), China (19%) y EEUU (12%)**. Si además se suma el bloque de la Unión Europea ese porcentaje se eleva a casi 3/4 del total. El resto del Mercosur (excluyendo a Brasil) solo participa en el 2% de nuestras importaciones.

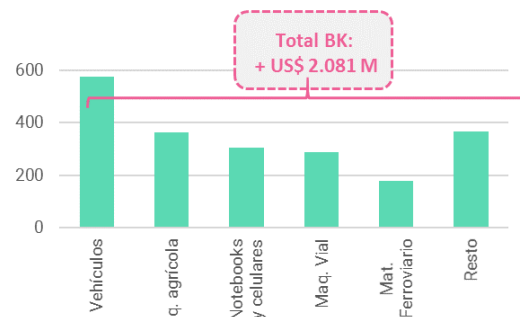
Pero más allá de la foto conviene notar que en los últimos 10 años se produjo una marcada concentración de nuestros proveedores. **China fue ganando participación (+10 pp desde 2006), en detrimento básicamente de Brasil que cedió 10 pp en la última década (de 34% a 24%). Y en efecto, en 2016 llegó a superar a la UE como segundo país de origen de nuestras importaciones.** El triunfo de China sobre Brasil se explica por dos factores: 1) una mayor demanda relativa de productos producidos por China (típicamente electrónica, pero también Calzados y Juguetes), y 2) cierta sustitución de importaciones cuya demanda era satisfecha originalmente con productos de Brasil. Las autopartes son el ejemplo

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
 (5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
 contacto: info@lcg.com.ar

Bienes de Capital

a/a en US\$ M. Acum. 9M-17



Fuente: LCG en Base a INDEC

Importaciones por Origen

% del total

	2006	2011	2016
Brasil	34%	30%	24%
China	9%	14%	19%
EU	17%	16%	18%
EEUU	12%	10%	12%
Resto Asia	9%	8%	10%
Resto LATAM	4%	7%	5%
Resto MERCOSUR	2%	2%	2%
África	1%	1%	1%
Resto	11%	12%	9%
Total	100%	100%	100%

Fuente: LCG en base a INDEC

más claro: entre 2006 y 2016 las importaciones de Brasil aumentaron un 18%, contra un 270% de las importaciones chinas. Esto hizo que Brasil perdiera 8 pp de participación en este mercado, versus un incremento del 5 pp de China. Similar tendencia se observa en indumentaria, textiles y electrodomésticos.

Importaciones de China

% en total importado por sectores

	2006	2016	Dif en pp
Electrónica	24%	65%	41%
Indumentaria	14%	53%	39%
Electrodomésticos	24%	62%	39%
Textil	4%	36%	32%
Juguetes	24%	56%	32%
Publicaciones	6%	33%	28%
Madera Y Muebles	9%	35%	26%
Transporte	0%	26%	25%
Marroquinería	51%	73%	23%
Equipamiento Eléctrico Y Generación	17%	36%	19%
Agroquímicos	2%	18%	16%
Química	7%	21%	14%
Total	9%	19%	10%

Fuente: LCG en base a INDEC

Importaciones de Brasil

% en total importado por sector

	2006	2016	Dif en pp
Indumentaria	39%	5%	-34%
Calzado	62%	32%	-30%
Electrodomésticos	39%	11%	-28%
Textil	50%	22%	-28%
Electrónica	29%	1%	-28%
Construcción	63%	43%	-20%
Alim., beb y tabaco	42%	25%	-18%
Plásticos	44%	30%	-15%
Química	29%	18%	-12%
Madera Y Muebles	30%	19%	-11%
Agroquímicos	16%	5%	-11%
Equipamiento Eléctrico Y Generación	21%	13%	-8%
Total	34%	24%	-10%

Fuente: LCG en base a INDEC

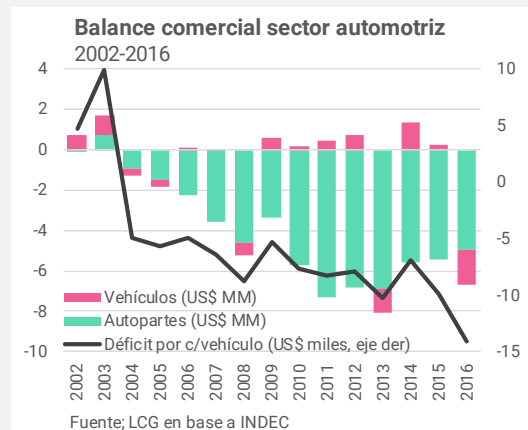
El déficit comercial del Sector Automotriz

El déficit del sector automotriz se triplicó en los últimos 10 años, pasando de un rojo de US\$ 2,2 MM en 2006 a uno de US\$ 6,7 MM en 2016. Equivale a más de dos veces el déficit del sector energético del último año (US\$ 2,8 M). Este resultado surge como consecuencia del fuerte crecimiento que exhibieron las importaciones (+75% en la última década) en paralelo con el magro desempeño de las exportaciones (+9% en el mismo período).

Pero además, hay que considerar que en estos años **la importación de vehículos terminados¹⁸ creció por encima de la importación de autopartes necesarias para producir los automóviles localmente (112% vs 49%)**. En efecto, dentro de las importaciones totales de la industria automotriz, los vehículos terminados representan el 50% del total, 10 pp más que 10 años atrás.

¹⁸ Se consideran todas las posiciones de los capítulos 8703 (vehículos para el transporte de personas detallado por INDEC) y 8704 (Vehículos para el transporte de mercancías) con excepción de las motos. No incluye el resto de las categorías de bienes de transporte: transporte aeronáutico, ferroviario, etc.

Así, el déficit asociado a cada automóvil fabricado en la Argentina se fue profundizando a lo largo de los años. **En 2006 cada auto producido generaba un déficit comercial de casi US\$ 5.000; en 2016 esa cifra escaló a US\$ 14.000 (+184%).**



Anexo (muy técnico) – Estimación alternativa de las importaciones

Incorporamos este anexo sólo para transparentar el cálculo alternativo. Porque apelaremos a una serie de tecnicismos (protocolos habituales del estudio de variables económicas temporales), no recomendamos la lectura de este anexo excepto a quienes ya estén habituados a dichos protocolos. Expondremos de manera resumida los resultados econométricos para el cálculo alternativo del nivel de importaciones para el año 2018 ¹⁹.

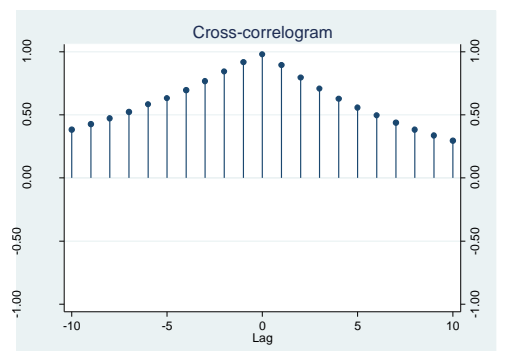
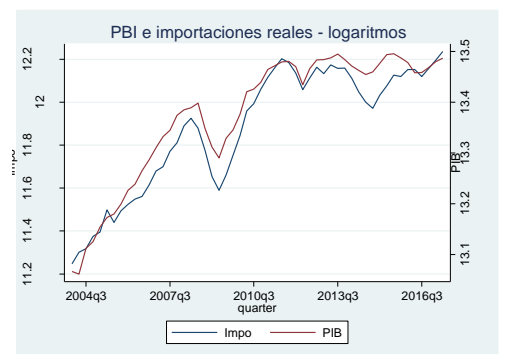
Asumiremos que la relación del nivel de importaciones con el nivel de PBI y el tipo de cambio real es lineal en logaritmos, como habitualmente es aceptado. La ventaja de esta especificación es que los coeficientes estimados determinarán cuál es el porcentaje de variación de las importaciones (medidas en pesos en términos reales) frente a cambios porcentuales del PBI y del tipo de cambio real.

$$\text{Log}M = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LogPBI} + \alpha_2 \text{LogTCR} + \varepsilon$$

todo en términos de tiempo, con frecuencia trimestral, desde el primer trimestre de 2004 al segundo trimestre de 2017. En esta estimación, deliberadamente hemos dejado fuera el período de los 90, crisis y post crisis, considerando que hubo un cambio estructural en la relación entre las variables (además de un cambio metodológico en su cómputo en Cuentas Nacionales), y para estimaciones de corto plazo conviene analizar un período más reciente.

Test de cointegración

Los protocolos de análisis de series de tiempo indican que, para evitar correlaciones espurias, se debe determinar si las tres variables están cointegradas. En primer lugar, las tres variables muestran un orden de integración de orden 1, mostrando raíz unitaria. El test de Dickey Fuller Aumentado (ADF) rechaza la hipótesis nula de raíz unitaria recién en primeras diferencias (las tres variables



¹⁹ Con algunos matices, tomamos como referencia para estas estimaciones los trabajos de Zack y Sotelsek, "Las posibilidades de crecimiento de Argentina a partir de una estimación de sus elasticidades de comercio exterior", 2016, Revista de Ec. Pol. de Bs. As., y de Heymann y Ramos, "La sustentabilidad macroeconómica a mediano plazo", 2003, Cepal Bs. As.

son $I(1)$ ²⁰. Todos los criterios de selección de rezagos (Akaike, Schwarz y Hannan-Quinn) indican que el número necesario de rezagos es 2.

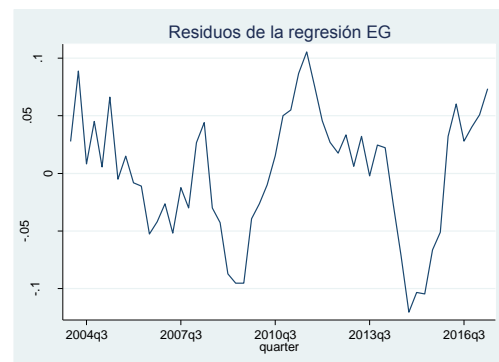
Para el test de cointegración, realizamos en primer lugar una regresión de mínimos cuadrados (metodología Engle-Granger) entre Importaciones como variable dependiente, y PBI y TCR multilateral como regresores (todos en logaritmos)²¹.

Source	SS	df	MS	
Model	4.29367225	2	2.14683613	Number of obs = 54
Residual	.158715047	51	.00311206	F(2, 51) = 689.84
				Prob > F = 0.0000
				R-squared = 0.9644
				Adj R-squared = 0.9630
				Root MSE = .05579
Total	4.4523873	53	.084007308	

LogM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
LogPIB	2.034095	.1008242	20.17	0.000	1.831682 2.236508
LogTCRM	-.1463566	.0520555	-2.81	0.007	-.2508624 -.0418507
_cons	-15.24113	1.372711	-11.10	0.000	-17.99696 -12.4853

Se aprecia una elasticidad respecto al PBI de 2.03, y un valor negativo para el tipo de cambio, como es lógico. Es interesante destacar que la elasticidad ingreso crece a más de 3 cuando la ventana comienza en el año 2007 o en uno posterior. La elasticidad se mantiene en niveles altos incluso en el período de plena vigencia de las DJAI, en parte mostrando una mayor caída de las importaciones en momentos de estancamiento económico.

A continuación, se debe analizar si los residuos de esta regresión son estacionarios, nuevamente a partir de un test ADF. A simple vista, los residuos no tienen una tendencia clara, así como tampoco



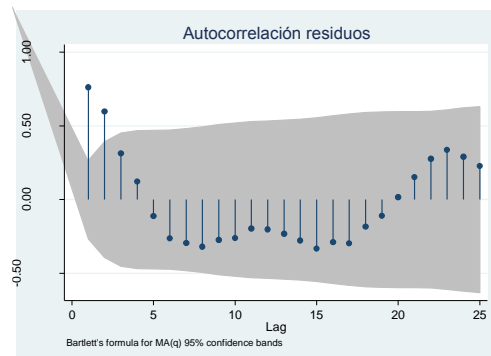
²⁰ El test ADF para dos rezagos se hizo para las tres variables, contemplando i) constante y tendencia, ii) sin constante y con tendencia, iii) con constante y sin tendencia. Para las variables sin diferenciar (en logaritmos), en ningún caso se rechazó el valor crítico al 5%, y sólo una lo hizo al 10%. Para las variables en primeras diferencias, de las nueve alternativas, en siete se superó el valor crítico al 1% y en los dos restantes, se superó el valor correspondiente al 5%.

²¹ Hemos utilizado también distintas especificaciones de tipo de cambio real: con dólar, contra Euro y contra Real brasileño. Afortunadamente, la opción económicamente más sensata (canasta de monedas del mundo ponderada por COMEX - o "multilateral") resultó la más significativa estadísticamente.

su varianza, dando la impresión de que tienen una clara reversión a la media²². Para los tres rezagos que surgen de los criterios de selección, se rechaza la hipótesis de no-cointegración al 1% en el caso de ausencia de constante, y al 5% con constante y tendencia²³.

Estimación de corto plazo – Modelo de corrección de errores

Con los residuos de esta regresión que muestra la relación de largo plazo entre las variables, procedemos a estimar un modelo de corrección de errores para capturar los efectos de corto plazo²⁴.



Source	SS	df	MS	Number of obs =	52
Model	.107068782	6	.017844797	F(6, 45) =	19.46
Residual	.04126282	45	.000916952	Prob > F	= 0.0000
Total	.148331602	51	.002908463	R-squared	= 0.7218
				Adj R-squared	= 0.6847
				Root MSE	= .03028

D.LogM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
LogM					
LD.	-.0616955	.1299487	-0.47	0.637	-.3234256 .2000346
LogPIB					
D1.	1.791791	.2472187	7.25	0.000	1.293867 2.289715
LD.	.9511143	.3343589	2.84	0.007	.277681 1.624548
LogTCRM					
D1.	-.0407116	.0753374	-0.54	0.592	-.1924489 .1110258
LD.	.134908	.0748147	1.80	0.078	-.0157765 .2855926
e					
L1.	-.2078843	.0832853	-2.50	0.016	-.3756296 -.0401391
_cons	-.0024484	.0047818	-0.51	0.611	-.0120794 .0071825

El “término de corrección de error” está dado por el coeficiente de la variable L1.e, y resulta significativo. El resultado muestra que aproximadamente un 20% del desequilibrio respecto de la relación de largo plazo se corrige en cada período.

²² Los indicadores de autocorrelación muestran un muy leve aumento de la varianza, seguramente resultado de tener una muestra chica y de los efectos de una mayor regulación de las importaciones en los últimos años, junto con la posterior desregulación gradual.

²³ Los valores críticos que deben ser utilizados son los de Stock y Watson.

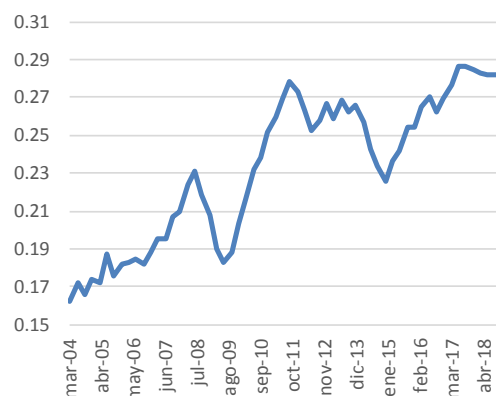
²⁴ Exponemos los resultados utilizando dos rezagos. El coeficiente de corrección y su significatividad no cambian si incorporamos 3 o 4 rezagos.

Una alternativa al modelo en dos etapas de EG (a veces denominada "free-ECM")²⁵ arroja una velocidad de ajuste de 18% en cada período, y elasticidades implícitas un poco más elevadas.

Al segundo trimestre de 2017, el residuo se ubicó en valores positivos, indicando que las importaciones reales se encuentran por arriba de la relación histórica con el PBI y el tipo de cambio real. En los próximos trimestres, entonces, el valor real de las importaciones no sólo dependerá del crecimiento del PBI (estimado en 2,4% para el 2018) y del tipo de cambio real (similar al del 2017) sino que también irá recortando, cada trimestre un 20% aproximadamente, el desequilibrio con la relación histórica. Así, el modelo estima que las importaciones podrían crecer al 2% en el 2018, y al 5,6% real si esta corrección no se verificara durante el año próximo. Crecerían al 8% anual si el "exceso" de importaciones aumentara un 5% cada trimestre.

Hicimos las mismas regresiones pero utilizando las **importaciones nominales en dólares como variable dependiente y el PBI nominal en dólares como variable explicativa**. Claramente, la relación Impo/PBI en términos nominales es más estable porque los precios de las importaciones actúan como estabilizador frente a movimientos del tipo de cambio. Los resultados muestran que están altamente cointegradas aunque con bondad de ajuste levemente inferior. El pronóstico muestra que las importaciones podrían crecer entre 9 y 10% en el 2018 en términos reales si asumimos que el precio de las importaciones crece de la misma manera que el conjunto de precios de la economía. El porcentaje es mayor porque en este caso el residuo en el último período es negativo y la corrección de errores, positiva. Nuestro escenario base contempla, por ende, un punto intermedio entre los dos pronósticos para 2018, pero más cercana a la estimación "nominal".

Importaciones reales % PBI - en logaritmos - con corrección de errores de 20% trimestral



Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

²⁵ Véase Kremers, Ericsson y Dolado, "The power of cointegration tests", 1992.