

Informe económico de coyuntura

N°02 - Abril 2024



Sistémica

Asesoramiento estratégico
y gestión para el desarrollo

Director Federico Poli

Informe económico de coyuntura – N°02 abril 2024

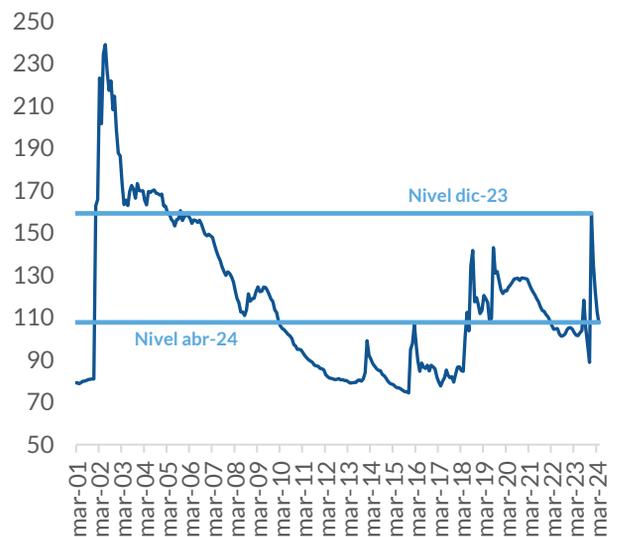
Los precios relativos en la mira: ¿el reacomodamiento es sostenible?

La preocupación por los precios relativos viene aumentando en el debate económico. Esto se debe a que una de las primeras medidas del nuevo Gobierno fue la del aumento discreto del tipo de cambio. Desde una situación de excesiva vulnerabilidad externa y cambiaria (reservas internacionales netas negativas, acumulación de deuda comercial y elevada brecha cambiaria), el dólar oficial aumentó 118% en un solo día¹, la devaluación de la moneda más pronunciada desde la salida de la Convertibilidad. En términos reales, se llevó al tipo de cambio real al valor más alto desde principios de 2003.

En lo inmediato, esto implicó un fuerte aumento de la competitividad cambiaria. Sin embargo, el posterior traslado a precios de la devaluación sobre los bienes transables, junto con la liberación de shock desordenada de todos los precios de la economía (incluidos los de mercados regulados y semiregulados, como combustibles y medicina privada) y la estrategia de sostener la cotización oficial en un corredor de 2% mensual, están determinando el ingreso de la economía en un sendero de apreciación cambiaria. Además de ser perjudicial para el sector transable, esta apreciación puede condicionar la sostenibilidad macroeconómica, como ocurrió en episodios del pasado reciente.

Es cierto que la estrategia del crawling peg al 2% mensual está siendo efectiva para un sendero de desinflación (el índice de precios al consumidor cayó desde el 25,5% de diciembre a 11% en marzo, el valor más bajo desde el mes de octubre), sin embargo, la tasa de inflación acumulada entre diciembre y abril es del 90%.

Índice de tipo de cambio real-17.12.2015=100.



Fuente: BCRA

Esto implica que el tipo de cambio real ya consumió un 75% de la ganancia de competitividad del 13 de diciembre. Hacia mediados de abril, el tipo de cambio real se ubica apenas en un nivel un 5% por encima del promedio de los últimos dos años y, dada la inflación proyectada, se estima que en pocos meses entrará en un sendero de fuerte apreciación, alcanzando los valores más bajos desde fines de 2015, que fueron comparables a los de fines de la Convertibilidad.

En términos macroeconómicos, la apreciación es riesgosa porque trae aparejada un deterioro de la cuenta corriente, al abaratar las importaciones y encarecer las exportaciones locales. Economistas de diversas corrientes ya están alertando sobre este asunto, acusando recibo de las lecciones del pasado.

¹ Pasó de \$USD 367 el 12 de diciembre a \$/USD 800 el 13 de diciembre

Tanto la Convertibilidad como la salida del cepo de 2015 se dieron con fuertes apreciaciones cambiarias que, más tarde o más temprano, terminaron por agotar esos modelos. En el primer caso, se abandonó la Convertibilidad con una profunda crisis económica y, en el segundo, se tuvo que restablecer los controles cambiarios (en ambos casos, el agotamiento se produjo a pesar de que se contó con financiamiento del FMI para contener o revertir la situación).

Frente a esta coyuntura se abre el interrogante sobre si habrá una nueva devaluación con un shock adicional sobre precios o si se consolidará el régimen de apreciación cambiaria (sostenido a partir de la mejora del balance de divisas que supone la caída de la actividad junto con alguna entrada adicional de divisas por la cuenta financiera). Entendemos que la posibilidad de este último escenario podría darse solo durante un período de tiempo acotado por las restricciones financieras externas que enfrenta nuestro país y el sostenimiento de una recesión de esta magnitud.

La Argentina es una economía endeudada con el resto del mundo con restricción al financiamiento, que precisa de un tipo de cambio real alto para generar saldos de cuenta corriente y así servir el pago de intereses y de capital adeudados. Por eso, consideramos que el desalineamiento cambiario es el talón de Aquiles del modelo en curso.

En cualquiera de las dos situaciones, el monitoreo de los precios relativos y la estructura de costos será clave para el desempeño de la industria y el sector productivo transable. Para la producción, las perspectivas de apreciación cambiaria no son otra cosa que un aumento de los costos en dólares. Si se consolida un modelo de apertura comercial, los costos altos para la producción (o tipo de cambio atrasado) serán un factor que limite el potencial productivo local y la demanda de empleo.

Precios y dólar- Variación acumulada marzo de 2024 versus noviembre de 2023



Fuente: INDE y BCRAC

Pass Through episodios de devaluación

Episodio	Periodo	Var % Dólar	Var % IPC	Precios/ Dólar
2002	Anual	236,6%	41%	17%
2009	Anual	9,9%	15%	148%
2014	Anual	31,2%	36%	117%
2016	Anual*	63,5%	39%	62%
2018	Anual	101,4%	48%	47%
2019	Anual	58,4%	54%	92%
ago-23	Cuatrimstral**	31,0%	55%	177%
dic-23	Cuatrimstral**	137,8%	90%	65%

*Se toma la variación acumulada entre nov-15 y nov-16

** Se toma la variación acumulada entre el mes previo a la devaluación y los 3 meses posteriores

Fuente: INDEC, BCRA y consultoras

La estructura productiva frente al cambio de los precios relativos

Frente a los fuertes cambios en los precios relativos, es importante tener en cuenta que los impactos pueden ser muy distintos a lo largo de todo el aparato productivo, dada la intensidad que tiene cada componente en la estructura de costos de cada sector.

Si bien existen distintos indicadores que analizan los costos industriales, es vital ver cómo impacta esto de manera distinta a nivel intraindustrial. En forma estilizada, identificamos 4 grupos de sectores. Para esa clasificación se partió de distintas taxonomías sectoriales que clasifican a las ramas industriales en función de la intensidad de uso de los factores productivos: (i) Intensivos en recursos naturales, (ii) Intensivos en mano de obra, (iii) intensivos en bienes intermedios industriales, (iii) intensivos en Ingeniería avanzada. Es importante tener en cuenta que también hay industrias electrointensivas. Si bien no serán analizadas como un sector independiente, porque no llega a ser el principal factor de producción, es importante tener en cuenta su mayor incidencia en determinadas actividades.

Desde esa clasificación, se construyó un indicador que mide la evolución de los principales componentes que inciden sobre la estructura de producción de la industria manufacturera. Este índice presenta la ventaja de poder analizar de manera sintética los principales componentes (materias primas, energía, insumos industriales, piezas y accesorios y mano de obra) de cada una de las ramas productivas, su evolución histórica y sus cambios frente a shocks de precios relativos. Los detalles de construcción del índice se encuentran en el Anexo Metodológico.

En un análisis de más corto plazo, el índice muestra que la devaluación fue acompañada de una fuerte suba de los costos energéticos y de los insumos importados. En cambio, el menor aumento del costo salarial y de las materias primas (por la estabilidad de los precios internacionales) están, por ahora, actuando como contrapeso. Medidos en dólares, los costos promedio de la industria, que habían caído un 15% en diciembre, ya aumentaron un 10% en el primer trimestre del año, por lo que solo están un 7% por debajo de los niveles previos, y con fuertes presiones al alza en los componentes.

Por ramas de la industria, los costos acumulan mayores caídas en los sectores intensivos en mano de obra (como confección, calzado, edición e impresión entre otros) y en recursos naturales (alimentos y bebidas, productos textiles, refinación de petróleo, entre otros) mientras que la situación en los sectores intensivos en insumos industriales (papel, químicos, caucho y plástico y siderurgia) y en ingeniería industrial es más compleja (metalmecánica, electrónicos y automotor), con caídas de solo el 4%.

Incidencia de los precios relativos en la producción industrial - variación % en dólares

Desde	Hasta	Costos Industriales Totales	Intensivos en RRNN	Intensivos en Mano de Obra	Intensivos en insumos industriales	Intensivos en Ingeniería
nov-23	dic-23	-15,3%	-14%	-20%	-15%	-13%
dic-23	mar-24	9,6%	5%	13%	13%	11%
nov-23	mar-24	-7,2%	-9%	-10%	-4%	-4%

Fuente: Sistémica en base a INDEC y BCRA

En una visión de mediano plazo, los costos industriales se ubican todavía un 10% por debajo del promedio del último gobierno. Sin embargo, la suba que se espera para los costos, junto con el desarme de herramientas de protección comercial, enciende una señal de alarma en este frente. Es relevante observar que ya se ubican por encima de los vigentes en el período 2003-2007, cuando la economía argentina transitó un proceso virtuoso de crecimiento económico con superávits gemelos.

La serie de largo plazo permite establecer una base de referencia a partir de la cual los costos comienzan a limitar la rentabilidad y la producción industrial. Si se toma como referencia el año 2006 (año en el que todavía había superávits gemelos, la industria ya estaba operando con mayor utilización de la capacidad instalada, la pobreza ya había caído notablemente después de la crisis, y todavía no había impacto pleno del shock de materias primas) encontramos que los precios actuales determinan una estructura de costos que se ubica un 2% debajo de ese nivel (y en un rango de -13% y +2% dependiendo del tipo de industria que se trate). Una estrategia de apreciación cambiaría con este nivel de costos conducirá a un fuerte aumento de precios en dólares.

Adicionalmente a la estructura de costos, variables como la apertura comercial y la caída del mercado interno afectarán los ingresos de los sectores productores de bienes transables y, por lo tanto, su rentabilidad. La posibilidad de absorber la suba de costos en dólares va a depender de cuán afectado se vea cada sector por estas dimensiones (cuán fuerte sea la presión importadora y cuánto caigan sus ventas) y de si logra llevar adelante estrategias para mejorar la competitividad por otras vías (como mejoras de productividad).

Índice de costos industriales – en dólares constantes base 2004=100



Fuente: Sistémica en base a INDEC, BCRA y consultoras

Incidencia de los factores de producción en la industria – participación en % por tipo de sector (año base 2004)

Sectores	Recursos naturales	Mano de obra	Insumos industriales	Energía	Bienes de capital y sus partes	TOTAL
Total Industria	23%	13%	53%	3%	7%	100%
Intensivos en RRNN	53%	11%	32%	3%	1%	100%
Intensivos en Mano de Obra	4%	21%	70%	1%	3%	100%
Intensivos en insumos industriales	6%	11%	75%	5%	3%	100%
Intensivos en ingeniería	0%	13%	42%	1%	44%	100%

Fuente: Sistémica en base a INDEC y BCRA

Tablero Económico

ACTIVIDAD	Unidad	Fuente	Fecha	Nivel	Variación anual	Variación acumulada anual
Actividad Económica (EMAE)	2004=100	INDEC	ene-24	140,5	-4,3%	-4,3%
Construcción (ISAC)	2004=100	INDEC	feb-24	144,3	-24,6%	-23,1%
Industria (IPI)	2004=100	INDEC	feb-24	115,0	-9,9%	-11,1%

EMPLEO	Unidad	Fuente	Fecha	Nivel	Variación anual	Variación acumulada anual
Empleo Registrado Asalariados Privados Registrados	Millones de Personas	Sec TEySS	ene-24	13,37	2,0%	-
		Sec TEySS	ene-24	6,37	0,5%	-
Desocupación	En % de PEA	INDEC	IV 2023	5,7	-0,6	-
Índice de Salarios Total	Real dic-17=100	INDEC	ene-24	61,1	-20,7%	-
Índice de Salarios Priv. Reg.	Real dic-17=100	INDEC	ene-24	71,0	-13,9%	-

COMERCIO EXTERIOR	Unidad	Fuente	Fecha	Nivel	Variación anual	Variación acumulada anual
Exportaciones	Millones de U\$S	INDEC	mar-24	6.394	11,5%	9,0%
Importaciones	Millones de U\$S	INDEC	mar-24	4.335	-36,7%	-24,2%
Saldo Comercial	Millones de U\$S	INDEC	mar-24	2.059	3.170	5.596

MERCADO DE CAMBIOS	Unidad	Fuente	Fecha	Nivel	Variación mensual	Variación anual
Reservas Internacionales	Millones de U\$S	BCRA	17-abr-24	29.471	1.295	-7.260
Tipo de Cambio Oficial	\$/USD	BCRA	17-abr-24	869	2%	301%
Precios	dic-16 =100	INDEC	mar-24	5.357	11%	288%
Tipo de Cambio Real	17-12-15=100	BCRA	22-abr-24	107	-7%	5%

FISCAL	Unidad	Fuente	Fecha	Nivel	Variación anual	Variación acumulada anual
Ingresos Totales	Variación real	Min Econ	mar-24	-	-9%	-5%
Gastos Primarios	Variación real	Min Econ	mar-24	-	-29%	-35%
Resultado Primario	En % del PBI	Min Econ	mar-24	0,6%	-	-
Resultado Financiero	En % del PBI	Min Econ	mar-24	0,2%	-	-

Anexo Metodológico

Se elaboró un índice con el objetivo de sintetizar en un indicador la evolución de los principales factores de los costos industriales. Los componentes fueron determinados en base a distintas taxonomías sectoriales que clasifican a las ramas industriales en función de la intensidad de uso de los factores productivos, entre las que se destaca la de Jorge Katz y Giovanni Stumpo para la CEPAL[1]. En el siguiente cuadro, se compara la clasificación de estos autores con la de Sistémica, que adapta la clasificación de algunas ramas y agrega una nueva categoría a la intensidad de uso factorial, teniendo en cuenta el peso en los costos que tienen estos elementos en la estructura de la industria nacional.

CIU	Rama de actividad	Katz y Stumpo (2001)	Sistémica
15	Alimentos y bebidas		Intensivos en RRNN
16	Tabaco		Intensivos en RRNN
17	Productos textiles	Intensivos en mano de obra	Intensivos en RRNN
18	Confecciones		Intensivos en mano de obra
19	Cuero y calzado		Intensivos en mano de obra
20	Madera		Intensivos en RRNN
21	Papel	Intensivos en RRNN	Intensivos en insumos industriales
22	Edición e impresión		Intensivos en mano de obra
23	Productos de petróleo		Intensivos en RRNN
24	Productos químicos	Intensivos en RRNN	Intensivos en insumos industriales
25	Productos de caucho y plástico	Intensivos en RRNN	Intensivos en insumos industriales
26	Otros minerales no metálicos		Intensivos en RRNN
27	Metales comunes	Intensivos en ingeniería	Intensivos en insumos industriales
28	Otros productos de metal	Intensivos en ingeniería	Intensivos en mano de obra
29	Maquinaria y equipo		Intensivos en ingeniería
30	Maquinaria de oficina		Intensivos en ingeniería
31	Aparatos eléctricos		Intensivos en ingeniería
32	Radio y televisión		Intensivos en ingeniería
33	Instrumentos médicos		Intensivos en ingeniería
34	Automotores		Intensivos en ingeniería
35	Otros equipo de transporte		Intensivos en ingeniería
36	Muebles		Intensivos en mano de obra

Los componentes que contempla el indicador son:

- Uso de recursos naturales: se toman los costos vinculados a materias primas.
- Costo de mano de obra: se considera la evolución de los salarios formales del sector privado registrado.
- Costo de la energía: se sigue la incidencia y evolución de los precios de la energía eléctrica.
- Utilización de insumos de origen industrial: se incorpora como novedad la consideración del peso de los bienes intermedios provenientes de distintos sectores industriales, debido a que muchas ramas productivas cuentan con una alta proporción de insumos industriales transables en su estructura de costos. De hecho, las variaciones en el tipo de cambio suelen impactar principalmente sobre este elemento de la función de producción de las empresas locales.
- Ingeniería avanzada y bienes de capital: se toma en cuenta el peso y la evolución de los costos de las partes y componentes que son conocimiento-intensivos, las cuales, en algunos casos, son mayoritariamente importadas.

¹ Katz, Jorge, y Giovanni Stumpo. Regímenes competitivos sectoriales, productividad y competitividad internacional. CEPAL, 2001.

Para la construcción del indicador, se utilizó como base la estructura de costos relativos de la industria revelada por los Cuadros de Oferta y Utilización del INDEC del año 2004. De ésta se obtuvieron las ponderaciones para los componentes de recursos naturales, insumos industriales, bienes de capital y energía. En cuanto a la mano de obra, se tomaron las remuneraciones y el nivel de empleo informados por el Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial de la Secretaría de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, ajustados por la proporción de trabajo no registrado en las distintas ramas industriales que provienen de cálculos en base a la Encuesta Permanente de Hogares.

A partir de esta construcción, surge la siguiente ponderación para los distintos sectores según su clasificación. Se considera que hay intensidad en un factor a nivel sectorial cuando éste supera a la proporción que representa en el total de la industria manufacturera [2].

² Este fue el criterio para definir los sectores intensivos en mano de obra, aunque los mismos tengan mucho peso también de los insumos industriales.



Sistémica
Asesoramiento estratégico
y gestión para el desarrollo



Florida 375 2° PISO A
CABA, Argentina CP1005



contacto@spd.com.ar



spd.com.ar