

Argentina: moderación del crecimiento

1. SITUACIÓN ECONÓMICA

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Este año ha sido de crecimiento para la Argentina, como resume el aumento del 4,2% en la medición interanual del PIB por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) del tercer trimestre. Sin embargo, las tasas de crecimiento han comenzado a menguar luego de la elección legislativa de fines de octubre. A continuación, se presentan las variables más relevantes.

Tabla 1: Indicadores de actividad económica.

Indicador	Fecha de referencia del indicador	Fuente	Variación Interanual
PIB	3er trimestre	INDEC	4,2%
Estimador Mensual de Actividad Económica	Octubre	INDEC	5,2%
Estimador Mensual Industrial	Noviembre/Octubre	INDEC	3,5% / 4,4%
Utilización de la capacidad instalada	Septiembre	INDEC	3,8%
I.S. de la Actividad de la Construcción	Noviembre/Octubre	INDEC	21,6% / 25,3%
Escrituras en CABA	Acumulado a Sept.	Colegio de Escribanos	43,9%
Escrituras con hipoteca	Acumulado a Sept.	Colegio de Escribanos	163,0%
Despachos de cemento	Noviembre	Asoc. Fabricantes de Cemento	15,4%
Índice General de Actividad	Noviembre/Octubre	Ferrerres y Asoc.	4,6% / 6,3%
Índice de Producción Industrial	Noviembre/Octubre	FIEL	0,8% / 2,7%
Índice de Producción Industrial	Noviembre/Octubre	Ferrerres	2,7% / 4,1%
Producción automotriz	Noviembre/Octubre	Asoc. Fábricas Automotores	-3,7% / 15,9%
Exportación de Vehículos	Noviembre/Octubre	Asoc. Fábricas Automotores	-11,2% / 51,7%
Ventas en supermercados (en pesos reales)	Acumulado Abril/Oct.	INDEC	-0,6%
Ventas en centros de compras (en pesos reales)	Acumulado Abril/Oct..	INDEC	-1,3%
Índice Líder	Noviembre/Octubre	CIF - UTDT	18,0% / 19,9%
Índice de Confianza del Consumidor	Diciembre	CIF - UTDT	-2,9%

Se observa un crecimiento general de la economía, marcado por las mediciones del PIB y el Estimador Mensual de Actividad Económica; que ha sido impulsado por el sector de la construcción (gracias a la gran inversión pública en este sector) y el sector inmobiliario (debido al gran aumento de la demanda que, en parte, se explica por la gran difusión de los créditos inmobiliarios ajustables por inflación).

No obstante, si observamos con cuidado los indicadores que han reportado datos después de las elecciones de octubre, identificamos una reducción en las tasas de crecimiento. Siempre teniendo en cuenta variaciones interanuales, los incrementos en noviembre han sido menores que en las mediciones entre agosto y octubre. Es más, si se tienen en cuenta el Índice General de Actividad de la consultora Ferreres, y los Índices de Producción Industrial de las consultoras Ferreres y FIEL, el crecimiento de noviembre es el menor de todo el semestre. Este fenómeno en parte está explicado porque la economía tocó piso en el tercer trimestre de 2016 y desde entonces se ha venido recuperando. De modo que el valor inicial para las comparaciones interanuales es superior cuanto más nos acercamos a fin de año. Como número saliente también está el empeoramiento del Índice de Confianza del Consumidor del Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella (CIF – UTDT), que registró en diciembre una caída mensual de 15,5% (la mayor desde febrero de 2016) y una caída interanual de 2,9%, mostrando que los consumidores están sintiendo este enfriamiento.

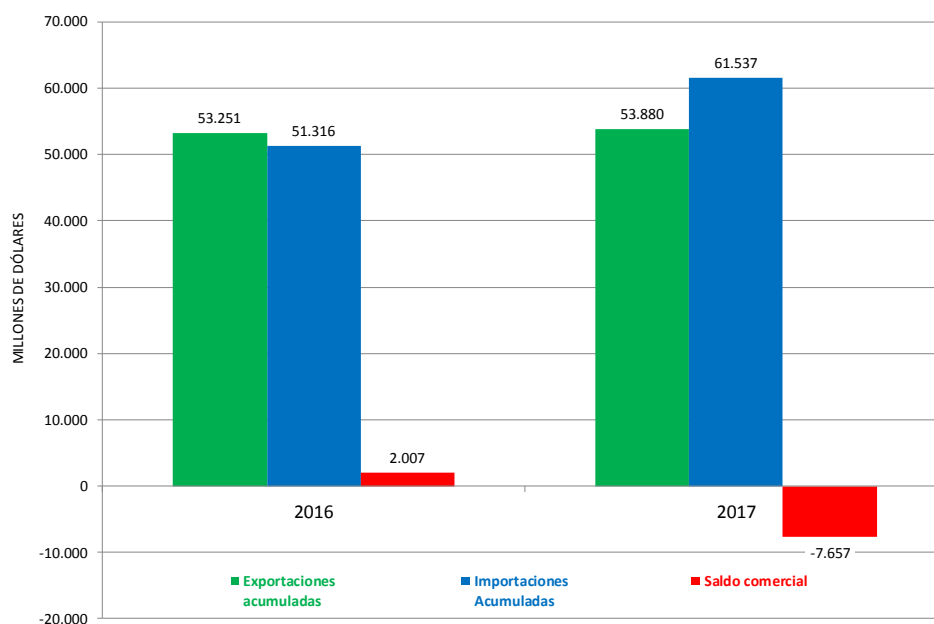
SECTOR EXTERNO

El INDEC publicó datos del Intercambio Comercial Argentino (ICA) hasta el mes de noviembre. Si consideramos los primeros once meses de 2017 completos, las exportaciones acumuladas suman 53.880 millones de dólares, lo que representa un aumento del 1,2% respecto a 2016. A su vez, las importaciones acumularon 61.537 millones de dólares, mostrando una subida del 19,9% respecto al año anterior. La subida en las exportaciones en el 2017 se explica por la baja interanual de 0,6% de las cantidades exportadas, compensada por el ascenso de 1,5% en los precios. La variación en las importaciones, por otro lado, puede explicarse por la suba de 5,5% de los precios y por el aumento de 11,4% en las cantidades. Dado esto, el saldo comercial en estos ocho meses exhibe un déficit de 7.657 millones de dólares en comparación con el superávit de 2.007 millones en la misma fecha en 2016 (gráfico 1).

Si uno observa los rubros dentro de exportaciones e importaciones vuelve a identificar este patrón de crecimiento durante el año, aunque con un enfriamiento durante los últimos meses. Por ejemplo, la importación en bienes de capital aumentó 25,5%, lo cual mostraría una mayor disposición a realizar inversiones en el país. Lo mismo sucede con el aumento del 44,6% de importaciones de vehículos, que refleja más disposición de personas de comprar bienes durables o de empresas de invertir en su flota vehicular. No obstante, si se ven los datos mensuales, rubros como las exportaciones totales o las importaciones en bienes de capital muestran sus mínimos del semestre en noviembre, en concordancia con lo mencionado en el apartado de actividad económica.

Gráfico 2:

Exportaciones, importaciones y saldo comercial en los primeros once meses de 2016 y 2017



Fuente: INDEC

Cabe decir que el año 2017 ha sido un año muy importante para Brasil, uno de los países que más impacto tiene en la economía y el comercio argentino. Si bien el contexto jurídico y político ha sido turbulento, las expectativas económicas y financieras han mostrado mejoras. El leve crecimiento de su economía (con tres trimestres consecutivos de crecimiento económico) ha estado acompañado de la apreciación del real, una considerable caída del riesgo país, una inflación baja y un índice bursátil marcando récords históricos. Todo apunta a que la economía brasilera consolide un año de crecimiento de aproximadamente un 1% y empiece a salir de la recesión que la viene afectando desde 2014. Esta situación es favorable para Argentina ya que Brasil está dejando de ser un factor negativo como fue en 2016 y pasa a potenciar el crecimiento argentino. Si mejora su consumo y aumenta las importaciones, debería colaborar con la reducción del déficit comercial argentino actual.

FINANZAS PÚBLICAS

Los datos de los primeros nueve meses del año muestran que se sobrecumplieron las metas trimestrales que se había propuesto el ministerio. La meta de déficit acumulada en este período era de 329.030 millones de pesos¹, aproximadamente un 3,2% del PIB, y resultó ser de 222.379 millones de pesos, cerca del 2,2% del PIB. A su vez, los datos del último trimestre siguen esta misma línea y todo parecería indicar que no habría sobresaltos en el cumplimiento de la meta anual. Esto se debe a que, transcurridos ya tres cuartos del año, el déficit primario acumulado alcanzó solo el 69% de la meta anual.

¹ Tipo de cambio peso (AR\$)-Dólar (US\$) promedio en diciembre de 2017: 17,70 AR\$/US\$.

En este sentido, en el acumulado hasta noviembre, los ingresos crecieron a un ritmo de 30% interanual (i.a.) mientras que los gastos primarios lo hicieron al 25%. Entre los ingresos, los tributarios aumentaron al 28% i.a. mientras que otros ingresos (recursos correspondientes a transferencias corrientes e ingresos no tributarios) se incrementaron un 52% i.a. En relación con los gastos, lo que más ha aumentado son los relacionados a prestaciones sociales (38% i.a.), dentro de lo que se destaca un aumento del 42% i.a. en las jubilaciones y pensiones. Los gastos de capital han aumentado un 20% i.a. (con gastos en educación aumentando un 101% i.a.). Lo que menos ha aumentado han sido otros gastos corrientes; es más, lo gastado en subsidios económicos se ha reducido un 21% i.a..

De esta forma, en el acumulado de los primeros once meses del 2017 el rojo fiscal primario no aumentó en términos nominales y representa un 2,8% del PIB. Teniendo en cuenta la inflación del año, esto se traduce en una importante reducción en términos reales. Sin embargo, hubo un considerable aumento en los intereses netos (+83% i.a.) y, en consecuencia, el déficit financiero creció un 23% nominalmente, llegando a 478.942 millones de pesos.

En línea con esto, el presupuesto presentado para 2018 muestra la intención del gobierno de reducir gradualmente el desequilibrio fiscal y utilizar el endeudamiento externo en la transición. Para lograr esto, el gobierno se ha propuesto buscar una menor intervención del Estado en ciertos sectores, la reducción de subsidios económicos y el aumento de tarifas de servicios públicos. En el texto presentado al Congreso se destaca la idea de mantener relativamente constante el gasto en términos reales y orientarlo más al gasto social y a la obra pública. En el documento se prevé que los ingresos totales crezcan un 19% y los gastos primarios lo hagan en un 15,1%. Si esto se cumple, el déficit fiscal primario proyectado para 2018 será 1 p.p. del PBI menor al que establece la meta para 2017. En el proyecto se asume un crecimiento del PIB de 3,5% y una inflación del 15,7%. Si esto es así y se cumple con lo presupuestado, los ingresos deberían crecer al 3% en términos reales mientras que el gasto se reduciría en un 0,5%. Dado esto, el presupuesto presentado establece una meta de déficit fiscal primario de 3,2% del PBI en 2018 y, adicionalmente, establece una meta de déficit fiscal primario de 2,2% del PIB en 2019. Se muestra entonces, el compromiso del gobierno en mantener el crecimiento, pero con una mayor responsabilidad fiscal, reduciendo gradualmente el rojo fiscal.

POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) para el Gran Buenos Aires, publicado por el INDEC, arrojó para el mes de noviembre una variación mensual de 1,2% para el nivel general y de 1,3% para el IPC Núcleo (que excluye precios regulados y estacionales). Con este dato la inflación acumula 20,9% en lo que va del 2017 y marca un 22,3% interanual. A partir del mes de julio el INDEC comenzó a difundir un IPC de alcance nacional y su variación en el mes de noviembre fue de 1,4%. Dada la falta de datos previos no existe una inflación anual acumulada para dicho IPC.

La Encuesta de Expectativas de Inflación del mes de diciembre, publicada por nuestro Centro, indica que la mediana de la inflación esperada para los próximos doce meses a nivel nacional se encuentra en 20%. Según el promedio,

las expectativas de inflación suben 4,4 puntos porcentuales (p.p.) respecto de la medición de noviembre de 2017 y se ubican en 29,1%, 0,2 p.p. por encima de diciembre de 2016.

Viendo los datos de este año, puede verse que existió en 2017 un proceso desinflacionario en el que se redujo prácticamente a la mitad el porcentaje de aumento de precios que existió en 2016 (tabla 2). Es más, si se toma la media móvil de la variación mensual del IPC Núcleo de tres meses, en noviembre, por primera vez desde el comienzo de la gestión del presidente Macri, se obtuvo una variación menor al 1,5%, lo cual se consideraba todo un desafío. Sin embargo, teniendo en cuenta que la meta de inflación del Banco Central se situaba entre el 12% y 17% anual y que la inflación acumulada en noviembre ya era superior al 20%, no se puede considerar enteramente un éxito. Ante esta situación, durante la última semana del año el presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, junto con los ministros de Hacienda y de Finanzas, Nicolás Dujovne y Luis Caputo, y el Jefe de Gabinete, Marcos Peña, anunciaron un cambio en las metas de inflación para el 2018. Estas se situaban entre el 8% y el 12%, y fueron cambiadas a 15%. Esto se debe a que las expectativas de inflación seguían muy por encima del objetivo del BCRA. En este sentido, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), confeccionado por el mismo ente, indica que el mercado espera una inflación de 16,6% para el 2018. Siguiendo lo expresado por el presidente del BCRA, el Banco Central aumentó dos veces en el trimestre la tasa de política monetaria. En septiembre se ubicaba en 26,2%, a fines de octubre 27,7%, y a principios de noviembre 28,7%. Este es el valor más alto del año.

**Tabla 2:
Perspectiva del nivel de precios en Argentina²**

Indicador	Fuente	Tasa de Inflación
Mensual Noviembre General GBA	INDEC	1,2%
Mensual Noviembre Núcleo GBA	INDEC	1,3%
Inflación acumulada 2017	INDEC	20,9%
Expectativas de Inflación	CIF-Di Tella	20%
Metas de Inflación	Banco Central	12%-17%

En cuanto al mercado cambiario, el programa de política monetaria presentado por el Banco Central propone un régimen de tipo de cambio flexible, con intervenciones solo ocasionales que tengan como objetivo administrar el perfil del balance del BCRA, especialmente engrosar sus reservas, así como prevenir fluctuaciones que la dirección del BCRA considere injustificadas. El BCRA considera que la flotación brinda dos beneficios fundamentales: mayor flexibilidad ante shocks externos y una desdolarización de la economía (Sturzenegger ha mencionado que el *pass through* se ha reducido de 0,78 al inicio de su mandato a 0,18 en la actualidad). En los últimos meses se destacó el no accionar de esta entidad ante una abrupta suba de la cotización del dólar en los últimos días de diciembre, que en unas pocas semanas pasó de aproximadamente 18 pesos a 19. En el último año, el precio del dólar se ha mantenido bastante estable, aunque con algunas subidas repentinas en momentos en los que el mercado reacciona rápidamente ante sucesos potencialmente perjudiciales para la economía. A

² Las siglas de la tabla tienen los siguientes significados: GBA es Gran Buenos Aires y CIF es nuestro Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella.

mediados de año el dólar pasó de aproximadamente 16 pesos a 18, coincidiendo con reportes de encuestas que anunciaban que la ex presidenta Cristina Kirchner era la favorita a ganar las elecciones legislativas en la Provincia de Buenos Aires. En diciembre, en esta situación de moderación del crecimiento y tras una gran cantidad de protestas sociales y el anuncio de la relajación de las metas de inflación, el dólar volvió a subir, llegando a máximos históricos. El tipo de cambio de referencia peso/dólar estadounidense, de acuerdo al propio BCRA, promedió en noviembre un valor de 17,49 pesos y en diciembre 17,70 pesos. Esto muestra una depreciación nominal del peso en los últimos meses ya que en enero de 2017 el tipo de cambio promedio fue de 15,91 pesos. En términos reales, según el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral de la misma entidad, el peso se ha depreciado un 1,4% en 2017 y acumula una apreciación del 8% desde que se salió del cepo cambiario en diciembre de 2015.

Finalmente, las reservas internacionales registraban en noviembre de 2017 unos 53.992 millones de dólares, lo que implica un incremento del 31,2% respecto a enero de 2017 y una acumulación de 16.139 millones de dólares en lo que va del año. Si se comparan las reservas contra los niveles de noviembre de 2016, se han acumulado 16.287 millones de dólares (+43,2%).

EXPECTATIVAS DE LOS INVERSORES

Desde 2015, nuestro centro publica semestralmente la Copa América Bursátil, un índice de desempeño bursátil relativo. La misma compara los rendimientos propios de los índices bursátiles nacionales de los principales países de América Latina (tabla 3). El rendimiento propio se define como la diferencia entre el rendimiento total del índice nacional y el rendimiento de un índice mundial de referencia (o benchmark) específico para cada país

Tabla 3.
Copa América bursátil 2017: tabla de posiciones

Rendimiento Propio País = Rendimiento Total País – Rendimiento Mundial de Referencia

Puesto	País	Rendimientos				
		R ^{Propio País}	=	R ^{Total País}	–	R ^{Mundial de Ref.}
1	Argentina	35,6%	=	52,4%	–	16,8%
2	Chile	10,7%	=	25,6%	–	14,9%
3	Perú	5,1%	=	27,4%	–	22,3%
4	Brasil	4,1%	=	22,7%	–	18,6%
5	Colombia	-10,1%	=	9,0%	–	19,1%
6	México	-16,9%	=	2,2%	–	19,1%

Fuente: CIF-Di Tella

En 2017, Argentina ganó la Copa América Bursátil, con un rendimiento propio de 35,6%, seguida por Chile con 10,7% y Perú con 5,1%.

Interpretamos estos resultados como indicativos de que ha habido una importante mejora de las expectativas de los inversores respecto de Argentina durante 2017.

2. SITUACIÓN POLÍTICA Y PERSPECTIVAS

El año político estuvo sin dudas atravesado por las elecciones legislativas en el mes de octubre. En ellas, el oficialismo obtuvo la mayoría de los votos a lo largo del país. Sin embargo, la votación más importante se dio en la provincia de Buenos Aires, distrito que acumula aproximadamente el 40% del electorado nacional. En esta región, el candidato a primer senador de Cambiemos y ex ministro de Educación de la Nación, Esteban Bullrich, obtuvo una ajustada victoria frente a la ex presidenta Cristina Kirchner. La elección ayuda a consolidar el proyecto político del gobierno, brindándole mayor legitimidad y demostrando el apoyo que tiene en Argentina. Luego de esta victoria, el oficialismo presentó proyectos de reformas en el ámbito previsional, laboral y tributario. Estas últimas dos tienen objetivo reducir el costo de invertir en Argentina. La tributaria intenta reducir la presión impositiva que, según un informe del Foro Económico Mundial de marzo de este año, está entre las más altas del mundo, y por lo tanto limita la competitividad del país. La reforma laboral intentará, por su parte, reducir el costo no laboral. Es decir reducir las cargas sociales y erogaciones que pagan los empleadores, sin afectar el salario recibido. La reforma del mecanismo de ajuste de las jubilaciones intenta mejorar su sustentabilidad, teniendo en cuenta que, por ejemplo, aproximadamente 53% del gasto público del gobierno nacional se destina a jubilaciones, pensiones y asistencia médica a jubilados y que solo alrededor de la mitad se financia con aportes de trabajadores y empleadores. En diciembre se lograron aprobar las reformas previsional y tributaria; sin embargo, ambos proyectos generaron un importante malestar en un sector de la sociedad que salió a protestar, causando grandes disturbios y enfrentamientos violentos entre las fuerzas de seguridad y los manifestantes, y generando destrucciones que requieren reparaciones millonarias de la vía pública.

En lo que respecta a las perspectivas de crecimiento, a nivel local, con algunos matices, las proyecciones estiman un crecimiento real del PIB cercano al 3,1% para 2018. Entre otras variables a considerar, distintas proyecciones estiman un dólar que terminará en 2018 rondando los 20,20 pesos, una inflación de 16,6% (por encima de la meta actualizada del BCRA) y una tasa de referencia para pases interbancarios en 22%.