



centro de **investigación**
en finanzas



Lic. Lucas Bertinatto

Centro de Investigación en Finanzas (CIF)

Universidad Torcuato Di Tella

SITUACIÓN ECONÓMICA

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) llevado a cabo por el Banco Central de la República Argentina en Enero de 2012, el crecimiento esperado para el presente año (teniendo en cuenta la mediana de respuesta de los especialistas) es de +4.2%, por debajo del crecimiento experimentado en el año 2011 (del 7% al 9%). Los especialistas anticipan para 2012 una fuerte caída tanto en la tasa de crecimiento del consumo como de la inversión bruta interna fija. Además, pronostican una expansión de las importaciones por encima de las exportaciones.

Una de las noticias más relevante en las últimas semanas tiene que ver con las malas condiciones climáticas que afectan actualmente los cultivos de la presente temporada. Las altas temperaturas y las lluvias escasas perjudican el normal desarrollo de la producción de varios cultivos, principalmente del maíz y la soja.

Los problemas climáticos, al afectar la producción de los principales productos agrícolas, terminan afectando negativamente a las cuentas externas (dada la importante participación de las exportaciones de estos productos en las exportaciones totales) y a las cuentas fiscales (por la relevancia que tienen las retenciones a las exportaciones de estos productos en los ingresos fiscales).

Es clave lo que suceda con la lluvia y las temperaturas en las próximas semanas para calcular la gravedad del daño sobre la producción del maíz (hasta ahora el principal damnificado), la soja y el resto de los productos agrícolas hasta ahora afectados.

Los indicadores que miden la evolución de la actividad económica mensual continúan señalando una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía y vaticinan un crecimiento más apaciguado en 2012.

La tasa de crecimiento interanual de diciembre del Indicador General de Actividad (IGA), que publica la consultora OJF & Asociados, fue la menor del último año y medio. El crecimiento interanual de ese mes fue de +3.0%, lo que permite cerrar el año con un crecimiento anual acumulado de +5.8%.

Según el IGA, durante 2011 el sector más dinámico fue la intermediación financiera que no apaciguó su crecimiento a lo largo del año y evidenció una expansión anual de +21.4% en todo 2011. Por su parte, la actividad industrial fue disminuyendo su ritmo de crecimiento al verse afectada por la contracción de la industria brasileña. A su vez, la actividad agrícola y ganadera prácticamente no varió respecto al año anterior, debido a que se compensó la mala performance del sector agrícola (-4.1%) con la expansión del sector ganadero (+10.5%) que se recuperó luego del mal año anterior. Por último, la actividad comercial creció a lo largo del año un +7.1%, mostrando una desaceleración en los últimos meses a tono con el desempeño de la industria manufacturera y de la actividad agropecuaria.

Según la consultora OJF & Asociados, la menor tasa de crecimiento esperada en el año 2012 tiene que ver con un sector industrial que ya empezó a evidenciar signos de desaceleración, con estimaciones para el sector agrícola no demasiado alentadoras teniendo en cuenta las malas condiciones climáticas y con un comercio que consecuentemente no podrá evidenciar tasas muy elevadas de crecimiento.

Por su parte, el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE) publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) se incrementó +8.1% en octubre de 2011 con respecto a igual mes del año anterior. Mientras que el crecimiento acumulado en la primera mitad del año fue de +4.9% (+0.8% equivalente mensual) en los cuatro meses siguientes la expansión solo alcanzó +0.5% (+0.1% equivalente mensual).

Finalmente, el Índice Líder (IL) elaborado por el Centro de Investigación en Finanzas (CIF) de la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT), que busca anticipar los cambios de tendencia en el ciclo económico, cayó en noviembre de 2011 -4.8% luego de más de dos años de incrementos interanuales consecutivos. De esta manera, el movimiento del IL en los últimos meses anticipa cada vez con mayor fuerza una desaceleración de la actividad económica en los próximos meses.

En el análisis sectorial, los indicadores señalan una clara desaceleración de la actividad industrial mientras que el comercio aún no parece estar afectado.

El Estimador Mensual Industrial (EMI) que publica el INDEC creció en noviembre de 2011 +4.0% interanual, lo que representa el menor crecimiento interanual del año. La expansión durante el onceavo mes del año se explicó principalmente por el crecimiento de la actividad de la industria metalmeccánica (excluida la industria automotriz) y de la industria de productos alimenticios y bebidas. La industria automotriz viene perdiendo protagonismo y en el mes de noviembre su actividad prácticamente no varió respecto al mismo mes del año anterior.

Según el Índice de Producción Industrial (IPI) de la consultora OJF & Asociados, la producción industrial cayó en diciembre de 2011 un -1.3% interanual. De esta manera, la industria manufacturera creció en todo 2011 un +4.8% en relación al 2010 siendo la producción automotriz la principal responsable del buen resultado. No obstante, la contracción de la industria brasilera viene repercutiendo sobre su par local. Dado que el sector automotriz está comenzando a registrar un estancamiento, para mantener la tendencia expansiva este año será necesario impulsar los demás sectores productivos.

El menor ritmo de crecimiento pronosticado para el sector industrial en 2012 tiene que ver con el alto grado de utilización de la capacidad instalada en la industria que impide crecimientos en la producción no acompañados por aumentos en la inversión. Según el INDEC, la Utilización de la Capacidad

Instalada en la Industria (UCII) llegó en noviembre de 2011 a su máximo histórico (+84.1%).

Respecto al sector comercio, los indicadores indican un buen desempeño en las ventas de centro de compras, supermercados y comercios minoristas. Según el INDEC, las ventas a precios corrientes de centros de compras y supermercados aumentaron en el onceavo mes del año un +33.2% y +29.9% interanual respectivamente, tasas que se encuentran por encima del incremento en precios. A su vez, las cantidades vendidas por comercios minoristas según la Confederación Argentina de la Mediana Empresa se incrementaron en diciembre de 2011 +9.5% interanual, lo que representa la mayor tasa de crecimiento del año.

Sin embargo, la evolución del Índice de Confianza del Consumidor (ICC) calculado por el CIF de la UTDT muestra ciertas expectativas de desaceleración del consumo en los próximos meses. El ICC cayó en diciembre de 2011 -7.2% respecto al mes anterior, lo que representa la mayor caída desde octubre de 2008. Además, esta es la tercera caída consecutiva del indicador, que acumula una disminución de -11.4% luego del pico alcanzado en septiembre del año pasado.

SECTOR EXTERNO

En noviembre de 2011, y por segunda vez en el año, las exportaciones crecieron a una tasa mayor a la que lo hicieron las importaciones y, por tercer mes consecutivo, el saldo de la balanza comercial aumentó respecto a igual mes del año anterior. Si bien las exportaciones mermaron su ritmo de crecimiento (aumentaron en noviembre de 2011 un +17% interanual, es decir, 8 puntos porcentuales por debajo del crecimiento acumulado anual) la de las importaciones lo hicieron en mayor magnitud (crecieron un +12%, 19 puntos porcentuales por debajo del crecimiento acumulado anual).

De esta manera, el saldo comercial del mes de noviembre fue poco más del doble del saldo comercial que se observó en igual mes del año anterior. En el acumulado anual, la balanza comercial cayó -12.6% respecto a igual período de 2010.

El menor ritmo de crecimiento de las importaciones en los últimos meses tiene que ver, en parte, con la participación creciente y discrecional del gobierno nacional en el proceso de importación de productos. En el último mes el gobierno dispuso la creación de un sistema de Declaraciones Juradas Anticipadas de Importación, por el cual toda importación requerirá la aprobación previa de distintos organismos del Estado.

Durante el mes de diciembre de 2011 las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina (BCRA) prácticamente no variaron (aumentaron +0.7%). De esta manera, se frenó la caída que venían experimentando desde septiembre último y que había representado una pérdida de más del 10% del total de reservas internacionales del BCRA.

POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN

Según el Índice de Precios al Consumidor (IPC) publicado por el INDEC, en el mes de diciembre de 2011 la inflación mensual fue de +0.8%. De esta manera, según este instituto el año 2011 cierra con un incremento de precios de +9.5%. Sin embargo, como venimos mencionamos en informes anteriores, desde principios de 2007 este índice ha subestimado sistemáticamente la

variación de los precios. En el último mes del año, la tasa de inflación anual publicada por el Congreso de la República (que calcula el promedio de estimaciones privadas de varias consultoras) se ubicó en el orden de +22.8% anual, al registrar una variación mensual de +1.9% respecto al mes anterior.

Durante el mes de enero de 2012 el CIF de la UTDT dio a conocer la inflación percibida por el público durante el año 2011. Según los relevamientos realizados, el público percibió durante 2011 una inflación anual del 30% conforme a la mediana de las respuestas.

Además, los resultados de la encuesta de expectativas de inflación dados a conocer por el CIF de la UTDT en el mes de enero indican que el público no anticipa una moderación en la tasa de crecimiento de los precios al esperar para todo 2012 un incremento del 25%.

La falta de una moderación significativa en las expectativas de inflación no ayuda a canalizar las próximas negociaciones salariales que, con mayor intensidad, comenzarán en las próximas semanas. El vínculo entre la evolución del nivel general de precios y los salarios puede observarse en la evolución del Índice de Salarios publicado mensualmente por el INDEC. En el mes de noviembre de 2011, el Índice de Salarios se incrementó +28.1% respecto a igual mes del año anterior. Dicho incremento se explica principalmente por el fuerte incremento de los salarios del sector privado (+33.4%) que aumentan a una tasa muy superior a la que lo hacen los salarios del sector público (+9.6%).

El incremento de precios del 20% - 25% se produce en un contexto de una tasa de crecimiento de la base monetaria que alcanzó en diciembre de 2011 el +39% interanual. El Programa Monetario (PM) para 2012 no prevé una significativa desaceleración en el crecimiento nominal de los agregados monetarios y del crédito. En su escenario base, el M2 aumentaría +26.4% el próximo año.

A pesar del apaciguamiento esperado en el ritmo de crecimiento de la actividad, los incrementos esperados para los próximos meses en las tarifas de los distintos servicios públicos y las altas tasas de emisión monetarias anunciadas en el PM ayudan a explicar porque ni siquiera los especialistas esperan grandes caídas en la tasa de inflación.

SECTOR PÚBLICO Y POLÍTICA FISCAL

En el último mes del año el incremento interanual de la recaudación nacional fue de +28.2%. De esta manera, por cuarto mes consecutivo la tasa de crecimiento nominal interanual cayó respecto a la del mes anterior. En el acumulado anual, el crecimiento de la recaudación nacional alcanzó el +31.8%. Según el REM realizado por el BCRA, los especialistas esperan para 2012 un crecimiento en la recaudación nacional menor al experimentado en 2011 (+22.2% en promedio). La menor tasa de crecimiento esperada tiene que ver con la desaceleración de la actividad que ya se viene observando desde los últimos meses de 2011.

Como mencionamos anteriormente, la sequía que sufre actualmente a la Argentina afectará la recaudación nacional al influir sobre los derechos de exportación. Todavía no se sabe cuál será el efecto final sobre las cantidades exportadas porque esto depende de la cantidad de lluvia que caiga en las próximas semanas.

Durante el 2011 el gasto se expandió muy fuertemente. De todas formas, en noviembre de 2011 se vio una fuerte disminución en el ritmo crecimiento del gasto primario, que creció interanualmente un +14.5% mientras que durante los

diez primeros meses del año lo había hecho al+35%. A esto se suma que en diciembre no se otorgaron pagos extraordinarios a los jubilados y a los acreedores del programa de Asignación universal por hijo como sí se había hecho en 2010, y la intención del Gobierno de empezar a dismantelar el complicado sistema de subsidios nacionales. Así aparecen los primeros indicios de una moderación en el gasto que acompañe la moderación en la recaudación a fin de no continuar presionando al ya comprometido superávit primario.

En diciembre de 2011 se logró la aprobación del Presupuesto Nacional 2012. Sin embargo, el mismo no tiene gran relevancia práctica dada la posibilidad que tiene el jefe de gabinete para reasignar recursos entre distintas partidas y la posibilidad de la Presidenta de sacar Decretos de Necesidad y Urgencia (DNU) para ampliar el valor total de gasto público.

En el mes de diciembre de 2011, el Congreso aprobó y promulgó un conjunto de leyes que incluyen la prórroga y modificación de algunos impuestos (como el impuesto a los débitos y créditos) y la prórroga de la ley de emergencia económica. La ley de emergencia económica, cuya sanción data del 6 de enero de 2002, transfiere una importante cantidad de atribuciones parlamentarias al Poder Ejecutivo, cesión que está expresamente prohibida por la Constitución salvo para casos de emergencia. La prórroga de esta ley confirma las amplias facultades que posee el poder ejecutivo para regular el mercado de cambios y el comercio exterior y otros sectores, como el de servicios públicos.

Además, como anticipábamos en el informe anterior, a fines de diciembre se sancionó la ley de tierras rurales que limita la posesión a manos de extranjeros en un 15% del total, tanto a nivel nacional como provincial y municipal e impone como límite un máximo de 1000 hectáreas equivalentes (de la zona núcleo agropecuaria) por persona física o jurídica, definida como extranjera si cuenta con más de 51% de capital accionario en manos extranjeras, o con potencial de serlo, como podrían serlo las deudas con garantía accionaria u opciones de compra por ejemplo. Los efectos de esta ley dependen exclusivamente de las facilidades que existen para su implementación.

Finalmente, el Gobierno Nacional decidió profundizar el Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas establecido en mayo de 2010, beneficiando a los gobiernos provinciales con la prórroga hasta el 31 de diciembre de 2013 del período de gracia sobre los servicios financieros que las provincias tenían con la Nación y que originalmente vencía el 31 de diciembre último. Esta medida trae un importante respiro para las finanzas de las provincias que decidieron adherirse al Programa, en un contexto de debilitamiento del superávit primario provincial.

MERCADOS FINANCIEROS

El año 2011 finalizó con fuertes retrocesos de los principales índices bursátiles de referencia en nuestro mercado. El Merval disminuyó -35.4% en tanto que el M.AR, que refleja la evolución de las cotizantes de nuestro país, observó una baja del -40.7%, en ambos casos en la medición en dólares.

Esta pérdida, la segunda en importancia desde el año 2001 (la más profunda fue la del año 2008) dejó a nuestra plaza encabezando el ranking de las peores performances bursátiles del mundo. Esto se produce en un contexto de bajas generalizadas en las principales plazas accionarias mundiales, fuertemente afectadas por el agravamiento de la crisis económica y financiera de Europa.

Por otra parte, la salida de depósitos en dólares se frenó en los últimos cuarenta días, luego de la fuerte salida de los depósitos en dólares del sistema financiero experimentada en el mes de noviembre (-15.7%) como consecuencia de la modificación de la operatoria del mercado cambiario y la extensión de la obligatoriedad de liquidar divisas a nuevos sectores exportadores.