



centro de investigación
en finanzas



Juan José Cruces

Santiago Dorado

2017, el año de los brotes verdes de Argentina

1. SITUACIÓN ECONÓMICA

ACTIVIDAD ECONÓMICA

El 21 de junio el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) difundió el Informe de avance del nivel de actividad para el primer trimestre de 2017. En el mismo se detalla que el PIB desestacionalizado del primer trimestre de 2017 con respecto al cuarto trimestre de 2016 arroja un aumento del 1,1%. Con este resultado, se acumulan tres trimestres de crecimiento consecutivo. A su vez, la estimación provisoria del PIB en el primer trimestre de 2017 muestra una variación de 0,3% con relación al mismo período del año anterior.

De acuerdo a la última publicación del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), elaborado por el INDEC, en el mes de marzo de 2017 la actividad económica registró un crecimiento desestacionalizado de 1,9% con respecto a febrero. El indicador muestra así un crecimiento de 0,8% con relación al mismo período del año anterior. Por su parte, el Índice General de Actividad (IGA), que estima el PIB mensual, producido por Orlando J. Ferreres y Asociados (OJF), muestra en mayo de 2017 una subida interanual de 4%. Más allá de eso, en la medición desestacionalizada, el indicador sube 3,8% interanual y 0,1% con respecto a abril.

Por otro lado, el Estimador Mensual Industrial (EMI), también confeccionado por el INDEC, muestra una caída interanual de 2,3% en el mes de abril, acumulando 15 meses de caídas consecutivas. La utilización de la capacidad instalada en la industria, estimada por el mismo organismo, fue de 64,5% en abril, retrocediendo del 64,8% registrado en el mismo mes del año anterior. El Índice de Producción Industrial, elaborado por la consultora FIEL, muestra una caída interanual de 2% para abril, mientras que desestacionalizado presenta una subida de 0,8%. Por el contrario, el Índice de Producción Industrial, elaborado por OJF,

indica un alza interanual de 3,9% para el mes de mayo y la medición desestacionalizada exhibe un crecimiento del 3,5%.

Por su parte, la producción automotriz, registrada por la Asociación de Fábricas de Automotores, muestra que en mayo la producción nacional de vehículos fue un 20% superior al desempeño de abril y un 13,8% más alta que la registrada el mismo mes del año 2016. El sector exportó un 7,5% más vehículos que en abril, y las exportaciones crecieron 9,7% en comparación con el volumen de mayo de 2016.

En cuanto al sector de la construcción, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), elaborado por el INDEC, muestra para abril de 2017 una suba interanual de 10,5%. En cuanto a los despachos de cemento, registrados por la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland en mayo, e incluyendo exportaciones, se observa un alza con respecto al mes de abril último del 14,3%. Esta cifra, al ser cotejada con los valores del mes de mayo de 2016, registra una suba del 8,7%. De este modo, la construcción se revela como uno de los sectores más dinámicos en lo que va del año, impulsado principalmente por la obra pública.

Por otro lado, la cantidad de escrituras celebradas en la ciudad de Buenos Aires, en base a datos del Colegio de Escribanos de la Ciudad de Buenos Aires, muestra un crecimiento de 45,4% en el acumulado hasta el mes de abril de 2017 con respecto al año anterior. Las escrituras formalizadas con hipoteca bancaria totalizaron un 140% más que las registradas un año antes. Representaron así el 21,2% del total, frente al 12,3% observado en los primeros meses de 2016.

En lo que respecta a los indicadores de consumo, las ventas en supermercados medidas por el INDEC muestran en el mes de abril de 2017 un aumento de 24,5% en términos nominales con respecto al año anterior. Las ventas acumuladas en los primeros cuatro meses de 2017 registraron un aumento respecto al mismo período del año anterior de 20,1%. Por su parte, las ventas en centros de compras muestran una suba interanual de 8,9% en el mes de abril. En el acumulado de los primeros meses del año, las ventas alcanzan una variación porcentual respecto al mismo período del año anterior de 13,4%. De todos modos, tanto para el caso de los supermercados como para el caso de los centros de compras, las variaciones interanuales representan reducciones del consumo en términos reales, dados los niveles de inflación.

El Índice Líder, que volvió a ser publicado en septiembre de 2016 por la Universidad Torcuato Di Tella luego de la recomposición de las estadísticas públicas necesarias para su confección, muestra que la probabilidad de caer en una recesión de la actividad económica se contrae de 12% en abril a 9% en mayo. Cabe destacar que desde marzo de 2017 y en línea con lo evidenciado por la tendencia-ciclo del EMAE, que mostraba para ese momento seis meses consecutivos de crecimiento, la actividad económica se encuentra en un período de expansión. A partir del mes de marzo 2017 entonces, se comenzó a computar la probabilidad de ingresar en un nuevo período recesivo. En términos interanuales, la serie desestacionalizada del Índice Líder crece 20,32% con respecto a mayo de 2016. El Índice de Difusión (IDCIF) en mayo se encuentra en 90%. Esto quiere decir que, de las diez series que componen el Índice Líder, nueve de ellas presentan aumentos interanuales.

Finalmente, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) nacional, elaborado por el Centro de Investigación en Finanzas (CIF) de la Universidad Torcuato Di Tella, muestra una disminución de 1,2% interanual en junio. Entre los componentes del ICC, el subíndice de Situación Personal cae 3,2% y el de Situación Macroeconómica cae 10,7%. Por el contrario, el subíndice de Bienes Durables e Inmuebles aumenta un 32,7%, siempre respecto al mismo mes del año anterior.

SECTOR EXTERNO

El INDEC publicó datos del Intercambio Comercial Argentino (ICA) hasta el mes de abril. El saldo comercial exhibe en dicho mes un déficit de 139 millones de dólares. El último dato publicado muestra que las exportaciones alcanzan un valor de 4.825 millones de dólares, mostrando un alza interanual de 1,7%, mientras que las importaciones alcanzan los 4.964 millones de dólares, con una subida de 13,6% en el mismo período. El aumento de las exportaciones se debe a un alza de 5,8% de los precios, ya que las cantidades cayeron 3,9%. Por su parte, las importaciones crecieron un 7,7% en precios y un 5,4% en cantidades.

Si consideramos el primer cuatrimestre de 2017 completo, las exportaciones acumuladas a lo largo del mismo suman 17.495 millones de dólares, lo que representa un aumento del 1,8% respecto a 2016. A su vez, las importaciones acumularon 18.712 millones de dólares, mostrando una suba del 9,1% respecto al año anterior. El aumento en las exportaciones en los primeros meses de 2017 se explica por la suba interanual de 5,9% de los precios, compensada por la caída de 3,9% en las cantidades. La variación en las importaciones, por otro lado, puede explicarse por la suba de 4,7% de los precios y por el aumento de 4,3% en las cantidades.

Resulta interesante hacer una comparación por rubros de exportación e importación del acumulado de estos primeros cuatro meses contra el acumulado hasta abril de 2016. Por el lado de las exportaciones se ve que los productos primarios cayeron un 5,2% mientras que las manufacturas de origen agropecuario aumentaron un 1,5%, las manufacturas de origen industrial crecieron un 7,1% y se exportó un 17,1% más de combustibles y energía, siempre en millones de dólares. Por el lado de las importaciones, se ven aumentos en todos los rubros menos en el de piezas y accesorios para bienes de capital, que cayó un 5%. Bienes de capital creció un 17,2%, los bienes intermedios un 1,4%, los combustibles y lubricantes un 15,2%, los bienes de consumo un 16,7% y los vehículos de pasajeros un 40,2%.

FINANZAS PÚBLICAS

En el mes de febrero de 2017 el Ministro de Hacienda, Nicolás Dujovne, presentó un esquema de metas fiscales que regirá hasta finalizar el mandato presidencial y una nueva metodología para definir el déficit primario y financiero. Con esta nueva metodología el déficit primario de 2016 habría sido del 4,3% del PIB, en lugar del 4,6% publicado por el INDEC. Hay que resaltar que el año pasado contó con el ingreso extraordinario de fondos provenientes del exitoso régimen de sinceramiento fiscal impulsado por el Gobierno, medida que ayudará también en 2017, donde la meta fiscal es de 4,2% de déficit primario y de 5,8% sumando el

déficit financiero. A su vez, la meta para 2018 es de 3,2% y para el 2019 es de 2,2%.

Los datos de los primeros tres meses del año muestran que se sobrecumplió la meta trimestral que se había propuesto el ministerio. La meta de déficit era de 58.500 millones de pesos, aproximadamente un 0,6% del PIB, y resultó ser de 41.344 millones de pesos, cerca del 0,4% del PIB. A su vez, los datos de abril y mayo siguen esta misma línea y todo parecería indicar que no habría sobresaltos en el cumplimiento de la meta anual. Esto se debe a que en el acumulado de los primeros cinco meses del año, se alcanzó un déficit primario de 87.246 millones de pesos, o 0,9% del PIB. Transcurridos cinco meses del año, el déficit primario acumulado alcanzó así el 21% de la meta anual, que es de 4,2% del PIB. Con estos datos, el Ministerio de Hacienda prevé sobre-cumplir también la meta fiscal establecida para el segundo trimestre del año.

En este sentido, en el acumulado hasta mayo, los ingresos crecieron a un ritmo de 34% interanual (i.a.) mientras que los gastos primarios lo hicieron al 33%. Entre los ingresos, se destaca el crecimiento de las rentas de la propiedad netas, que crecieron al 157% i.a. Por su parte, los ingresos tributarios y otros ingresos corrientes aumentaron de forma más moderada (31% y 36% i.a. respectivamente). Por el contrario, los ingresos de capital cayeron un 41% i.a. En relación a las erogaciones corrientes (33% i.a.), se destacan las transferencias a provincias (104% i.a.) y prestaciones sociales (39% i.a.). En cambio, el resto del gasto primario creció a un menor ritmo, donde se destaca la poca evolución de los subsidios económicos (1% i.a.). Entre los gastos de capital (38% i.a.), resaltan aquellos orientados a vivienda (127% i.a.), educación (140% i.a.), transporte (64% i.a.) y a agua potable y alcantarillado (65% i.a.). Estos sustanciales aumentos fueron compensados, en parte, por menores fondos destinados a energía (-40% i.a.) y al Fondo Federal Solidario (-12% i.a.).

De esta forma, en el acumulado de los primeros cinco meses del 2017 el rojo fiscal primario aumento en un 27%, unos 18.465 millones de pesos. A su vez, hubo un considerable aumento en los intereses netos (107% i.a.) y en consecuencia, el déficit financiero creció un 55%, unos 58.060 millones de pesos. En términos reales y tomando la inflación interanual de 24% a mayo publicada por el INDEC, el rojo primario aumentó un 2,3% y el déficit financiero lo hizo en un 24,9%.

POLÍTICA MONETARIA E INFLACIÓN

El programa de "metas de inflación" presentado por el gobierno en 2016 define tres etapas necesarias para alcanzar un régimen de este tipo. La primera etapa, de "corrección de desequilibrios", ocupó los primeros dos meses de dicho año y consistió en la reunificación del mercado cambiario y la absorción de los efectos de liquidez ocasionados por los altos niveles de emisión monetaria del año 2015, así como debidos a los pagos por las pérdidas de los cuantiosos contratos de futuros de dólar vendidos por el gobierno saliente. La segunda etapa, de "transición a metas de inflación", tuvo lugar entre marzo y septiembre de 2016. En esta etapa, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) buscó desarrollar una política de tasas de interés compatible con una inflación por debajo de la inflación heredada por la nueva administración. Por último, desde el 26 de septiembre de 2016, el BCRA lleva adelante un programa de "metas de inflación"

anuales con mecanismos de corrección ante desvíos respecto de la meta. En esta dirección, el BCRA busca una baja sistemática y sostenible de la tasa de inflación, de modo que ésta alcance 5% anual al cabo del mandato presidencial. En los primeros días de enero de 2017 el BCRA cambió la forma de fijación de tasas de referencia (pasando de la tasa de las Letras del Banco Central (LEBACs) al centro del corredor de tasas que forman los pases pasivos y los pases activos a 7 días) con el objetivo de separar el manejo de agregados monetarios de la reducción de expectativas de inflación.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC), publicado por el INDEC, arrojó para el mes de mayo una variación respecto al mes de abril en el nivel general de 1,3% y de 1,6% para el IPC Núcleo (que excluye precios regulados y estacionales). El hecho de que la inflación núcleo fuese más alta que la general se debe a que en el mes de mayo los precios regulados aumentaron un 1,2% y los estacionales retrocedieron un 0,5%. Con este dato la inflación acumula 10,5% en lo que va del 2017 y marca un 24% interanual. Por otro lado, el IPC elaborado por la Ciudad de Buenos Aires marcó 1,8% para mayo en la variación intermensual, acumulando 11,3% en lo que va del año y alcanzando una variación interanual de 25,4%.

La Encuesta de Expectativas de Inflación, publicada por el CIF de la Universidad Torcuato Di Tella en el mes de junio, 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 caen 0,6 puntos porcentuales respecto de la medición de mayo de 2017 y se ubican en 27,3%. De esta manera, alcanzan su nivel más bajo desde enero de 2016.

Ante esta situación, el presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, respaldó las metas de inflación para este año (entre 12% y 17%) y advirtió que deberán ser muy cautelosos con la política monetaria en los próximos meses. Esto se debe a que, si bien el dato de inflación de mayo fue considerablemente mejor que los meses anteriores y que las primeras estimaciones de junio indican que la desinflación continuará, las expectativas de inflación siguen siendo demasiado altas y muy por encima del objetivo del BCRA para el 2017. En este sentido, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), confeccionado por el mismo ente, indica que el mercado espera una inflación de 17,4% en los próximos 12 meses y una inflación de 21,6% para el 2017.

Siguiendo lo expresado por el presidente del BCRA, el martes 13 de junio el Banco Central mantuvo sin cambios la tasa de política monetaria en 26,25%, mostrando que no se apresurarán en iniciar un sendero decreciente. Además, dado que el primero de junio la Legislatura porteña aprobó la exención del impuesto sobre Ingresos Brutos a las operaciones de pases, esta tasa es más atractiva que anteriormente. La eliminación del efecto distorsivo del impuesto, que perjudica el manejo de la tasa de pases como instrumento de política monetaria, eleva el rendimiento percibido por los bancos y facilita el trabajo del BCRA.

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 tipo de cambio

de referencia peso/dólar estadounidense, de acuerdo al propio BCRA, promedió en lo que va de junio un valor de 15,97 pesos. Esto muestra una muy leve depreciación nominal del peso en lo que va del año ya que en enero 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 apreciado un 7,4% hasta mayo y acumula una apreciación del 12,24% desde que se salió del cepo cambiario.

Finalmente, las reservas internacionales registraban al 8 de junio de 2017 unos 44.922 millones de dólares, lo que implica un incremento del 15,9% respecto a enero de 2017 y una acumulación de 6.162 millones de dólares en lo que va del año. Si se comparan las reservas contra los niveles de junio de 2016, se han acumulado 13.935 millones de dólares (+44,97%).

2. SITUACIÓN POLÍTICA Y PERSPECTIVAS

El año político estará sin dudas atravesado por las elecciones legislativas a realizarse en el mes de octubre. Hasta el momento todo parece indicar que el gobierno apuesta fuertemente a la obra pública, la cual aumentará un 50% en términos interanuales. A su vez, envió señales fuertes de precios a algunos sectores específicos (agropecuario, minero, energías renovables y transporte y distribución de energía y gas) que espera se traduzcan en inversiones reales. Desde el oficialismo confían en que un leve crecimiento económico, mejores salariales reales y una menor inflación sean suficientes para obtener una victoria que les permita consolidarse políticamente.

Cabe destacar que el oficialismo tiene muy altas chances de sumar bancas tanto en el Senado como en la Cámara de Diputados. Esto se debe a que en octubre se renuevan las bancas de las elecciones de 2011 y 2013, en las cuales el partido oficialista (PRO) no competía como fuerza nacional, de forma que tiene pocas bancas propias en juego. Sin embargo, es poco probable que logre alcanzar mayorías propias en alguna de las cámaras de manera que deberá seguir negociando y trabajando con otros partidos en su agenda legislativa. Sumado a esto, la percepción de la población no suele estar orientada a los cupos que logra ocupar cada partido sino que se suele definir al ganador o perdedor de la elección simplemente por la cantidad de votos obtenidos. De esta forma, el oficialismo podría obtener varias bancas y aun así ser visto como perdedor y no lograr la consolidación y legitimación política que busca.

En lo que respecta a las perspectivas de crecimiento, a nivel local, con algunos matices, las proyecciones privadas estiman un crecimiento real del PIB cercano al 2,5% para 2017. Entre otras variables a considerar, distintas proyecciones estiman un dólar que terminará el año rondando los 17,70 pesos, una inflación de 21% (por encima de la meta del BCRA) y una tasa de referencia para pases en 22%.