

Argentina: continúan las buenas señales

1. SITUACIÓN ECONÓMICA

ACTIVIDAD ECONÓMICA

Distintos indicadores publicados en el trimestre confirman que la economía ha entrado definitivamente en una fase de expansión moderada pero sostenida desde aproximadamente septiembre de 2016. En la tabla 1 se resumen los resultados más relevantes:

Tabla 1
Indicadores de actividad económica.

Indicador	Fecha de referencia del indicador	Fuente	Variación		
			Mensual	Trimestral	Interanual
PIB	2do trimestre	INDEC			2,7%
PIB desestacionalizado	2do trimestre	INDEC		0,7%	
Estimador Mensual de Actividad Económica	Julio	INDEC	0,7%		4,9%
Índice General de Actividad (desestacionalizado)	Agosto	Ferreres	-0,3%		5,1%
Estimador Mensual Industrial	Julio	INDEC			5,9%
Utilización de la capacidad instalada	Julio	INDEC			5,0%
Índice de Producción Industrial	2do trimestre	FIEL		2,2%	2,5%
Índice de Producción Industrial	Agosto	Ferreres	-0,3%		5,6%
Producción automotriz	Agosto	Asoc. Fábricas Automotores	18,6%		3,9%
Exportación de Vehículos	Agosto	Asoc. Fábricas Automotores	21,1%		6,7%
I.S. de la Actividad de la Construcción	Julio	INDEC			20,3%
Despachos de cemento	Agosto	Asoc. Fabricantes de Cemento	10,4%		6,7%
Escrituras en CABA	Acumulado a Julio	Colegio de Escribanos			49,0%
Escrituras con hipoteca	Acumulado a Julio	Colegio de Escribanos			199,0%
Ventas en supermercados	Acumulado a Julio	INDEC			19,9%
Ventas en centros de compras	Acumulado a Julio	INDEC			13,1%
Índice Líder	Agosto	CIF - UTDT	2,1%		20,3%
Índice de Confianza del Consumidor	Septiembre	CIF - UTDT	7,2%		17,9%

Fuentes: INDEC, Consultora Ferreres, FIEL, Asoc. Fábricas Automotores, Asoc. Fabricantes de Cemento, Colegio de Escribanos, CIF-UTDT

Si bien se aprecian algunas leves caídas en términos mensuales, todos estos indicadores muestran variaciones positivas a nivel interanual, demostrando que Argentina empieza a consolidar un proceso de crecimiento. En este sentido, el PIB estimado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) acumula ya un año entero de trimestres positivos. Se destaca el crecimiento de la industria, sector que sufrió una caída significativa en 2016 y empieza a mostrar signos contundentes de recuperación. En línea con lo que se observó en la última parte del año pasado la construcción está demostrando ser uno de los sectores más dinámicos, empujado en gran medida por el gasto en infraestructura que lleva adelante el gobierno. El consumo, si bien crece menos que otros indicadores, durante el segundo trimestre del año creció 3,8% contra igual período de 2016.

Resulta necesario destacar lo que se observa en el mercado inmobiliario. La cantidad de escrituras celebradas en la Ciudad de Buenos Aires hasta julio muestra un crecimiento de casi el 50% anual. A su vez, las escrituras formalizadas con hipoteca bancaria casi se triplicaron en comparación al 2016. Esto es producto, principalmente, de la creación y difusión de un nuevo instrumento financiero llamado UVA (Unidad de Valor Adquisitivo) que permite que se otorguen préstamos hipotecarios ajustables por inflación. Este instrumento sigue el modelo de la Unidad de Fomento de Chile, ampliamente utilizada en toda América Latina y ha mostrado un desarrollo exponencial en el mercado argentino; partiendo de niveles muy bajos, pero exponencial al fin.

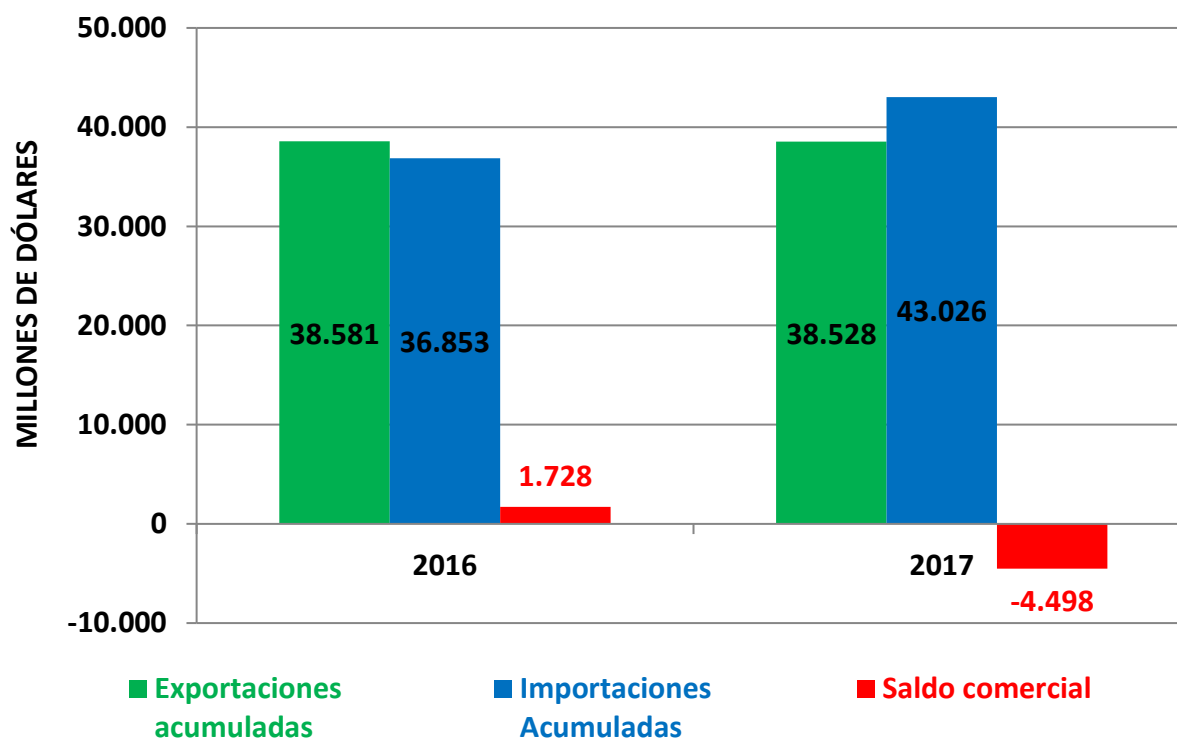
SECTOR EXTERNO

El INDEC publicó datos del Intercambio Comercial Argentino (ICA) hasta el mes de agosto. Si consideramos los primeros ocho meses de 2017 completos, las exportaciones acumuladas suman 38.528 millones de dólares, lo que representa una baja del 0,1% respecto a 2016. A su vez, las importaciones acumularon 43.026 millones de dólares, mostrando una suba del 17% respecto al año anterior. La caída en las exportaciones en el 2017 se explica por la baja interanual de 2,4% de las cantidades exportadas, compensada por la suba de 2,4% en los precios. La variación en las importaciones, por otro lado, puede explicarse por la suba de 5,9% de los precios y por el aumento de 10,2% en las cantidades. Dado esto, el saldo comercial en estos ocho meses exhibe un déficit de 4.498 millones de dólares en comparación con el superávit de 1.728 millones que exhibía a esa altura del 2016.

Resulta interesante hacer una comparación por rubros de exportación e importación del acumulado de estos primeros ocho meses contra el acumulado hasta agosto de 2016. Por el lado de las exportaciones se ve que los productos primarios cayeron un 9,5% mientras que las manufacturas de origen agropecuario disminuyeron un 1,7%. Por el contrario, las manufacturas de origen industrial crecieron un 11% y se exportó un 14,4% más de combustibles y energía, siempre en millones de dólares. Por el lado de las importaciones, se ven aumentos en todos los rubros. Bienes de capital creció un 25%, los bienes intermedios un 10,6%, los combustibles y lubricantes un 9,6%, los bienes de consumo un 17,3%, las piezas y accesorios un 9,6% y los vehículos de pasajeros un 43,9%.

Gráfico 2

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



Fuente: INDEC

Cabe decir que el año 2017 es 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 parece ser muy desfavorable, las expectativas económicas y financieras empiezan a mostrar mejoras. El leve crecimiento de su economía (0,3% interanual en el segundo trimestre) viene 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

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 seis meses del año muestran que se sobrecumplieron las metas trimestrales que se había propuesto el ministerio, tanto para el primer trimestre como para el segundo. La meta de déficit acumulada en estos seis meses era de 195.000 millones de pesos¹, aproximadamente un 2% del PIB, y resultó ser de 144.286 millones de pesos, cerca del 1,5% del PIB. A su vez, los datos de julio y agosto 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 ocho meses del año, el déficit primario acumulado alcanzó solo el 45% de la meta anual.

En este sentido, en el acumulado hasta agosto, los ingresos crecieron a un ritmo de 31,3% interanual (i.a.) mientras que los gastos primarios lo hicieron al 28,2%. Entre los ingresos, se destaca el crecimiento de las rentas de la propiedad, que crecieron al 129% i.a. Por su parte, los ingresos tributarios y otros ingresos corrientes aumentaron de forma similar (29,7% y 25,5% i.a. respectivamente). Además, los ingresos de capital aumentaron un 60% i.a. En relación a las erogaciones corrientes (28% i.a.), se destacan las transferencias a provincias (38% i.a.) y prestaciones sociales (39% i.a.). En cambio, el resto del gasto primario creció a un menor ritmo, donde se destaca una baja de los subsidios económicos (-13,6% i.a.). Entre los gastos de capital (29,7% i.a.), resaltan aquellos orientados a vivienda (70% i.a.), educación (128,5% i.a.), transporte (63% i.a.) y agua potable y alcantarillado (67% i.a.). Estos sustanciales aumentos fueron compensados, en parte, por menores fondos destinados a energía (-25,5% i.a.). De esta forma, en el acumulado de los primeros ocho meses del 2017 el rojo fiscal primario aumentó en un 10,7% nominal. Esto se aproxima a una reducción de 12% en términos reales. Sin embargo, hubo un considerable aumento en los intereses netos (78% i.a.) y en consecuencia, el déficit financiero creció un 30,8% (3,7% real), llegando a 319.813 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 resultado primario mostraría un déficit un 3,4% menor que en 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% real mientras que el gasto se reduciría en un 0,5%. Dado esto, el déficit primario sería un 16,5% menor en términos reales y se cumpliría con la meta de 3,2% del PIB.

¹ Tipo de cambio peso (AR\$)-Dólar (US\$) promedio en agosto de 2017: 17,42 AR\$/US\$.

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 que culmina en 2019.

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) para el Gran Buenos Aires, publicado por el INDEC, arrojó para el mes de agosto una variación mensual de 1,5%, tanto para el nivel general como para el IPC Núcleo (que excluye precios regulados y estacionales). Con este dato la inflación acumula 15,6% en lo que va del 2017 y marca un 23,1% interanual. A partir del mes de julio el INDEC comenzó a difundir un IPC de alcance nacional y su variación en el mes de agosto fue de 1,4%. Dada la falta de datos previos no existe una inflación anual acumulada para dicho IPC. Por otro lado, el IPC elaborado por la Ciudad de Buenos Aires marcó 1,6% para agosto en la variación intermensual, acumulando 17% en lo que va del año (marcando una gran diferencia del 31% que se acumuló en el mismo período de 2016) y alcanzando una variación interanual de 25,9%.

La Encuesta de Expectativas de Inflación del mes de septiembre, 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 caen 2,8 puntos porcentuales respecto de la medición de agosto de 2017 y se ubican en 25,1%, 4,7% por debajo de septiembre de 2016. De esta forma, el promedio de las expectativas de inflación alcanza el nivel más bajo desde noviembre de 2015.

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 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 17,2% en los próximos 12 meses y una inflación de 22% para el 2017. Siguiendo lo expresado por el presidente del BCRA, el Banco Central mantuvo sin cambios la tasa de política monetaria en 26,25% en septiembre. Esta tasa mantiene el mismo nivel desde abril, mostrando que no se apresurarán en iniciar un sendero decreciente de tasas.

Tabla 3.
Perspectiva del nivel de precios en Argentina²

Indicador	Fuente	Tasa de Inflación
Mensual Agosto General GBA	INDEC	1,5%
Mensual Agosto Núcleo GBA	INDEC	1,5%
Inflación acumulada 2017	INDEC	15,6%
Mensual Agosto General CABA	CABA	1,6%
Expectativas de Inflación	CIF-Di Tella	20%
Metas de Inflación	Banco Central	12%-17%

Fuente: Varias fuentes citadas en la tabla

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. En los últimos meses se destacó el accionar de esta entidad cuando intentó frenar la abrupta suba de la cotización del dólar, que en unas pocas semanas pasó de aproximadamente 16 pesos a 18. El tipo de cambio de referencia peso/dólar estadounidense, de acuerdo al propio BCRA, promedió en agosto un valor de 17,42 pesos y en lo que va de septiembre 17,23 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 2% entre enero y agosto de 2017 y acumula una apreciación del 8% desde que se salió del cepo cambiario.

Finalmente, las reservas internacionales registraban en agosto de 2017 unos 48.353 millones de dólares, lo que implica un incremento del 17,5% respecto a enero de 2017 y una acumulación de 7.199 millones de dólares en lo que va del año. Si se comparan las reservas contra los niveles de agosto de 2016, se han acumulado 16.212 millones de dólares (+50,44%).

2. SITUACIÓN POLÍTICA Y PERSPECTIVAS

El año político estará sin dudas atravesado por las elecciones legislativas a realizarse en el mes de octubre. Además, el gobierno tiene la intención de plantear tanto una reforma tributaria como una laboral. Ambas tendrán como objetivo reducir el costo de invertir en Argentina. La primera intentará reducir la presión impositiva, que según un informe del Foro Económico Mundial de marzo de este año, es la más alta 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. Será necesario un consenso de todos los sectores y será difícil evitar la crítica de sectores sindicales y la oposición. Desde el oficialismo confían en que un

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

leve crecimiento económico, mejores salarios reales y el proceso de desinflación que se está dando en 2017 sean suficientes para obtener una victoria que les permita consolidarse políticamente y concretar estos objetivos.

Es importante remarcar que en agosto se realizaron las elecciones primarias y abiertas en todo el país. Sin dudas, la elección más relevante se dio en la provincia de Buenos Aires, distrito que concentra el 40% del electorado nacional. Compiten en la categoría de senadores Esteban Bullrich (ex ministro de educación y candidato por el oficialismo) y la ex presidenta Cristina Fernández de Kirchner. La ex mandataria sacó una ventaja de solo 20.324 votos (una diferencia de 0,4 puntos porcentuales), por lo que se espera que las elecciones generales en el mes de octubre definan el escenario político y en especial la relevancia de Kirchner en los próximos años como posible líder de la oposición. Sin embargo, existe una sensación generalizada que estas elecciones han señalado una aprobación a la gestión del gobierno a nivel nacional y que ha habido una polarización kirchnerismo versus oficialismo que ha afectado la votación, quitándole importancia al resto de los competidores.

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 3% para 2017. Entre otras variables a considerar, distintas proyecciones estiman un dólar que terminará el año rondando los 18,66 pesos, una inflación de 22% (por encima de la meta del BCRA) y una tasa de referencia para pases en 23%.