

ACTIVIDAD

1. Nivel general de actividad y evolución por sectores

La economía argentina evidenció una desaceleración durante el cuarto trimestre de 2017. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE)¹ registró un aumento del 3,6% interanual (i.a.) y una suba del 0,3% respecto del trimestre previo (t/t)² en la medición sin estacionalidad (s.e.)³, según reportó el INDEC. De esta forma, la economía ha acumulado cinco trimestres consecutivos en alza (t/t s.e.), pero con un menor ritmo de aumento en el último período. En el acumulado del año la economía creció un 2,8% de acuerdo al cálculo oficial.

Cuadro 1. Evolución de la Actividad económica según INDEC, Ferreres y GERES
Variación %

	INDEC (Base 2004)		IGA (Ferreres)		ISAG (GERES)	
	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.
2009	-5,9		-4,0		-3,7	
2010	10,1		8,0		8,6	
2011	6,0		4,9		5,8	
2012	-1,0		-0,3		-0,9	
2013	2,4		3,3		1,1	
2014	-2,5		-2,6		-2,6	
2015	2,7		1,9		1,3	
2016	-2,3		-2,5		-2,4	
2017	2,8		3,6		2,9	
I 16	0,6	-0,9	1,4	-0,9	-1,0	-0,5
II	-3,7	-2,0	-3,7	-1,3	-3,5	-1,5
III	-3,7	0,1	-5,0	-0,7	-3,3	-0,2
IV	-1,9	0,9	-2,2	1,0	-1,7	0,6
I 17	0,4	1,3	0,2	0,6	0,4	1,4
II	2,9	0,8	3,1	2,5	2,4	0,6
III	4,2	0,9	5,8	1,3	4,4	1,7
IV	3,6	0,3	5,4	0,7	4,3	0,6
ene-18	-	-	4,5	0,6	3,8	1,0

Var. i.a.: Variación interanual (respecto de igual período del año anterior).
Var. p.a.: Variación respecto del período anterior de la serie sin estacionalidad.
Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC, Ferreres y estimaciones propias.

En tanto, el **Indicador Sintético de Actividad GERES (ISAG)**⁴ mostró un avance del 4,3% i.a. y del 0,6% t/t, cerrando el año con un aumento promedio del 2,9%, apenas por encima de la estimación oficial. Por su

¹ Se trata de una estimación provisoria del Producto Interno Bruto (PIB) que efectúa el INDEC.

² En adelante, todas las variaciones trimestrales (t/t) o mensuales corresponden a series sin estacionalidad, a menos que se aclare lo contrario.

³ Resulta de eliminar de la serie original las fluctuaciones que se repiten más o menos regularmente todos los años. Las principales causas de tales fluctuaciones se deben a la cantidad de días laborales del mes (efecto *días de actividad*), los feriados móviles (efecto *pascua*), las características estacionales de la demanda y una disponibilidad estacional de materias primas, entre otras.

⁴ El ISAG se estima a partir de una serie de indicadores representativos de la evolución de la actividad económica, entre los que se cuentan rubros de la industria, indicadores de consumo, inversión, construcción, comercio exterior y servicios, mediante la metodología de "componentes principales". Cabe recordar que el INDEC, bajo la gestión



parte, el Indicador General de Actividad (IGA) que elabora Ferreres exhibió una suba del 4,3% i.a. y del 0,7% t/t, con un incremento promedio del 3,6% en 2017, ubicándose por arriba tanto del INDEC como de GERES.

Para enero de 2018 el ISAG mostró una suba del 3,8% i.a. y del 1,0% t/t, mientras que Ferreres calculó un aumento del 4,5% y 0,6% respectivamente. Desde GERES estimamos que el EMAE de enero posiblemente se ubicará más cercano al 3% i.a.

En cuanto a la **evolución del valor agregado bruto a nivel sectorial** durante el cuarto trimestre, en comparación con igual lapso de 2016, lideraron las subas la construcción (15,7%), dentro del rubro bienes, y la intermediación financiera (6,2%) y el comercio mayorista y minorista (4,6%), en lo que hace a los servicios. La industria, de fuerte peso en la economía⁵, observó una suba del 2,8%, variación inferior a la registrada en el trimestre previo (4,1%), en parte por efecto de una mayor base de comparación (en el cuarto trimestre de 2016 había comenzado el repunte del sector). Cabe remarcar que los demás sectores -tanto de bienes como de servicios- también exhibieron aumentos interanuales, siendo estos de menor magnitud, con la excepción los rubros electricidad, gas y agua (-0,9%) y pesca (-0,7%), ambos de peso ínfimo a nivel macroeconómico.

Asimismo, los sectores con mayor **aporte** positivo al EMAE⁶ -cálculo que contempla tanto el peso como la variación- fueron el comercio (0,62%), la industria (0,50%) y la construcción (0,45%). También contribuyeron significativamente las actividades inmobiliarias, empresarias y de alquiler (0,31%), y la intermediación financiera (0,24%), teniendo ambos rubros de servicios un peso relevante en el Producto Interno Bruto (PIB), siempre según la medición del INDEC. Así el valor agregado bruto de los sectores explicó 2,55 puntos porcentuales (p.p.) del crecimiento del EMAE. Por su parte, los impuestos netos de subsidios⁷ aumentaron un 6,6% i.a., aportando 1,07 p.p. al aumento del EMAE, que como vimos más arriba, avanzó un 3,6% en la comparación interanual.

En el acumulado de 2017 se destacaron los avances de la construcción (10,0%) y del sector agropecuario (4,5%). El rubro pesca lideró los aumentos (14,2%), pero su peso en el PIB es ínfimo, y por ende, insignificante su contribución al crecimiento. También crecieron por encima de la media la intermediación financiera (5,1%) y las actividades inmobiliarias (3,1%). Cabe destacar que, dentro de los sectores con mayores subas, la construcción y el agro no lograron compensar las fuertes caídas que padecieron en 2016, lo cual los posiciona aún por debajo de sus niveles de 2015, contrariamente al caso de la intermediación financiera, las actividades inmobiliarias y la pesca, que sí mejoran con relación a ese año. Si bien el rubro transporte y comunicaciones exhibió un aumento más moderado (2,7%) en 2017, lo hizo respecto de un año 2016 en el cual había sido el sector de mayor crecimiento (3,3%).

En lo que respecta a los otros sectores de mayor peso, la industria creció un 2,0% y el comercio un 2,2% en 2017, en ambos casos sin haber recuperado los descensos que registraron en 2016 (-5,6% y -2,3%

kirchnerista, comenzó a manipular el dato del Producto Interno Bruto (PIB) a partir del año 2008. En junio de este año - con posterioridad a la primera publicación del ISAG- el INDEC volvió a publicar la serie del PIB, revisando los números de la gestión anterior.

⁵ Actualmente pondera un 17% en el PIB.

⁶ Se trata de la contribución absoluta de cada sector al crecimiento del PIB. En este caso concreto, el cálculo contempla el peso del sector en el PIB durante el cuarto trimestre de 2016 multiplicado por la variación interanual de aquel.

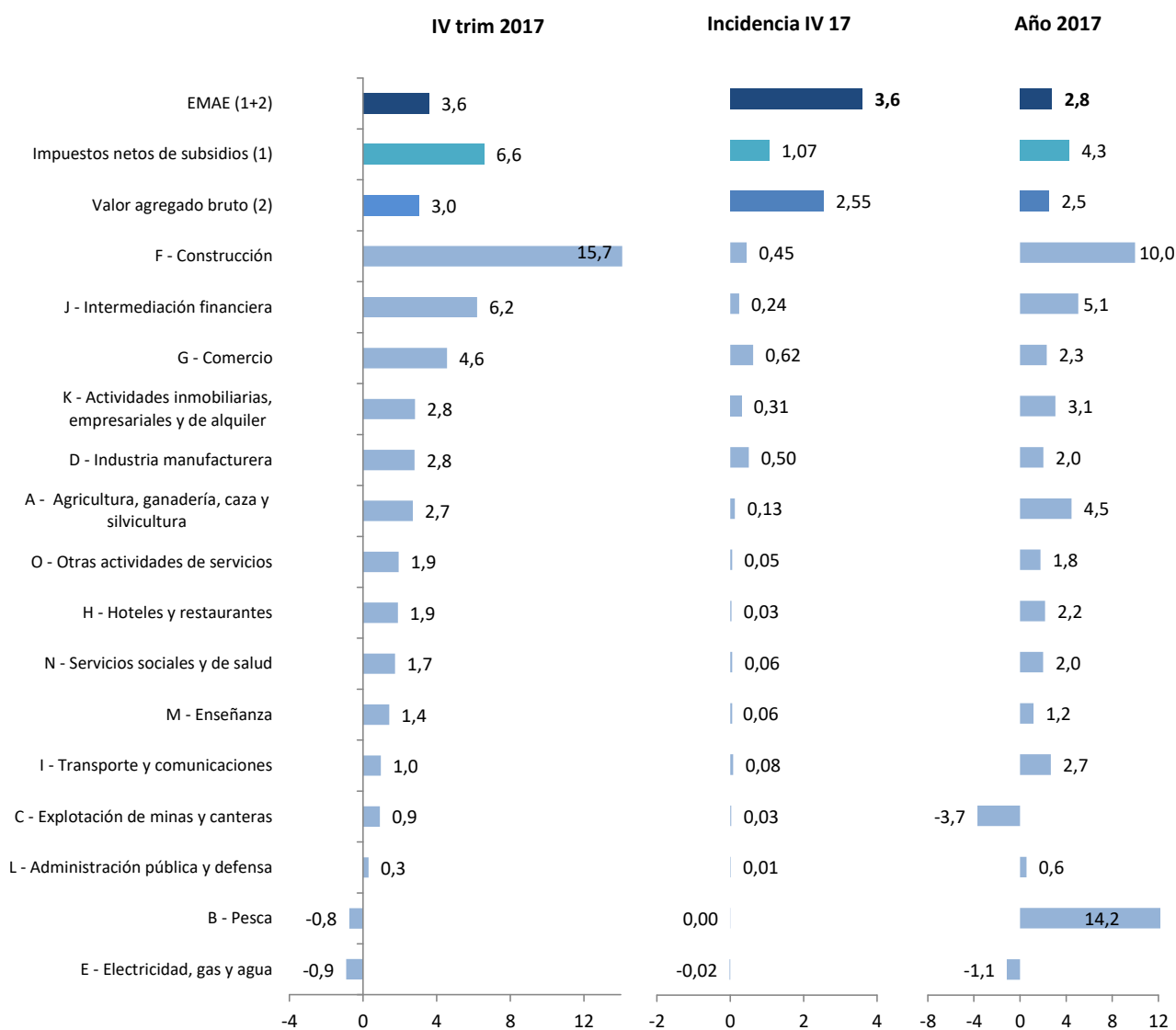
⁷ Incluye IVA, derechos de importación e impuestos a los productos netos de subsidios (dentro del cual se contabilizan ingresos brutos, impuestos específicos y derechos de exportación).



respectivamente). La explotación de minas y canteras fue el único sector que cayó tanto en 2017 como en 2016. En suma, el valor agregado sectorial total aumentó un 2,5%, mientras que los impuestos netos de subsidios se incrementaron un 4,3%.

En cuanto a **la contribución al crecimiento del EMAE en el acumulado de 2017**, se destacó el aporte de los siguientes sectores: industria (0,34%), sector agropecuario (0,32%), comercio (0,30%), actividades inmobiliarias (0,32%) y construcción (0,29%). Sumando los demás sectores, el valor agregado sectorial aportó 2,1 p.p., en tanto los impuestos netos de subsidios contribuyeron con 0,7 p.p. al crecimiento del EMAE (2,8%).

Gráfico 1. Valor agregado bruto (precios básicos de 2004) por sector de actividad económica y Estimador mensual de Actividad Económica (precios de mercado de 2004)
Variación interanual %



Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC.

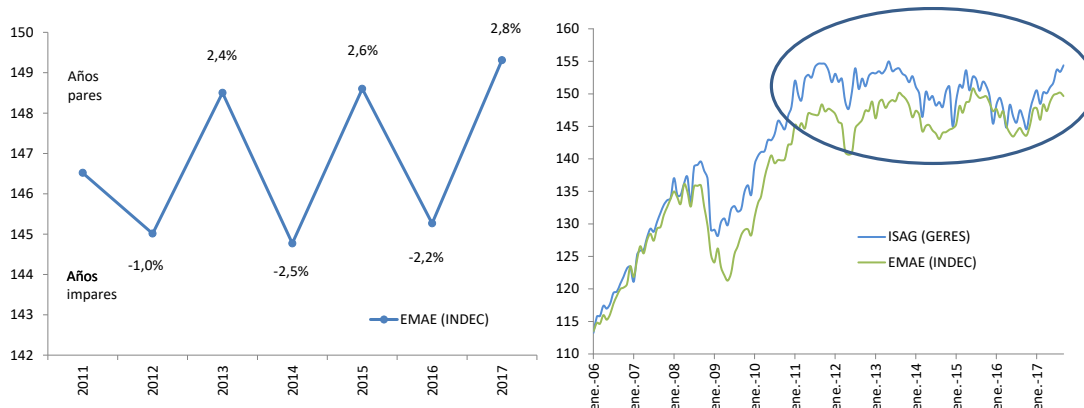
El aumento de 2,8% que exhibió el EMAE en 2017 se ubicó por debajo de la **pauta presupuestaria**, que situaba el crecimiento para este año en un más ambicioso 3,5%, luego del retroceso de -2,2% que padeció la



economía en 2016. De todos modos, este desempeño le alcanzó al EMAE para recuperar con creces la caída del recesivo 2016 y posicionarse así ligeramente por encima de su nivel de 2015.

Gráfico 2. Evolución de la actividad económica según INDEC y GERES

Ene 2006 - Dic 2017, índices desestacionalizados 2004=100



Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC y estimaciones propias.

Como ya hemos señalado en los informes previos, cuando se extiende el horizonte hacia atrás se constata que el “crecimiento” de 2,8% materializado en 2017 se inscribió aún como una mejora “en el margen”, dentro de un marco más amplio de **estancamiento económico** que se prolonga desde 2011, y que ha venido alternando caídas del PIB en los años pares con repuntes parciales en los años impares (electorales).

2. Industria

Cuadro 2. Índice de Producción Industrial, según diversas fuentes

Variación %

	Fiel		Ferrerres		INDEC
	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.
2011	4,7		2,0		-
2012	-0,7		0,0		-
2013	0,4		2,2		-
2014	-5,1		-4,0		-
2015	0,5		0,8		-
2016	-4,5		-4,1		-4,6
2017	1,8		2,0		1,8
I 16	-0,2	-1,7	3,0	1,7	-0,9
II	-7,0	-3,1	-7,2	-6,7	-5,4
III	-6,8	-0,1	-8,0	-0,6	-7,0
IV	-3,5	1,8	-3,3	3,0	-4,8
I 17	-2,0	0,1	-3,0	0,7	-2,5
II	2,7	2,0	3,5	0,9	2,2
III	4,8	1,4	5,2	1,0	4,4
IV	1,4	-2,1	2,3	-0,3	2,7
ene-18	-0,6	-1,1	2,7	1,1	2,6

Var. i.a.: Variación interanual (respecto de igual período del año anterior).

Var. p.a.: Variación respecto del período anterior de la serie sin estacionalidad.

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC, FIEL y Ferreres.

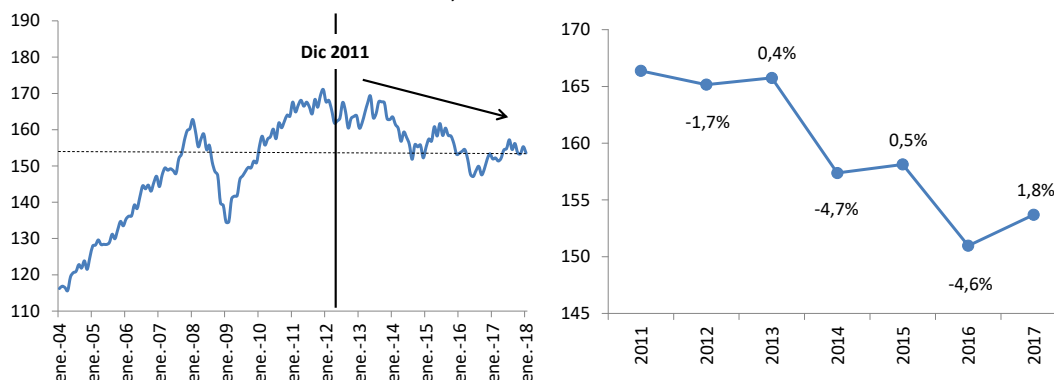


La producción industrial se ralentizó durante el cuarto trimestre de 2017, según mostraron tanto el INDEC como las estimaciones alternativas de FIEL y Ferreres, con subas interanuales de menor magnitud en comparación con las registradas durante el trimestre previo. Esto se debió, en parte, al efecto de una base de comparación más elevada de igual período de 2016, durante el cual había comenzado a repuntar de la industria. Pero la industria también acusó un retroceso con relación al tercer trimestre de 2017, considerando las series sin estacionalidad, según se deriva de las estimaciones de FIEL y de Ferreres (que difieren en la magnitud del mismo).

Así, la producción industrial repuntó un 1,8% en 2017 de acuerdo a la medición oficial; las estimaciones alternativas se ubicaron muy en línea con ese guarismo. Suba que resultó magra en relación a la fuerte caída registrada en 2016 (-4,6%), y que ratifica una preocupante **tendencia declinante de la producción industrial desde 2011**: las leves subas verificadas en los años pares resultan insuficientes para compensar las caídas mucho más fuertes observadas en aquellos impares, lo cual ha retrotraído la actividad industrial a niveles inferiores a 2010, e incluso, similares a 2008, diez años atrás. A una conclusión similar se arriba cuando se considera la serie de valor agregado industrial del INDEC (analizada más arriba dentro de la apertura sectorial del EMAE) en lugar del índice de producción industrial reportado por FIEL⁸.

Gráfico 3. Evolución de la actividad industrial (FIEL)

Ene 2004 - Oct 2017, índice desestacionalizado 1993=100



Fuente: Elaboración GERES en base a FIEL.

En lo que hace a la evolución interanual de las ramas industriales en el cuarto trimestre de 2017, se destacó en primer lugar la suba del rubro metálicas básicas (15,3%), gracias a un crecimiento del 20,4% en la producción de acero, luego de la disminución del -15,8% verificada en igual período de 2016⁹. Le siguió la rama de productos minerales no metálicos (12,7%), fuertemente ligada esta última a la construcción. La industria textil volvió a crecer en términos interanuales (7,9%) luego de cinco trimestres seguidos en baja; no obstante, este rebote compara con un desplome del 27,3% experimentado en igual trimestre de 2016. La producción automotriz observó un magro incremento del 3,2%, motivado por un aumento del 7,8% en las exportaciones, mientras que las ventas de vehículos nacionales en el mercado interno disminuyeron un 1,5%, según información suministrada por ADEFA. Por su parte, la rama alimenticia registró una caída del -3,3%,

⁸ El INDEC aún no cuenta con una serie larga, anterior al 2016. La serie disponible para los años previos continúa siendo la publicada por el INDEC bajo la intervención de Moreno.

⁹ Dato de la Cámara Argentina del Acero.



arrastrada por las fuertes caídas en la producción de azúcar (-21,9%) y en la molienda de cereales y oleaginosas (-11,6%), así como en la producción de lácteos (-4,9%) y bebidas (-1,9%).

Cuadro 3. Evolución de la industria por rama (INDEC)

Variación interanual, en %

Industria	2016	2017	I 17	II	III	IV
Nivel General	-4,6	1,8	-2,5	2,2	4,4	2,7
Metálicas básicas	-14,6	9,2	-0,5	4,8	17,9	15,3
Productos minerales no metálicos	-1,4	6,2	-3,6	5,4	10,4	12,7
Resto metalmecánica	-5,9	8,5	-1,5	11,8	13,8	9,2
Textil	-4,3	-6,7	-17,2	-14,0	-1,9	7,9
Edición e impresión	-6,7	0,9	-6,7	-3,2	8,6	4,2
Automotriz	-10,5	5,4	16,4	8,6	6,6	3,2
Papel y cartón	-1,2	-0,2	-4,2	-3,4	4,5	2,9
Productos de caucho y plástico	-1,5	1,5	-3,5	4,0	5,4	0,8
Sustancias y productos químicos	-1,0	-1,0	-2,0	1,1	-4,0	0,3
Alimenticia	-1,2	-1,4	-1,6	2,0	-1,1	-3,3
Tabaco	-8,4	-4,7	-6,9	-7,7	3,9	-4,7
Refinación del petróleo	-4,2	-1,4	-4,5	0,1	3,9	-5,1

Nota: Las variaciones de los trimestres son aproximadas, debido a que están calculadas como promedio de las variaciones de los meses correspondientes, ya que el INDEC aún no ha publicado las series en nivel. Los acumulados de 2016 y del período enero-septiembre son datos reportados por el INDEC.

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC

3. Construcción

La construcción se constituyó como el sector de mejor desempeño en 2017, luego del desplome que observó en 2016. Así como la baja estuvo asociada en su momento a un virtual parate de la obra pública, fue ésta sin dudas un motor central del fuerte aumento de la actividad del sector en 2017.

Cuadro 4. Indicadores de actividad de la construcción

Variación %

	ISAC	Construya		Despachos cemento	
	Var i.a.	Var i.a.	Var p.a.	Var i.a.	Var p.a.
2016	-12,7	-15,1		-10,8	
2017	12,7	13,7		11,5	
I 16	-5,2	-3,6	-17,0	-8,4	-6,3
II	-18,9	-18,9	-6,6	-19,4	-5,6
III	-13,3	-18,4	6,2	-9,0	5,2
IV	-12,1	-17,7	-1,4	-6,0	0,9
I 17	1,7	-0,9	-0,4	5,6	5,4
II	12,6	12,7	10,2	12,2	0,4
III	15,6	21,0	9,6	12,3	5,0
IV	20,5	21,3	0,6	15,2	3,7
ene-18	19,0	14,3	-7,7	19,4	7,1
feb-18	-	12,4	6,4	15,6	-3,2

Var. i.a.: Variación interanual (respecto de igual período del año anterior). Var. p.a.: Variación respecto del período anterior de la serie sin estacionalidad. Para los despachos de cemento la desestacionalización la realizó GERES, utilizando el programa ARIMA X12.

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC, Grupo Construya y AFCP



Durante el cuarto trimestre, la construcción mantuvo un fuerte incremento en términos interanuales. El Indicador sintético de actividad de la construcción (ISAC) que reporta el INDEC arrojó una suba del 20,5%, en tanto el índice Construya mostró un avance similar, del 21,3%. Asimismo, los despachos de cemento al mercado interno -insumo básico del sector- se incrementaron un 15,2%, según información suministrada por la AFCP. No obstante, el fuerte aumento promedio del ISAC en 2017 (12,7%) no alcanzó a compensar la drástica caída de 2016 (-12,7%). La construcción continúa con un fuerte ritmo de crecimiento en lo que va de este año; en enero el ISAC aumentó un 19,0% i.a., mientras que el Índice Construya y los despachos de cemento muestran que el sector mantuvo su dinámica creciente en febrero.

4. Consumo privado

El consumo privado experimentó una recuperación en 2017, según la estimación que efectúa el INDEC por el lado de la demanda agregada, **después del retroceso verificado en 2016.** El buen desempeño de la recaudación en concepto de IVA-DGI, indicador ligado a la evolución del consumo interno, aportó evidencia en igual sentido. Así, el consumo privado mejoró un 3,1% i.a. en el acumulado tres trimestres de 2017 (tercer trimestre último dato oficial), mientras que la recaudación de IVA-DGI medida en términos reales aumentó un 5,9% en 2017. Esta mejora se condice con la recuperación parcial que logró el salario real en 2017 (+3,9%); suba que, vale aclarar, no compensó el fuerte recorte que padeció en 2016 (-5,2%). Sin dudas, también influyó positivamente en la evolución del consumo la fuerte expansión de créditos oficiales (Argenta) a sectores de menor poder adquisitivo durante los meses preelectorales.

En este marco, cabe destacar el fuerte incremento de ventas de autos cero kilómetro y de motos durante 2017, como muestran los respectivos aumentos del 26,9% y 44,7% en los patentamientos. También crecieron un 16,9% las ventas de autos usados.

Cuadro 5. Indicadores de consumo (a precios constantes)

	Variación %								
	Consumo privado (CCNN)		Supermercados		Centros de compras		IVA DGI		Ventas min.
	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.	Var. p.a.	Var. i.a.
2016	-1,4		-7,5		-11,1		-8,7		-7,0
2017	-		-2,1		-1,8		5,9		-1,0
I 16	2,2	0,3	-3,2	-3,5	-9,2	-7,7	-7,7	-9,7	-4,2
II	-2,6	-2,5	-8,2	-4,6	-7,8	0,6	-6,6	1,1	-8,5
III	-2,9	0,6	-9,1	-0,8	-12,7	-4,5	-10,0	-2,0	-7,7
IV	-2,4	-0,5	-9,3	-1,0	-14,0	-3,0	-10,6	-0,3	-7,4
I 17	0,9	1,9	-7,5	-1,2	-7,6	-0,7	0,3	1,7	-3,7
II	4,0	4,0	-1,6	1,6	-6,2	2,1	6,1	6,6	-3,4
III	4,2	-2,2	0,2	0,8	1,6	3,1	7,7	-0,3	-0,7
IV	-	-	0,4	-0,9	3,7	-0,5	9,8	1,3	1,0
ene-18			-	-	-	-	9,8	5,6	-1,0
feb-18			-	-	-	-	13,8	3,2	-1,5

Var. i.a.: Variación interanual (respecto de igual período del año anterior). Var. p.a.: Variación respecto del período anterior de la serie sin estacionalidad. En todos los casos la desestacionalización fue realizada por GERES utilizando el programa ARIMA X12. Para el caso de supermercados y centros de compras, hasta el primer trimestre de 2016 las series a precios constantes, a partir de las cuales se calculan las variaciones interanuales, surgen de deflactar las series a precios corrientes del INDEC por índices de precios construidos por GERES según el peso relativo de los bienes comercializados en ambos segmentos (tomando los capítulos del IPC CABA y las ventas por rubros de bienes que publica el INDEC). A partir del segundo trimestre de 2016 las ventas a precios constantes son datos del INDEC.

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC, Dirección General de Estadística y Censos de CABA, y CAME.



En cambio, las ventas en circuitos tradicionales de consumo masivo, que habían registrado un drástico retroceso en 2016, volvieron a caer en el acumulado de 2017, a contramano de la estimación global de consumo privado que calcula el INDEC. Así, las **ventas en supermercados y centros de compras** disminuyeron -2,1% y -1,8% en 2017 según el ente oficial, habiendo retrocedido fuertemente con relación al año 2015¹⁰. Al respecto, cabe destacar que de acuerdo a consultoras especializadas en el rubro se ha producido un desplazamiento desde hipermercados y supermercados hacia canales de venta mayoristas y almacenes, lo cual podría explicar *en parte* el declive que muestran aquellos.

Según los datos de la CAME, las **ventas en comercios minoristas** también se redujeron en 2017 (-1,0%), evolución negativa que se sumó a la significativa caída (-7,0%) que ya registraron en 2016.

En lo que respecta al cuarto trimestre, la **recaudación de IVA-DGI (real)** creció un 9,8% i.a. y 1,3% t/t, no obstante el aumento en el acumulado del año tampoco alcanzó a compensar la baja de 2016 (-8,7%). En enero y febrero de 2018 continuó exhibiendo altas tasas de crecimiento (9,8% y 13,8% respectivamente). Las ventas en supermercados se mantuvieron virtualmente estancadas en la comparación interanual (0,4%), en tanto las referidas a los centros de compras aumentaron un 3,7%, a la vez que ambos segmentos observaron ligeras bajas respecto del trimestre previo (tomando las series sin estacionalidad). Las ventas minoristas se elevaron un 1% i.a., luego de siete trimestres seguidos con caídas en términos interanuales, aunque volvieron a disminuir en los primeros dos meses de este año (-1,0% y 1,5% i.a.)¹¹. Por consiguiente, los datos disponibles (centralmente el IVA) muestran que el consumo privado mantuvo su repunte durante el cuarto trimestre de 2017.

En principio, **este panorama aparece bastante menos optimista hacia adelante**. El salto inflacionario acumulado desde diciembre 2017¹², alentado por fuertes aumentos de tarifas y la aceleración del tipo de cambio desde fines de diciembre, ha agudizado la habitual situación de “salarios viejos con precios nuevos” que caracteriza a esta época del año. En este marco de erosión del salario real, el gobierno procura imponer paritarias por debajo de la inflación esperada para este año (diversas estimaciones ya la sitúan con piso en 20%); situación que de materializarse afectará ineluctablemente el consumo. Esta orientación congenia con el recorte en el poder adquisitivo de jubilaciones y pensiones que implicará el cambio en la fórmula de movilidad. Adicionalmente, la gran expansión de créditos (Argentina) a sectores de menores recursos fueron un importante factor extra que aportó al consumo, los cuales no volverán a contribuir -al menos en esa extensión- este año.

5. Inversión en equipo durable de producción

La **inversión** ha sido sin lugar a dudas el **componente más dinámico de la demanda global en 2017**, gracias al fuerte aumento tanto de la **construcción** como de la inversión en **equipo durable de producción**.

¹⁰ Las variaciones de las ventas en supermercados y centros de compras -medidas en términos reales- para el 2016 son estimaciones de GERES. Ver nota metodológica debajo del cuadro.

¹¹ El INDEC publica su estimación del consumo privado el 21 de marzo, junto con el PIB y demás componentes de la oferta y demanda globales.

¹² La suba de precios (IPC nacional) fue del 3,1% en diciembre, 1,8% en enero, y se estima un aumento en torno a 2,5% para febrero, lo cual acumula una suba del 7,6% en este lapso reciente.



Centrándonos en este último rubro, según el INDEC (aún no está publicado el cuarto trimestre) la inversión en equipo durable creció un 8,8% en el acumulado tres trimestres de 2017, con un aumento del 16,6% en el segmento importado y un descenso del 1,6% en el nacional. De estos mismos números se desprende que el *aumento* de la inversión observado en ese lapso correspondió íntegramente al segmento importado (y más, dado que la inversión en el rubro nacional cayó ligeramente), lo cual implica que este incremento no representó una mayor demanda para la industria local, siempre de acuerdo a las estadísticas del INDEC.

Por su parte, **Ferreres** estimó que la inversión en equipo durable creció un 12,9% i.a. en enero-noviembre de 2017 (aún no reportó su estimación para diciembre), producto de una suba del 25,8% i.a. en el rubro importado y del 9,9% en el nacional, en este último caso con un notable contraste respecto de la información del INDEC. A su vez, para el acumulado octubre-noviembre Ferreres reportó un aumento del 16,0% i.a. en la inversión en equipo (+13,7% nacional y +17,8% importado).

Asimismo, las **importaciones de bienes de capital**, medidas en cantidades, crecieron un 13,4% i.a. según reportó el INDEC, reflejando que la inversión mantuvo un importante dinamismo también en el cuarto trimestre, tal como muestra la estimación de Ferreres (que aún no incluye diciembre).

Por el lado de la oferta, **Fiel** estimó que la **producción de bienes de capital** se incrementó un 5,8% en el cuarto trimestre y un 9,7% en 2017. Este cálculo se encuentra muy en línea con la evolución de la demanda de inversión en equipo nacional que reportó Ferreres, y estas dos estimaciones, a su vez, en abierto contraste con los datos publicados por el INDEC.

Cuadro 6. Indicadores de inversión en equipo durable de producción (a precios constantes)
Variación interanual %

	INDEC (CCNN)			Ferreres			FIEL	INDEC (ICA)
	E.D. total	nacional	impo	E.D. total	nacional	impo	Prod. Bs K	Impo Bs K
2016	1,6	-1,1	3,7	8,1	11,7	5,1	3,1	5,1
2017	-	-	-	-	-	-	9,7	16,0
I 16	3,3	9,4	-1,0	1,4	4,3	-0,8	-9,6	-0,6
II	6,6	3,8	9,0	9,0	10,8	7,4	1,6	7,5
III	-3,3	-6,2	-1,0	4,6	10,0	0,4	-0,8	0,2
IV	-0,2	-8,9	7,8	16,4	20,7	12,9	23,3	13,1
I 17	5,1	-4,5	12,8	10,8	6,2	14,7	8,0	15,2
II	6,1	-0,4	11,4	7,0	5,2	8,7	12,2	8,9
III	15,0	1,0	25,4	18,6	9,9	25,8	12,2	25,9
IV (*)	-	-	-	16,0	13,7	17,8	5,8	13,4
Ene-18	-	-	-	-	-	-	-14,4	29,8

(*) En el caso de Ferreres los datos corresponden al acumulado octubre -noviembre (los datos referidos a diciembre 2017 todavía no están disponibles).

Fuente: Elaboración GERES en base a INDEC, Ferreres y Fiel.

6. Exportaciones netas

Las **cantidades exportadas** permanecieron virtualmente estancadas en 2017 (-0,3%)¹³, con caídas en las ventas de productos primarios (-3,5%), manufacturas de origen agropecuario (-3,5%) y combustibles (-6,6%),

¹³ En el informe previo señalamos que en 2017 apuntaban “en el mejor de los casos a permanecer estancadas”.



y una suba en las manufacturas de origen industrial (9,5%)¹⁴. De igual modo, exhibieron una variación interanual prácticamente nula en el cuarto trimestre (+0,2%), esta vez, con un repunte de los productos primarios (11,6%) y una suba más leve de las manufacturas industriales (4,8%), en tanto los restantes rubros mostraron caídas en torno al 10%. De esta forma, las cantidades exportadas en 2017 se ubicaron en un nivel prácticamente igual al de 2005 y un 12% por debajo del pico registrado en 2011. Dentro de este período de doce años, las exportaciones de 2017 -siempre medidas en cantidades- sólo han superado los pisos verificados en 2014-2015, así como las ventas al exterior de 2009, año en el que golpeó fuertemente la crisis económica mundial.

Esta penosa evolución de las exportaciones, además del rubro turismo, se encuentra en el trasfondo del drástico deterioro de la cuenta corriente, factor que se constituye junto con la cuestión fiscal en uno de los condicionamientos centrales de la economía argentina, limitando la posibilidad de una recuperación que pueda resultar sostenible en el tiempo.

En tanto, las **cantidades importadas** aumentaron un 14,6% en 2017, mostrando una elevada elasticidad al PIB. Estas han ido acelerando a lo largo del año pasado, llegando a una suba del 24,3% interanual en el cuarto trimestre, a contramano del marcado estancamiento exportador.

Observamos más arriba que el aumento de la inversión en equipo durable se canalizó íntegramente hacia las importaciones, de acuerdo a los datos del INDEC. En cuanto a los demás componentes de la demanda agregada (consumo privado y público, construcción, y variación de existencias, que creció fuertemente), se constata que el 67% del aumento en la misma se volcó a importaciones, mientras que sólo el 33% restante generó una mayor demanda para la producción nacional de bienes y servicios. En suma, siempre siguiendo las estadísticas del INDEC, el 54% del incremento en la demanda global derramó hacia bienes y servicios importados.

7. Perspectivas

Así como la proyección oficial de crecimiento del PIB incluida en el presupuesto para 2017 (3,5%)¹⁵ finalmente no se materializó (el EMAE cerró en 2,8%), la pauta de 3,5% presupuestada para 2018 ya ha quedado demasiado lejana. Si inicialmente ésta parecía muy optimista, a falta de fuentes ciertas de crecimiento que la sustentaran, la irrupción de la crítica sequía en el campo ha empeorado notablemente el panorama.

Hemos señalado hartamente en los últimos informes los enormes condicionamientos que implican para el devenir de la economía argentina los ciclópeos déficits fiscal y de cuenta corriente, los cuales siembran gran incertidumbre acerca de la sostenibilidad en el tiempo del repunte que ha exhibido la actividad desde principios de 2017. En última instancia, este repunte se ha mantenido sobre la base de una montaña de endeudamiento público, principalmente en moneda extranjera, para cubrir esos baches. Frente a esta situación, la política económica oficial post elecciones ha consistido en una nueva profundización del ajuste

¹⁴ Dentro de estas últimas incidieron centralmente las ventas de material de transporte terrestre, metales comunes, piedras y metales preciosos, con gran peso en el rubro, así como el fuerte aumento de vehículos de navegación aérea, marítima y fluvial.

¹⁵ En el proyecto de presupuesto para 2018, enviado en septiembre del año pasado, el gobierno revisó a un 3% el crecimiento proyectado para 2017, guarismo que también quedó por encima del dato del EMAE.



en diversos planos (tarifazos y reforma previsional, entre otros). De lograr avanzar en un nuevo recorte del salario real, esto indefectiblemente repercutirá sobre el consumo de amplios sectores de la población.

Con este panorama fiscal y externo de por sí muy complicado, la sequía ha sumado una muy mala noticia para el corto plazo (impactará de lleno en el PIB a partir de abril). La última proyección de la Bolsa de Cereales (BC), al 8/3/2018, ubicaba la cosecha de soja en 42 millones de tn, con una caída del 25,5% respecto de 2017 (recordemos que en 2014/15 alcanzó un récord de 61 M tn); a la vez, situaba la producción de maíz en 34 millones de tn (-12,9%). Desde GERES calculamos que esta menor producción de soja y maíz implicaría un recorte aproximado de 1,2 puntos porcentuales del PIB¹⁶ en el año 2018. Se trata de un impacto muy significativo, si lo contrastamos con el escenario base -ya optimista a nuestro gusto- que mantenía el gobierno (3,5%) antes de la sequía, o más aún, con el consenso de las principales consultoras hasta hace dos meses (en torno al 3%). Naturalmente, este efecto negativo debería ser compensado por un crecimiento *adicional* de otros sectores en la misma magnitud para quedar neutralizado, posibilidad que no se vislumbra en la actualidad.

Para Brasil, principal socio comercial de nuestro país, el FMI proyecta un crecimiento del 1,9% para 2018 (1,1% en 2017). Si bien con esto la economía brasileña ya no “juega en contra” de la actividad económica local como en los años 2015-16, durante los cuales su PIB acumuló un desplome del 7,2% (golpeando fuertemente a las exportaciones industriales de Argentina), el crecimiento del vecino país previsto para este año tampoco implicará una tracción considerable de nuestra economía.

Por el lado de la demanda agregada, la merma en la cosecha de soja impactará de lleno en las cantidades exportadas de ese complejo, en el marco de un paupérrimo desempeño de las ventas totales al exterior durante los últimos años. Luego de un 2017 en el cual las cantidades exportadas totales se mantuvieron estancadas, difícilmente crezcan este año, con lo cual podríamos descartar cualquier aporte positivo a la demanda agregada por esa vía, y por ende al PIB.

En cuanto a la inversión bruta interna, además del fuerte aumento de la construcción, la referida al equipo durable de producción se incrementó significativamente en 2017. No obstante, ya vimos más arriba que según el INDEC el aumento observado en el acumulado tres trimestres de 2017 correspondió íntegramente al segmento importado, con lo cual esto no redundó en un aumento de la demanda de bienes de inversión para la industria local. Si la inversión en equipo durable logra crecer nuevamente en forma significativa durante 2018, nada indica que pueda esperarse un cambio significativo en la composición de esa demanda, a favor de bienes nacionales y en detrimento de los importados. Más aún, el peso de la inversión total con relación al PIB es del 19,8% (11,4% equipo durable y 8,4% construcción)¹⁷, lo cual requiere un fuerte aumento de la misma para compensar un posible enfriamiento del consumo privado (que representa un 60% de la demanda agregada y un 75% del PIB¹⁸). Y de verificarse un incremento significativo de la inversión, este debería orientarse (al menos en gran parte) hacia bienes nacionales para repercutir positivamente en el PIB, totalmente a contramano de lo observado en 2017.

¹⁶ Se contabiliza tanto el impacto directo como indirecto, calculado este último a través de algunos otros sectores como el transporte y la industria, medidos en términos reales.

¹⁷ Se tomó el acumulado de los últimos cuatro trimestres para efectuar el cálculo.

¹⁸ El cálculo incluye la variación de existencias dentro de la demanda global.



En este marco de magro desempeño exportador y de un importante incremento en la inversión que viene decantando íntegramente hacia las importaciones, la suerte de la actividad económica este año estará sujeta en definitiva a la evolución del consumo privado. De ahí que el cierre que logren los trabajadores en las paritarias, y por consiguiente, la pulseada de los salarios contra la inflación, resulte ser una cuestión central al respecto.

En cuanto al primer trimestre de 2018, desde GERES esperamos una suba interanual del PIB (INDEC) todavía por encima del 3%, dado el fuerte arrastre positivo que deja el cuarto trimestre de 2017 (+2,1%)¹⁹ y que aún no impacta la merma en la cosecha de soja y maíz. Para el año 2018, el techo de crecimiento del PIB (“escenario optimista”) que consideramos viable se va posicionando bastante por debajo de las expectativas iniciales del oficialismo, mientras que la cota inferior de un posible rango de variación aún queda abierta, y estará sin dudas influida por el volumen final de la cosecha gruesa.

¹⁹ El arrastre estadístico calculado para el año es del 0,9%. El mismo surge de calcular la variación del cuarto trimestre de 2017 con relación al promedio de ese año, tomando para ello la serie sin estacionalidad que publica el INDEC. El arrastre del cuarto trimestre de 2017 en el primero de 2018 surge asimismo de calcular la variación del mismo con relación al primer trimestre de 2017, siempre tomando la serie sin estacionalidad. Conceptualmente, significa la variación que registraría el PIB (ya sea la variación interanual del primer trimestre de 2018 o la del acumulado del año) si se estancara en el nivel del cuarto trimestre de 2017; en este caso concreto, si dejara de crecer en términos desestacionalizados en 2018.

