

RESUMEN EJECUTIVO

La economía argentina continuó en expansión durante el cuarto trimestre de 2017, aunque a un ritmo menor que en el trimestre previo. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) del INDEC registró un aumento del 3,6% interanual (i.a.) y una suba del 0,3% respecto del trimestre previo (t/t) en la medición sin estacionalidad. Así, la economía creció un 2,8% en el año, luego del recesivo 2016 (-2,2%), posicionándose un leve 0,5% por encima de 2015. En tanto, el Indicador Sintético de Actividad GERES (ISAG) mostró un avance del 4,3% i.a. y del 0,6% t/t en el cuarto trimestre, cerrando el año con un aumento promedio del 2,9%.

En cuanto a la evolución del valor agregado a nivel sectorial, en el cuarto trimestre lideraron las subas interanuales la construcción (15,7%), la intermediación financiera (6,2%) y el comercio (4,6%). La industria, por su parte, mostró un aumento del 2,8%. En el acumulado de 2017 se destacó nuevamente el avance de la construcción (10,0%), y del sector agropecuario (4,5%), los cuales no obstante no lograron compensar las fuertes caídas que acusaron en 2016.

Según la estimación que efectúa el INDEC por el lado de la demanda, el consumo privado experimentó una recuperación en 2017, después del retroceso verificado en 2016, hecho ratificado por el buen desempeño de la recaudación de IVA-DGI. En cambio, las ventas en circuitos tradicionales de consumo masivo (supermercados, centros de compra, comercios minoristas), que habían registrado un drástico retroceso en 2016, volvieron a promediar una caída -más levemente- en 2017, a contramano de la estimación global de consumo privado del INDEC.

La inversión bruta interna fija ha sido 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. Sin embargo, según los números del INDEC, el aumento de la inversión en equipo durable acumulado al tercer trimestre de 2017 (último dato disponible) correspondió íntegramente al segmento importado (la inversión en el rubro nacional cayó ligeramente). Los indicadores disponibles muestran que esta variable siguió en aumento durante el cuarto trimestre, aunque nuevamente con un fuerte sesgo hacia los bienes importados.

La evolución del nivel de actividad continúa expresándose muy débilmente en la creación de empleo, dando cuenta de los problemas estructurales que acusa la economía argentina para mejorar esta crucial variable. A pesar de considerar 4 trimestres de crecimiento, la población con problemas de empleo (definiéndola de forma muy restringida como la suma de desocupados y subocupados) se ha incrementado interanualmente como porcentaje de la población económicamente activa (del 18,7% al 19,1%), siendo que el desempleo abierto de INDEC sólo se ha reducido en dos décimas (8,5% a 8,3%, superando los dos dígitos en el conurbano bonaerense). La medición del desempleo ampliado que efectúa GERES sobre la misma base de datos está 5 p.p. por encima de la media nacional de INDEC. Por rama de actividad, el crecimiento del empleo se da en aquellas que hicieron punta; comparando promedios anuales, la mitad de la creación neta de empleo es explicada por la recuperación de la construcción, mientras que la industria pierde más de 25.000 trabajadores, siendo tristemente destacable el estancamiento o retroceso en esta materia de sectores beneficiados con desgravaciones impositivas y mejores precios (agro y minería), aunque de ninguna forma algo inesperado en sectores rentísticos.



Esta dinámica del mercado laboral coexiste con un nivel salarial que pudo superar al ritmo inflacionario durante 2017 -el IPC promedió una suba del 24,3% mientras que el salario real aumentó un 3,9%-, pero que no logró volver a la situación previa a la fuerte devaluación que realizó el macrismo ni bien asumido. El año 2018 ha comenzado de forma negativa en materia de precios, acelerados por el salto del tipo de cambio de fines de 2017 y la nueva ronda de ajustes tarifarios.

En el plano fiscal, el déficit primario del sector público nacional disminuyó de 4,3% del PBI en 2016 a 3,9% en 2017. No obstante, el déficit financiero aumentó de 6,6% a 6,9% del PIB por el mayor pago de intereses, de acuerdo a la medición que efectúa GERES. Durante este último año, los ingresos totales aumentaron un 22,6% respecto a 2016, mientras que los gastos primarios se expandieron un 21,8%. Por el lado de los ingresos, la recaudación tributaria (neta de los recursos provenientes del blanqueo) creció un 26,1%, debido al aumento de la actividad económica y de las remuneraciones. Se destaca que por primera vez desde el año 2004 la tasa nominal de incremento del gasto primario se ubicó tanto por debajo de la variación de los ingresos totales como de la inflación. En términos del producto, el gasto primario pasó de representar 24,5% del PBI en 2016 a 23,4% en el 2017. Esta reducción se explica fundamentalmente por el impacto de la suba de las tarifas al consumo de servicios públicos, especialmente en materia de gas y electricidad, que permitió bajar la cuenta de subsidios de 3,6% del PBI en 2016 a 2,2% en 2017. Por su parte, la reforma previsional aprobada en diciembre pasado anticipa una política fiscal más contractiva para 2018. La modificación de la fórmula de movilidad implicará para el gobierno nacional un ahorro de 0,6 p.p. del PIB, respecto del gasto proyectado con la vieja fórmula. De este modo, el gobierno ajusta un componente del gasto que venía siendo expansivo, a causa de la implementación de la "Ley de Reparación Histórica" a jubilados y pensionados, para apuntalar la reducción del déficit. Sobre la base de lo anterior, así como de la reducción de otros 0,7 p.p del PIB previstos en la cuenta de subsidios, el gobierno espera bajar el déficit primario de 3,9% del PIB en 2017 a 3,2% en 2018. Sin embargo, el déficit financiero se mantendría aún por encima de 2015.

Por otro lado, en el transcurso del año pasado el BCRA compró al Tesoro U\$S 16.000 millones -para regular el mercado de cambios y fortalecer el stock de reservas internacionales-, a la vez que aspiró cerca de \$250.000 millones apoyado en una elevada tasa de interés a los fines de conducir su incumplido régimen de inflación. En tanto, luego de haber permanecido relativamente quieto desde julio, el tipo de cambio pegó un salto en los últimos días de diciembre, cerrando el año en \$18,8. El 2018 comenzó con un giro por parte del gobierno al reformular hacia arriba la tasa de inflación proyectada para los próximos años, forzando al ente monetario a ajustar hacia abajo los rendimientos oficiales. En tanto, el fuerte sesgo contractivo llevado adelante en el primer bimestre del año no alivió el apetito por el dólar, que superó los \$20, cotización validada por el BCRA, en un contexto de subas de tasas en Estados Unidos.

En el cuarto trimestre continuó el drástico deterioro del saldo comercial de bienes; las importaciones siguieron acelerándose (+25,6% i.a.), mientras que las exportaciones subieron apenas un 1,4% i.a., lo cual redundó en un déficit de U\$S 3.311 millones. En el acumulado de 2017 las ventas externas se mantuvieron virtualmente estancadas (+0,9%), en tanto las compras al exterior crecieron un 19,7%, arrojando un saldo negativo de U\$S 8.472 millones, lo cual representó una reversión de más de U\$S 10.441 millones respecto al recesivo 2016. Sumado esto al creciente saldo negativo tanto de la cuenta turismo como de los restantes rubros de la cuenta corriente, GERES estima el déficit de la misma por encima del -4,5% del PIB en 2017, con un vertiginoso deterioro respecto de 2016 (-2,8% del PIB). El mismo podría elevarse a más de un -5,0% del PIB en 2018, dada la previsión de un nuevo aumento del déficit comercial.



Asimismo, continuó el desequilibrio de la cuenta corriente cambiaria (base caja), debido a la incidencia del saldo deficitario de las transacciones por servicios y rentas, y la reaparición de un déficit en la cuenta mercancías. Su financiamiento provino de la cuenta financiera, esencialmente por endeudamiento del sector público y del BCRA, mientras que el sector privado no financiero (SPNF) reportó salida neta de divisas. La fuga de capitales del SPNF, según la medición que realiza GERES, llegó a U\$S 8.165 millones en el cuarto trimestre del año pasado, monto casi equivalente al endeudamiento neto en moneda extranjera del sector público. En este marco, las reservas brutas aumentaron U\$S 4.818 millones, ubicándose su stock hacia fines de diciembre en U\$S 55.055 millones.

Los ciclópeos déficits fiscal y de cuenta corriente 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 se ha mantenido sobre la base de una montaña de endeudamiento público, principalmente en moneda extranjera, para cubrir esos baches. Todo esto exacerba la fragilidad de la economía argentina, en un contexto de suba gradual de tasas en Estados Unidos (desde niveles muy bajos) que apunta a continuar; escenario que, de materializarse, marcará una tendencia hacia el encarecimiento del financiamiento externo para nuestro país.

Frente a esta situación, la política económica oficial post elecciones ha consistido en una nueva profundización del ajuste en diversos planos (tarifazos y reforma previsional, entre otros). De lograr avanzar el gobierno en un nuevo recorte del salario real, esto repercutirá indefectiblemente sobre el consumo de amplios sectores de la población y, más temprano que tarde, sobre la actividad económica.

Cabe remarcar que la expansión de la economía en 2017 se inscribió todavía como una mejora “en el margen”, dentro del marco más amplio de estancamiento económico que se prolonga desde fines de 2011; sólo si el repunte lograra afianzarse en el tiempo podrá empezar a hablarse de un crecimiento genuino. En ese sentido, las perspectivas para este año son cada vez menos promisorias. Así como la proyección oficial de crecimiento del PIB incluida en el presupuesto para 2017 (3,5%) finalmente no se materializó (fue 2,8%), la pauta de 3,5% presupuestada para 2018 ha quedado demasiado lejana. Si inicialmente ésta ya parecía muy optimista a falta de fuentes ciertas de crecimiento que la sustentaran, la irrupción de la crítica sequía en el agro, que impactará de lleno en la economía a partir de abril, ha empeorado notablemente el panorama. Desde GERES calculamos que la fuerte merma en la cosecha de soja y maíz implicaría un recorte aproximado de 1,2 p.p. en el crecimiento del PIB en 2018, contemplando tanto el efecto directo como el indirecto (considerando algunos sectores directamente afectados, como el transporte y la agroindustria). Se trata de un impacto muy significativo, si lo contrastamos con el citado escenario -ya optimista- que mantenía el gobierno 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 en otros sectores, posibilidad que no se vislumbra en la actualidad.

En este marco de pésimo desempeño exportador que no apunta a mejorar en 2018 y de un aumento en la inversión que viene decantando hacia las importaciones, la marcha de la actividad económica este año estará sujeta en definitiva a la evolución del consumo privado; de ahí que los “aumentos” que se logren en las paritarias, y por consiguiente, la pulseada de los salarios contra la inflación, resulte ser una cuestión central en ese sentido.

