



Informe de coyuntura económica. Agosto de 2017

Síntesis

ECONOMÍA ARGENTINA, INSTITUCIONES Y CRECIMIENTO

La evolución del PBI per cápita permite determinar 4 etapas en el crecimiento de Argentina, Brasil, Chile y Venezuela. Entre 2003 y 2008, hubo una paridad de crecimiento entre los países, que se interrumpe con el desacople de Venezuela a partir de 2009; entre 2012 y 2015, Argentina y Brasil dejan de crecer, a la vez que en Venezuela comienza a caer el PBI. Desde el año 2016, las proyecciones indican que Chile continuará creciendo, en Argentina existe una alta posibilidad de crecimiento, en Brasil habría un posible rebote y Venezuela alcanzaría un piso. Estas etapas se relacionan de manera muy cercana con la solidez y estabilidad de las instituciones económicas y políticas de los países de la región. De hecho, si se realiza un conteo de la cantidad de veces en la que los países rediscutieron el futuro de sus gobiernos, instituciones y política económica, en Chile podemos encontrar dos veces, tres en Brasil, cuatro en la Argentina y al menos cinco en Venezuela.

El Banco Mundial elabora el Índice de Facilidad para Hacer Negocios (Doing Business); entre los países analizados Chile es el mejor ubicado (47°), seguido por Argentina (116°), Brasil (123°) y Venezuela (186° de 190). De los 10 componentes que forman el índice, Argentina se encuentra rezagada respecto a sus vecinos latinoamericanos en facilidad para abrir una empresa, manejo de permisos de construcción, impuestos y comercio exterior. La agenda de gobierno ya atacó parte de estas debilidades con nuevas leyes y la quita o reducción de retenciones, impuestos y subsidios, entre otros. La mejora del ambiente para hacer negocios llevará a mayor crecimiento económico, pero este cambio dependerá de la velocidad y profundidad en las mejoras en los ítems destacados.



Informe de coyuntura económica. Agosto de 2017

Este informe de coyuntura económica se divide en tres secciones. La primera de ellas, “En foco”, presenta un desarrollo de dos temas económicos de coyuntura: el tipo de cambio y el crédito hipotecario. En la segunda sección, “El análisis”, se trata la actividad económica argentina en comparación con países de la región; se incursiona en un breve razonamiento sobre la importancia de las instituciones en la economía y los aspectos que influyen en la facilidad para hacer negocios. En la tercera sección, “CeDyE e información de la coyuntura” se repasan los datos de la coyuntura económica disponibles en el Centro de Datos y Estadísticas del IIE y se presenta lo que se entiende como señales de un remapeo de la economía.

- **En foco:**

Tipo de cambio

El peso sufrió una depreciación cambiaria en los últimos tres meses; de una cotización del dólar de \$15,89 el 16 de mayo (promedio minorista), este llegó a alcanzar los \$18,05 el 9 de agosto, fecha a partir de la cual la cotización se mantuvo alrededor de los 18 pesos. La principal motivación detrás de la suba fue la incertidumbre que generó la proximidad de las PASO del 13 de agosto.

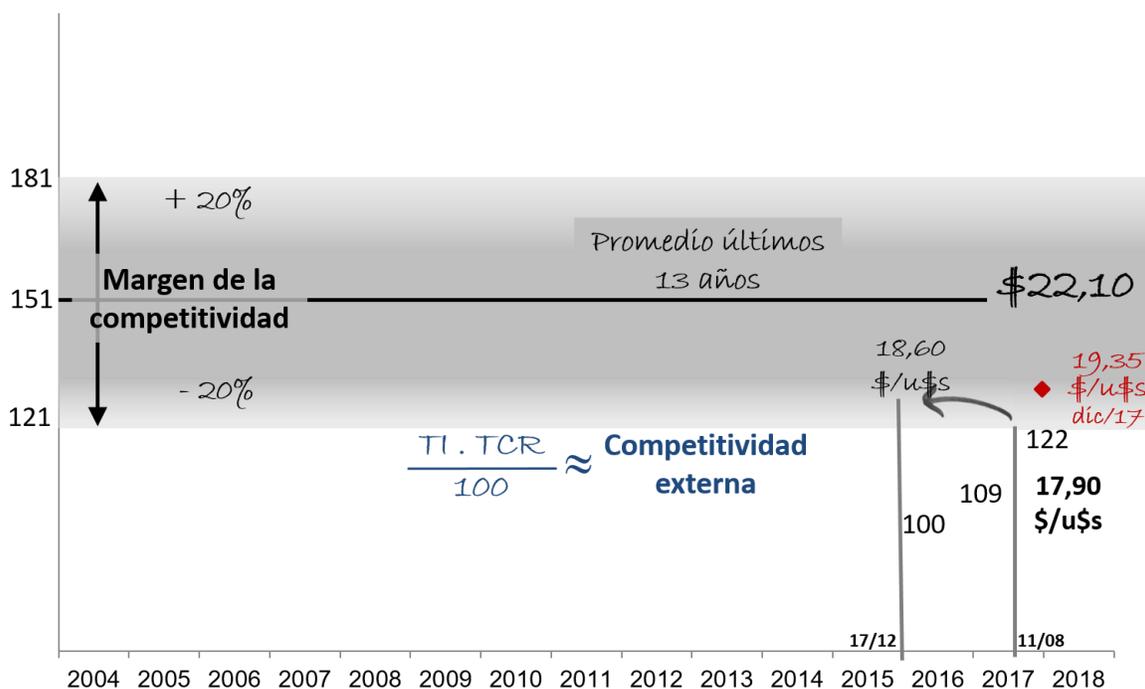
Para poder evaluar el efecto de esta depreciación sobre el nivel de competitividad del país, se deben incorporar al análisis otras variables al análisis, como son el Tipo de Cambio Real Multilateral (BCRA) y los Términos del Intercambio (INDEC). De esta forma, se construye un indicador más representativo de la competitividad cambiaria para la economía real, en comparación con el tipo de cambio nominal.

El promedio entre 2004 y el segundo trimestre de 2017 para este indicador da como resultado un valor del índice de 151. A partir de ese valor se asume que existe un margen para la competitividad de $\pm 20\%$ (121-181). El segundo trimestre de 2017 presentó un valor índice de 109, por debajo del margen de la competitividad. Por lo tanto, era esperable una recomposición del tipo de cambio, que actúa como variable de ajuste, de modo que el índice retorne a los niveles de confort de la economía real.

Con datos al 11 de agosto de 2017, el índice de competitividad alcanza un valor de 122, dentro del margen de competitividad; la velocidad del retorno al margen se vio afectada por la incertidumbre pre-electoral.



Gráfico 1: Índice de competitividad externa



Fuente: IIE sobre la base de BCRA, INDEC (Precios y cantidades del comercio exterior) y ROFEX.

Crédito hipotecario

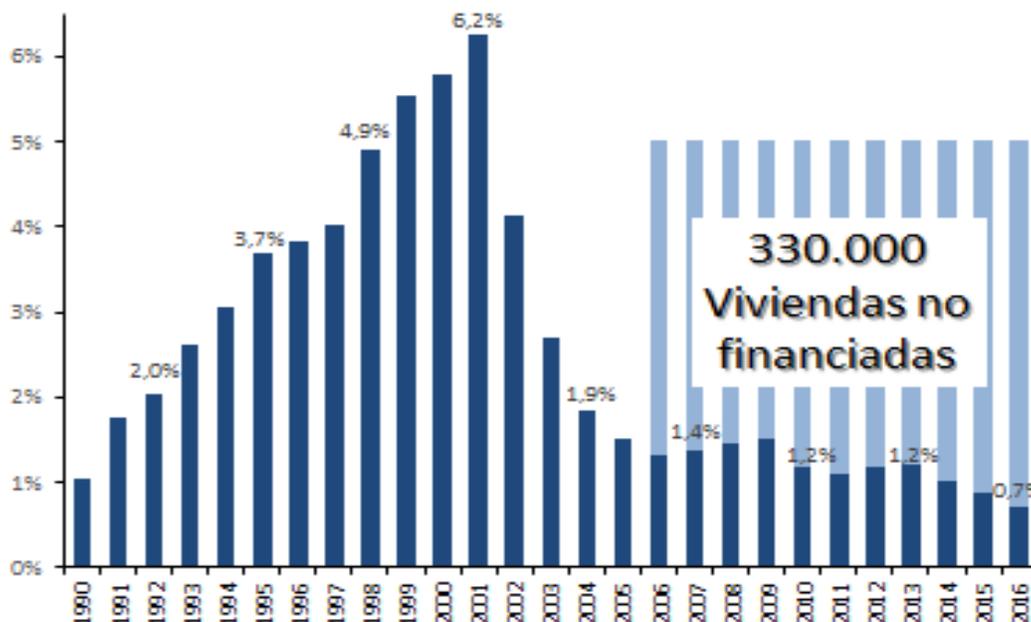
La evolución del crédito hipotecario en relación al PBI no ha sido estable a lo largo del tiempo en la Argentina; el Gráfico 2 ilustra esta relación desde 1990 hasta la actualidad. Se aprecia en el mismo que en la década de 1990 los créditos hipotecarios presentaron un crecimiento sostenido a lo largo de los años, llegando a superar el 5% del PBI. A partir de la crisis del año 2001, este proceso comenzó a revertirse, manteniendo la relación entre el 1% y 2%; esta tendencia decreciente llevó a que para el año 2016 los créditos hipotecarios representen solo el 0,7% del PBI.

De haberse mantenido durante el periodo 2006-2016 la relación de crédito hipotecario y PBI observada a fines de la década de 1990 (esto es, un 5%), se podrían haber financiado 330.000¹ viviendas adicionales de clase media.

¹El resultado se obtuvo tomando la diferencia entre el stock de crédito hipotecario y el 5% del PBI en cada año, expresado en dólares. En 2006 se usó el diferencial completo; en los siguientes años se restó al diferencial el stock del año. A esto se le sumó los vencimientos que se debieron haber renovado (considerando un plazo promedio ponderado de crédito hipotecario de 8 años de acuerdo a datos del BCRA) y se dividió el monto total en dólares por el 75% (suponiendo que el crédito financia el 75% del valor de la vivienda) y luego por el valor de una vivienda obtenido por el Colegio de Arquitectos de Córdoba correspondiente a una de tipo unifamiliar de 130 m²: construcción en planta baja, 3 dormitorios, 1 baño, estar, comedor, cocina, lavadero, toilette y garaje (u\$s 146.712).



Gráfico 2: Crédito hipotecario/PBI



Fuente: IIE sobre la base BCRA, Banco Mundial y FMI.

A pesar de esta tendencia decreciente presente desde hace unos años, el stock de los créditos hipotecarios creció en los últimos meses, principalmente impulsado por los préstamos ajustados por inflación (UVA). En relación al periodo 1990-1999, como se muestra en el Cuadro 1 los créditos actuales presentan tasas de interés más bajas (el valor oscila entre 3,5% y 8,5%), en un mundo de bajas tasas de interés que permite estirar el plazo de financiamiento (hasta 40 años). Si baja el riesgo país, las tasas de los créditos en UVA bajarán hasta un teórico 2% (manteniendo la relación tasa de crédito hipotecario/Libor de la década de 1990), lo cual acelerará aún más la demanda de créditos.

Cuadro 1: Características de los créditos hipotecarios

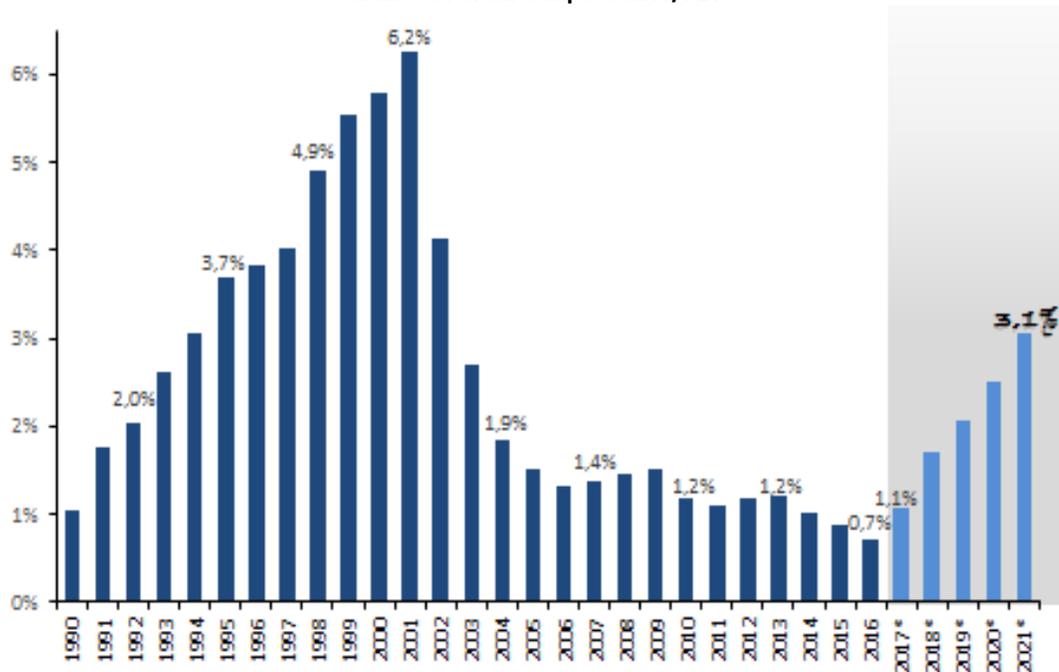
	1991-2000	2017-2021
Moneda	\$=u\$s	UVA
Tasa de interes		
{ Mín:	9,5%	3,5%
{ Máx:	15,9%	8,5%
Tasa Libor	5,6%	1,8%
Plazo	25 años	40 años

Fuente: IIE sobre la base BCRA.

Si se mantiene la tendencia de crecimiento presente en el año 2017 durante 4 años, el crédito hipotecario llegaría a representar el 3,1% del PBI; esto significaría un apalancamiento financiero de 150.000 viviendas de clase media.



Gráfico 3: Crédito hipotecario/PBI



Fuente: IIE sobre la base BCRA, Banco Mundial y FMI. Nota:* proyectado



- **El análisis: Economía argentina, instituciones y crecimiento**

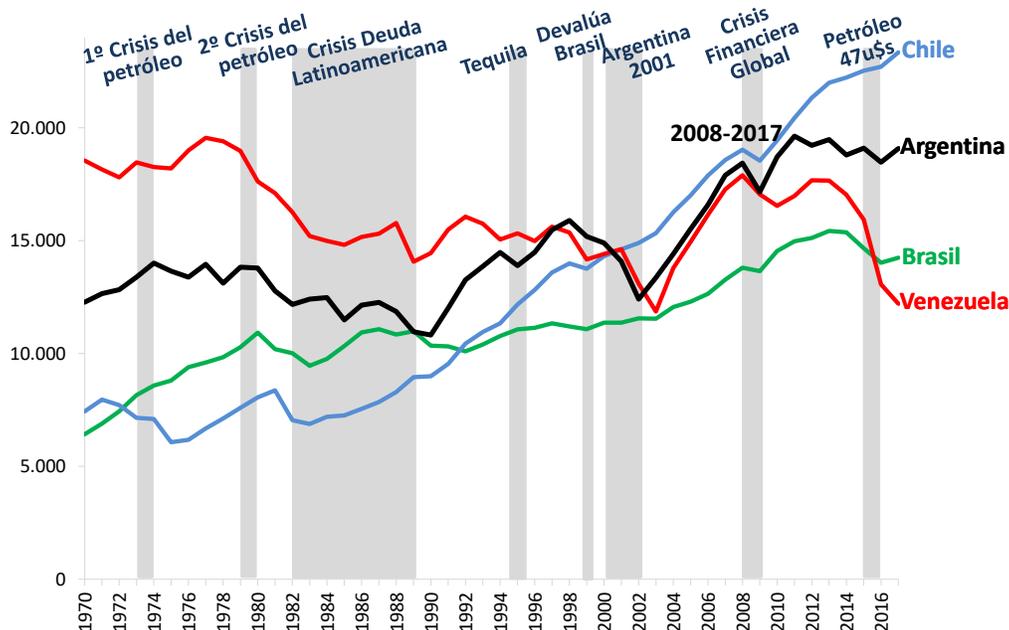
Economía de la región en cuatro décadas

El comportamiento de las economías de la región, representado por la evolución del Producto Bruto Interno per cápita medido en paridad de poder de compra en dólares constantes del año 2011, puede ser analizado a la luz de diferentes hitos de la economía latinoamericana. Para ello, se consideran cuatro de las economías más representativas de la región, tanto por sus similitudes como por sus disparidades, desde el año 1970 a la actualidad: Argentina, Brasil, Chile y Venezuela.

En el periodo bajo análisis, la economía que presentó un mayor crecimiento fue la de Chile (+214%), seguida por Brasil (+122%), Argentina (+56%) y por último Venezuela, que experimentó una caída en su PBI per cápita (-34%).

Haciendo foco en la última década, la evolución del PBI per cápita entre 2008 y 2017 para Chile fue de 23%, para Brasil de 3% y Argentina 4%, mientras que Venezuela cayó un 32%; en este sentido, la economía chilena experimentó un crecimiento moderado pero sostenido, Argentina y Brasil se mantuvieron estancadas, mientras que Venezuela inició un proceso recesivo en el que aún se encuentra.

Gráfico 4: Evolución del PBI PPP per cápita (u\$s de 2011)



Fuente: IIE sobre la base de Banco Mundial, FMI y Maddison – OECD.



Crecimiento económico e instituciones

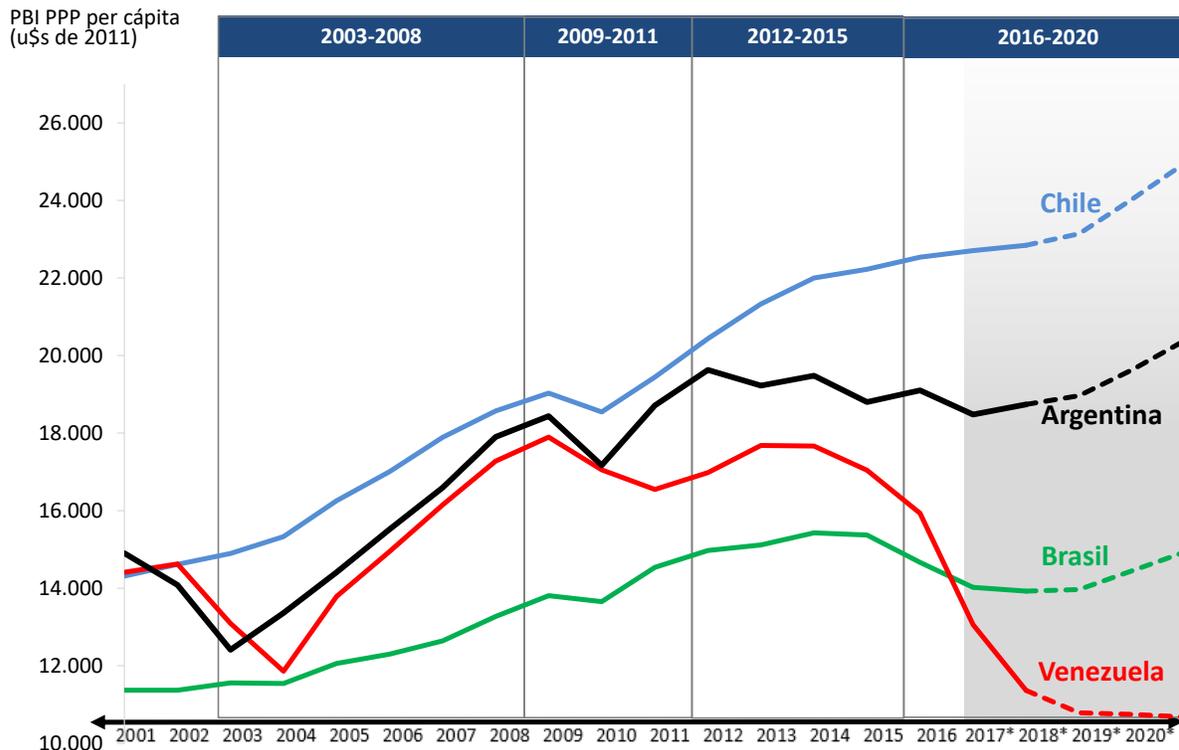
Siguiendo lo expuesto por Douglass North “las instituciones económicas y políticas son los determinantes subyacentes de la performance económica [...] el crecimiento económico puede ocurrir en el corto plazo con regímenes autocráticos [pero] el crecimiento de largo plazo implica el desarrollo del imperio de la ley” (1993, 1994). Las instituciones juegan un rol clave en generar y mantener un crecimiento sostenible; su solidez y estabilidad permite que el desarrollo de una economía sea sano e ininterrumpido. A partir del año 2000, se presentaron en numerosas ocasiones cambios en gobiernos, instituciones y políticas económicas de los países analizados.

En el caso de Chile, destacan la asunción de Sebastián Piñera (2010) y de Michelle Bachelet (2014). Para Brasil, los gobiernos de Lula Da Silva (2003), Dilma Rousseff (2011) y Michel Temer (2016). En el caso de Argentina, resaltan la sucesión de 5 presidentes que terminó con la asunción de Eduardo Duhalde (2002), los gobiernos liderados por Néstor Kirchner y Cristina Fernández (2003-2015) y el cambio de signo político con Mauricio Macri (2015). En Venezuela, al menos 6 eventos destacan: el Golpe de Estado (2002), una sucesión de referéndums, tanto constituyentes (2004 y 2017) como de reforma de la constitución (2007 y 2009), y la asunción de Nicolás Maduro (2013).

Teniendo presente el contexto institucional, la evolución del PBI permite determinar 4 etapas de la economía de los países analizados. En la primera de ellas, entre 2003 y 2008, hubo una paridad de crecimiento entre los 4 países; en la segunda etapa, entre 2009 y 2011 Venezuela se desacopla de la tendencia que presentan Argentina, Brasil y Chile; luego entre 2012 y 2015, Argentina y Brasil dejan de crecer, a la vez que en Venezuela comienza a caer el PBI. En la última etapa, desde el año 2016 hasta el año 2022, las proyecciones indican que Chile continuará creciendo, en Argentina existe una alta probabilidad de crecimiento, en Brasil habría un posible rebote y Venezuela alcanzaría un piso en términos de PBI per cápita.



Gráfico 5: Evolución del PBI PPP per cápita. Etapas de la evolución



Fuente: IIE sobre la base de Banco Mundial, FMI y Maddison – OECD.

Facilidad para hacer negocios

El Banco Mundial elabora el Índice de Facilidad para Hacer Negocios (Doing Business), mediante el cual rankea 190 países a partir de la evaluación de 10 componentes: Facilidad para abrir una empresa, Manejo de permisos de construcción, Obtención de energía, Registro de propiedades, Obtención de crédito, Protección a los inversionistas, Impuestos, Comercio exterior, Cumplimiento de contratos y Resolución de la insolvencia.

Entre los países analizados Chile es el mejor ubicado, en la posición 47°, seguido por Argentina (116°), Brasil (123°) y Venezuela (186° de 190). Chile se encuentra mejor posicionado con respecto al promedio de América Latina en todos los aspectos (excepto obtención de crédito, levemente por debajo), mientras que Venezuela está por debajo del promedio de la región en todos los aspectos.

Estos datos señalan una priorización de agenda para mejorar la facilidad para hacer negocios en el país, comenzando por aquellos aspectos en los que la Argentina se encuentra rezagada respecto a sus vecinos latinoamericanos: facilidad para abrir una empresa, manejo de permisos de construcción, impuestos y comercio exterior.

El primero de los puntos, facilidad para abrir una empresa, fue atacado por la Ley de Apoyo al Capital Emprendedor (Ley 27.349) sancionada en marzo de 2017 (ver Informe de



Coyuntura Económica Mayo 2017); en cuanto a cuestiones impositivas se eliminaron y redujeron retenciones y subsidios, se sancionó la Ley Pyme (Ley 27.264) que incluye reducción de impuestos para pymes, y se comenzó a discutir la posibilidad de un pacto fiscal federal; en el ámbito del comercio exterior se avanza en la discusión de nuevos acuerdos bilaterales y entre bloques económicos.

Cuadro 2: Ranking de países seleccionados en Índice de Facilidad para Hacer Negocios – Doing Business

Componentes	América Latina	Argentina	Brasil	Chile	Venezuela
i. Facilidad para abrir una empresa	138°	157°	175°	59°	189°
ii. Manejo de permisos de construcción	115°	173°	172°	26°	137°
iii. Obtención de energía	87°	91°	47°	64°	186°
iv. Registro de propiedades	120°	114°	128°	58°	129°
v. Obtención de crédito	81°	82°	101°	82°	118°
vi. Protección a los inversionistas	113°	51°	32°	32°	175°
vii. Impuestos	140°	178°	181°	120°	185°
viii. Comercio exterior	98°	111°	149°	65°	187°
ix. Cumplimiento de contratos	116°	50°	37°	56°	137°
x. Resolución de la insolvencia	113°	98°	67°	55°	165°

Fuente: IIE sobre la base de Banco Mundial.



- **CeDyE e información de la coyuntura**

En esta sección se presentan indicadores representativos de algunos sectores económicos en los últimos períodos; los mismos se encuentran disponibles al público a través de la página web del Centro de Datos y Estadísticas del Instituto de Investigaciones Económicas (<http://cedye-bolsacba.com.ar/>)

Cuadro 3: Indicadores de coyuntura económica

	Abril	Mayo	Junio	Julio	Acumulado
Producto Bruto Interno					+0,3% i.a. +1,1% t/t
Estimador Mensual de Act. Económica	+0,5%	+3,3%	-	-	+1,0%
Índice General de Actividad	+2,6%	+4,6%	+4,7%	-	+2,0%
Índice de Confianza del consumidor	+7,0%	+7,3%	-1,2%	-6,9%	-
Inflación (mensual)	+2,6%	+1,3%	+1,2%	+1,7%	+32,0% 7 m 2016 +13,8% 7 m 2017
Índice de Producción Industrial	+0,6%	+5,5%	+5,9%	-	-
Producción de hierro	+48,4%	+31,2%	+10,4%	-16,2%	+10,3%
Producción de acero crudo	+15,1%	+4,0%	-0,1%	+12,0%	+4,5%
Consumo de cemento en bolsa	+2,8%	+3,1%	+5,2%	-	+2,4%
Molienda de soja	+7,0%	+3,4%	-4,7%	-	-5,3%
Producción de trigo					+62,6%
Ventas de electrodomésticos	-4,3%	-1,4%	-0,6%	-	-
Autos patentados	+6,5%	+27,8%	+39,8%	+22,6%	+31,7%
Autos exportados	-10,3%	+9,7%	+36,1%	+12,2%	+11,2%
Autos usados vendidos	+0,6%	+18,8%	+28,9%	+24,8%	+15,1%

Fuente: IIE sobre la base de ACARA, ADEFA, Asociación de Fabricantes de Cemento Portland, BCRA, Cámara Argentina del Acero, CAME, Cámara del Comercio Automotor, Dirección General de Estadística y Censos del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires e INDEC, Ministerio de Agroindustria de la Nación, OJF & Asociados y UTDT.



Cuadro 4: Indicadores de coyuntura económica y proyección 2017

	2017/2016				Acumulado
	Abril	Mayo	Junio	Julio	
Producto Bruto Interno					+0,3% i.a. +1,1% t/t
Estimador Mensual de la Actividad Económica	+0,5%				+1,0%
Índice General de Actividad Económica					+2,0%
Índice de Confianza del Consumidor					
Inflación (mensual)					+32,0% 7 m 2016 +13,8% 7 m 2017
Índice de Producción Industrial					-
Producción de hierro					+10,3%
Producción de petróleo crudo					+4,5%
Consumo de cemento en bruto					+2,4%
Molienda de soja					-5,3%
Producción de trigo					+62,6%
Ventas de electrodomésticos					-
Autos nuevos vendidos	+6,5%	+27,8%	+39,8%	+22,6%	+31,7%
Autos exportados	-10,3%	+9,7%	+36,1%	+12,2%	+11,2%
Autos usados vendidos	+0,6%	+18,8%	+28,9%	+24,8%	+15,1%

Proyección 2017

PBI: FMI (jul): 2,4%
REM (jun): 2,7%
Techo teórico: 4,5%

Inflación: REM (jun): 22%
Techo teórico: 24%

MACROECONOMÍA

OFERTA Y PRODUCCIÓN

HOGARES Y CONSUMO

Fuente: IIE sobre la base de BCRA y FMI.

Desde una óptica sectorial se pueden analizar las tasas de crecimiento promedio anuales de los sectores que componen el PBI, y otros indicadores que dan una idea de la performance de cada rama de actividad.

Se observa que existe un claro remapeo en los sectores traccionadores del crecimiento: desde sectores industriales y de servicios en la segunda parte de la década del 2000, hacia la agroindustria, algunas industrias específicas como la automotriz y de metales, y la construcción en el periodo más reciente.



Cuadro 5: Crecimiento promedio anual por sector

	2005/07	2008/10	2011/13	2014/16	2017 (1s)
Agricultura y ganadería	9%	0%	-2%	2%	4%
Producción Soja	15%	4%	-2%	6%	-3%
Producción Trigo	0%	-15%	-4%	12%	63%
Molienda Cereales	9%	6%	-2%	5%	3%
Molienda Oleaginosas	13%	0%	-3%	9%	16%
Producción Aviar	13%	9%	6%	2%	3%
Producción Bovina	2%	-7%	2%	-2%	16%
Industria	8%	2%	2%	-3%	0%
Automotriz	28%	11%	1%	-17%	6%
Metales	1%	2%	0%	-6%	2%
Caucho y Plástico	8%	6%	1%	-1%	0%
Químicos	6%	6%	2%	0%	-1%
Textil	7%	4%	1%	-3%	-15%
Resto	7%	4%	-1%	-1%	0%
Construcción	12%	0%	2%	-4%	4%
Comercio	11%	3%	3%	-2%	0%
Hoteles y restaurantes	12%	2%	2%	1%	3%
Intermediación financiera	12%	2%	7%	-2%	2%
Resto	7%	3%	2%	1%	2%

Fuente: IIE sobre la base de INDEC y Ministerio de Agroindustria.