

FOCUS



Por Patricia Krause,
Economista de Coface
basada en Sao Paulo

Elecciones legislativas en Argentina ¿estará en juego la continuidad a favor de los negocios?

Desde que Mauricio Macri ocupó la presidencia a mediados de diciembre de 2015, la economía ha empezado su proceso de recuperación. La tasa de cambio fue liberalizada durante la primera semana de función de Macri como presidente, se eliminaron los controles de precios, se levantaron las barreras de importación, se renovaron las estadísticas económicas que desacreditaba el estado, se redujeron los subsidios y finalmente logró resolverse la saga de acreedores en abril de 2016. Esta última medida le permitió al país retomar el acceso al mercado financiero internacional después de una pausa de 15 años. Coface, consecuentemente, actualizó la evaluación de Argentina a B¹ en diciembre de 2016. Esta tendencia positiva trajo consigo, como era de esperarse, efectos a corto plazo. La inflación llegó a 41% a finales del primer año de gobierno, lo que redujo el poder adquisitivo doméstico y llevó a la economía a una recesión (PIB -2.2% en 2016). Como respuesta, florecieron múltiples protestas sociales.

No obstante, la recuperación podría coartarse debido a la incertidumbre política producto del ambiente en el trasfondo de las elecciones legislativas a celebrarse el 22 de octubre de 2017. El estado debe apresurarse a demostrar la recuperación de la economía. Esto ha tomado más tiempo de lo que el gobierno en funciones esperaba, a pesar de que las actividades finalmente muestran fuerza (PIB +1.6% en la primera mitad del 2017, en términos anuales). Un despegue sólido en esta recuperación será sujeto al resultado de las elecciones de mitad de periodo. Vinculado a esto, los inversionistas se han comportado de manera cauta frente a los prospectos políticos de dichas elecciones, después de que la ex presidente Cristina Kirchner anunció que se postularía para Senadora de la provincia de Buenos Aires. Las elecciones que renovarán un tercio del Senado y la mitad de la Cámara Baja, serán indicadores de los resultados esperados de la carrera presidencial de 2019. Si Kirchner tiene resultados positivos, podría regresar a la Casa Rosada, poniendo la continuidad pro-negocio en juego. Por otro lado, si la coalición del gobierno tiene éxito, esto permitirá que sus reformas sobre el capital político pasen en el Congreso.

1 - La evaluación de riesgo Coface tiene 8 niveles:
A1 - muy bajo, A2- bajo, A3 - satisfactorio, A4 - razonable, B considerablemente alto, C -alto, D - muy alto y E - extremo.

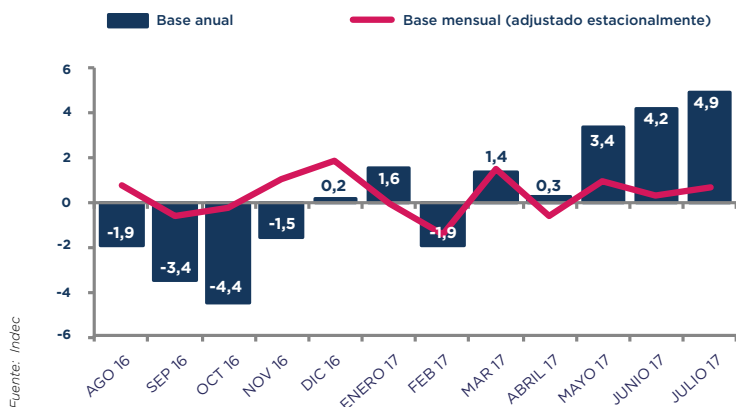
Un nuevo motor de crecimiento económico para Argentina

Después de la contracción de 2.2% en 2016, la actividad económica ha mostrado mejoras en 2017. El Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) indica que el PIB creció 2.7% con base anual en el segundo trimestre de 2017. Esto representa, no solo una mejora comparada con el alza de 0.4% registrada en el trimestre anterior, sino el mejor desempeño desde el cuarto trimestre de 2015. Desglosando el PIB, las inversiones subieron un 7.7% en el segundo trimestre de 2017, con base anual, más alto que el desempeño alcanzado por el consumo doméstico y público.

Estos dos últimos componentes crecieron un 3.8% y 2.9% respectivamente, bajo la misma base comparativa. El comercio externo, por otro lado, contribuyó de forma negativa a la actividad. Impulsado por la recuperación en la demanda interna, las importaciones llegaron a un 9.1% en término de volumen, en comparación a la caída de 1.2% que sufrieron las exportaciones. Por consecuencia, el PIB creció 1.6% anual en la primera mitad de 2017.

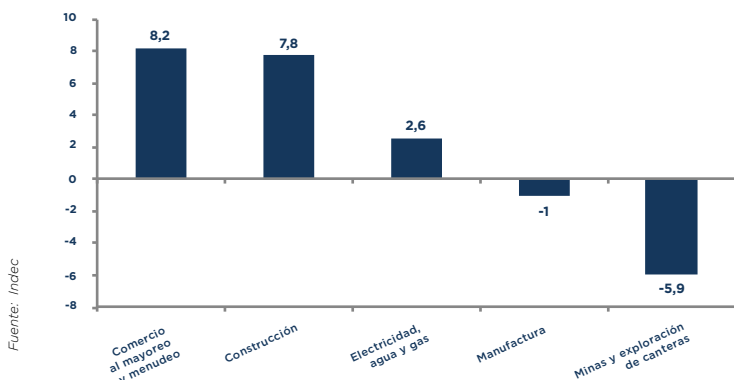
Los indicadores principales sugieren que el PIB se fortaleció durante el último trimestre del año. De acuerdo a las estimaciones mensuales de actividad del INDEC, la economía, se expandió 4.9% en Julio 2017 (gráfica 1). Además, el indicador PIB desarrollado gracias a la consultora OJF, registró un alza de 5.1% en agosto 2017 (base anual).

GRÁFICA N°1
Estimado de actividad mensual



Fuente: Indec

GRÁFICA N°2
Índice de producción
Desglose por sector (% cambio entre diciembre 2015 y julio 2017)



Fuente: Indec

Como respuesta a los indicadores económicos recientes, Coface incrementó su predicción de PIB para 2017 y 2018 a 2.5% y 2.7% respectivamente. Es probable que el desempeño más notable que se verá en 2018 será debido a una desaceleración inflacionaria (según encuestas, los analistas del Banco Central esperan que el índice alcance 15.8% en 2018, menor que su estimado de 22% para diciembre de 2017; y una baja importante comparado con el 41% en 2016).

Esto creará un efecto de derrame benéfico en los salarios reales. Sin embargo, la inflación seguirá sobre el rango objetivo de 12-17% establecido por el banco central para 2017. Debido a que este objetivo sigue considerándose fuera de alcance, las autoridades monetarias se concentran en asegurar la continuidad de la tendencia positiva. Se proyectan alzas en servicios públicos en los meses próximos. Con esos factores tomados en cuenta, el Presidente del Banco Central ha aclarado que no hay lugar para cortes en las tasas de interés (actualmente en 26.25%). Sugirió igualmente en una entrevista reciente, que un recorte sería aplicable únicamente cuando la inflación llegue a 1% mes a mes. Este es el nivel que se requeriría para alcanzar el 10% establecido como objetivo para 2018.

Más allá de estos desarrollos cíclicos, la composición de las recuperaciones económicas también sugiere un movimiento positivo en su modelo de crecimiento. El alza en las actividades ha sido impulsada primordialmente por las inversiones. Esto difiere del modelo enfocado a consumo que prevaleció en el gobierno anterior. La tasa de inversión que durante el periodo 2002-2005 promedió solamente 17% del PIB, alcanzó 19.5% del PIB en el segundo trimestre de 2017. A pesar de esta alza, el ratio permaneció bajo al compararlo con los países vecinos que se enfrentaron a retos similares. Por ejemplo, en 2016, Colombia registró una tasa de inversión de 25%, Ecuador reportó 22% y México y Perú 23%. Argentina se enfrenta a cuellos de botella importantes en su infraestructura, lo que debe resolverse para mejorar su competitividad industrial y comercial². El país se encuentra en el número 81 del ranking de 137 países en el Foro Económico Mundial, de acuerdo con el estudio 2017-2018 que evalúa la infraestructura.

Al desglosar la actividad y el comportamiento desde que Macri subió al poder, los sectores se desempeñan generalmente mejor que antes. La gráfica a continuación muestra la evolución de las industrias económicas más importantes de diciembre 2015 a julio 2017. Después de un 2016 débil, tres de cinco sectores analizados se desempeñan a niveles más altos. Estos tres sectores son electricidad, gas y agua, venta al mayoreo y menudeo, y construcción. La manufactura también se encuentra cerca del punto de rentabilidad (ver gráfica n° 2).

Siguiendo una tendencia al alza, el barómetro sectorial de Coface para Argentina también ha mejorado en el último año y es generalmente mejor que el promedio en América Latina. En el tercer trimestre de 2017, tres sectores en Argentina mejoraron su estatus: de riesgo alto a riesgo medio (Tabla 1): **Automotriz**, construcción y metales. Durante los primeros ocho meses del año, la industria automotriz registró un incremento acumulado de 6% anual. Este crecimiento se explica gracias al fortalecimiento de las exportaciones (+11.3%) registrado en enero- septiembre 2017 comparado con el mismo periodo en 2016. La disminución de ventas a Brasil (el mercado argentino más importante) se disparó por una demanda más alta de parte de otros países; particularmente Centroamérica, Perú y Chile. Los vehículos registrados en el país también escalaron hasta 28.3% en los primeros nueve meses de 2017, aunque debemos tomar en cuenta el alto coeficiente de importación (actualmente en 69%).

La mejora en construcción se relaciona a la mejora económica detallada sobre y en particular en el desempeño reciente de las inversiones. De acuerdo con el INDEC, el índice de actividades de construcción ISAC llegó a 9.5% en los primeros 8 meses de 2017. Finalmente, la mejora en **metales** llegó como consecuencia de la mejora en la producción de acero, la cual alcanzó +6.6% con base anual en los primeros ocho meses del año. La fuerte producción se ve vinculada a los altos niveles de actividad en sectores que consumen acero (como el sector construcción, previamente mencionado). Entre ellos, se encuentra la construcción de líneas de gas y el desarrollo en el sector energético en la zona Vaca Muerta, un incremento en la producción de maquinaria agrícola y el alza en los niveles de manufactura de ciertos bienes no perecederos (como refrigeradores).

Ciclos económicos y políticos usualmente vinculados en Argentina

Argentina tiene un largo historial de conflictos económicos y sociales. Desde su independencia de España en 1816, el país ha experimentado periodos intercambiables de crecimiento con otros de profundas recesiones (ver gráfica 3). Argentina ha incumplido con su deuda ocho veces. Esto quiere decir que la atracción de inversiones a largo plazo no es sencilla.

En muchos casos, los ciclos económicos de Argentina han sido paralelos a sus ciclos políticos. La medición de los riesgos políticos, por lo tanto, son clave para evaluar el panorama económico. Y más específicamente, los riesgos de créditos corporativos en el país. Coface produce sus propios modelos de riesgo políticos³, los cuales miden distintos tipos de riesgos políticos con relación a su impacto en las actividades empresariales. Se toman en cuenta dos grupos principales para cada país: riesgos de seguridad (que incluyen riesgo de conflicto y riesgo de terrorismo) y los riesgos derivados de la fragilidad social y política. El riesgo actual de Argentina se cataloga en grado bajo. Sin embargo, no sirve de nada que el análisis de riesgo político se vea influenciado positivamente por el factor de evaluación de seguridad, ya que no hay historial reciente de terrorismo en el país. Sin embargo, Argentina es más vulnerable desde un punto de vista social. Dentro de este criterio, el país tiene una evaluación de alto riesgo. Es más riesgoso que algunos de sus vecinos, como Chile y Uruguay (ver gráfica 4), pero se encuentra mejor posicionado que Brasil, México y, definitivamente, Venezuela. Algunos indicadores de presión social que han tenido un impacto negativo en el puntaje son inflación (un nivel alto indica una disminución en el poder adquisitivo), desempleo e desigualdad económica. Argentina tiene altos niveles de inflación y su mercado de trabajo se vio impactado por la recesión de 2016 (la cual alcanzó 9.3% en el segundo trimestre de 2016, habiendo disminuido a 8.7% en el segundo trimestre de 2017). Además, en la primera mitad de 2017, 28.6% de la población se encontraba por encima de la línea de pobreza. Esto representa una disminución de 1.7% comparado con el radio observado en la segunda mitad de 2016.

Una elección es a menudo el momento ideal para la expresión de frustración social. Mauricio Macri, candidato pro-negocios, ganó la elección presidencial en noviembre 2015; a pesar del pequeño margen de diferencia de la segunda vuelta contra el candidato vencido Daniel Scioli del Frente para la Victoria Peronista (respaldado por Kirchner). Su victoria no llegó con una mayoría en el Congreso. A pesar de esto, el gobierno ha logrado dismantelar algunas de las medidas populistas durante la primera mitad de su mandato. La alianza Cambiemos, generalmente estable, contra un movimiento de izquierda Peronista sin aparente dirección contribuyeron a esos logros.

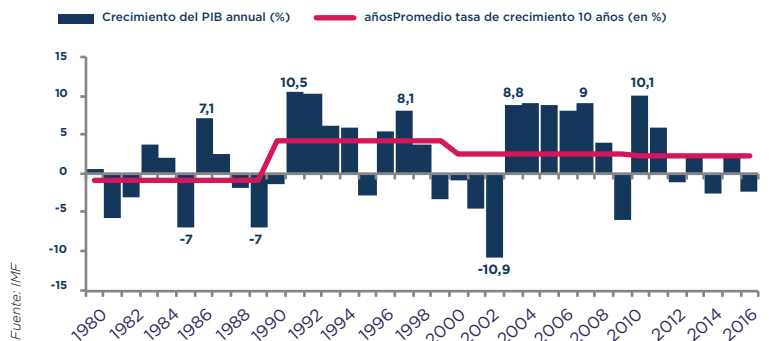
TABLA 1
Análisis de riesgo sectorial - tercer trimestre 2017

	America Latina	Argentina
Automotriz	▲	▲▲
Agroalimentario	▲	▲
Químico	▲	▲
Construcción	▲	▲▲▲
ICT*	▲▲	▲
Energía	▲	▲
metalúrgico	▲	▲▲
Papel	▲	▲
Madera	▲	▲
Farmacéutico	▲	▲
Ventas al por menor	▲▲	▲
Textil	▲	▲
Trasporte	▲	▲

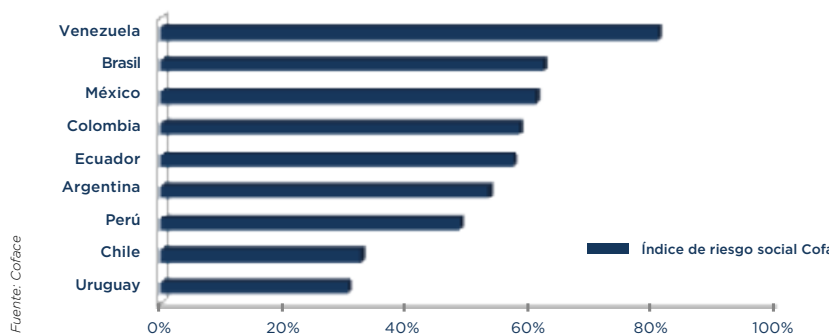


* Information and Communication Technologies - Fuente Coface

GRÁFICA N°3
Evolución PIB



GRÁFICA N°4
Índice de riesgo social Coface 2016ü



Desde que Macri subió al poder, el desempeño de Merval, el índice bursátil de Argentina, ha revelado cómo el cambio en la dirección de la economía ha sido percibido como algo positivo por parte de los inversionistas (gráfica 5). El índice creció aproximadamente 48% en 2016 y 57% en el año hasta la fecha (rompiendo todos los récords). A pesar de esto, en junio 2017 Argentina no logró recuperar su estatus como mercado emergente en el índice de equidad MSCI. El proveedor del índice explicó que es muy pronto para promover el país, además de que es necesario evaluar la irreversibilidad de los cambios recientes. Esto refuerza la importancia de las elecciones de mitad de periodo. Cambiemos debe validar su posición como la principal fuerza política actual y debe probar que 2015 no fue solamente un evento de una sola vez.

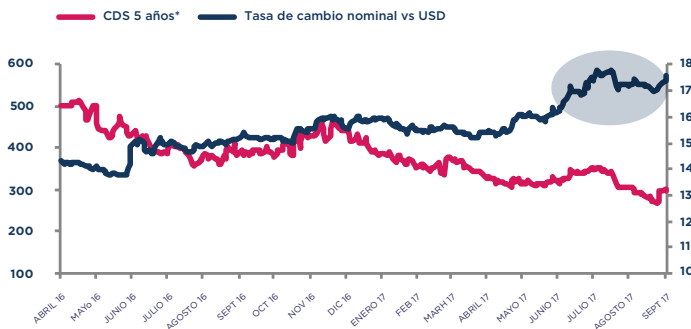
Además, la popularidad de Macri en los mercados domésticos se ha atenuado. La eliminación de subsidios en precios públicos, así como el fin de los controles sobre las tasas de cambio, llevaron a un crecimiento desmedido de la inflación en 2016. Esto tuvo impactos negativos en el poder adquisitivo doméstico, lo que condujo a una serie de protestas en el país. Las mejoras recientes en el ambiente económico han traído consigo un crecimiento en el apoyo para las coaliciones antes de las elecciones. De acuerdo con una encuesta realizada por Poliarquía, la tasa de aprobación

de Macri subió 2 p.p. a 54% en septiembre 2017. Esto muestra una continuación en la recuperación de sus indicadores de aceptación, seguido por una caída de 45% en julio. Ahora se le ve regresando a niveles de apoyo similares a los que tenía en sus primeros meses en el gobierno. Esto ha incrementado las posibilidades de tener buenos resultados para el gobierno actual en las elecciones de mitad de periodo.

A pesar de las reformas de libre mercado recientes, los inversionistas actúan cautelosos debido a la posibilidad de que un gobierno populista pudiese regresar al poder y deshacer todo el progreso que se ha alcanzado en el último año y medio. Esto se ha aclarado con la reacción negativa ante las tasas de cambio justo después de que Cristina Kirchner mencionara (a finales de mayo de 2017) que podría regresar a la política (ver gráfica 5) y lanzarse como candidata a ocupar un puesto en el Senado en representación de la provincia de Buenos Aires. La coalición Cambiemos se creó para incrementar la representación en el Congreso en las elecciones venideras; a pesar de que no se alcance la mayoría. El resultado de las elecciones primarias obligatorias para el Congreso mostró un desempeño mejor del esperado para la coalición gobernante. Cambiemos obtuvo 37% de los votos totales a nivel nacional (5.9% más que en la primera ronda de las elecciones presidenciales de 2015), seguido por Unidad Ciudadana (partido de Kirchner), con 21% y el partido Peronista con 18%.

GRÁFICA N°5

Riesgo soberano y evolución del peso argentino



*Cobertura por incumplimiento crediticio. (Credit Default Swap, CDS por sus siglas inglés)
Fuente: Datastream y Banco central de Argentina

Como es poco probable que el equilibrio legislativo cambie, el enfoque se ha dirigido a la elección de Senadores en Buenos Aires. La provincia representa el circuito electoral más grande del país, cuenta con 40% del voto nacional. Con tres bancos del Senado en disputa, la elección de Buenos Aires se ha considerado como indicador de la elección presidencial. En las primarias para Buenos Aires, el candidato de Cambiemos Esteban Bullrich llegó en segundo, solo 0.2 p.p. por detrás de Cristina. Este ligero margen de pérdida podría incentivar a los votantes que se oponen a la candidatura de la expresidenta, a apoyar al gobierno actual a pesar de que no estén completamente del lado de Macri. Encuestas recientes sugieren un incremento para Bullrich. De acuerdo con las últimas encuestas M&R y Query, el candidato gubernamental tiene 39.6% de los votos intencionales, tres puntos porcentuales por encima de Kirchner. La tercera posición pertenece a Sergio Massa, un disidente peronista, que vio sus posibilidades reducidas a tan solo 10.9% (una pérdida de 5 puntos porcentuales completos).

Una fuerte victoria para el partido en el poder permitirá que los legisladores sean más activos en sus reformas. Las reformas de trabajo y los sistemas fiscales, por ejemplo, son temas que probablemente vayan a tocarse en la carrera por la presidencia. Sin embargo, el gran déficit fiscal (se espera que termine en 2017 a 4.2% del PIB) y el compromiso del gobierno para reducirlo, podría limitar la libertad de implementar cambios profundos. Esto también significaría que la oposición Peronista dividida deberá buscar un nuevo líder para la carrera de 2019. Si, a pesar de todos los pronósticos, Cristina gana con un margen consistente, probablemente se postule para las siguientes elecciones presidenciales. En términos económicos, esto significaría que el gobierno probablemente deba incrementar el uso de decretos para conducir las políticas económicas. Un fuerte apoyo para la ex presidenta traería consigo deterioro en los negocios actuales, un declive en la confianza de los inversionistas y disuadirían a los inversionistas de hacer inversiones a largo plazo en el país.

RESERVA

El presente documento es un resumen que refleja las opiniones y puntos de vista de participantes según como Coface lo interpreta y acota en la fecha en que fue escrito y basada en la información disponible. Puede ser modificada en cualquier momento. Sin embargo, Coface no garantiza, bajo ninguna circunstancia, la exactitud, integridad o realidad de los datos contenidos en ella. La información, análisis y opiniones son brindadas por motivos informativos y son solo un suplemento de la información que el lector puede encontrar en otra fuente. Coface no tiene obligaciones de contratación sino obligación de medios y no se responsabiliza por las pérdidas en que incurra el lector que surjan del uso de la información, análisis y opiniones contenidas en el presente documento. Este documento y los análisis y opiniones expresadas en el mismo son exclusividad única de Coface. El lector puede revisarlos o reproducirlos solo para uso interno, sujeto a mencionar claramente el nombre de Coface y sin alterar o modificar los datos. Está prohibido todo uso, extracción, reproducción para el público o uso comercial sin el consentimiento previo de Coface. Sírvase consultar el aviso legal en la página web de Coface.

COFACE SA

1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France

www.coface.com