


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

23° | Abril 2018

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

Luego de la recuperación en la actividad observada en 2017, **los últimos meses del año pasado y los primeros de 2018 comenzaron a arrojar dudas sobre la sostenibilidad de las actuales tasas de crecimiento de la economía.**

Esto se debe a la debilidad que sigue mostrando el consumo masivo y al gradual estancamiento de la inversión, en un contexto en el cual **el gasto en durables, el segmento inmobiliario y las exportaciones son los únicos factores que traccionan la demanda.**

Las fuertes presiones del gobierno nacional sobre las paritarias están rindiendo sus frutos, lo cual junto con el ancla sobre transferencias corrientes que significó la modificación de la fórmula de la movilidad jubilatoria, puso un **techo a la recuperación de los ingresos reales del sector más vulnerable de la población.**

En este escenario, la reducción en el índice de pobreza de la segunda mitad de 2017 pasó a ser un dato desactualizado, no solo por el deterioro del poder adquisitivo de los sectores asalariados, sino también **teniendo en cuenta las condiciones de mayor fragilidad en las que opera el mercado de trabajo.**

La meta sobre el déficit primario va camino a transformarse en un ajuste aparente, en la medida en que **el peso de los intereses ocupa un lugar cada vez más protagónico en el presupuesto.** Es así que la deuda sigue ganando importancia en el PIB, sobre todo en un contexto en el cual el atraso cambiario dejó de "jugar a favor" del ratio de deuda.

En definitiva, **la devaluación inducida por el gobierno a fines del año pasado, orientada a corregir al menos de modo parcial el desequilibrio externo, marcó decididamente el desempeño de la economía.** La caída de los ingresos reales de los sectores asalariados debilitó la demanda interna, con el objetivo de crear espacio fiscal y externo de cara al 2019, año de elecciones presidenciales.

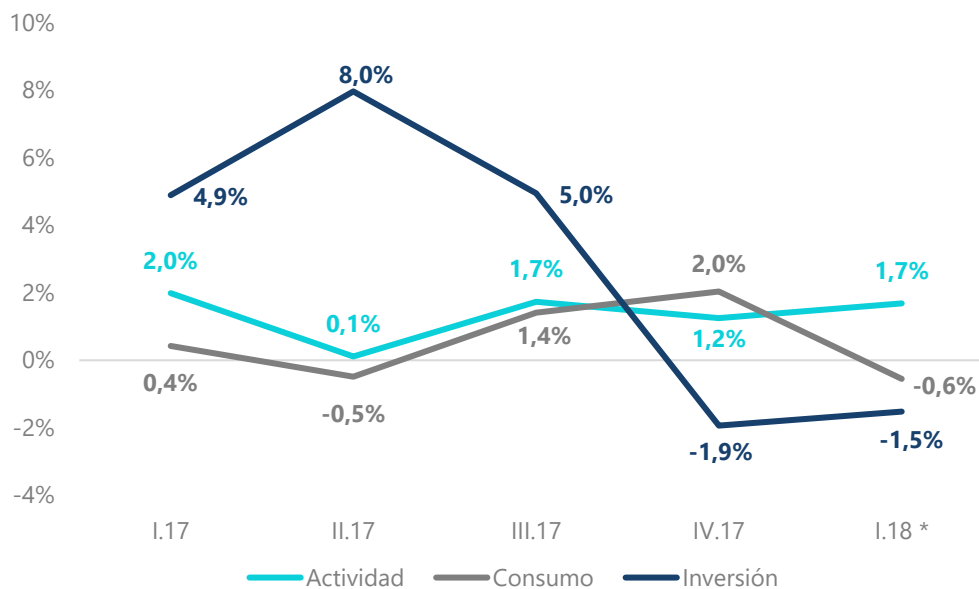
ACTIVIDAD: UN COMPORTAMIENTO HETEROGÉNEO

Según nuestro Indicador Mensual de Actividad (IMA), **la economía muestra un buen desempeño en los primeros meses del año**. Durante febrero, el IMA creció un 5,7% anual y un 0,2% respecto de enero.

Sin embargo, la mayor parte de los componentes de la demanda interna vienen mostrando una mayor debilidad, lo cual pone en duda la posibilidad de mantener el dinamismo de la actividad en el futuro.

Comportamiento heterogéneo de la demanda

Variación % trimestral, sin estacionalidad



* Actividad e inversión corresponden al promedio ene-feb.

Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE)

Nuestro Indicador Mensual de Consumo (IMC) registró en el primer trimestre del año un retroceso de -0,6% respecto del último trimestre del año anterior. El rebrote inflacionario de los primeros meses del año está afectando el consumo masivo: según CAME, las ventas minoristas cayeron un -2% anual en marzo.

La inversión también muestra señales de estar decayendo. En febrero, nuestro Indicador Mensual de Inversión (IMI) exhibió una caída mensual de -2,1% mensual. La recuperación de la construcción se está viendo afectada por la retracción post-electoral de la obra pública, mientras que el Equipo

Durable de Producción Importada (EDPI), que hasta hace poco era el componente más dinámico del gasto de capital, creció apenas un 7,3% anual en febrero.

Cómo mostramos en la sección Fiscal, en medio del ajuste que el gobierno está implementando para dar cumplimiento a la meta fiscal de 3,2% del PIB para este año, **el gasto público no está teniendo incidencia alguna en el impulso a la actividad desde los últimos meses del año pasado** ¿Cuáles son, entonces, los factores de demanda detrás del repunte la actividad?

Los sectores de bienes durables e inmobiliario son de los pocos rubros en los cuales el gasto muestra un buen comportamiento. La venta de autos nacionales creció 25% en el tercer mes del año, mientras que el crédito (impulsado por hipotecarios, prendarios y personales) aumentó un 14,3% en términos reales durante el mismo período.

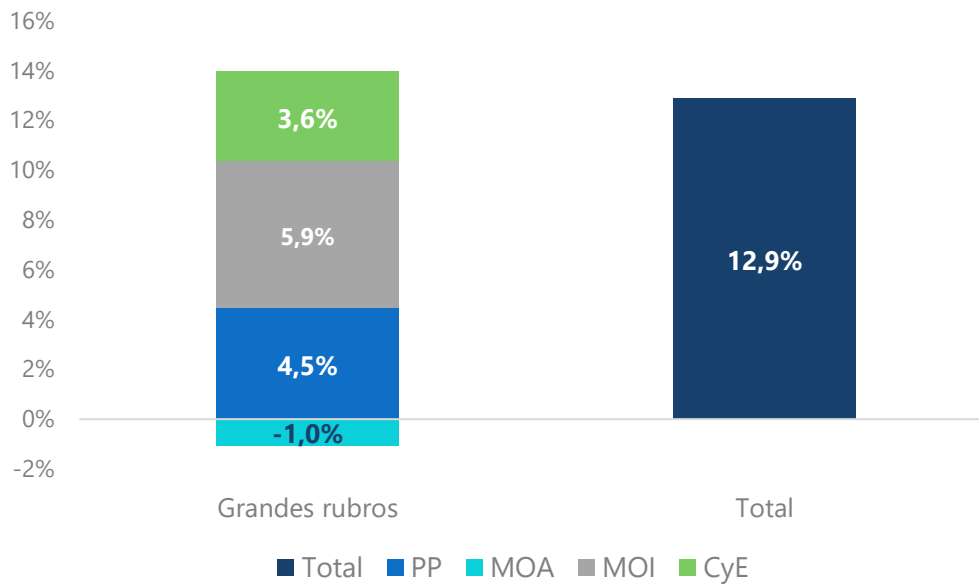
El elevado crecimiento del crédito hipotecario (con subas cercanas al 100% anual en el stock de crédito) **impactó favorablemente en la compraventa de inmuebles.** Para la Ciudad de Buenos Aires, en febrero la cantidad de escrituras de inmuebles subió 33,9% anual, mientras que el monto total de las transacciones realizadas se elevó 53,5%, con \$11.762 millones.

El consumo de servicios, entre los cuales se incluye el turismo, es otro de los sectores dinámicos. Según la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH), el total de viajeros hospedados alcanzó los 2,3 millones en enero de 2018, un 2,6% por encima de igual período de 2017. Por su parte, según la Encuesta de Turismo Internacional (ETI), en el primer bimestre del año se registraron salidas de turistas residentes por un total de 957,4 miles, lo que representa un aumento anual de 17,3%.

Las exportaciones son otro de los componentes que traccionan la demanda. En el primer trimestre del año, las ventas al exterior aumentaron en 12,9% anual, impulsadas en mayor medida por las Manufacturas de Origen Industrial (MOI). Se destaca la contribución de Material de Transporte Terrestre (+37,4% anual, vinculado con la recuperación de las ventas de autos a Brasil) y Productos Químicos (+18,3% anual).

Las exportaciones son impulsadas por las MOI

Contribución % al crecimiento anual



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

De este modo, **los distintos componentes de la demanda vuelven a mostrar un comportamiento heterogéneo en los últimos meses**, lo que pone en duda la sostenibilidad de estas tasas de crecimiento para lo que resta del año.

LA MEJORA EN LA POBREZA BAJO LA LUPA

Son varios los factores que explican la caída del índice de pobreza registrada en el segundo semestre de 2017. En primer lugar, durante ese período los ingresos no laborales atados a la fórmula de movilidad "heredada" del gobierno anterior (asignaciones familiares, jubilaciones, AUH) ajustaron según la recaudación y los salarios de 2016, un período de alta inflación¹. De esta forma, mientras que estos ingresos aumentaron 28,3% anual en el semestre, la inflación para el mismo periodo fue de 24% de acuerdo con el IRP.

¹ De hecho, la movilidad de septiembre de 2017 fue la más alta desde la implementación de la Ley de Movilidad Jubilatoria.

En segundo término, en 2017 tuvo lugar una leve recuperación del salario real, que según nuestros cálculos se incrementó un 2,4% anual en el segundo semestre de 2017. Finalmente, en el contexto de un mercado laboral más tensionado, el “efecto trabajador adicional” hizo que los trabajadores secundarios de los hogares se incorporen a la búsqueda de empleo, lo cual se reflejó en un incremento de 1,1 p.p. en la PEA entre IV.2016 y IV.2017.

Estas circunstancias explican por qué el consumo repuntó a fines del año pasado: el segundo semestre de 2017 fue decididamente mejor que el segundo semestre de 2016. A su vez, también ayuda a comprender la baja en la pobreza, que el gobierno quiso exaltar pero que fue cuestionada por gran parte de la oposición y también por la opinión pública.

Este cuestionamiento tiene que ver, por un lado, con lo **efímero que parecen ser estos resultados teniendo en cuenta el desempeño de la economía en lo que va de 2018.** Por otro lado, la falta de una serie histórica oficial² y la aparente baja calidad en algunos datos provinciales³ sugieren que –si bien hay indicios que permiten pensar en una caída de la pobreza respecto de 2016– la magnitud de esta reducción y su comparación con otros periodos debe tomarse con suma precaución.

El patrón de crecimiento de los primeros meses de 2018, que se viene reflejando en el mercado de trabajo, junto con algunas novedades en la evolución de los ingresos, hace suponer que la mejora de la pobreza fue débil y difícilmente sostenible.

² La estimación de cualquier serie de pobreza requiere numerosos empalmes y supuestos. Para empezar, la metodología actual de la medición de la pobreza no es la misma que se utilizó hasta 2013. La EPH fue discontinuada en II.15 y al volver a publicarse en II.16, la muestra se modificó y los expansores se recalibraron. Por último, se utilizan diversos datos alternativos para actualizar el valor de las canastas básicas. Pero estos difieren mucho entre sí. El indicador alternativo de Bevaqua marcó una inflación de 40,3% para el segundo semestre de 2014. La consultora Bein registró 34,4%. Los índices provinciales también difieren: en CABA la suba alcanzó el 39,5%, en Tierra del Fuego 37% y en Córdoba 35,6%. Nuestro IRP muestra una suba de 35% para el mismo periodo.

³ Hay fuertes variaciones en los porcentajes de pobreza en los aglomerados de San Juan (16 puntos), Neuquén (13 puntos), Bahía Blanca (9 puntos), entre otros. Algunos ejercicios mostraron que estas diferencias coinciden con esquemas de rotación de la muestra y por lo tanto es difícil atribuirlos completamente a un cambio real en la situación del total de las familias de la región.

En efecto, muchos de los nuevos trabajadores que consiguieron empleo en el segundo semestre del año pasado y sumaron ingresos al hogar, lo hicieron a través de empleos precarios. De acuerdo a los datos de Cuentas Nacionales, **sólo uno de cada cuatro empleos creados en el segundo semestre de 2017 fue un puesto asalariado registrado**. El resto se trató de asalariados sin registro o trabajadores por cuenta propia.

Los puestos de trabajo creados son de baja calidad

Nuevos puestos de trabajo, en miles. II sem. 2017 vs II sem. 2016

	Puestos de trabajo	Puestos asalariados registrados	Puestos asalariados no registrados o no asalariados
Construcción	82	42	39
Industria y resto bienes	8	-21	29
Comercio	114	10	105
Hoteles y restaurantes	30	2	28
Servicios a las empresas y financieros	121	24	97
Sector Público	12	12	0
Enseñanza y Salud	67	35	33
Servicios personales	42	3	39
Hogares privados con servicio doméstico	-14	9	-22
Total	462 (100%)	115 (25%)	347 (75%)

Fuente: elaboración propia en base a INDEC

También a nivel sector se observa un sesgo hacia actividades de menores ingresos y, en el caso particular de los informales, hacia posibles actividades de subsistencia (“changas”). El mayor aportante a la creación de empleo total fue el rubro “comercio”. De los puestos creados en este sector, el 90% fue informal (el 70% fueron cuentapropistas).

Por su parte, **el mayor aportante al empleo registrado asalariado vino por parte de la construcción**, que contribuyó con la misma cantidad de puestos al sector formal que al informal. Este sector tiene la particularidad de ser fuertemente procíclico e inestable, incluso en su versión registrada, por los contratos temporales (por obra) y salarios más bajos que en el promedio de la economía.

Una menor demanda interna impactaría rápidamente en este tipo de empleos, lo cual exhibe la vulnerabilidad del mercado de trabajo. Estas

condiciones comienzan a asomarse nuevamente en los primeros meses del año. **El consumo crece a un ritmo mucho menor, e incluso la construcción se está desacelerando** (en particular la obra pública). **Las “paritarias viejas” se encuentran con los “precios nuevos”.**

Para peor, el gobierno decidió cambiar la fórmula de movilidad, no solo modificando los índices que la componen⁴, sino que además cambió la periodicidad, dado que los aumentos pasaron de ser semestrales a trimestrales.

Esto último podría ser positivo para los beneficiarios de estos ingresos, pero lo cierto es que la forma en que se aplicó perjudicó seriamente a jubilados y asignaciones familiares. Se estima que al primer aumento en marzo le hubiese correspondido, con la fórmula anterior, 14,8%, pero el aumento efectivamente aplicado fue de 5,1%. El último aumento había sido en septiembre, y al comparar con la inflación de 12,7% acumulada entre marzo-18 y septiembre-17, la corrección a la baja en los ingresos reales se torna manifiesta.

ESCENARIO FISCAL: CAMBIEMOS JUBILACIONES Y SUBSIDIOS POR DEUDA

El primer trimestre del año cerró con un virtual equilibrio en el resultado primario, con ingresos creciendo un 22% anual y el gasto primario tan solo un 18%, producto de un importante ajuste en el gasto de capital que ya lleva dos trimestres con caídas nominales de dos dígitos.

Como hemos mencionado en informes previos⁵, todo parece indicar que la meta fiscal de este año ya está asegurada gracias al ajuste sobre las

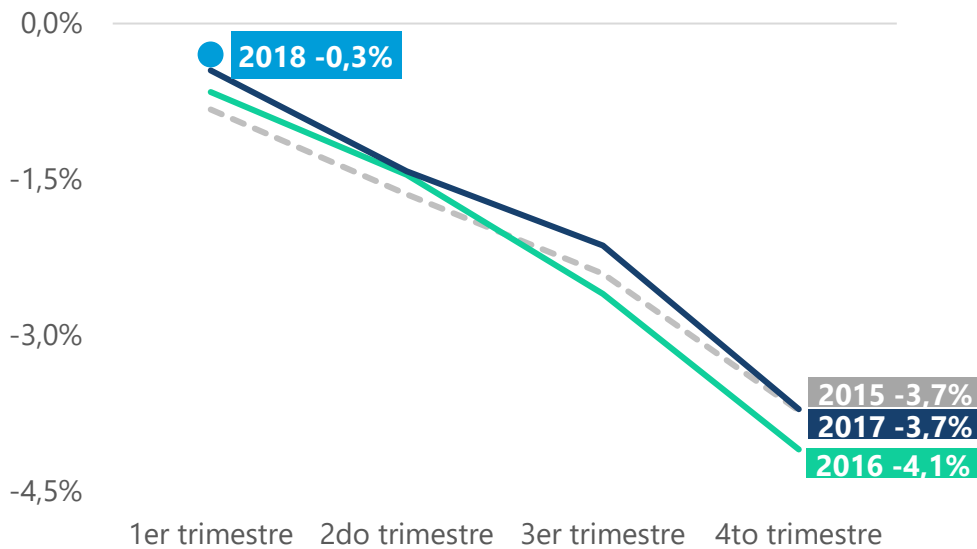
⁴ La nueva fórmula pasa de la recaudación y los salarios – dos variables ligadas con la nominalidad de la economía, pero también con la actividad - a precios y salarios – con menor incidencia de salarios que en la fórmula anterior-.

⁵ También hemos destacado en reiteradas oportunidades que el déficit que Cambiemos viene a combatir fue, en gran medida, auto infligido por el conjunto de políticas aplicadas en los primeros meses de mandato (fundamentalmente, quita de retenciones al agro, la minería y una reducción en la carga fiscal de los sectores de altos ingresos).

jubilaciones de finales de 2017 y los nuevos recortes en los subsidios a servicios públicos.

2018 comenzó con ajuste y equilibrio primario

Resultado primario del SPN en % del PIB



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

A poco más de dos años, **resulta evidente que Cambiemos impuso una nueva configuración del presupuesto público**, en el que el repliegue de las principales partidas presupuestarias es reemplazado por la nueva presión que imponen los intereses de la deuda.

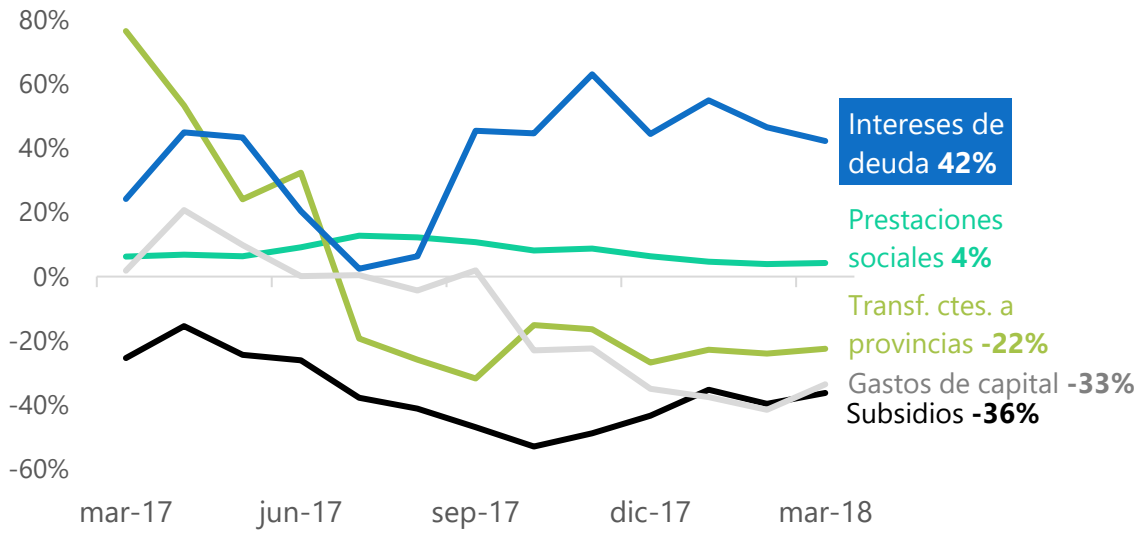
Al ajuste en las partidas del gasto público solo parece estar sobreviviendo las prestaciones sociales, que presentaron un crecimiento de 4% anual real en el primer trimestre de 2018. Sin embargo, conforme avance el año y las consecuencias de la nueva regla de movilidad impacten de manera plena, comenzaremos a ver un congelamiento de estas partidas.

Peor suerte vienen teniendo las transferencias corrientes a las provincias, los gastos de capital y los subsidios, que llevan ya largos meses de ajustes reales superiores a los dos dígitos. **Bajo esta nueva configuración, parece cada vez más claro que el gasto público ha dejado de ser un motor para la actividad económica.**

En el medio de todos estos recortes, una partida se destaca por su robusto dinamismo, exhibiendo un crecimiento muy por encima de la inflación desde hace más de seis meses: **los intereses de la deuda pública**. Nuevas prioridades se consolidan bajo el gobierno de Cambiemos.

Los intereses de deuda no paran de crecer

En % de var. anual real (media móvil trimestral)

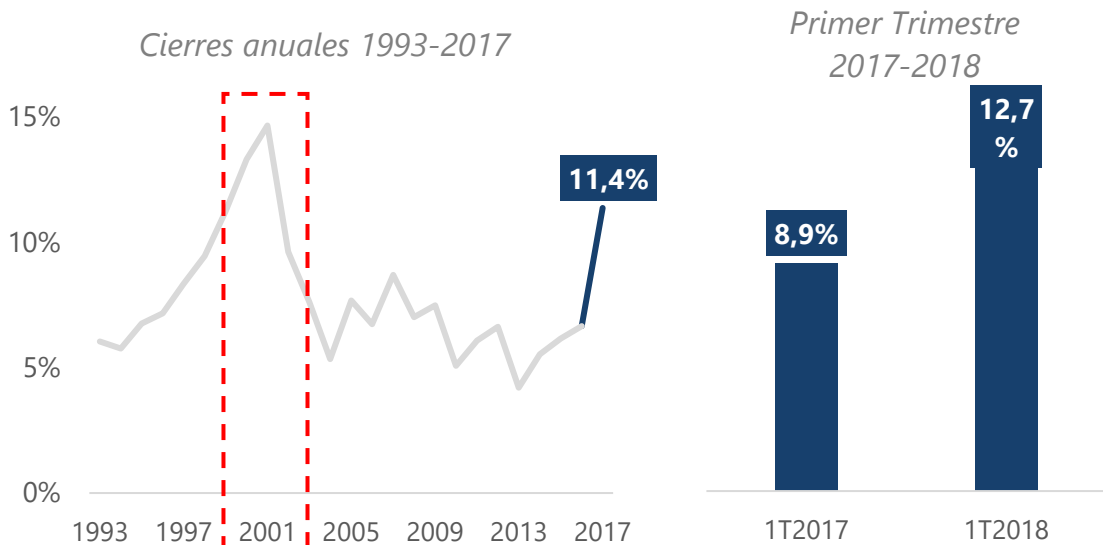


Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

Si evaluamos el peso de los intereses de deuda en perspectiva histórica se advierte una aceleración más que preocupante a partir de 2017, la cual parece estar profundizándose a comienzos de 2018. Esta evolución queda escondida detrás de la meta fiscal (que solo mira al resultado primario), y más temprano que tarde, reclamará nuevos ajustes.

Los intereses de deuda avanzan sobre el presupuesto

En % del gasto total del SPN



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

DEUDA: BIEN ALTO

Al igual que durante el mes anterior, en marzo las emisiones del gobierno nacional estuvieron enfocadas en el mercado local (Bonar 2020, Bonte 2021 y Boncer 2023), y ascendieron a un total de USD 3.724 millones. A eso se le sumó la ronda habitual de colocaciones en Letras el Tesoro por USD 3.607 millones. De este modo, las emisiones del mes de marzo totalizaron USD 7.331 millones y acumulan en el año USD 24.904 millones.

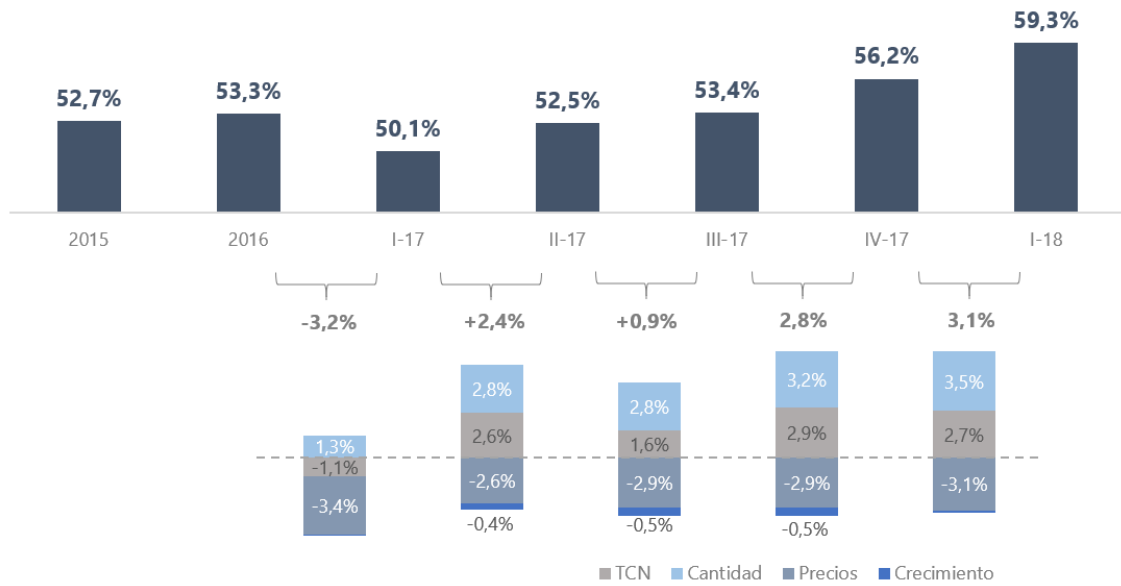
Luego de descontar el pago de vencimientos de Letras y Títulos para el primer trimestre (USD 12.321 millones), **el ratio de la deuda pública se ubicaría en 59,3% del PBI, mostrando el segundo trimestre consecutivo con una suba importante**, luego de mantenerse prácticamente constante desde el inicio de la gestión. **Mientras que entre fines de 2015 y el tercer trimestre de 2017 (último dato oficial disponible), el ratio de la deuda se había incrementado solo 0,7 p.p., en los últimos 6 meses aumentó 5,9 p.p.**

Como marcamos en una nota [acá](#), este tipo de comportamiento ya ha sido observado en episodios previos, donde a pesar de que el ritmo de endeudamiento es elevado, el ratio se mantiene relativamente constante durante cierto lapso de tiempo y luego presenta saltos en un momento dado.

Al analizar la descomposición del crecimiento del ratio se advierte, por un lado, que en los últimos 6 meses hubo un incremento mayor del endeudamiento neto (cantidad) y, por otro, que **la suba sostenida del tipo de cambio prácticamente neutralizó el efecto que tuvo la inflación y el crecimiento** (recordar que estos últimos tienen un efecto expansivo en el PBI medido en dólares, y por ende contribuyen a la reducción del ratio).

La deuda sigue subiendo escalones

Ratio de deuda y contribución al crecimiento (% del PBI y p.p.)



Fuente: elaboración propia en base a ITE y Ministerio de Finanzas

Si en los próximos meses la economía vuelve a posicionarse sobre un sendero de apreciación real del tipo de cambio, es probable que el ratio de deuda a PIB vuelva a estabilizarse. En todo caso, será la propia sostenibilidad del proceso de apreciación real la que determine si el peso de la deuda en el PIB retorna a una meseta o si este registra una nueva ronda de aumentos.

¿ES SOSTENIBLE EL REPUNTE DEL CRÉDITO?

Cómo mostramos en la sección Actividad, uno de los pocos factores que sostiene la demanda es el desempeño del crédito a los hogares. El stock total de préstamos al sector privado en moneda doméstica finalizó el primer trimestre del año con una expansión anual del 48,5%, de los cuales 28,1 p.p. se explican por la suma de hipotecarios, prendarios y personales, segmentos que tienen una elevada participación de las familias.

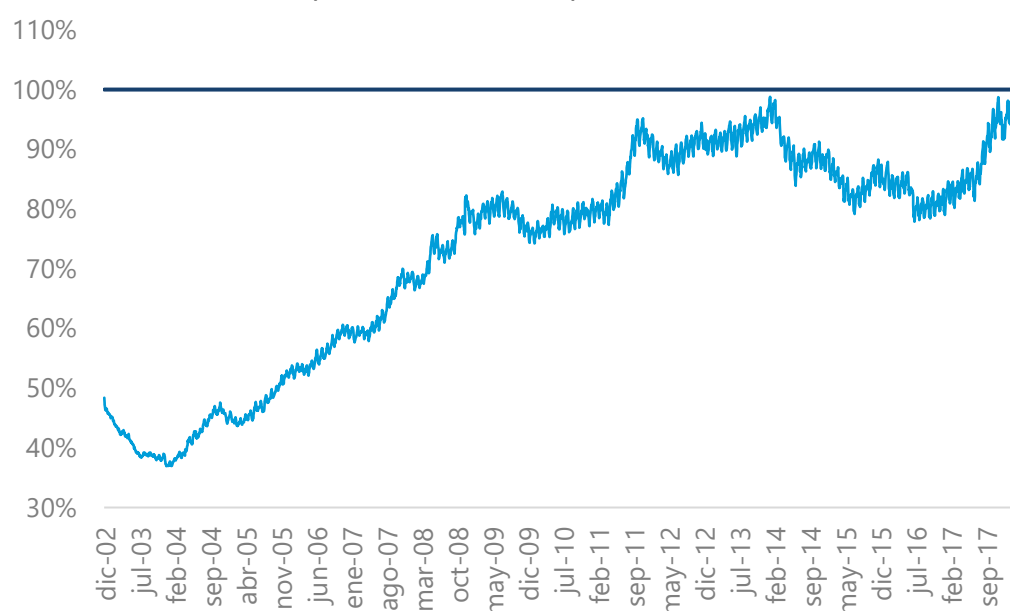
Esta dinámica en el financiamiento bancario puede atribuirse en gran medida a la proliferación de líneas denominadas en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA), que mejoraron sensiblemente las condiciones de acceso al crédito (transfiriendo el riesgo inflacionario a los tomadores de

crédito⁶), e impulsaron el consumo de bienes durables y la compra de inmuebles. **De los créditos hipotecarios otorgados entre enero de 2017 y marzo de 2018, un 72,4% del monto total se explica por los préstamos UVA.**

En términos de la hoja de balance del sistema financiero, **esta trayectoria del crédito al sector privado superó ampliamente lo observado en la dinámica de los depósitos del sector privado.** En efecto, el primer trimestre registró un alza de 25,9% anual en los depósitos, prácticamente empatando con la inflación. Así, **la contracara del acelerado crecimiento del crédito es una compresión en la liquidez de los bancos.**

Presionando sobre la Liquidez

Ratio de créditos / depósitos del sector privado



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

De acuerdo con los últimos datos disponibles, la relación “créditos/depósitos del sector privado” se ubica en torno a 100%, en valores máximos para la serie desde fines de 2002. Hace sólo un año esta relación se ubicaba levemente por debajo de 85%.

De este modo, **la preservación en los niveles de liquidez y solvencia del sistema financiero requiere que el crecimiento en el fondeo de los bancos mantenga el ritmo observado en los créditos.** Nótese que, si

⁶ Sobre este punto, se puede consultar <https://goo.gl/9jdyCc>.

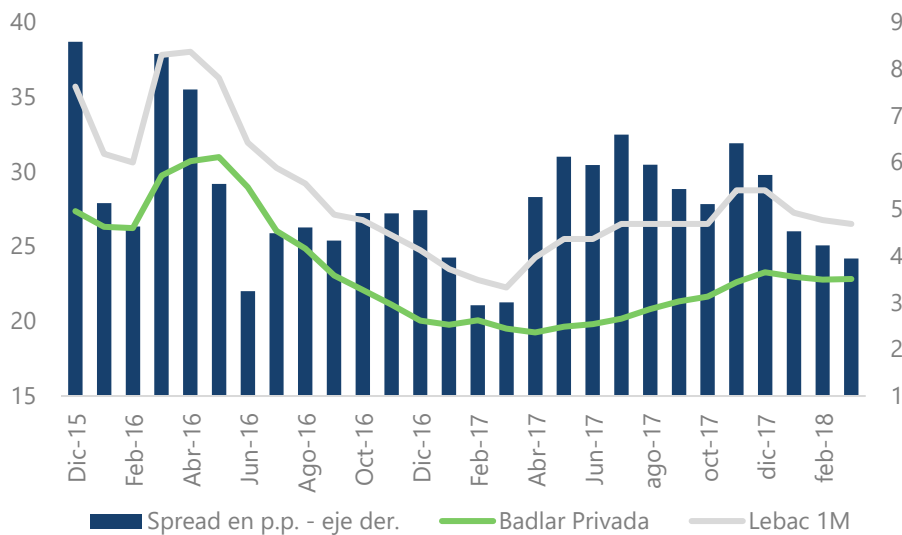
bien es cierto que cada crédito genera en sí mismo un depósito, a nivel sistémico existe un drenaje de recursos que impondrá un freno al dinamismo del crédito⁷.

En este sentido, la respuesta esperable por parte del sistema financiero sería una mayor competencia por los recursos privados (por ejemplo, aquellos que hoy se posicionan en Lebac), a través de un incremento en las tasas que los bancos pagan por los depósitos que reciben de sus clientes o vía emisión de nuevos instrumentos de deuda⁸. De estas dos alternativas, la primera parece ser la más sencilla de implementar en el corto plazo.

Si bien desde noviembre de 2017 el *spread* Lebac-Badlar muestra una tendencia a la baja, la misma se atribuye a la reducción en las tasas de política y no a una suba en la tasa privada, que se mantiene en 23%.

¿Reviven las tasas privadas?

En % nominal anual



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

El mercado dinamismo en el crédito no solo tensiona la liquidez de los bancos y pone un piso a las tasas de interés, sino que además tiene

⁷ En una economía bimonetaria esto puede ocurrir si el depósito que genera el crédito es rápidamente convertido en moneda extranjera.

⁸ Al respecto, vale destacar que entre enero y marzo de 2018 los bancos lideraron la emisión de ON (Obligaciones Negociables) y VCP (Valores de Corto Plazo), con un total de USD 982 millones, según el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). De todos modos, estos guarismos todavía mantienen a los depósitos como fuente dominante de financiamiento. La securitización de créditos UVA también parece camino a convertirse en una fuente de fondeo alternativo en plazos más extendidos (ver por ejemplo <https://goo.gl/qRMGBr>).

como correlato un incremento incipiente en la irregularidad de cartera.

Si bien se parte de niveles bajos en términos históricos, lo cierto es que la cartera irregular de consumo y vivienda, una variable altamente procíclica, comenzó a subir desde fines del año pasado, en plena recuperación de la actividad económica, alcanzado un 3% de las financiaciones totales en febrero de 2018. Esta será, en definitiva, una variable clave a seguir a medida que se consolide el segmento de crédito UVA para la vivienda.