

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

13° | Junio 2017

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

Luego de haber alcanzado un piso a mediados de 2016, **la economía argentina no logra exhibir un crecimiento palpable, capaz de revertir el deterioro del mercado de trabajo**. Con la campaña electoral como telón de fondo, la economía continúa creciendo a tasas significativamente inferiores a las observadas en 2015.

El comportamiento de la actividad sigue siendo dispar a nivel sectorial, con el agro y la construcción traccionados por factores transitorios (una buena cosecha y el gasto fiscal electoral), mientras que el componente del gasto más dinámico sigue siendo el importado.

La principal causa que genera la sensación de estancamiento económico es la debilidad que sigue mostrando el consumo. Aunque la inflación comenzó a ceder, **la desaceleración en los precios sigue siendo insuficiente como para consolidar una recuperación del poder adquisitivo que estimule el gasto de los hogares**.

Si bien el gasto de capital comenzó a comportarse en clave electoral, el gasto en obra pública continúa, en términos reales, por debajo de los niveles de 2015. Esto último, junto con el carácter transitorio de las partidas que ganaron participación en el gasto, hace que la probabilidad de un escenario de ajuste post electoral siga siendo muy elevada.

En tanto, el BCRA sigue mostrando reticencia a bajar las tasas de interés, en un contexto en el cual el cumplimiento de la meta de inflación es poco probable. **El aumento de la volatilidad financiera que precede a los procesos electorales pondrá a prueba el flamante esquema de libre movilidad de capitales argentino**.

Las perspectivas para la economía real son inciertas. Las **dudas respecto del alcance de la recuperación del salario real y el empleo**, junto con las **perspectivas de un mayor ajuste fiscal** en el mediano plazo, no hacen más que oscurecer aún más el panorama.

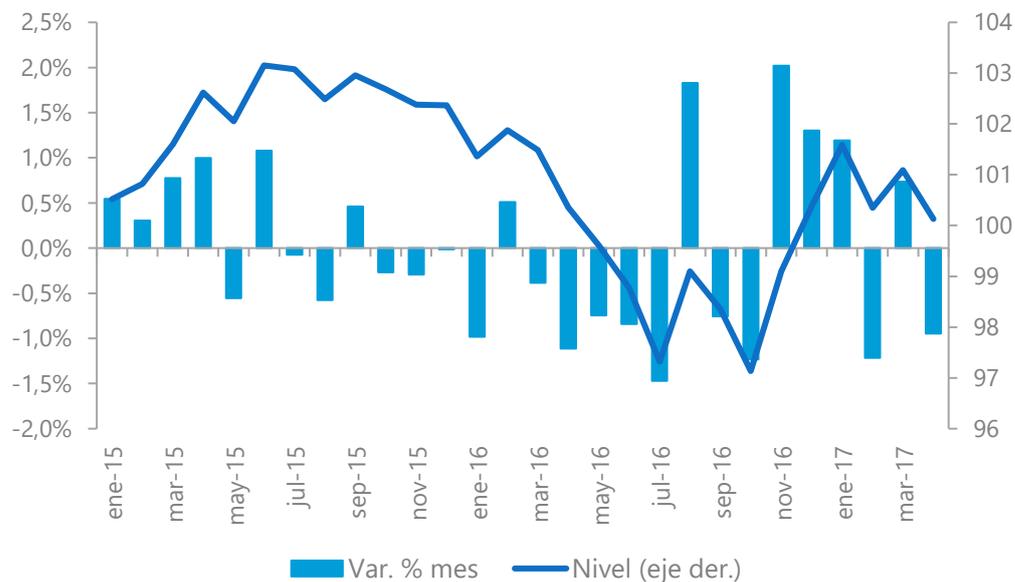
ACTIVIDAD: El consumo no reacciona y la economía sigue estancada

En abril, el nivel de actividad medido por el Indicador Mensual de Actividad (IMA) volvió a mostrar una caída, en esta ocasión de -0,2% anual. En los primeros cuatro meses del año, la retracción de la actividad alcanzó un -0,4% anual.

La disparidad que mostraron los diversos componentes del indicador es reflejo de lo heterogéneo que viene siendo el desempeño de la actividad económica. Mientras que la construcción sigue liderando los brotes verdes (los despachos de cemento aumentaron un 10,7% anual en abril), los indicadores vinculados al mercado interno y la industria siguen sin repuntar (las ventas minoristas de CAME cayeron un -3,8%, mientras que el índice de producción industrial de FIEL cayó -2%).

Indicador Mensual de Actividad (IMA)

En nivel y variación % mensual, sin estacionalidad



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

La principal causa del estancamiento del nivel de actividad es la debilidad que sigue mostrando el consumo, en un contexto en el cual la inflación comenzó a ceder, pero no lo suficiente como para consolidar una recuperación del poder adquisitivo que termine estimulando el gasto. En efecto, según el Indicador Mensual de Consumo (IMC), el consumo se

retrajo un -0,4% anual en mayo, arrojando una variación mensual positiva de apenas 0,5% (sin estacionalidad).¹

En este contexto, y ante la ausencia de señales sólidas de demanda, **la inversión sigue sin repuntar de modo generalizado, y únicamente es impulsada por su componente importado**. Tal es así que en abril el equipo durable de producción nacional cayó un -0,1% anual, pero el de producción importada aumentó un 25,5%.

El agro, beneficiado por una buena cosecha, y la construcción, apalancada transitoriamente por el gasto de capital electoral, siguen siendo los principales sectores que muestran un comportamiento decididamente positivo. Las perspectivas para la economía real son inciertas, dado que los factores que pueden llegar a traccionar el nivel de actividad siguen sin ser obvios.

El mercado de trabajo en CABA como reflejo de la situación nacional

En junio se conocieron los datos de desocupación para el 1° trimestre de 2017. Nuevamente, los guarismos informados por el INDEC fueron elevados: **el desempleo alcanzó un total de 9,2% para el total de aglomerados en los primeros tres meses del año**.

La desocupación tiene un comportamiento marcadamente estacional, y por lo tanto el dato del 1° trimestre de 2017 no es comparable con el del 4° de 2016. Lamentablemente, tampoco es posible compararla con los datos del 1° trimestre de 2016, ya que **desde el 2° trimestre de 2015 se discontinuó la Encuesta Permanente de Hogares (EPH)**. Más aún, diferentes cuestiones metodológicas hacen que la nueva serie de desocupación no se pueda empalmar con la que estuvo vigente hasta 2015. Por lo tanto, el dato de desocupación del INDEC es una "foto", que por sí sólo no logra articular una "película".

Esta imposibilidad es particularmente problemática, ya que no permite identificar de manera precisa los impactos que el nuevo régimen macroeconómico tuvo sobre el mercado de trabajo, en un contexto en el

¹ En una economía como la Argentina, que está atravesando un proceso de apertura comercial, es probable que los estímulos que reciba la demanda tiendan a generar una mayor respuesta de las importaciones que de la oferta doméstica.

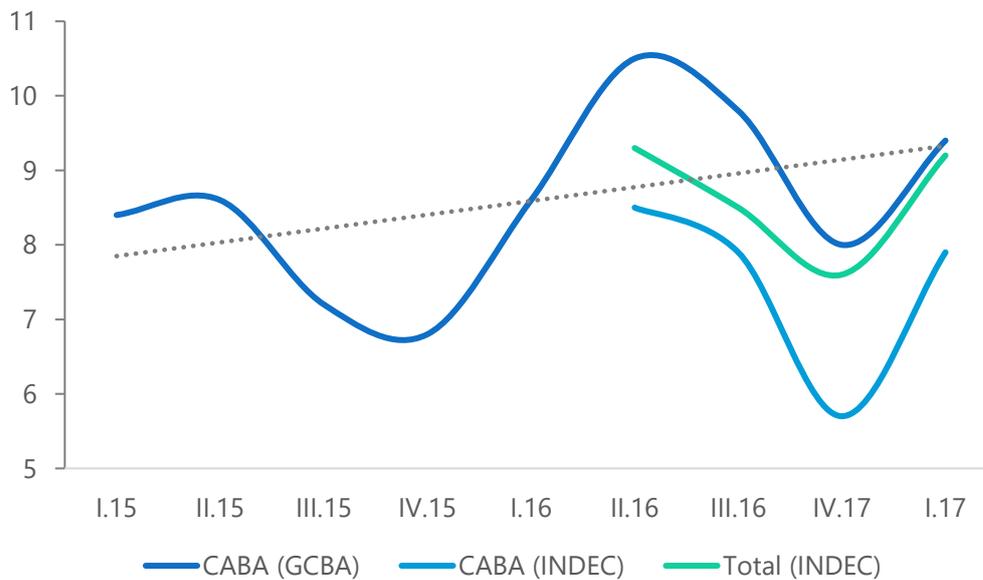
cual varias series estadísticas alternativas dan cuenta de una situación, cuanto menos, compleja.

También se conocieron los datos de desocupación para CABA, que elabora el Gobierno de la Ciudad (GCBA). A diferencia de las series de alcance nacional, en la serie de GCBA no hubo cambios metodológicos, y si bien los resultados locales que no necesariamente se pueden extrapolar a nivel nacional, estas estadísticas arrojan algunos indicios que aún no se pueden visibilizar a nivel nacional.

Así, **los datos del GCBA muestran que durante los primeros 15 meses del nuevo gobierno la desocupación se ha incrementado en cada trimestre respecto a igual periodo del año anterior**, fenómeno que en la Ciudad pareciera estar asociado principalmente a una mayor cantidad de personas que buscan trabajo y no lo consiguen².

Tasa de desempleo

En % de la PEA



Fuente: elaboración propia en base GCBA e INDEC

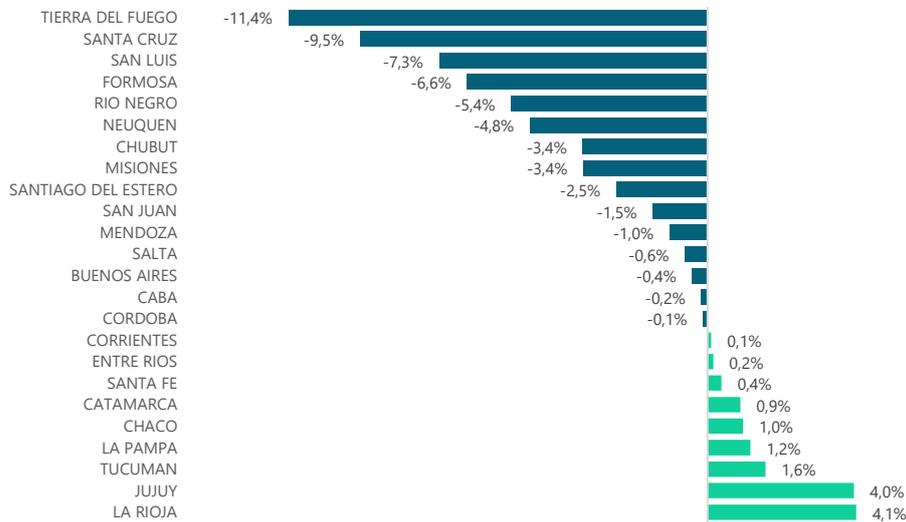
El incremento de la desocupación en CABA se da en un contexto en el cual **la destrucción del empleo privado registrado no ha sido, entre noviembre de 2015 y marzo de 2017 y controlando por estacionalidad, tan virulenta como en otros distritos** (-0,2%), como ser Tierra del Fuego

² Este es denominado efecto "trabajador adicional", que desarrollamos con mayor detalle [aquí](#).

(-11,4%) y el resto de las provincias patagónica, San Luis (-7,3%) o Formosa (-6,6%).

Empleo privado registrado

Variación % entre noviembre 2015 y marzo 2017, sin estacionalidad



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio Trabajo, Empleo y Seguridad Social

Los datos del INDEC retratan a su vez un país con profundas desigualdades, también en el mercado de trabajo. Las tasas más bajas de desocupación se registran en el NEA (3,1%), Cuyo (4,7%) y Patagonia (5,5%), donde los bajos guarismos se explican principalmente por las bajas tasas de actividad.

En el otro extremo se ubica CABA, con una tasa de desocupación de 7,9% (por debajo del promedio nacional) pero con la tasa de actividad más alta del país (55,8%). La región pampeana tiene una desocupación de 8,8%, pero con mucha heterogeneidad en los diferentes aglomerados que la componen, donde coexisten tasas mayores al 10% (Gran Rosario y Gran Mar del Plata) y otras cercanas al 5% (Gran Paraná y Gran Santa Fe).

La desocupación golpea más fuerte en los partidos del Gran Buenos Aires, donde supera largamente los dos dígitos: 11,8% de la población activa. Este valor es el más alto del país, ya que se ubica 2,6 p.p. por encima que el promedio nacional y 3,9 p.p. por sobre la vecina Ciudad de Buenos Aires.

Empieza el año electoral, y es de esperar que el Gobierno intente seducir a sus votantes planteando que lo peor de la crisis económica quedó atrás. Para ello tendrá para mostrar, a diferencia de lo que pasaba a mediados de 2016, un conjunto de señales que, si bien no son concluyentes, al menos son "mixtas" y le permitirán continuar esbozando el argumento de que la "recuperación" está en marcha.

Sin embargo, **mientras el mercado de trabajo continúe en la situación de debilidad actual, el conurbano bonaerense no pareciera ser el suelo más fértil para que germine el discurso de los "brotes verdes"**, cuestión compleja para un gobierno que en estos populosos distritos se jugará buena parte de sus chances electorales.

FISCAL: Esta obra no es para siempre

El gasto público ya se puso en modo electoral, acelerando las partidas del gasto en capital luego de una caída en 2016 que en términos reales lo hizo retroceder a su nivel más bajo en cinco años.

La nueva dinámica pre electoral viene siendo destacada por el propio gobierno, que ha puesto buena parte de su mensaje de campaña en la obra pública. Es esperable encontrar variaciones interanuales elevadas aún en términos reales, luego del ajuste 2016. La pregunta relevante es cómo está evolucionando este gasto respecto a 2015 (presidenciales) o 2013 (legislativas) y qué características distintivas presenta.

Cambiamos y su modelo de obra pública

Una forma de caracterizar el gasto de capital es considerar estas tres categorías:

- **Elevado flujo de fondos:** si corresponde a un tipo de obras que requieren erogaciones futuras (por ejemplo, construcción de nuevos hospitales o escuelas),
- **Bajo flujo futuro:** obras nuevas o refacción de existentes que implican cierto nivel de mantenimiento,
- **Sin flujo de fondos:** son obras de "una sola vez" (programas de vivienda, nuevas rutas, o remodelación de edificios públicos).

Si consideramos esta clasificación podemos comprender si el gobierno está emprendiendo obras que implican un mantenimiento futuro o, por el contrario, no suman rigidez al gasto público.

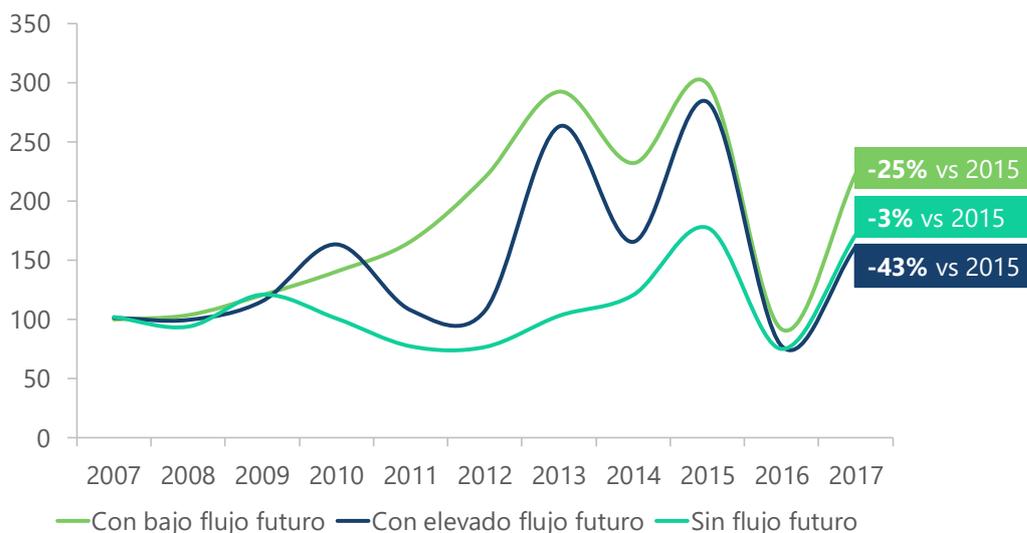
Al observar los primeros cinco meses de cada año entre 2007 y 2017, se destaca que el valor máximo alcanzado se produjo en 2015 para todos los tipos de obra pública. Luego del cambio de gestión se produce un recorte que es particularmente importante en las obras que involucran un elevado o bajo flujo de fondos.

Esta característica expresa la voluntad del gobierno de aplicar el modelo de obra pública que se utilizó en la Ciudad de Buenos Aires: **gastos menores que no conllevan elevados costos de mantenimiento y puedan ser recortados con mucha discrecionalidad.**

El renacimiento del gasto de capital al calor la agenda electoral en estos primeros meses de 2017 aún luce modesto. Pese a los anuncios del gobierno, si comparamos en términos reales las diferentes partidas se observa que se mantienen por debajo de 2015, y solo superan a las legislativas previas (2013) en las obras que son más discrecionales (sin flujo de fondos futuros). Se destaca que las obras con elevado flujo de fondos futuros (construcción de escuelas y hospital, entre otras) aún se encuentran un 43% por debajo de los niveles que tuvieron entre enero y mayo de 2015.

Evolución del Gasto de Capital del Gobierno Nacional

Primeros cinco meses de gasto pagado, en valores reales (base 2007=100)



Nota: Serie nominal deflactada por el índice de costos de la construcción

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda e INDEC

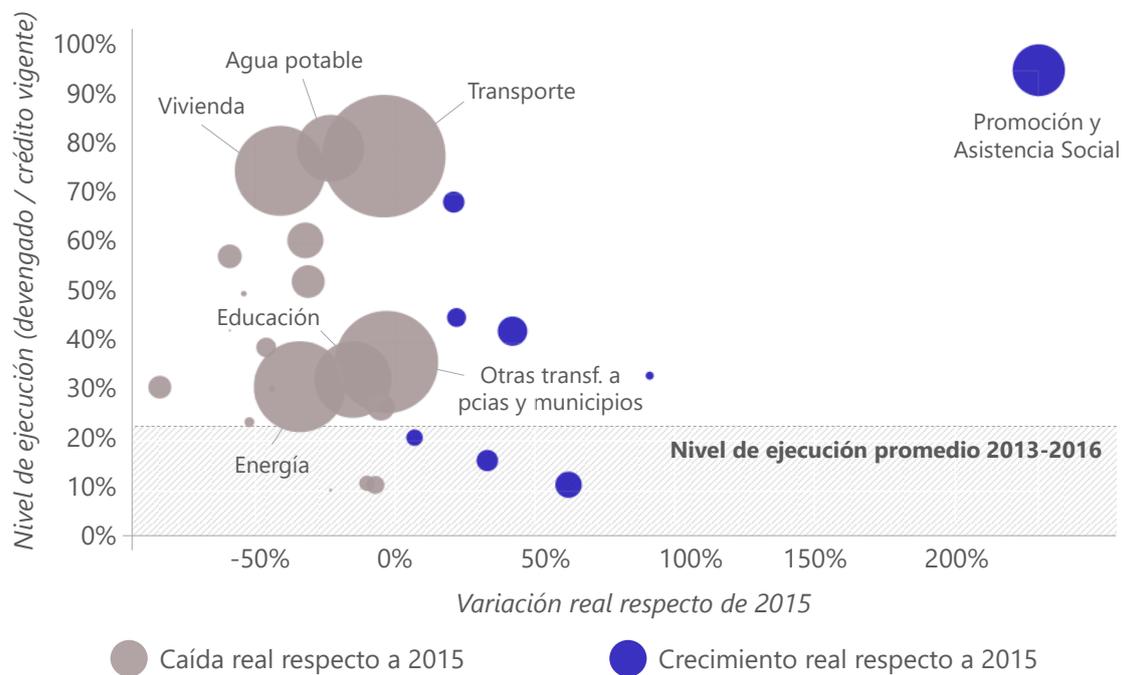
Apretando el acelerador para llegar a octubre

El gasto de capital en estos primeros cinco meses ha ejecutado buena parte de su presupuesto anual. A falta de resultados económicos contundentes que ayuden a la campaña electoral, el gobierno le ha tenido que exigir un poco más. En este punto es importante recordar que en el presupuesto ya se había pautado un crecimiento del 32,1% en estas partidas (más de 10 puntos porcentuales por encima del crecimiento esperado para el gasto corriente).

Pese a tener un elevado presupuesto, hasta mayo se alcanzaron niveles de ejecución superiores al 75% en muchas partidas con elevada relevancia presupuestaria (vivienda, agua potable, transporte y obras en promoción y asistencia social). Estos niveles de ejecución son particularmente considerables si tenemos en cuenta que para esta altura del año lo habitual en el gasto de capital es tener niveles de ejecución levemente superiores al 20%.

Grado de ejecución del Gasto de Capital 2017

En valores reales



Nota: Dimensión de las esferas expresan la incidencia de cada categoría en el presupuesto. Deflactado por el índice de costos de la construcción
Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda e INDEC

En gran medida esta dinámica expresa la recuperación respecto de los importantes recortes sufridos en 2016 (caso de vivienda, agua potable y transporte), mientras que solo en un caso se observa un crecimiento genuino (obras en promoción y asistencia social).

Este último caso se explica por un programa ejecutado por el Ministerio de Interior denominado "Hábitat Nación", destinados a provincias y municipios. Se destaca que las cinco provincias más beneficiadas por este programa en 2017 vienen siendo Buenos Aires (22%), Santiago del Estero (16%), Salta (8%), San Juan (6%) y Jujuy (6%).

Cabe esperar para los próximos meses una consolidación de este modelo, que es el mismo que se viene aplicando en la Ciudad de Buenos Aires: pocas obras de relevancia (arroyo Maldonado) y muchas de bajo impacto y alta visibilidad pero que no resuelven los problemas de fondo (la victoria del metrobús sobre la extensión de la red de subte).

Es este nuevo modelo de infraestructura el que busca desarrollar el gobierno nacional. Una estrategia que le permite **servirse del gasto público como herramienta electoral pero, a su vez, facilitar mediante "partidas descartables" el camino al ajuste que ya se da por descontado para el 2018.**

DEUDA: El bono centenario y un nuevo capítulo en la saga de la deuda

El mes de mayo no registró demasiada actividad ni de las provincias ni del sector privado en materia de endeudamiento en moneda extranjera. La administración central, por su parte, realizó emisiones por un total de USD 5.384 millones, y acumula USD 39.017 millones en lo que va del año.

Al descontar las erogaciones en concepto de capital e interés se observa que, para el primer trimestre del año, el stock de deuda se ubicaría en USD 289.016 millones, lo que representa un aumento de USD 13.570 millones respecto de fines de 2016. En términos del PIB, el ratio de la deuda se ubicaría en torno al 52,4% para el primer trimestre del año, lo que implica una reducción de 1,7 p.p. respecto a fines de 2016, cuando era de 54,2%.

¿Cómo es posible que aumente el endeudamiento pero que se reduzca el ratio? La clave está en comprender que el PIB en dólares está muy influenciado por lo que sucede con la inflación y el tipo de cambio (y en menor medida, el nivel de actividad económica).

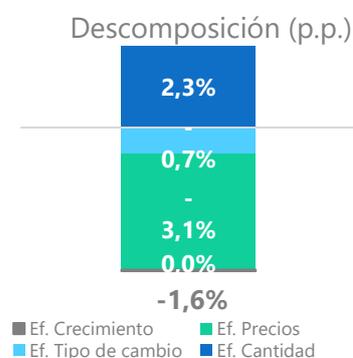
Como se desprende del cuadro a continuación, **si bien durante el primer trimestre del año el stock de la deuda se incrementó 4,9%, esto fue más que compensando por la expansión del 8,4% del PIB** (medido en dólares), lo que provocó la caída del ratio de la deuda.

A partir de una metodología elaborada previamente (ver [Nota de Economía N°9](#)), se puede observar que la caída de -1,6 p.p. del ratio está explicado en su totalidad por la inflación (-3, 1 p.p. del efecto precio) y la apreciación nominal (-0,7 p.p. del efecto tipo de cambio) que más que compensan el aumento de la deuda (+2,3 p.p. del efecto cantidad). El aporte nulo del efecto crecimiento se debe al magro crecimiento de la economía durante el primer trimestre del año.

Ratio de deuda a PIB

En millones de USD y % del total

	2016	1.17	Var %
Stock de deuda (MM USD)	275.446	289.016	4,9%
PBI (MM USD)	508.264	551.048	8,4%
PBI a precios corr. (MM \$)	8.055.988	8.557.776	6,2%
Tipo de cambio (\$/USD)	15,85	15,53	-2,0%
Ratio (% del PBI)	54,2%	52,4%	-3,2%



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas e INDEC

Por este motivo, el ratio de deuda / PIB debe tomarse con precaución a la hora de evaluar la sostenibilidad de la deuda, y debe complementarse con indicadores alternativos. En ese sentido, y cómo mostrábamos [acá](#), en el primer cuatrimestre de 2016 **el pago de intereses de la deuda ya alcanzaba el 7,6% del total de gasto. Un año después, en los primeros cuatro meses de 2017, trepa hasta el 10,6%, superando los dos dígitos por primera vez desde la crisis de 2001.**

La deuda puede adquirir dinámicas complejas, que dependerán de la propia estrategia de financiamiento. Y la reciente decisión del gobierno de emitir deuda externa a un plazo de 100 años en un ejemplo de esto. Como señalábamos [acá](#), los títulos públicos de Argentina tienen un *spread* soberano superior al de países con características similares. Es por esto que **emitir deuda externa, de la clase que sea, implica en realidad que el poder de endeudamiento del gobierno se vea disminuido en relación a los compromisos asumidos a futuro.**

En efecto, si Argentina hubiese colocado la deuda a 100 años a un rendimiento similar al que obtuvo México cuando lo hizo en 2015 (esto es, un 5,8%), por cada USD 100 que se comprometió a pagar, hubiese obtenido hoy USD 122,80 en vez de USD 90, es decir, un 36% más de fondos.

Si bien desde el gobierno se argumenta que la colocación de bonos a 100 años es una señal de "credibilidad" de los mercados, **la decisión del MCSI de no incorporar a la Argentina como mercado emergente pone en duda la tan publicitada confianza que la comunidad financiera internacional tendría en el programa financiero argentino.**

Como advertíamos en el [Informe de Coyuntura de Mayo](#), la estrategia financiera del gobierno está basada en una hipótesis de estabilidad cambiaria y, por ese motivo, tiene un sesgo al financiamiento en moneda extranjera, ante un escenario de tasas de interés en pesos elevadas. Sin embargo, la mayor carga de intereses derivada del creciente endeudamiento puede condicionar la propia evolución futura del mercado cambiario, modificando el escenario macroeconómico en el mediano plazo.

PRECIOS Y POLÍTICA MONETARIA: La inflación cede, pero a un ritmo muy lento

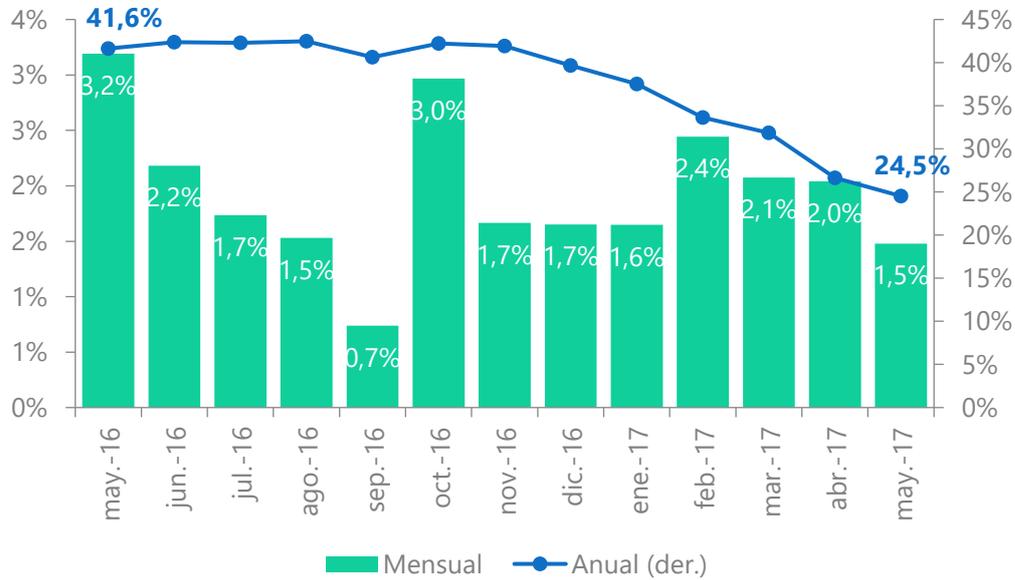
En mayo, el **Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 1,5% mensual (levemente por encima del 1,3% reflejado por el IPC-GBA del INDEC), el primer valor por debajo del 2% en tres meses.** En términos anuales, el crecimiento es de 24,5%.

De esta manera, la inflación acumuló en los primeros cinco meses del año un alza superior al 10%, lo que implica una variación anualizada de 26%. Para los próximos meses se autorizó una suba de la medicina prepaga de

6% en el mes de julio y 5% adicional en agosto, lo que eleva el piso de la inflación para lo que queda del año.

Índice de Relevamiento de Precios (IRP)

En variación % mensual y anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – Fundación Germán Abdala

Según el Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA (REM), en el mes de mayo se redujeron levemente las expectativas de inflación para los próximos meses, aunque esta mejora sigue siendo insuficiente para dar cumplimiento a la meta de la autoridad monetaria, ya que el aumento de precios esperado para diciembre de 2017 se encuentra en 21,6% anual³.

En este escenario, durante las últimas semanas el BCRA ha decidido mantener inalterada su tasa de interés de referencia, luego de los incrementos de la LEBAC de corto plazo (200 pb en abril y 125 pb en mayo) y del corredor de pasés a 7 días de plazo (150 pb en abril). Esto refleja la **voluntad de las autoridades del BCRA de darle continuidad al sesgo contractivo de la política monetaria.**

En otro aspecto, y luego de haber comenzado con su política de acumulación de reservas internacionales a principios de mayo, el BCRA

³ Debe notarse, sin embargo, que el BCRA anunció que a los fines de la evaluación del cumplimiento de la meta, considerará como referencia en IPC Nacional que se publicará por primera vez para la inflación de julio. Esto último podría generar un margen adicional para que el BCRA se acerque a su meta de inflación, aunque el cumplimiento del techo de 17% sigue muy comprometido.

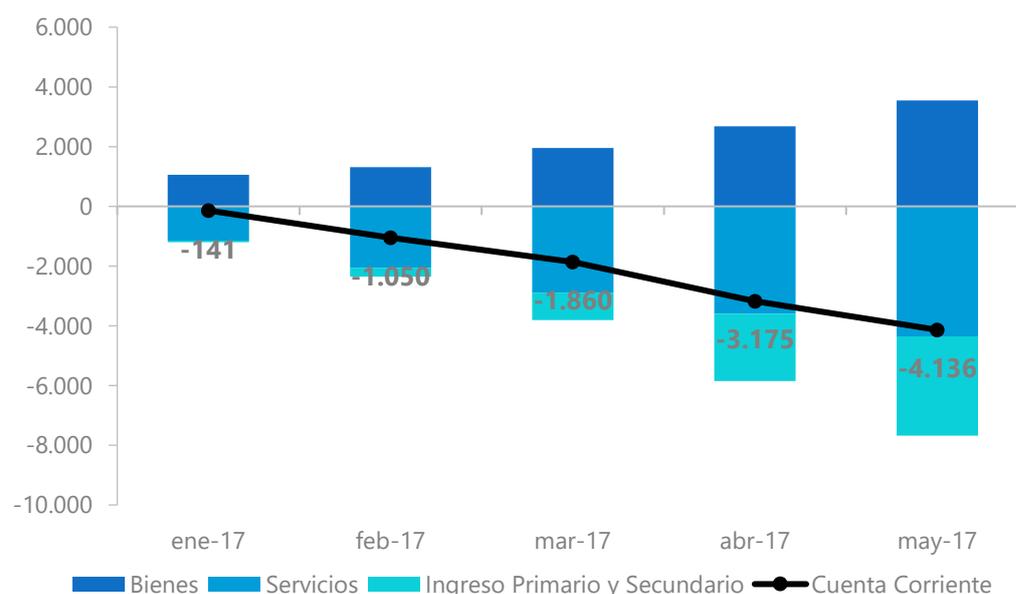
abandonó su participación en el MULC desde los primeros días de junio. **Resta ver cuál será la actitud del BCRA ante el primer período electoral que atravesarán sus actuales autoridades, teniendo en cuenta que ésta suele ser una etapa en la que impera una mayor incertidumbre en los mercados** y, por lo tanto, la economía se encuentra sujeta a una mayor volatilidad financiera. En este sentido, la apertura casi irrestricta de la cuenta capital configura un entorno novedoso, como veremos a continuación.

Balance de cambios: en los hombros de la deuda pública

En los primeros cinco meses de 2017 las reservas internacionales del BCRA acumulan un incremento de USD 7.374 millones, que se explican en un 91% por el resultado de transacciones cambiarias y en el restante 9% por ajustes de valuación y países.

Cuenta corriente cambiaria

En millones de dólares, acumulado por mes



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

Este aumento se da en un contexto de sostenido déficit en la Cuenta Corriente Cambiaria. En efecto, en igual período ésta cuenta acumuló un resultado negativo de USD 4.136 millones, fundamentalmente por el déficit de la cuenta servicios (-USD 4.335 millones, incluye egresos netos por turismo) y los pagos netos de intereses de la deuda pública y privada (-USD 3.323 millones), que fueron parcialmente compensados por ingresos netos

por el comercio de bienes de USD 3.542 millones (con una caída del 35% respecto del superávit alcanzado en igual período de 2016).

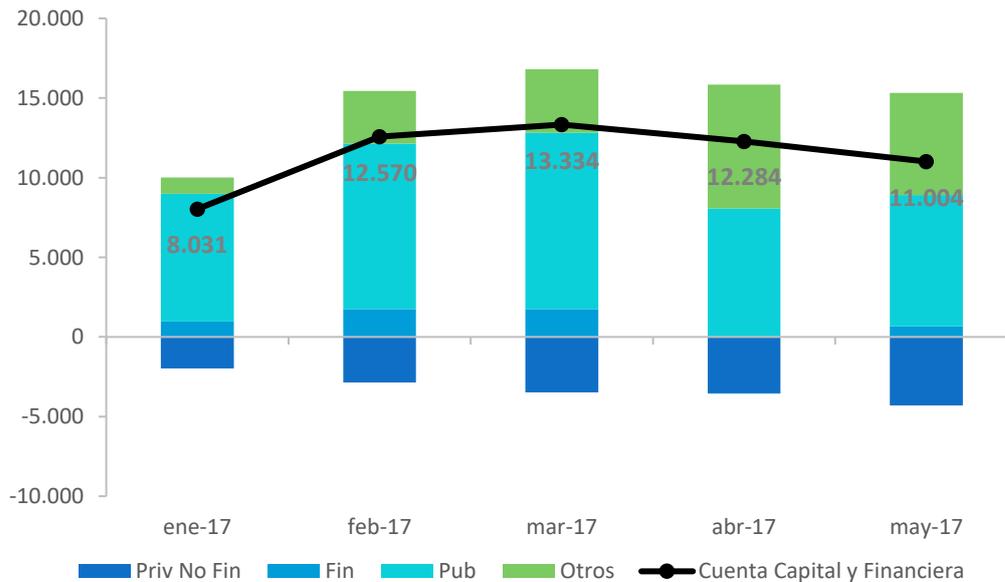
La contracara de este desequilibrio es un abultado superávit en la Cuenta Capital y Financiera, es decir, un incremento en la Deuda Externa, fundamentalmente aquella emitida por el Estado (nacional y subnacionales). En efecto, en estos 5 meses se registraron ingresos netos de capitales por USD 8.231 millones en concepto de deuda pública.

Además, la partida de "Otros movimientos netos" también aportó un saldo positivo de USD 6.409 millones en el mismo período. En esta cuenta se incluyen aquellas transacciones con impacto en las reservas pero que no son operaciones de cambio, como por ejemplo los pagos de deuda pública que son depositados en cuentas locales.

Por el contrario, el Sector Privado No Financiero (familias y empresas) registraron un egreso neto de capitales por -USD 4.310 millones. La sostenida Formación de Activos Externos (USD 6.627 millones en el período enero-mayo) es la principal explicación para entender esta dinámica, en un marco en el cual los ingresos privados de capitales son insuficientes para compensar esta fuga.

Cuenta capital y financiera cambiaria

En millones de dólares, acumulado por mes



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA)

En conclusión, la trayectoria observada en el sector externo muestra que la acumulación de reservas internacionales que presenta el BCRA se realiza en un contexto donde los ingresos de deuda pública más que compensan los egresos de dólares que realiza el sector privado tanto por cuenta corriente como por cuenta capital. Esto quiere decir que, al menos por el momento, **no existe evidencia que permita confirmar un proceso inversor financiado por el resto del mundo** que otorgue al balance de pagos una apariencia de mayor sostenibilidad respecto de la observada hasta el momento.