


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

15° | Agosto 2017

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

Los principales indicadores de actividad muestran un avance en la recuperación y una mayor difusión de la misma a nivel sectorial. El consumo, sin embargo, sigue muy débil, y la reactivación en este segmento sigue lejos de consolidarse. En los próximos meses, de cara a las elecciones generales, esperamos que se mantenga esta dinámica “dual” en la economía real.

El mercado de trabajo continúa siendo el frente más delicado del gobierno. Un aspecto clave de la dinámica reciente del empleo es que los puestos de trabajo que se están creando en el sector privado son de baja calidad y de menor salario que los que se están destruyendo, lo cual conforma un escenario poco propicio para la recuperación del consumo masivo.

En el plano fiscal, las condiciones también son mixtas. Las metas del gobierno para 2017 parecen camino a cumplirse sin mayor esfuerzo. La discusión clave será sobre el 2018: **el gasto deberá caer en términos reales para que el gobierno pueda dar cumplimiento a la meta de 3,2% para el déficit primario.** Es en este contexto que deberá darse la discusión sobre la reforma tributaria y previsional.

En el corto plazo, **el frente financiero luce como el más despejado para el gobierno,** aunque la sostenibilidad de esta estrategia dependerá de modo fundamental de la consistencia del programa fiscal de mediano plazo. Uno de los principales riesgos es sin duda la espiralización de los intereses de la deuda, y la participación creciente que están adquiriendo en el gasto.

El gobierno parece haber tomado nota de los riesgos de aplicar de modo prematuro un esquema de flotación pura de tipo de cambio, e intervino de modo decisivo en el mercado de cambios en el último tramo de la campaña electoral. Esta política, sumada al incremento de las tasas de interés, pone de relieve la importancia que las autoridades todavía atribuyen al canal cambiario como factor clave para la dinámica inflacionaria.

ACTIVIDAD: La recuperación se difunde, aunque sigue débil el consumo

En junio, la actividad económica continuó mostrando una recuperación, aunque no todos los sectores exhiben el mismo dinamismo. El Indicador Mensual de Actividad (IMA) creció un 2,8% respecto del mismo mes de 2016, y el segundo trimestre del año cerró con un crecimiento de 1,2% anual.

La dinámica de junio refleja un crecimiento de casi todos los componentes que integran el IMA. Los despachos de cemento se incrementaron un 16,9% y mantienen el liderazgo de la recuperación, aunque se complementan con la demanda de energía no residencial (+7,4%), el impuesto a débitos y créditos (5,3%), la producción industrial estimada por FIEL (+5,0%) y el IVA-DGI (+4,0%). Al observar el indicador sin estacionalidad, se advierte que durante junio se presentó un incremento de 0,6% mensual. En tanto, en el segundo trimestre marcó una ligera reducción de -0,2% en relación al primer trimestre de 2017.

Indicador Mensual de Actividad (IMA) y EMAE

Base 2016 = 100, sin estacionalidad



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE) e INDEC

La aceleración en el crecimiento anual que muestra el IMA también se observa en los indicadores oficiales. En efecto, el EMAE de junio arrojó un alza de 4,0% anual y acumuló en el primer semestre un incremento de 1,6%

anual. En términos desestacionalizados la suba fue de 0,3% mensual, y **de no registrarse crecimiento alguno en los siguientes seis meses, el año finalizaría con un alza de 2,0% anual.**

La recuperación también se sintió en la producción industrial manufacturera, la cual subió un 6,6% anual impulsada por un buen desempeño de la producción de agroquímicos, minerales no metálicos (asociados a la construcción) y una mejora en la producción automotriz, vinculada a la exportación de vehículos utilitarios. Sin embargo, **los niveles de producción y empleo agregados aún se encuentran muy por debajo de los niveles de 2015, con algunos sectores como el textil que todavía no muestran signos de recuperación.**

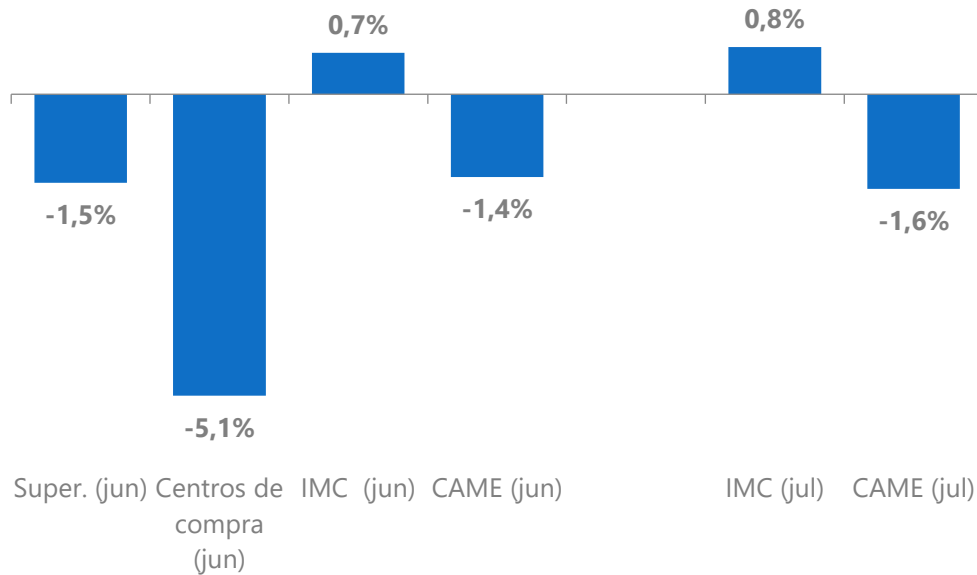
Por último, el Indicador Mensual de la Inversión (IMI) registró un aumento de 14,8% anual, y en el primer semestre del año acumula un alza de 10,2%. Además de la suba de la construcción, también se observa una mejora en la incorporación de equipo durable de producción nacional e importado, destacándose entre estos últimos los vehículos automóviles, tractores, partes destinadas a motores, generadores, grupos electrógenos y productos de industrias químicas y conexas.

A pesar de la mejora en la actividad económica general, algunas variables siguen mostrando un comportamiento débil. En efecto, el consumo no consigue mostrar una recuperación sostenida y exhibe una tenue recuperación respecto de los niveles observados en 2016.

El Indicador Mensual de Consumo (IMC) subió en junio un 0,7% anual, impulsado por una mejora en el crédito real, la recaudación de IVA y la venta de vehículos. Sin embargo, las ventas asociadas al consumo masivo volvieron a registrar una caída (-1,4% anual), en línea con los datos oficiales de ventas en supermercados (-1,2%) y centros de compras (-5,1%). La debilidad del consumo estaría asociada, entre otros factores, a la generación de puestos de trabajo en actividades de bajos ingresos salariales, en detrimento de aquellas de mayor remuneración (para más detalles, consultar [aquí](#)).

Indicadores de consumo masivo

Variación % anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE), CAME e INDEC

Las elecciones y la economía real

El resultado de las elecciones primarias abiertas simultáneas y obligatorias (PASO), puede leerse en clave de esta recuperación heterogénea. A modo de ejemplo, en la Provincia de Buenos Aires, la gestión de Cambiemos recibió un fuerte apoyo en aquellas zonas en las que la recuperación económica es más palpable, vinculada a la recuperación de la producción agropecuaria y sus actividades conexas como transporte y almacenamiento. En este sentido, al observar el EMAE por sector, Transporte no solo acumula en el año un alza de 3,8% anual, sino que la actividad también se ubica por encima del año 2015.

Una lectura similar podría obtenerse al observar los resultados electorales en aquellos distritos fuertemente vinculados a la producción de maquinaria agrícola, tales como Castellanos, Las Colonias, Belgrano y Caseros en Provincia de Santa Fe, en dónde Cambiemos obtuvo un triunfo a pesar de ser derrotado a nivel provincial.

De modo contrario, el oficialismo perdió en aquellos municipios en donde la actividad económica, el empleo y los ingresos reales parecieran tener más dificultades para consolidar una recuperación. A modo de ejemplo, se destaca Rio Grande (Tierra del Fuego) y el Gran Buenos Aires, ambas

regiones afectadas por la pérdida de empleo industrial registrado (ver próxima sección para más detalle).

Para el mes de julio, esperamos que la actividad continúe mostrando este comportamiento dual, aunque las tasas de crecimiento anuales se acelerarían en virtud de una baja base de comparación. Los datos adelantados indican que el consumo medido por el IMC creció un 0,8% anual, aunque se contrajo un -0,3% respecto del mes previo. Por su parte, los despachos de cemento al mercado interno subieron un 19,8% anual, mientras que los patentamientos de automóviles lo hicieron en un 22,6% y la producción automotriz en un 1,2% en el mismo lapso.

El mercado de trabajo continúa en una meseta

El empleo privado registrado sigue mostrando una modesta recuperación luego de la fuerte caída de principios de 2016, sin que todavía se hayan alcanzado a los niveles de 2015. Mientras tanto, el empleo público continúa creciendo lenta pero sostenidamente (0,1% promedio mensual desde que asumió Cambiemos).

Las modalidades ocupacionales que crecen de manera más pronunciada son los monotributistas (y dentro de estos, la más dinámica es el monotributo social) y los trabajadores de casas particulares. Es decir, puestos de trabajo de bajos salarios y que, en el caso de los monotributistas, son frecuentemente utilizadas para eludir la normativa laboral.

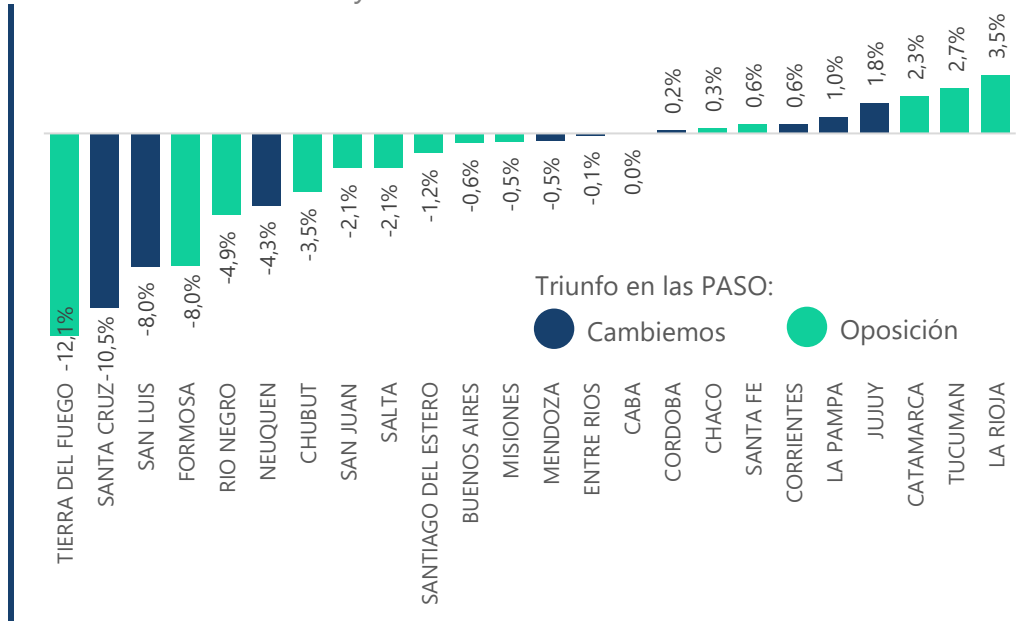
El programa económico del gobierno no sólo tuvo un impacto desigual en los distintos estratos sociales (tal como afirmábamos [acá](#)), sino que afectó de manera diferenciada a las distintas provincias. **Mientras que en algunas provincias se registraron incrementos de los asalariados privados desde el cambio de gobierno, en otras se destruyó hasta el 12% del empleo privado registrado.**

Movimientos absolutos y relativos del mercado de trabajo de este calibre no deben soslayarse ya que provocan dinámicas sociales y territoriales complejas. Sin embargo, **estas dinámicas no han tenido en todos los casos un correlato simple ni lineal en los resultados electorales.**

En el gráfico siguiente se muestra la evolución del empleo privado registrado (sin estacionalidad) desde noviembre de 2015 hasta mayo de 2017 y en azul se consignan las provincias en que ganó el oficialismo nacional, y en verde aquellas en donde ganó otra fuerza (aunque algunas de éstas puedan tener acuerdos y/o alianzas con el oficialismo).

Empleo privado registrado

Variación % Nov15 – May17, sin estacionalidad



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

Tal como se observa, el oficialismo nacional perdió en las tres provincias más dinámicas en términos de creación de empleo (Catamarca, Tucumán y La Rioja), pero como contraparte ganó en Santa Cruz y San Luis donde la caída del empleo privado registrado llegó al -10,5% y -8% de la población, respectivamente.

Ahora bien, **es probable que la destrucción de empleo y la desocupación hayan sido factores relevantes por ejemplo en el Conurbano Bonaerense, pero también el Gran Rosario o Tierra del Fuego** (mucho más cuando se considera que Cambiemos ganó en Ushuaia pero salió 4to en el departamento de Río Grande, cuya actividad es netamente industrial), donde la derrota del macrismo vino además de la mano de triunfos de candidatos kirchneristas.

FISCAL: el peso de los intereses

A lo largo de estos meses hemos venido advirtiendo sobre dos puntos centrales de la política fiscal. El primero refiere a que este año la meta fiscal posiblemente llegue a cumplirse, aún sin necesidad de aplicar un ajuste relevante en el gasto público, mientras que el gran interrogante es cómo alcanzar la meta de 2018. El segundo punto trata sobre la otra cara de la dinámica de endeudamiento público: el peso de los intereses de deuda. Estos temas vistos de manera conjunta hacen crujir la consistencia macrofiscal del año próximo.

El mes pasado referimos a que la inercia fiscal que queda para 2018 implicaría que **la meta fiscal propuesta para el próximo ejercicio sólo puede cumplirse a costa de una caída del gasto público en términos reales**. De esta manera, se podría generar un ajuste del gasto real durante 3 años consecutivos (2016-2018). También destacamos que esta política sería necesaria aun en caso de que el gobierno logre entrar en el sendero inflacionario pautado por las metas del BCRA.

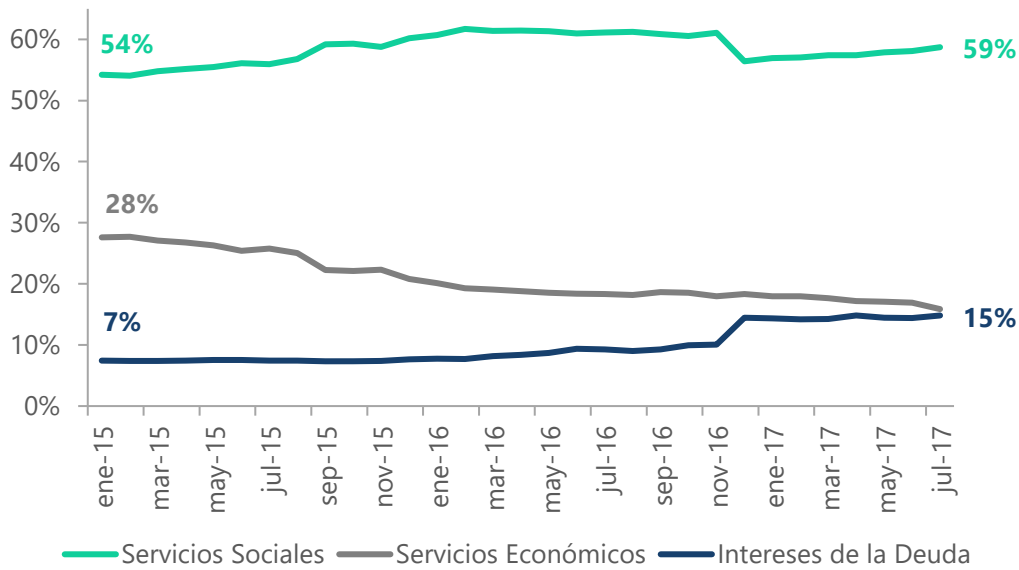
Sin embargo, **no debe pasarse por alto que la discusión sobre la meta fiscal deja de lado el problema de los intereses de la deuda** (que afectan al resultado financiero, pero no al primario, siendo este último el que se considera en la meta fiscal). A partir la decisión de financiar el déficit fiscal con deuda pública para no utilizar recursos de BCRA, se logró reducir el volumen de emisión monetaria pero a costa de crearle al gobierno un pasivo que genera intereses.

Esta nueva dinámica comenzó a presionar sobre el presupuesto nacional, a punto tal que el pago de intereses va camino a ser el segundo componente en importancia en el gasto público, compitiendo con servicios económicos (subsidios, obras de infraestructura e incentivos a la industria, entre otros).

En el siguiente gráfico puede verse cómo la dinámica del gasto social se comportaba “en espejo” respecto de los servicios económicos en términos de su participación en el gasto. A fines de 2016 esta relación pasa a ser menos relevante y comienza a dominar la competencia entre intereses de la deuda y gasto social, al comenzar a pagarse intereses por las emisiones de corto plazo (Letras del Tesoro de 2016).

Participación en el presupuesto nacional 2015-2017

Devengado acumulado 12 meses, principales finalidades del gasto



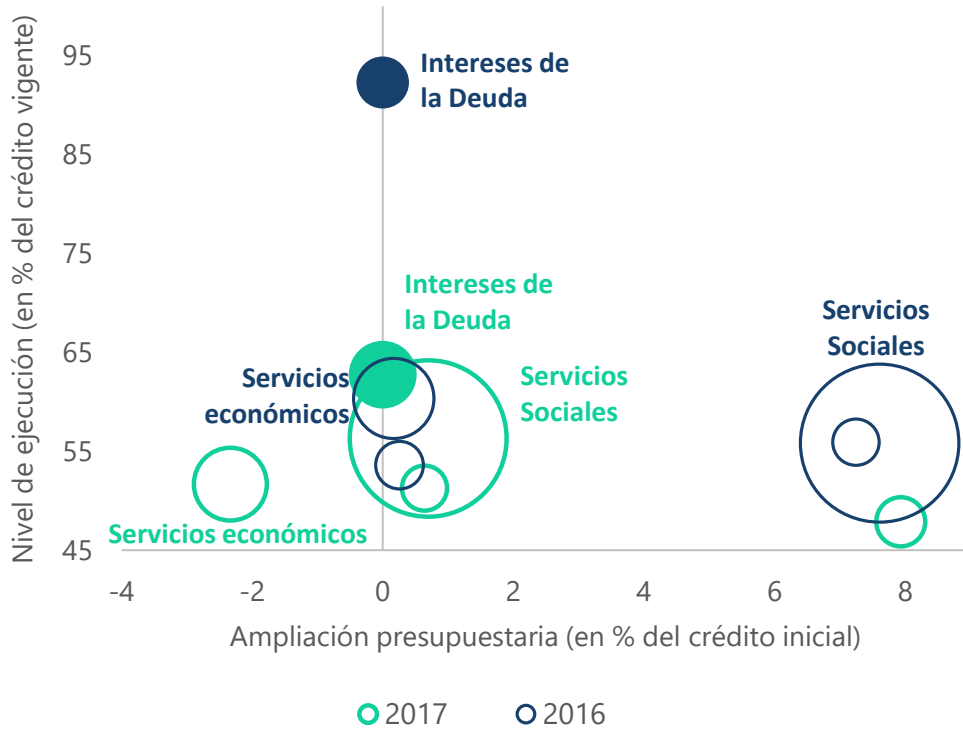
Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

También puede verse la importancia que viene ganando el pago de intereses al advertir que es la finalidad del gasto nacional con mayor nivel de ejecución en 2017. Sin llegar al extremo de 2016, período en el que a julio ya se había ejecutado el 92% de su presupuesto (producto del impacto de la devaluación), en los primeros siete meses de 2017 los intereses de la deuda se muestran como el componente del gasto más dinámico.

A su vez, se destaca que el gasto en servicios sociales mantiene un menor grado de ejecución, similar al de 2016 pero sin haber tenido las ampliaciones presupuestarias que tuvo el año pasado (a julio de 2016 ya se había ampliado un 7,6% mientras a julio de 2017 las ampliaciones fueron de solo 0,7%). También se debe señalar que el gasto en servicios económicos no solo cuenta con un bajo nivel de ejecución para este momento del año, sino que es la única finalidad que sufrió recortes presupuestarios por el 2% de su crédito inicial (el cual se encuentra un 15% por debajo del devengado 2016).

Ampliaciones presupuestarias y nivel de ejecución por finalidad de gasto 2016-2017

Acumulado a julio de cada año



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda

En lo que resta del año habrá que ver si la carga de intereses continúa ganando terreno dentro del gasto público. Esta dinámica puede que cargue una importante inercia para la discusión del presupuesto 2018, acotando el espacio fiscal para financiar el resto de las políticas. **Un escenario con este grado de tensión fiscal (auto infligido por el propio gobierno al reducir impuestos e incrementar la toma de deuda en moneda extranjera), es un terreno que se torna peligroso para las discusiones que se vienen: reforma tributaria y previsional.**

DEUDA: Un corto plazo sin sobresaltos

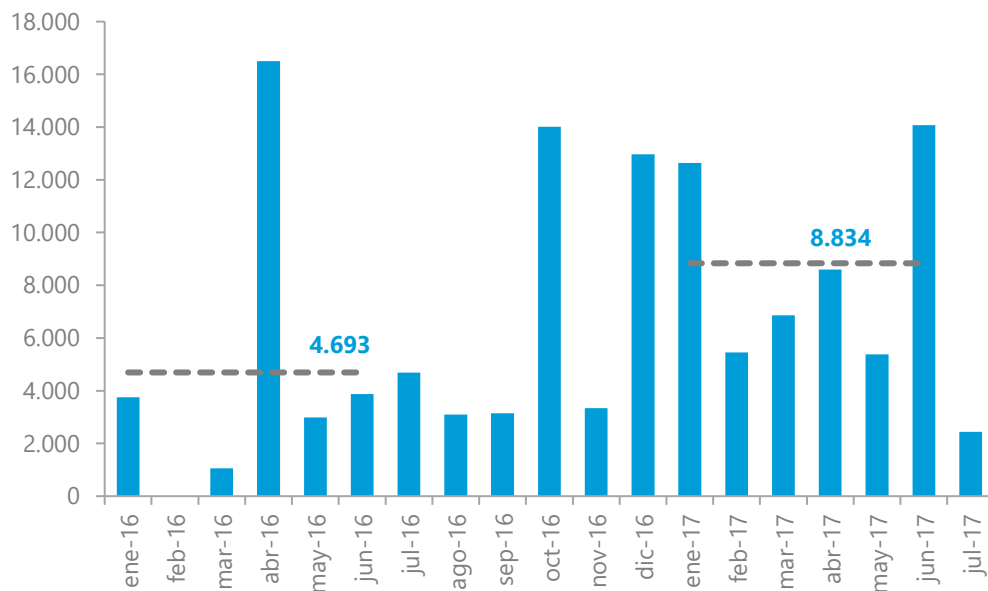
Durante julio el gobierno nacional llevó a cabo emisiones en moneda extranjera por un total de USD 2.304 millones. A la colocación de USD 2.093 en Letras del Tesoro se le sumó una ampliación del Bonar 2024 por un total de USD 211, producto de un nuevo pago al CIADI.

En el tramo en pesos también hubo poca actividad del Ministerio de Finanzas. Solamente se emitió una Letra en pesos por el equivalente a USD 57 millones y se le colocó USD 79 millones al Banco Nación, en el marco de una ampliación del Bonar 2019.

De este modo, **en julio la Administración Central realizó emisiones por un total de USD 2.440 millones, lo cual configura el mes con menor actividad de todo el año.** Sin embargo, al comparar la evolución del primer semestre de este año en relación a 2016, se observa que las emisiones prácticamente se duplicaron (+88%). En efecto, en el acumulado anual las emisiones se ubican en USD 55.440 millones.

Emisiones de deuda del gobierno nacional

En millones de USD



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía (ITE)

Como mencionamos en varias oportunidades (ver por ejemplo [acá](#)), **el endeudamiento (y particularmente aquel realizado en moneda extranjera) es un pilar fundamental del esquema macroeconómico que**

estableció el gobierno de Cambiemos. La necesidad de financiar el déficit fiscal y el escaso entusiasmo que hasta ahora han mostrado las inversiones extranjeras, llevaron a que el endeudamiento externo público sea la principal fuente de divisas de la economía argentina¹.

El panorama se vuelve más complejo cuando se evalúa la situación de la cuenta corriente del balance de pagos, sobre todo de las exportaciones e importaciones. En los últimos 12 meses, **el saldo comercial acumula un déficit de -0,4% del PIB y se mantiene, desde fines de 2015, en los niveles más bajos en más de una década.**

Las dudas en torno a la sostenibilidad de la deuda siguen vigentes. Como mostramos en la sección anterior, al problema del déficit primario debe adicionarse el “efecto espiral” de los intereses de la deuda, que es producto de la propia estrategia de financiamiento del gobierno. El bajo nivel de endeudamiento constituye, sin embargo, un punto de partida auspicioso. Resta ver como administra Cambiemos ese amplio espacio financiero heredado.

PRECIOS Y POLÍTICA MONETARIA: Camino al incumplimiento de la meta

En julio, el Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 2,3% mensual, la inflación más alta desde febrero. En términos anuales, el crecimiento fue de 24,1%, quebrando la dinámica descendente observada desde finales de 2016. El alza del nivel general se vio impulsada por Esparcimiento (+4,8%), Atención Médica (3,2%) y Transporte y Comunicaciones (3,0%).

En el mes que coincidió con la escalada del tipo de cambio, la suba de las naftas, la medicina prepaga y la estacionalidad positiva en Esparcimiento (por el receso invernal) signaron la dinámica de los precios domésticos. La inflación núcleo también se aceleró, ubicándose en un 2,0% mensual y acumulando un 20,5% respecto de igual mes de 2016.

¹ La liberalización total de la cuenta capital y financiera es una condición *sine qua non* para la vigencia de este esquema, aunque puede volverse un arma de doble filo ante situaciones de incertidumbre externa.

Las estadísticas oficiales, sin embargo, arrojaron guarismos diferentes: **el IPC Nacional registró una suba de apenas 1,7%, mientras que la medición núcleo fue de 1,8%**. En lo inmediato, habrá que ver qué sucede con la inflación de agosto, mes en el cual se espera otro aumento de 5% en las prepagas.

La política del BCRA bajo presión ... otra vez

Como venimos sugiriendo en diferentes informes, notas y documentos, **el esquema de política monetaria elegido para transitar un proceso de desinflación agresivo, considerado prioritario para el Poder Ejecutivo, enfrenta diversos conflictos y pone en tensión los instrumentos y objetivos de la autoridad monetaria.**

La instrumentación de un Sistema de Metas de Inflación con flotación libre del Tipo de Cambio y ajuste de precios en el segmento regulado de la economía (por ejemplo, tarifas) luce expuesto a perturbaciones donde la propia configuración institucional desarrollada puede en sí misma, ser un factor adicional de incertidumbre y fragilidad.

Durante los últimos meses pudieron verse diversas facetas de esta realidad. En particular, **la agudización del proceso electoral y la cercanía de las PASO dieron lugar a una nueva corrida cambiaria. La respuesta de política del BCRA tuvo dos etapas bien definidas.** En un primer término (mediados de junio a fines de julio) la autoridad monetaria no intervino explícitamente en el mercado de cambios² y la cotización de la divisa de los Estados Unidos aumento cerca de \$2 (más de un 10%).³

Sin embargo, en un segundo momento la estrategia cambió. En particular, el 28-7, BCRA vendió USD 305 millones con el objetivo de cortar la tendencia observada, algo que consiguió solo por unas jornadas. Los días previos a las PASO vieron un BCRA con posiciones agresivamente vendedoras, con un pico de casi USD 600 millones en un solo día. Así, entre el 14 de junio y el 11 de agosto el dólar aumentó casi un 12% y el BCRA vendió un total de USD 1.800 millones en el mercado de cambios.

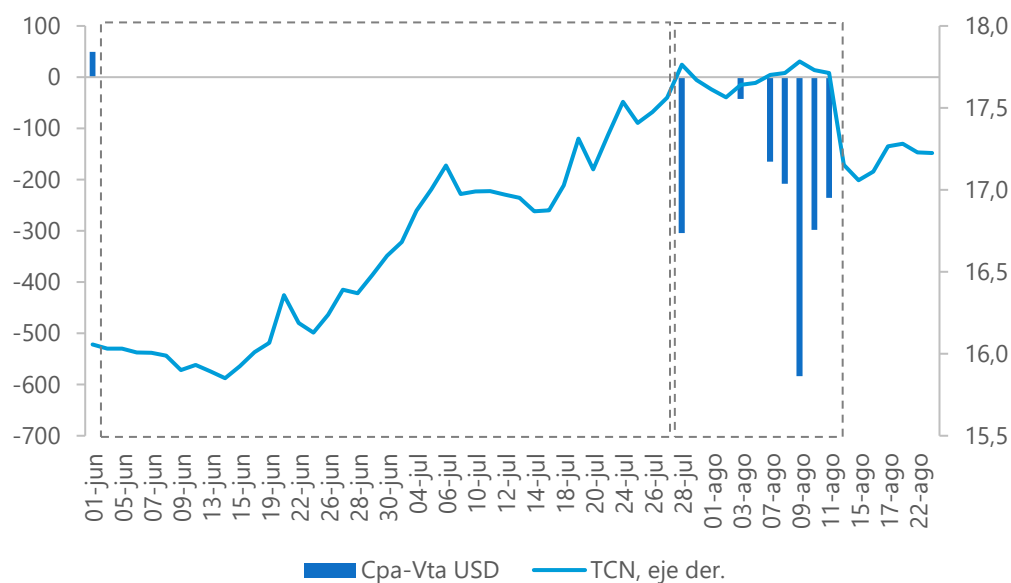
² Algunas notas de prensa sugieren que hubo intervenciones esporádicas de bancos públicos (BNA, BAPRO).

³ Un análisis de las posibles consecuencias de este proceso puede verse en nuestro Informe de Coyuntura del mes de [Julio](#).

Como suele ocurrir, una vez finalizado el proceso electoral la tensión cambiaria disminuyó, descomprimiendo parcialmente la cotización de la divisa. Sin embargo, **las consecuencias de este proceso de devaluación e incertidumbre comenzaron a manifestarse en la dinámica de precios.**

Política cambiaria del BCRA

Compraventa de Divisas (mill. USD) y Tipo de Cambio Nominal (\$/USD)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En efecto, con un aumento acumulado en el IPC Nacional de 13,8% a julio, las expectativas del mercado (y los propios anuncios de aumentos de tarifas) sugieren que **para septiembre se habrá superado la banda superior de la meta anual (+17%) que había fijado el BCRA para todo 2017.**

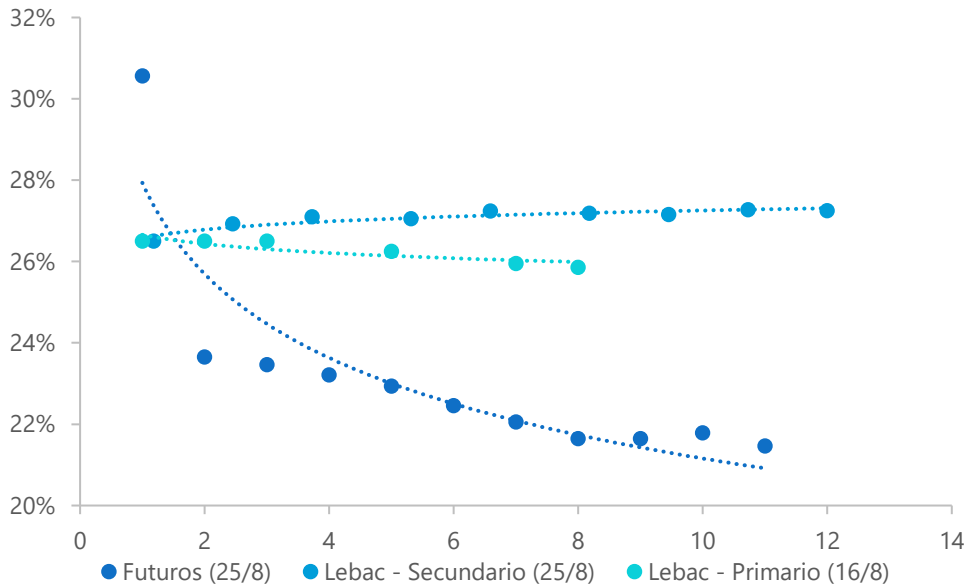
Además, según las expectativas de inflación que releva la UTDT, se espera un aumento de precios del 20% para los próximos 12 meses. Finalmente, el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que el propio Banco Central realiza entre bancos y consultoras, indica una expectativa de inflación de +15,5% anual (punta a punta) para 2018, unos 3,5 p.p. por encima de la banda superior del corredor establecido como meta para el año que viene.

En este contexto, de tensión cambiaria e inflación por encima de la meta, **la autoridad monetaria comenzó a intervenir en el mercado secundario de las Lebac con el objetivo de reforzar el sesgo contractivo de la**

política monetaria⁴ fundamentalmente en el tramo más largo de la curva de tasas, donde se registraron incrementos de casi 150 p.b. respecto de la última licitación realizada el 16/8.

Tasas de interés

Tasa Nominal Anual (TNA)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA, Rofex y RAVA

En tanto la curva de tasas puede representar la suma de las tasas de interés de corto plazo, al “empinar” la curva, la autoridad monetaria indica que observa precios por encima de sus objetivos para los próximos meses y que nuevas subas en la tasa de política (actualmente en 26,25%) no deberían descartarse.

Como consecuencia de este esquema, debe advertirse que **la curva de la tasa en pesos quedó desalineada de la curva que reflejan los contratos a futuros respecto del dólar**. Particularmente, en el tramo medio y largo se pueden obtener rendimientos en dólares libres de riesgo con un piso cercano a 6%.

Lo anterior tiende a sugerir que **para reforzar la política anti-inflacionaria, el BCRA estaría induciendo una mayor presión apreciadora sobre el dólar e incentivando el ingreso de capitales de corto plazo**. Así, las fuentes de fragilidad financiera parecen incrementar

⁴ En el acumulado de agosto, las operaciones del mercado secundario implicaron una contracción de liquidez de cerca de \$75.000 Millones.

los riesgos macro de la estrategia de tasas, poniendo en cuestionamiento la propia política de metas que dice priorizar la gestión de la autoridad monetaria.