

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

20° | Enero 2018

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La recuperación del consumo se sigue haciendo esperar. En 2017 nuestro IMC registró una leve suba de +0,8% anual, con una marcada dualidad en su interior. En efecto, se incrementó el gasto vinculado a los sectores de más altos ingresos, en tanto que el consumo masivo no muestra indicios de recuperación sostenida.

A su vez, en 2017 se sobre cumplió la meta fiscal de déficit primario alcanzando un desequilibrio de -3,9% del PIB. Por el lado de los ingresos, **la última etapa del blanqueo fue clave mientras que, por el lado del gasto, se destacó el ajuste en subsidios, transferencias a provincias y obra pública** (fundamentalmente en vivienda).

El balance de cambios sigue mostrando señales de debilidad en todos sus componentes. Por un lado, se profundiza el déficit de Cuenta Corriente, es anémico el ingreso por Inversión Extranjera Directa y pierden dinamismo los Préstamos Financieros. Por el contrario, es sostenido el ingreso por deuda pública, gana fuerza la inversión de Cartera, al tiempo que **se acelera fuertemente la salida por Formación de Activos Externos.**

Al cabo de dos años de gestión de Cambiemos, estimamos que el salario real todavía se ubica por debajo de 2015. Los cambios en la composición del empleo ralentizan la recuperación salarial y, si bien es un fenómeno relativamente incipiente, sus implicancias distributivas son de muy difícil reversión.

Luego de incumplir la meta de 2017 y reconfigurar al alza la meta de 2018, el BCRA ha indicado que, en su visión, el proceso de desinflación se consolidó en el segundo semestre. Según esta postura, el efecto de la política monetaria sobre la inflación núcleo estaría señalizado un menor aumento de precios a futuro. Sin embargo, **existe evidencia para suponer que en realidad este fenómeno se explica (al menos en parte) por la avalancha importadora y, por lo tanto, su sostenibilidad en el tiempo no es evidente.**

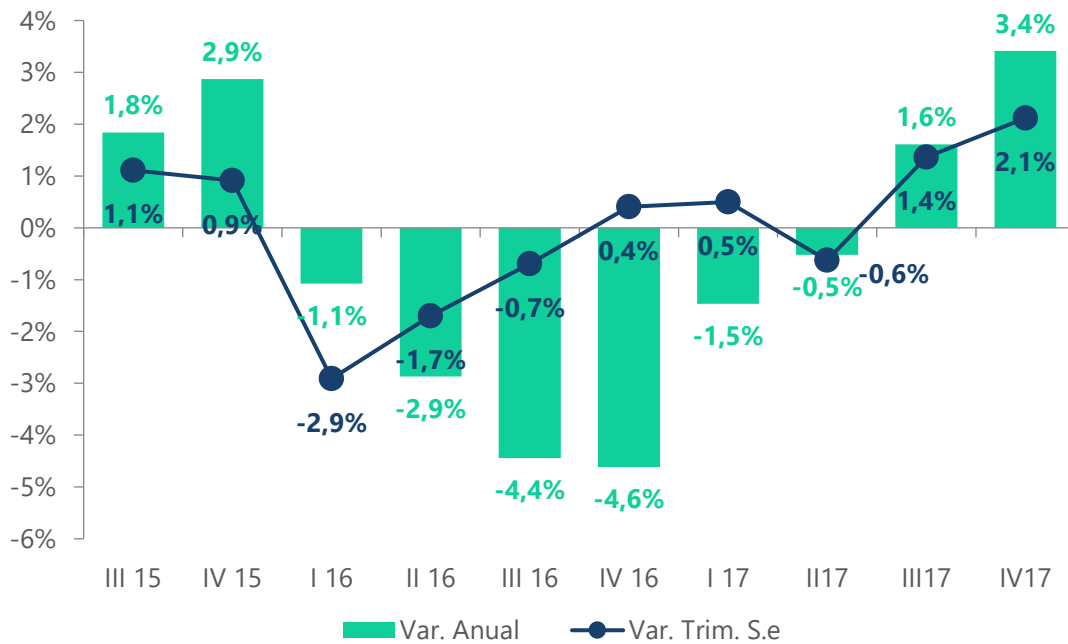
EL CONSUMO CRECIÓ 0,8% EN 2017

Luego de la devaluación del tipo de cambio, el consumo se derrumbó en 2016, impulsado por la caída de los salarios reales y una mayor tensión en el mercado de trabajo. La apuesta del gobierno de Cambiemos era que una marcada baja en la inflación en 2017, junto con un boom crediticio acompañaran una robusta recuperación del consumo. **Sin embargo, de acuerdo con el IMC, el año para el consumo cerró con un alza de apenas de 0,8% anual, ubicándose muy por debajo de los niveles de 2015.**

Al observar el comportamiento a lo largo del año, el consumo pareciera haber ganado impulso hacia el segundo semestre, alcanzando una suba de 1,6% y 3,4% anual en los últimos dos trimestres del año.

El Consumo se recupera lento y sigue sin alcanzar al 2015

Variación % interanual y trimestral sin estacionalidad



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – FGA

De esta forma, el consumo masivo tuvo una performance por debajo de otros componentes de la demanda, como la inversión. Este comportamiento dual se explica en primer lugar por **una inflación que no solo disminuyó menos de lo esperado, sino que fue mayor incluso que la observada en 2015.**

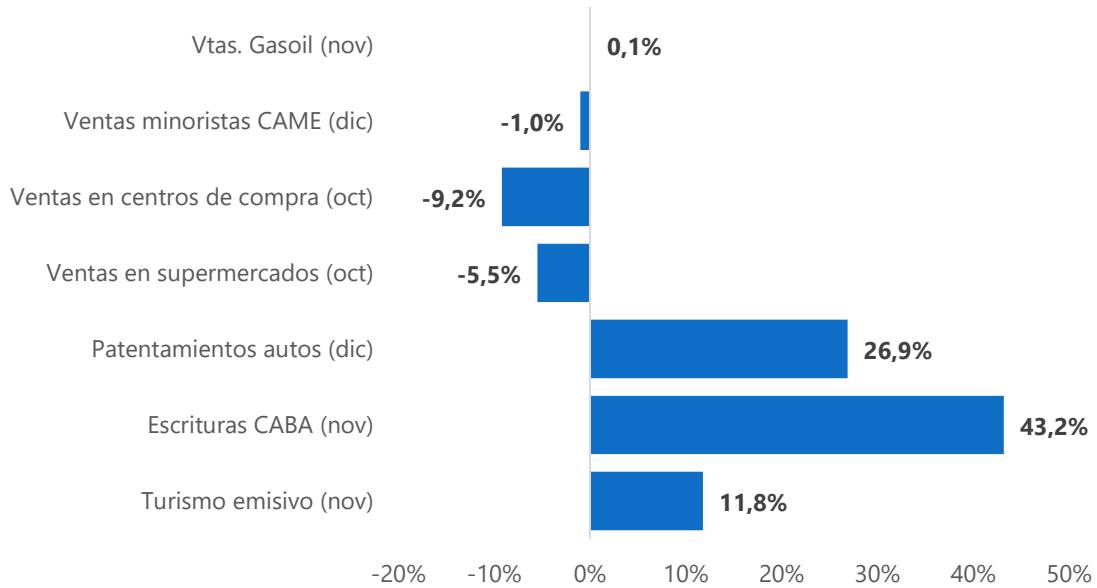
Tal como mencionamos [acá](#), existió una conjugación de factores que impidieron una menor suba de los precios, desde un error de diagnóstico por parte del Ministerio de Hacienda, hasta cuestiones vinculadas a la falta de herramientas de política. Por su parte, las alzas en las tarifas de servicios públicos, la liberación en los precios de los combustibles y las reiteradas autorizaciones de subas de bienes y servicios regulados agregaron presión al nivel de precios.

Adicionalmente a una inflación elevada y resiliente, **la reconfiguración del mercado de trabajo del modelo económico impulsado por Cambiemos ha privilegiado la creación de puestos de trabajo de baja remuneración**, en detrimento de aquellos de salarios más altos (en especial industriales).

La combinación de estos factores ha derivado en un consumo también a dos velocidades y débil en su conjunto. A modo de ejemplo, las ventas de automóviles (en especial importados), escrituras realizadas o viajes al exterior han registrado un comportamiento muy positivo, con subas superiores al 40% anual en algunos casos. Por su parte, las ventas en supermercados, centros de compra, minoristas y peajes (vinculados en parte al consumo de sectores populares) no tomaron nota de la recuperación de la actividad económica.

Evolución del consumo dispar y con efectos distributivos

Variación % interanual acumulada hasta fecha indicada



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - FGA. Nota: Turismo emisivo únicamente de Aeropuertos de Ezeiza y Aeroparque. Ventas en Supermercados y Centros de Compra deflactadas por IRP ITE-FGA

El repunte del consumo observado en la segunda mitad del año podría ponerse en riesgo debido a las recientes medidas de política tomadas por el Poder Ejecutivo.

Por un lado, la reforma previsional (que afecta además a las asignaciones familiares), la tributaria y los cambios propuestos en el ámbito laboral contienen cláusulas que perjudican el salario y los ingresos de los sectores populares. Por otro lado, la restructuración de las metas de inflación no hace más que reconocer que los objetivos originales no eran plausibles de cumplir.

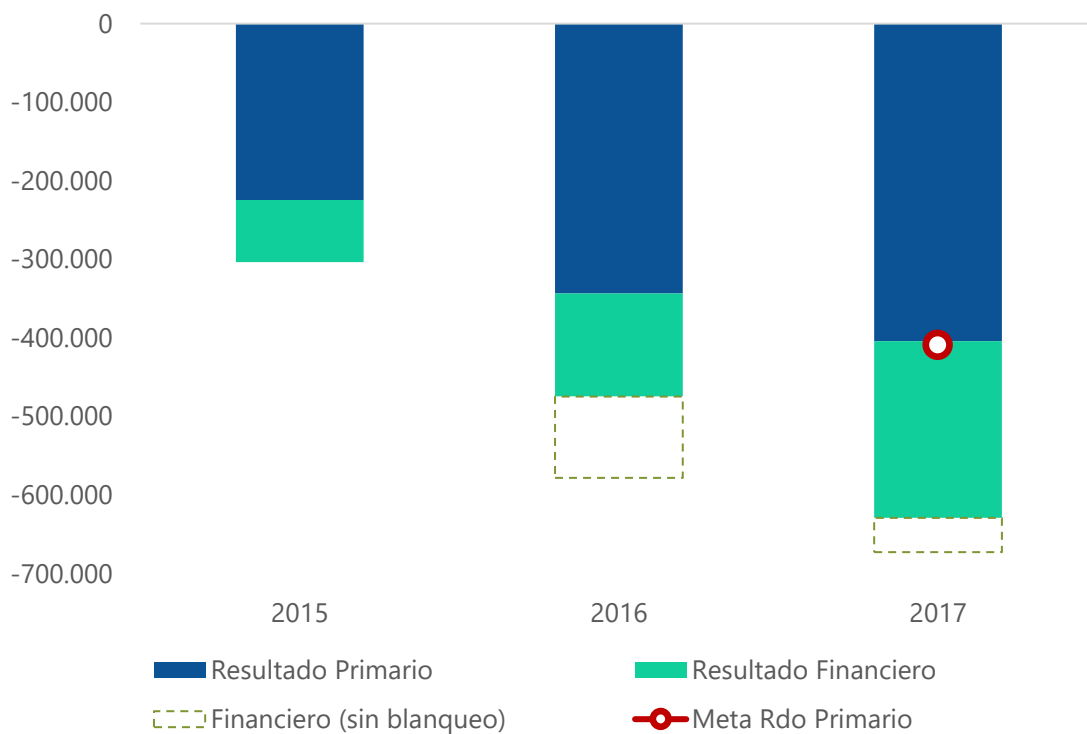
SOBRE METAS Y AJUSTE

El Ministerio de Hacienda anunció un sobre cumplimiento en la meta fiscal que se había fijado a inicios de año. Según la estimación presentada¹, el resultado primario del año pasado representó un déficit equivalente a -3,9% del PIB, cuando la meta era de -4,2%. En términos nominales, el déficit primario alcanzó los \$404 mil millones lo que implica un crecimiento anual de 17,6%².

La última etapa del blanqueo de capitales resultó fundamental para alcanzar el objetivo propuesto. En efecto, sin contabilizar los ingresos derivados de él, el resultado primario se habría ubicado en -4,3% del PIB, levemente por sobre la meta.

El ajuste del déficit primario no reduce de forma sensible la necesidad de financiamiento

En miles de millones de pesos



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – FGA en base a Ministerio de Hacienda

¹ Recién en marzo de 2018 se conocerá la primera estimación del PIB del año pasado.

² Al presentar las metas, el ministro Dujovne indicó un valor estimado para el déficit primario de \$409 mil millones, pero aclaró que la meta relevante era en términos del PIB.

Los Ingresos Netos del blanqueo se incrementaron un 1,7% real³ en 2017, en tanto que **el Gasto Primario cayó -3,3% real, con una fuerte contracción de los subsidios económicos (-38% real), las transferencias a provincias (-30% real) y el Gasto de Capital (-9,3% real)**. La parte más fuerte del ajuste en obras se observó en la partida de viviendas que cayó un -14% real.

En sentido contrario, las Prestaciones Sociales crecieron en términos reales un 8,5% (+12% jubilaciones, +4% AUH, -0,7% el resto de los programas).

Sin embargo, el ajuste fiscal no implicó una desaceleración en el déficit financiero, que por el contrario creció un +5,2% en término reales para finalizar el año en \$629 mil millones o -6,1% del PIB (-6,5% sin blanqueo). El fuerte crecimiento en la carga de intereses de la deuda (+36% real, siendo el gasto de mayor crecimiento en el año) explica este deterioro en el resultado.

Para 2018 la meta fijada es de -3,2% para el primario, que al no incluir ingresos del blanqueo implicaría una reducción del déficit equivalente a 1,1 p.p. del PIB. **Aún en un escenario de cumplimiento, el déficit financiero se ubicaría en el orden de los \$700 mil millones.**

LA INESTABILIDAD QUE SIGUE ESTABLE

El Mercado de Cambios sigue representando la principal fuente de inestabilidad para el esquema económico en curso. De acuerdo con los últimos datos disponibles, en 2017 ingresaron por la Cuenta Capital y Financiera Cambiaria unos USD 28.000 millones que contribuyeron a financiar un creciente déficit de USD 17.000 millones en la Cuenta Corriente Cambiaria y al mismo tiempo, facilitar la acumulación de USD 14.600 millones de reservas internacionales por motivos transaccionales⁴. Debe tenerse en cuenta que esta variación de reservas incluye también USD 3.600

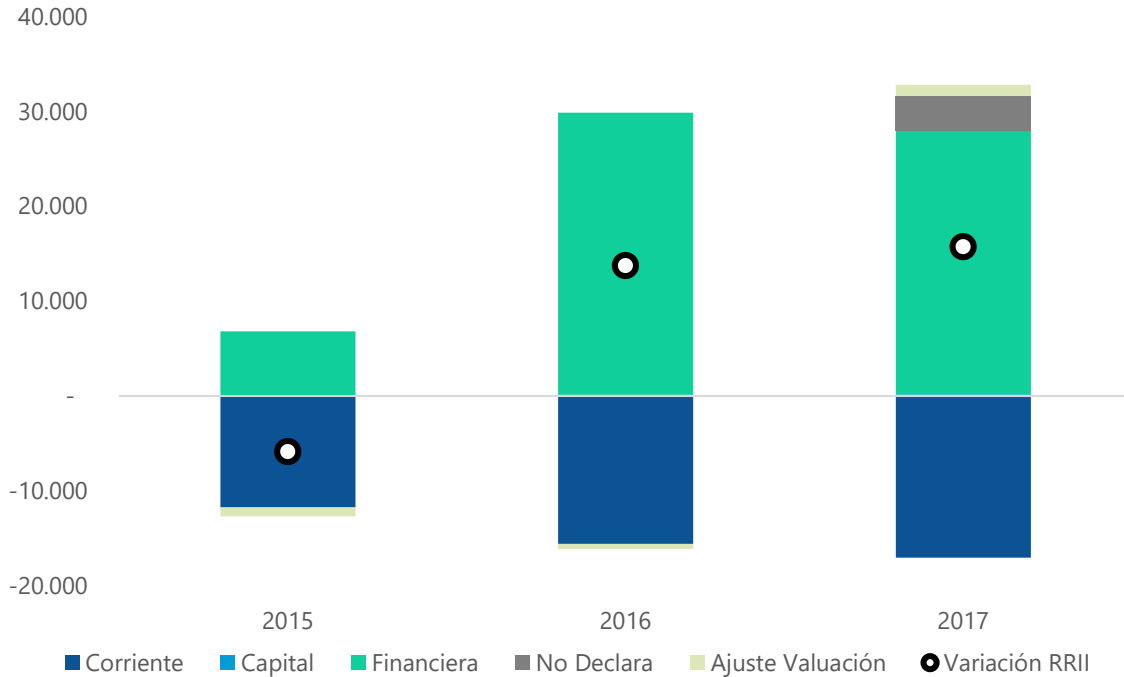
³ Con una inflación promedio de 25,9% para todo 2017.

⁴ La variación contable de las Reservas en ese período fue aproximadamente USD 1.200 millones superior por efectos positivos en la valuación del stock.

millones en ingresos netos cuyo origen no fue declarado por los ingresantes⁵.

La fragilidad del sector externo: deuda y reservas

En millones de USD – acumulado 12 meses



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – FGA en base a BCRA.

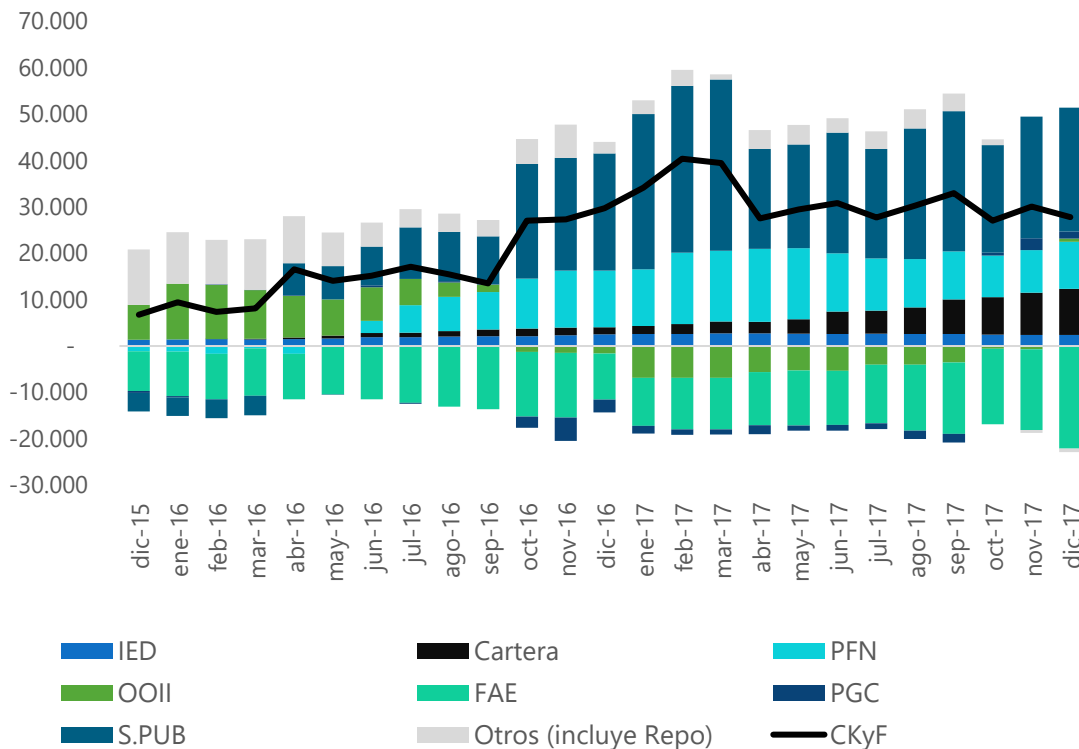
En informes anteriores hemos advertido que la mayor parte de los ingresos de capitales que sustentan la dinámica observada en el mercado de cambios provienen de las colocaciones de deuda pública que realiza principalmente el Estado Nacional y en menor medida las provincias. Esta situación se confirmó durante 2017 ya que **ingresaron USD 26.700 millones en concepto de deuda pública, equivalentes a un 96% de todo el resultado observado en la Cuenta Capital y Financiera Cambiaria⁶.**

⁵ Al relajar las normativas cambiarias, el BCRA eliminó el requisito de informar el destino de los fondos que se ingresan, dejando esto a decisión del ingresante. De este modo, en 2017 hay ingresos equivalentes a un 25% de la variación de reservas cuyo origen no se conoce.

⁶ En el acumulado 2016-2017, los ingresos totales alcanzaron los USD 52.000 millones.

Es creciente el ingreso de capitales en la forma de Inversión de Cartera

En millones de USD – acumulado 12 meses



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – FGA en base a BCRA.

Cabe observar por otro lado que a lo largo de 2017, el ingreso de capitales en la forma de Préstamos Financieros Netos (PFN) ha ido perdiendo dinamismo ya que en abril el acumulado 12 meses tocó un máximo de USD 15.800 millones para caer hasta USD 10.200 millones en diciembre.

Esta caída se vio compensada por un creciente ingreso de capitales en la forma de inversiones de cartera que en igual período pasaron de USD 2.500 millones a USD 10.000 millones, lo que implicaría una potencial fuente de inestabilidad financiera ya que este tipo de capitales son los que mayor volatilidad tienden a presentar.

La Inversión Extranjera Directa (IED) no muestra un dinamismo considerable, dado que los ingresos netos se ubicaron por debajo de los USD 2.500 millones, mientras que la Formación de Activos Externos Netos (FAE) del Sector Privado No Financiero se mantiene creciente y superó en noviembre los USD 22.200 millones. **De persistir esta tendencia, durante los primeros meses de 2018, la FAE podría superar el máximo histórico**

de USD 26.500 millones observado a principios de 2009 (luego del estallido de la crisis *subprime* en EEUU).

De este modo, la dinámica del balance cambiario sigue presentando varias luces de alarma respecto de la sostenibilidad del esquema. Ante un déficit creciente de la cuenta corriente y la anemia observada en la IED, resultan clave la deuda pública y, más recientemente, el ingreso de capitales especulativos para lograr la consistencia del equilibrio externo.

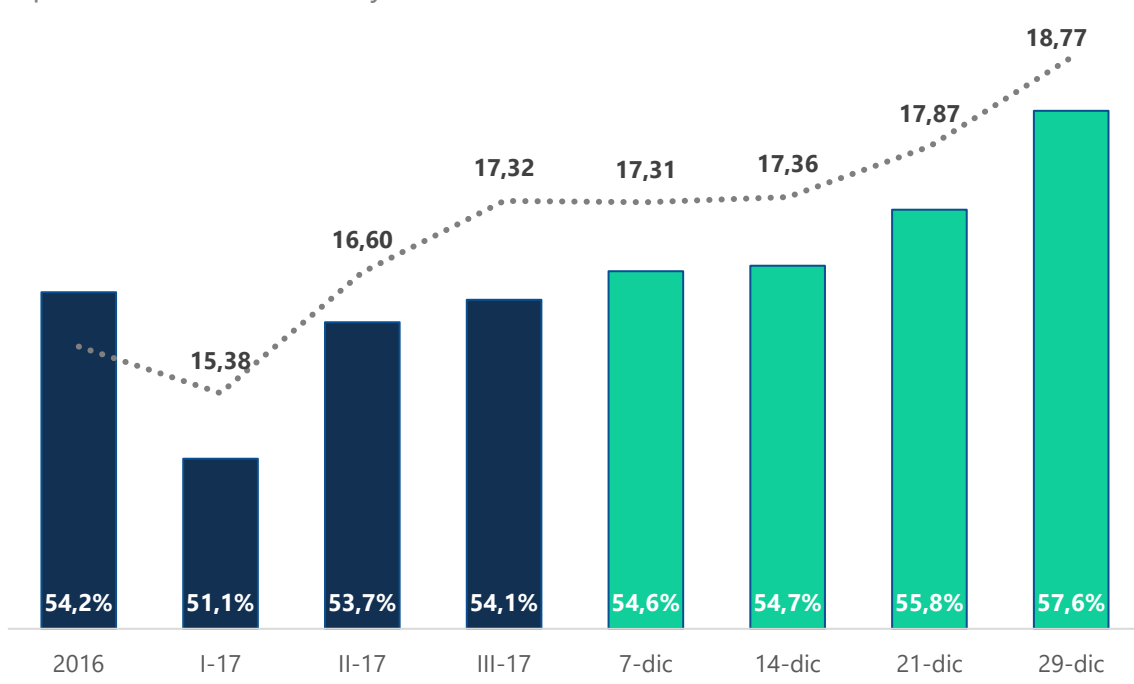
La volatilidad de estos flujos financieros, sumado al esquema de liberalización total del mercado cambiario, no hacen más que incrementar el riesgo y la probabilidad de eventos del tipo *sudden stop*. Más aún, al analizar la sensibilidad a los movimientos del tipo de cambio que tienen variables clave para los mercados como el ratio de la deuda o la inflación (ver más adelante), esto podría manifestarse aun frente a episodios de pequeña magnitud.

Como ejemplo, alcanza con ver el comportamiento del ratio de la deuda ante la depreciación del tipo de cambio que tuvo lugar en los últimos días de 2017. En efecto, **la depreciación del 8,1% entre el 14 y el 29 de diciembre (último día hábil), provocó un salto en el ratio de la deuda de 3 p.p., que así terminó ubicándose por encima de 2016⁷.**

⁷ El cálculo toma el stock de la deuda pública para fines de 2017, estimado por nuestro Observatorio de la Deuda, y nuestra proyección del PBI a precios corrientes. A partir de eso, se muestra el ratio que tendría lugar con cada movimiento del tipo de cambio efectivo (de referencia mayorista publicado por el BCRA), que es lo mismo que hace la Secretaría de Finanzas (ya que para el cálculo utiliza el tipo de cambio del último día hábil). Las variaciones en el tipo de cambio impactan tanto en el PBI como en la parte del stock de la deuda que se encuentra denominado en pesos.

En 2017 el ratio de la deuda terminó ubicándose por encima de 2016 por la depreciación de fin de año

Tipo de Cambio Nominal y Deuda como % del PIB



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – FGA.

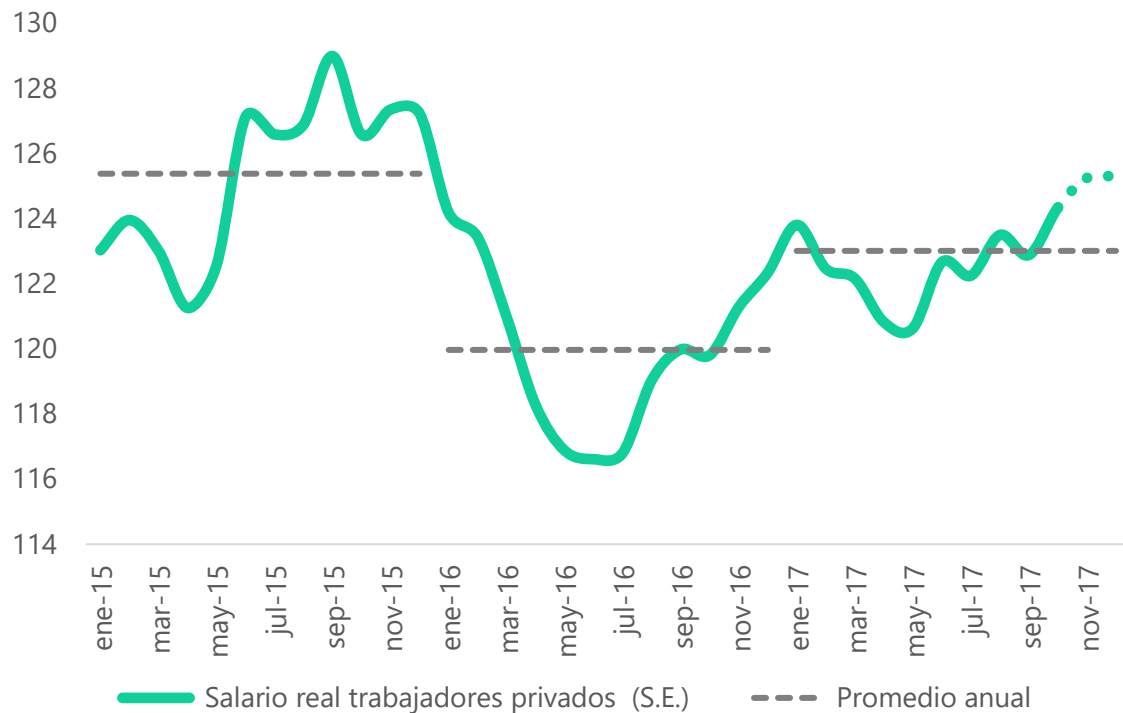
UNA RECUPERACIÓN QUE NO RECUPERA

Los primeros dos años de gobierno de Cambiemos cerraron con un nivel salarial que todavía se encuentra por debajo de 2015. Luego de la importante caída que los salarios tuvieron en 2016 (particularmente en el primer semestre), en 2017 se evidenció una recuperación que estimamos en el orden del 2,5%.

En promedio el salario real de los trabajadores privados registrados (sin estacionalidad) se ubicará en 2017 un -1,9% por debajo del promedio anual de 2015. Si se compara el mes de diciembre 2017 contra el máximo de 2015 (mes de septiembre) la caída es de -2,9%.

El salario real se recupera en 2017 pero no alcanza los niveles de 2015

Base 100=enero 2009



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – FGA, en base a Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

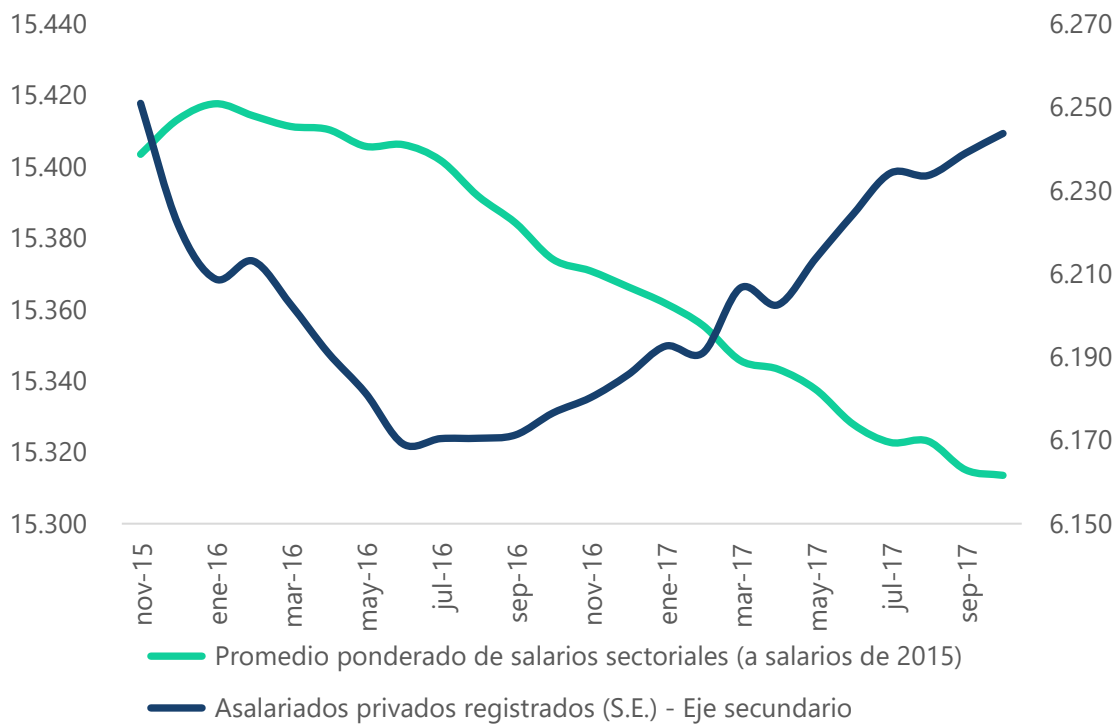
A diferencia de lo que sucedió en 2014/2015 cuando la recuperación del salario real fue mucho más acelerada, en el periodo 2016/2017 éste mostró un menor dinamismo. **De no mediar grandes cambios en la configuración macroeconómica, el nivel salarial de 2015 recién se alcanzará en 2018**, lo que da cuenta de cuánto más complejas (para los trabajadores) se han tornado las relaciones laborales y la negociación colectiva durante la gestión de Cambiemos.

Como mencionamos, una de las causas que demora la recomposición del salario en los últimos años tiene que ver con un rebalanceo de las relaciones de fuerza en la puja distributiva. Pero un factor adicional que dificulta la recuperación salarial, y que [hemos destacado en otras oportunidades](#), es la reconfiguración del mercado de trabajo que está teniendo lugar desde el inicio de la gestión de Cambiemos, caracterizado por una destrucción de puestos de trabajo en sectores de salarios altos y su reemplazo por empleos de menores niveles salariales.

A partir de los niveles salariales vigentes a noviembre de 2015, y analizando las variaciones sectoriales del empleo, es posible obtener una aproximación del impacto que han tenido los cambios en la composición del mercado de trabajo sobre el salario promedio⁸. **Nuestra estimación da cuenta de que los cambios en la composición del empleo explican poco más de medio punto de caída del salario real (-0,6%).**

Cambios de composición en el mercado de trabajo llevan a una caída en el salario promedio

En pesos y miles de trabajadores



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – FGA, en base a Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

Esto obedece, sobre todo, a pérdidas de empleos de salarios elevados en el sector productor de bienes (excluyendo Construcción y Agro), particularmente en la Industria Manufacturera, y por la creación de puestos

⁸ El análisis se realiza a nivel de letra del CIU, porque es la mayor desagregación con la que se presenta la serie de empleo que publica el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. Para un análisis más profundo es posible replicar este ejercicio con los datos del Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial (del mismo Ministerio), pero su publicación es trimestral, suele estar más atrasada y no se publican los datos mensuales sino el promedio del trimestre por lo que se suavizan las variaciones. Por ello se optó por brindar una aproximación a este fenómeno a partir de la metodología reseñada. De todas maneras, se realizó un ejercicio de comparación con datos abiertos a 4 dígitos entre el IV trimestre de 2015 y II trimestre de 2017 (último disponible) y se obtuvieron resultados compatibles con las conclusiones aquí expuestas.

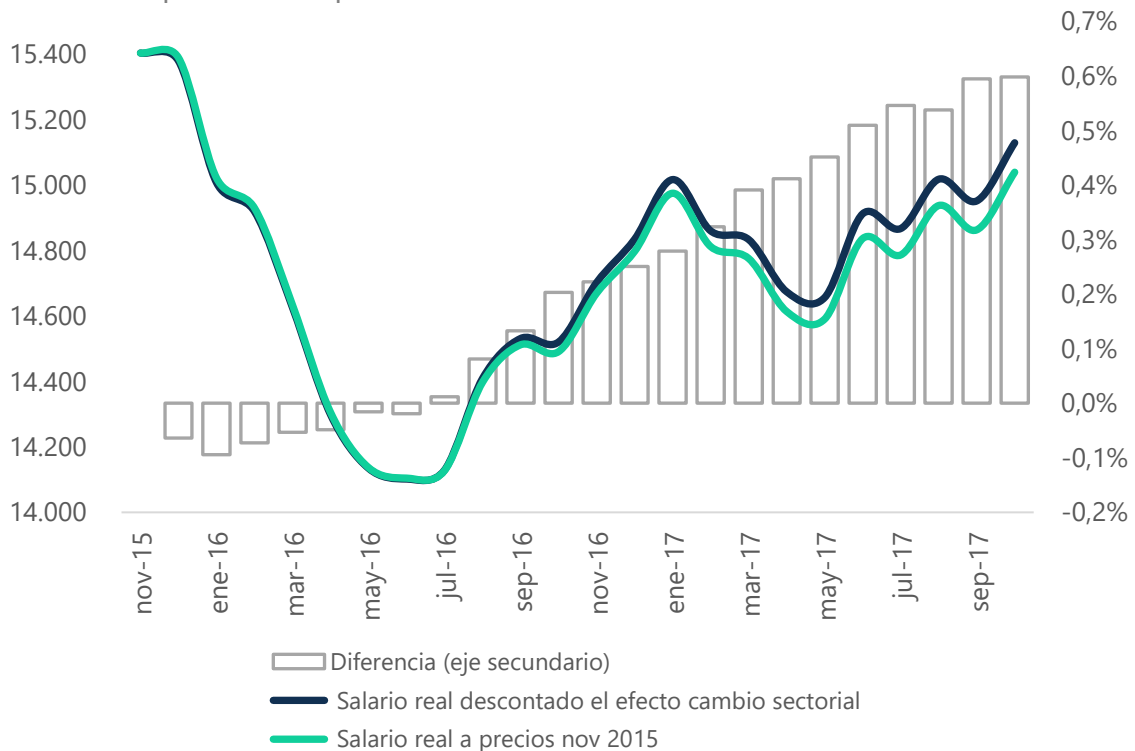
en sector de menores salarios relativos como ser Construcción, Comercio y Hoteles y Restaurantes.

Vale destacar que este fenómeno se dio con mayor intensidad a partir de junio de 2016, cuando empezó la recuperación, y no tanto durante el primer semestre de ese año cuando tuvo lugar la gran contracción del empleo privado registrado. Es decir, de manera esquemática se puede afirmar que es un fenómeno que no tiene que ver con las “fallas” sino con el “funcionamiento” del modelo propuesto por Cambiemos.

Así, los cambios en la composición del empleo ralentizan la recuperación salarial, y si bien es un fenómeno relativamente incipiente, tiene rasgos estructurales que tenderán a profundizarse en el tiempo, con implicancias distributivas de muy difícil reversión.

La brecha entre el salario real y el que hubiera sido si no hubiera habido cambio sectorial tiene a incrementarse

Salario real promedio a precios de Nov 2015



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – FGA, en base a Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

EL ROL DEL SECTOR EXTERNO EN LA DINÁMICA INFLACIONARIA

Como era esperado, el 2017 finalizó con una inflación de 24,8% anual en diciembre para el IPC Nacional, superando así en 6,7 p.p. la meta superior que el BCRA había fijado para ese período. Ante este escenario, el Gobierno Nacional decidió incrementar la meta de diciembre 2018, que pasó de 10% (+/- 2 p.p.) a 15% anual.

Aun en este contexto, y con un registro mensual de inflación de 3,1% en diciembre, en su [último comunicado de política monetaria](#) el BCRA indicó que en su visión, durante el segundo semestre el proceso de desinflación se habría “encarrilado”. En gran medida, para sostener esta visión la autoridad monetaria puso particular atención a la dinámica de la inflación “núcleo”, es decir, aquella que excluye productos regulados y estacionales.

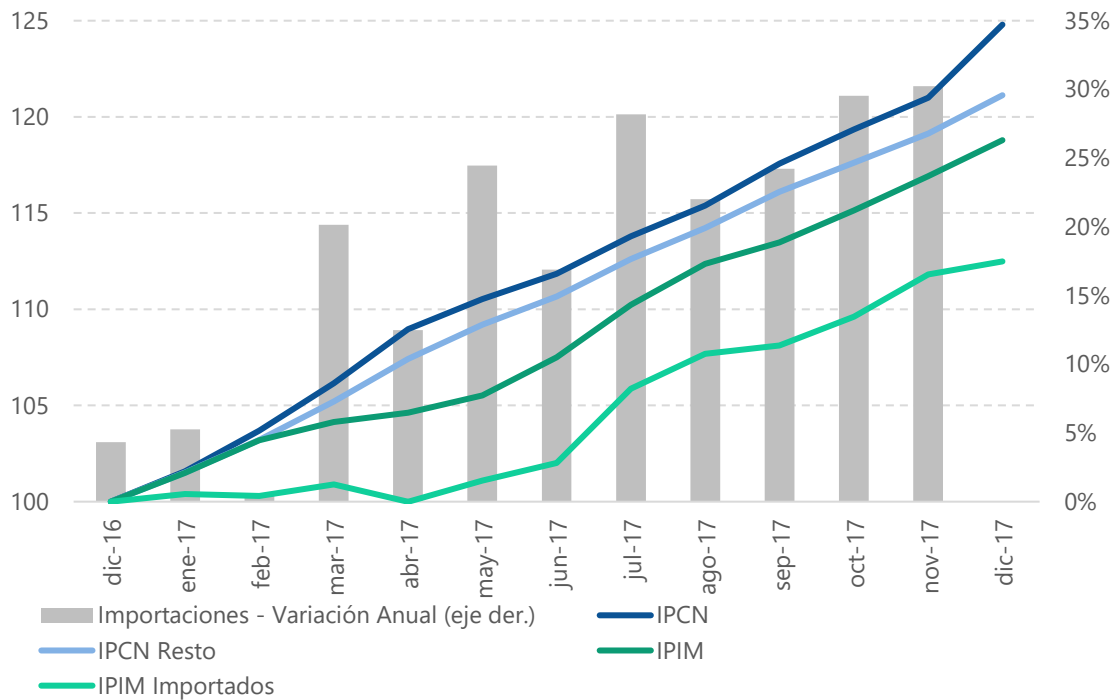
En este sentido, puede decirse que la inflación promedio mensual según el nivel general pasó de 1,9% en el primer semestre a 1,8% en el segundo, mientras que para la inflación núcleo esta variación pasó de 1,7% a 1,5% (en términos anualizado, el nivel general registró una caída de 0,5 p.p. entre semestres, mientras que para la núcleo la caída fue de 2,2 p.p.).

Según las autoridades del BCRA, la idea que subyace detrás de focalizar la atención en el indicador núcleo es que reflejaría de modo más preciso la incidencia del esquema de Metas de Inflación sobre los precios de la economía, al tiempo que constituye un buen indicador respecto de la tendencia futura en los precios.

Aun cuando estas posturas son discutibles, y no han sido demostradas de forma contundente por el BCRA, resulta importante destacar que **la dinámica de la inflación núcleo podría estar explicada por la incidencia creciente de los precios importados en la economía doméstica, en un contexto de apertura importadora.** En efecto, tal como muestran los precios mayoristas, el componente importado creció el año pasado sólo 12,5% frente a una variación de 19,3% en los precios de productos nacionales.

El rol del sector externo en la “desinflación”

Base Dic-16 = 100 (eje izquierdo) y Variación % Anual (eje derecho)



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía – FGA, en base a INDEC

Una menor inflación de los bienes importados en un contexto de apertura pone un techo a la inflación doméstica directo por la aparición de mayor oferta externa, al tiempo que también limita los aumentos en los precios que compiten con productos externos (los llamados bienes “transables”), a riesgo de dejarlos fuera del mercado local.

El riesgo implícito en esta estrategia es que, como se desarrolló más arriba, la sostenibilidad del sector externo no puede darse por descontada. De ser cierta esta hipótesis, **un episodio de estrés agudo en el tipo de cambio podría revertir al alza rápidamente la inflación núcleo poniendo en cuestionamiento todo el esquema de Metas.**