

Informe de coyuntura N° 24

CIFRA. Centro de Investigación de Formación de la República Argentina
Equipo de investigación: Mariano Barrera, Ana Laura Fernández,
Mariana González y Pablo Manzanelli

Julio 2017

La tregua de la recesión y los problemas en el sector externo

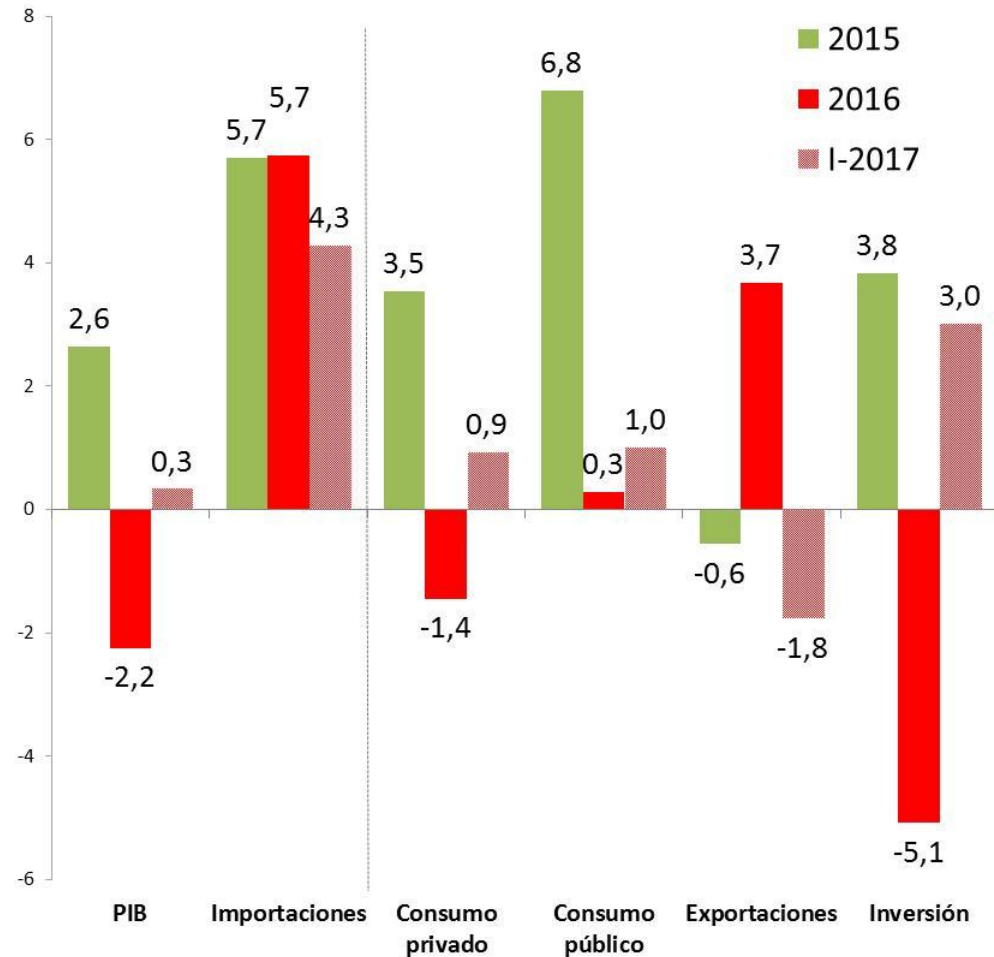
- ✓ En el marco de la aún crítica situación económica es probable que el ritmo de crecimiento y la inflación experimenten fluctuaciones de corto plazo. Los primeros meses de 2017 muestran un leve crecimiento económico y la desaceleración de la inflación. El sector primario, los servicios, el sector financiero y la construcción, impulsada por la obra pública, explicaron el cambio de tendencia, en tanto que la industria disminuyó el vértigo de la caída y en mayo anotó el primer crecimiento interanual después de 15 meses negativos.
- ✓ Más allá de esta “foto”, la “película” refleja la escasa sustentabilidad del cambio de tendencia. En primer lugar, el cierre de un conjunto amplio de acuerdos paritarios por debajo del nivel de inflación esperada indican que el consumo no será la variable decisiva para sustentar el crecimiento, máxime si se tiene en cuenta la elevación del desempleo por encima del 9% en el total del país, y del 10% en varios de los aglomerados más grandes. En segundo lugar, son escasas las oportunidades de inversión productiva en el marco del sostenimiento de altas tasas de interés, la apreciación cambiaria y la compleja situación internacional en la que resalta la crisis de Brasil. Bajo estas circunstancias, los problemas en el sector externo se acentuaron en el marco del nuevo ciclo de endeudamiento, la valorización financiera y la fuga de capitales.
- ✓ Al respecto, vale decir que las colocaciones de la deuda externa del gobierno nacional durante el primer semestre de 2017 (USD 33.948 millones) fueron similares al endeudamiento de todo el año 2016. Con el agravante de que la aceleración de las emisiones de corto plazo generó una carga de vencimientos de tal magnitud que, sumados a los preexistentes al gobierno actual (USD 14.255), alcanzaron a USD 29.429 millones en el primer semestre del año. Es decir, las elevadas colocaciones de deuda externa en lo que va del año alcanzaron, principalmente, a refinanciar los vencimientos, lo cual es una expresión de la peligrosa “bola de nieve” que se está generando.
- ✓ El escenario empeora al tener en cuenta que: 1) aún resta financiar casi USD 16.095 millones de vencimientos en moneda extranjera en el segundo semestre, 2) la fuga de capitales al exterior superó con creces los USD 6.000 millones en los primeros 5 meses del año, acelerándose recientemente, y 3) se registraron en los primeros 5 meses del año considerables déficit gemelos: un saldo comercial negativo de casi USD 2.000 millones y un déficit fiscal financiero de casi \$ 165.000 millones, en el marco de la duplicación del pago de intereses de la deuda pública.
- ✓ En ese marco, cayeron las reservas internacionales y se eleva el tipo de cambio, lo cual restringe las posibilidades de reducir las altas tasas de interés de las Lebac. Se expresa así el escaso margen de maniobra que tiene el actual planteo económico para evitar que los inversores privados dolaricen sus carteras y presionen aún más sobre el tipo de cambio. Al mismo tiempo, las altas tasas de interés alimentan la especulación financiera y la consiguiente fuga de capitales al exterior. Se trata de una encrucijada inherente al proceso de acumulación en marcha.

1. Reactivación leve y con escasa sustentabilidad

Leve crecimiento en el primer trimestre del año

- ✓ En el primer trimestre de 2017 el PIB tuvo un leve crecimiento interanual de 0,3%, es decir, prácticamente un estancamiento del nivel de actividad. En términos desestacionalizados, se trató de un aumento de 1,1% respecto del último trimestre de 2016.
- ✓ Este leve crecimiento se explica por un comportamiento positivo, aunque acotado, de la inversión, del consumo público y, en menor medida, del consumo privado, que durante 2016 habían registrado caídas o –en el caso del consumo público– un aumento muy limitado.
- ✓ La evolución del consumo privado y público, de todos modos, contrasta con el fuerte aumento que habían tenido estos componentes en 2015, cuando el PIB creció 2,6% empujado fundamentalmente por el consumo interno.
- ✓ En el 1° trimestre de este año se destaca también la caída de las exportaciones al tiempo que se produjo un aumento significativo de las importaciones, de modo que tendió a empeorar el resultado de la balanza comercial.
- ✓ En cuanto al aumento de la inversión, más del 70% de dicho crecimiento se explica por el crecimiento de Equipo de Transporte, dentro del cual casi se duplicó el equipo importado mientras cayó 10% el de fabricación nacional.

Variación interanual de la oferta y demanda global a precios de 2004, 2015 a I trimestre 2017 (en %)

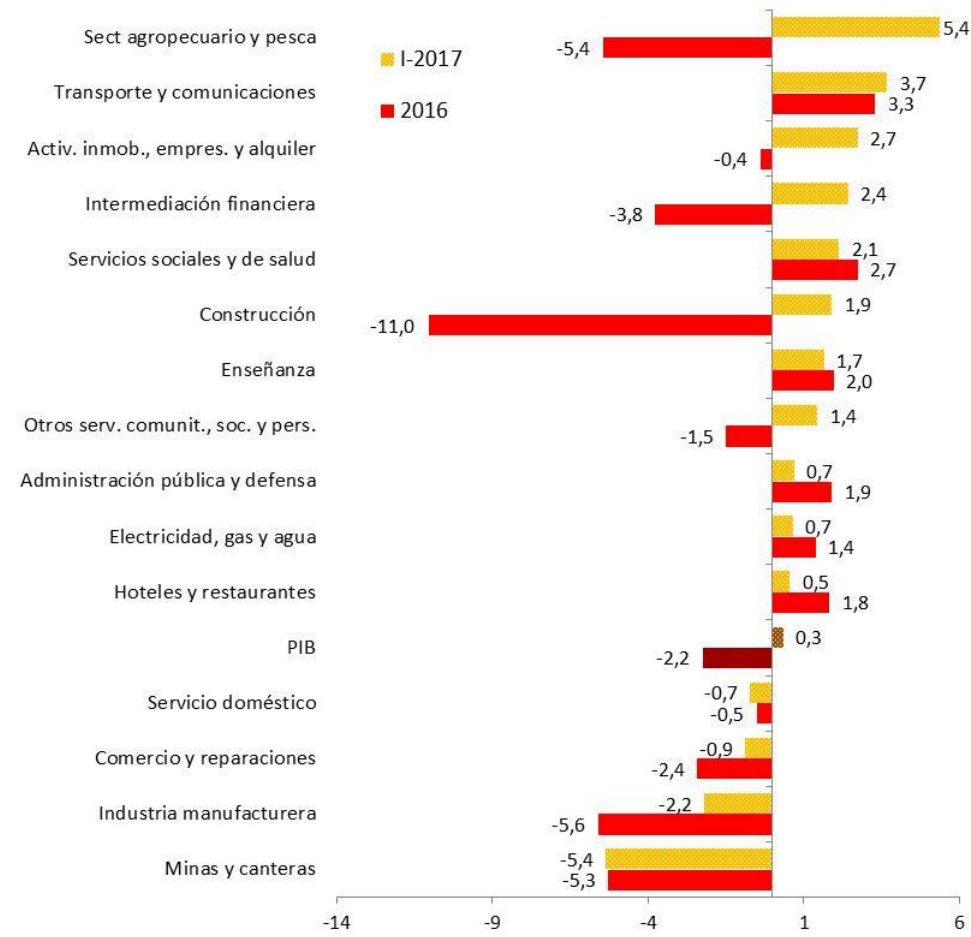


Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Heterogéneo comportamiento sectorial

- ✓ Desde el punto de vista sectorial los resultados del primer trimestre del PIB permiten ahondar en el análisis del nivel de actividad. Así, más allá del leve crecimiento, importantes sectores de actividad mantuvieron situaciones de retracción, al igual que en 2016.
- ✓ Se trata del sector de minas y canteras, que experimentó una caída de 5,4%, de la industria manufacturera, que disminuyó 2,2%, y de comercio y reparaciones y servicio doméstico, con reducciones cercanas al 1%.
- ✓ Otros sectores, en cambio, revirtieron el comportamiento negativo que habían tenido en 2016. El más paradigmático es Construcción, empujado, en uno y otro caso, por la dinámica, primero contractiva y luego expansiva de la obra pública, la cual cayó 11,0% en 2016 y creció 1,9% en términos interanuales en el primer trimestre de 2017.
- ✓ También cambiaron de signo los sectores agropecuario e intermediación financiera, reflejando su situación privilegiada en el actual esquema de acumulación. Transporte y comunicaciones es un sector con alto desempeño tanto durante el año 2016 como en el primer trimestre de este año.

Variación interanual del valor agregado según sectores de actividad, 2016 y I trimestre 2017 (en %)

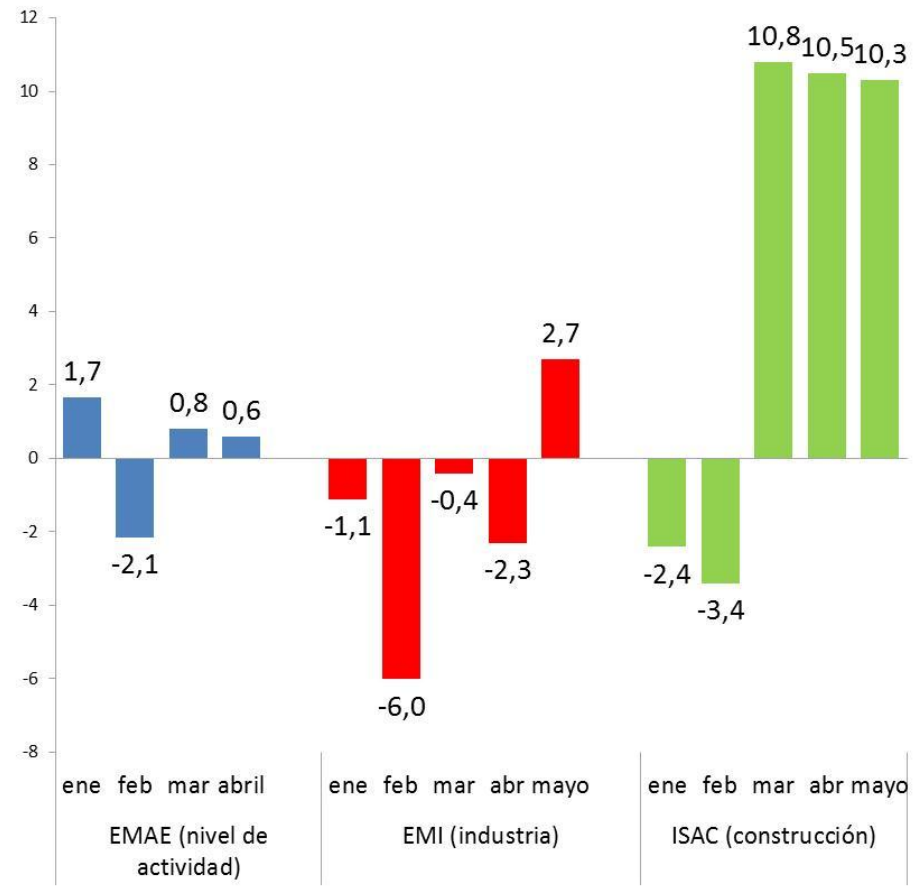


Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Tendencias recientes en industria y construcción

- ✓ El dato más reciente sobre la evolución del nivel de actividad confirma una leve tendencia positiva. En efecto, el EMAE arrojó en abril un crecimiento interanual de 0,6%. En términos desestacionalizados, el crecimiento mensual fue nulo en ese mes.
- ✓ En mayo se advierte, a su vez, el sostenimiento de altas tasas de incremento interanual de la construcción (en torno al 10%) y la reactivación fabril después de 15 meses consecutivos de contracción (variación del 2,7% respecto a mayo de 2016).
- ✓ El buen desempeño de la construcción se relaciona directamente con la expansión de la obra pública, que tomó impulso en 2017.
- ✓ La mejora relativa en la industria se vincula, por un lado, con el crecimiento de la construcción. La producción de minerales no metálicos (cemento y otros materiales de construcción) e industrias metálicas básicas (acero) creció 2,7% y 2,6% interanual, respectivamente. Por otro lado, la industria automotriz exhibió en mayo un importante incremento interanual (17,4%) tras meses muy negativos, empujando también a sectores vinculados con el autopartismo, como la metalmecánica y productos de caucho y plástico.

Variación interanual del EMAE, el EMI y el ISAC, Enero-Mayo 2017 (en %)



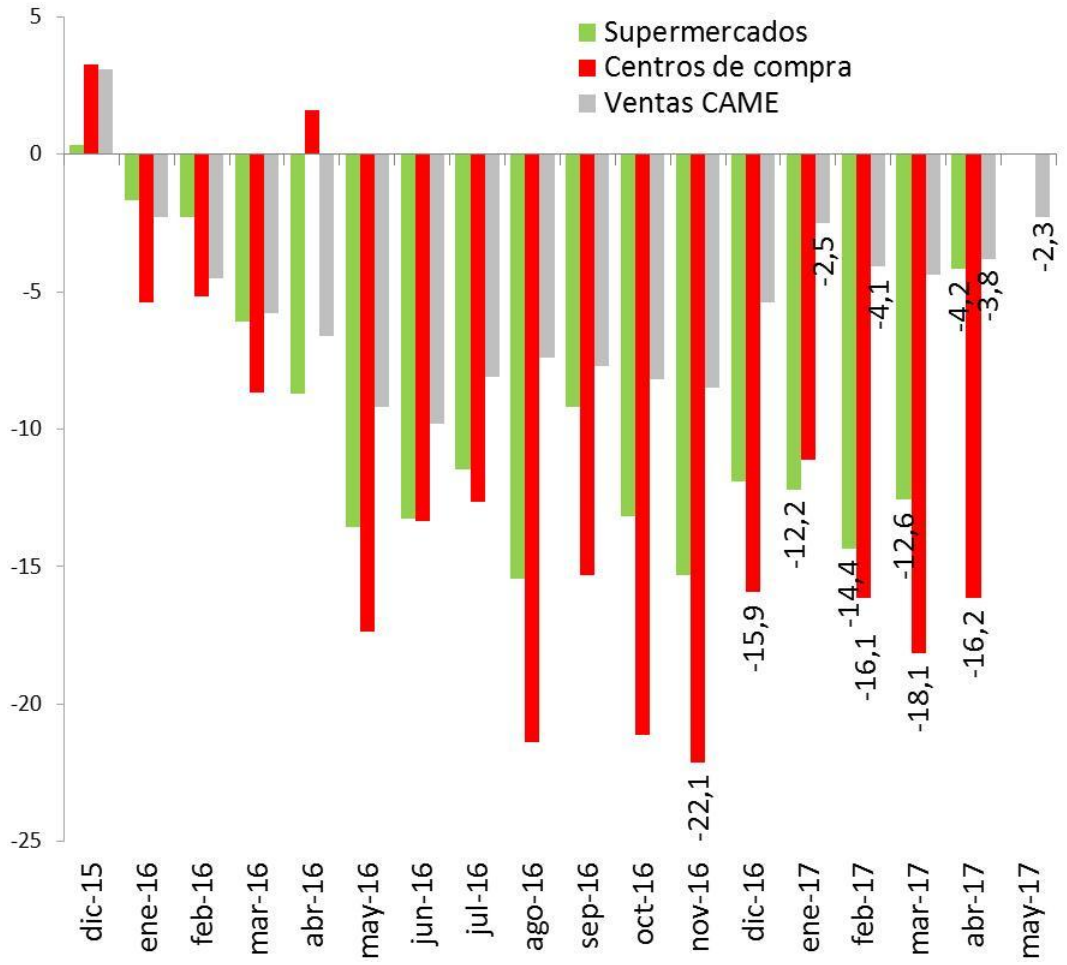
Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

- ✓ En el mismo período, la gran mayoría de los sectores industriales continúa sufriendo importantes retracciones.

Continúa la caída de las ventas minoristas

- ✓ En los primeros 5 meses de 2017 se advierte la dificultad que enfrenta la economía para revertir la tendencia recesiva del consumo minorista, lo cual es consistente con la evolución de salarios reales que no recuperaron poder adquisitivo en la primer parte del año.
- ✓ Entre febrero y marzo de 2017 las ventas de los supermercados registraron caídas en el entorno del 12 y 14% interanual en términos reales. Si bien en mayo se asistió a una desaceleración de tales contracciones, la reducción alcanzó a 4,2% interanual, respecto de un mes que ya había exhibido un nivel muy bajo en 2016.
- ✓ Por su parte, las ventas reales en los centros de compra mantuvieron tasas de contracción significativas en los primeros 4 meses del año, fluctuando en torno al 14-18% interanual.
- ✓ Las ventas minoristas relevadas por CAME mostraron una profundización en la caída de las cantidades vendidas en marzo y abril y una leve desaceleración en mayo.

Variación interanual de las ventas en supermercados y centros de compra en precios constantes y de las ventas minoristas de CAME, diciembre 2015-mayo 2017 (en %)

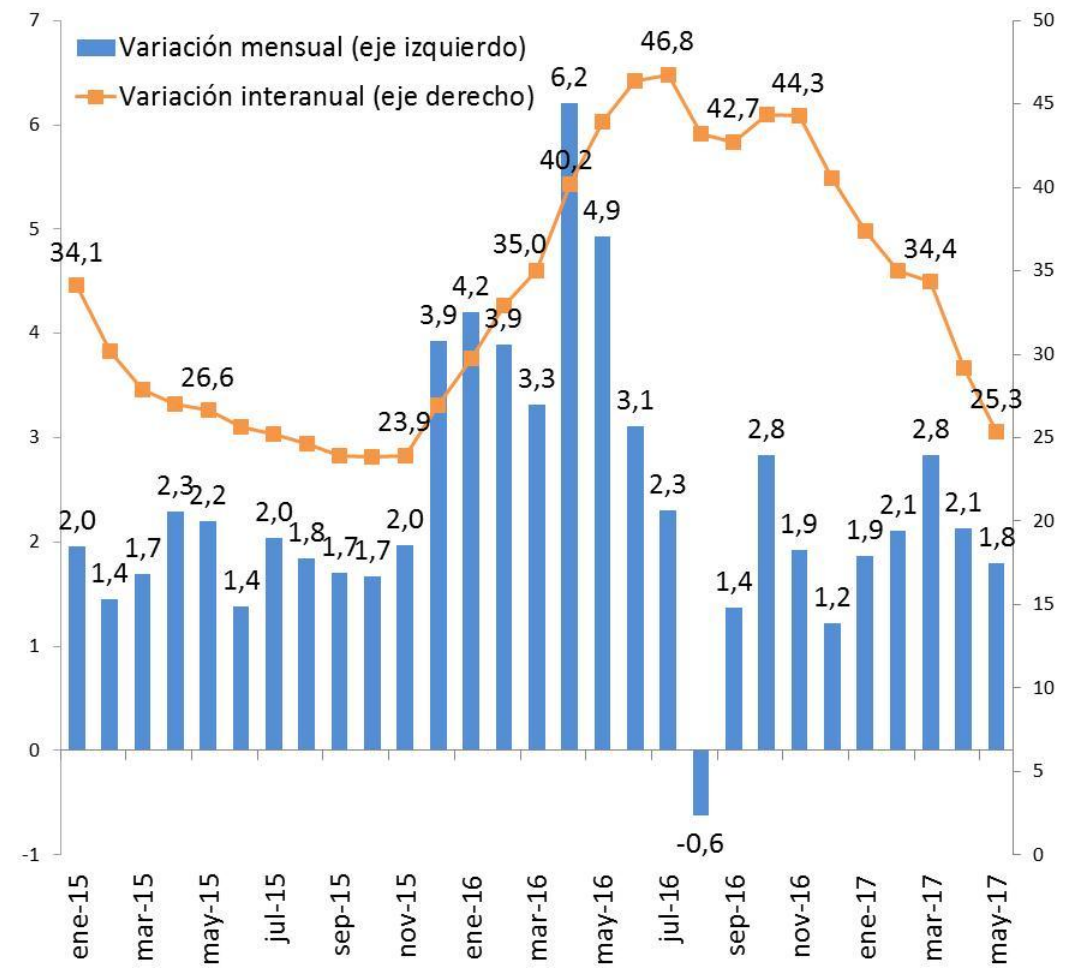


Fuente: elaboración propia en base a INDEC y CAME.

Piso de inflación para 2017

- ✓ Una de las cuestiones que incide en la escasa sustentabilidad de la reactivación guarda relación con los resultados de las negociaciones salariales, en las cuales es más la excepción que la norma el cierre de las mismas por encima del nivel de precios.
- ✓ De 33 de las principales paritarias cerradas en lo que va del año sólo 4 gremios alcanzaron niveles que probablemente superarán la inflación promedio anual (docentes de algunas provincias y Aceiteros), mientras que el resto cerró por debajo del 25% (ver detalle en el Anexo).
- ✓ Si bien el ritmo inflacionario se ha desacelerado después del salto que experimentó en 2016, lo cierto es que con la inflación acumulada a mayo es improbable que la inflación promedio anual de 2017 sea inferior al 26%.
- ✓ Esta última afirmación no considera efecto alguno de movimientos bruscos en el tipo de cambio como los que están teniendo lugar en los inicios de julio, por lo que se trata de una inflación “de mínima”.

Variación mensual e interanual del IPC 9 Provincias, enero 2015-mayo 2017 (en %)

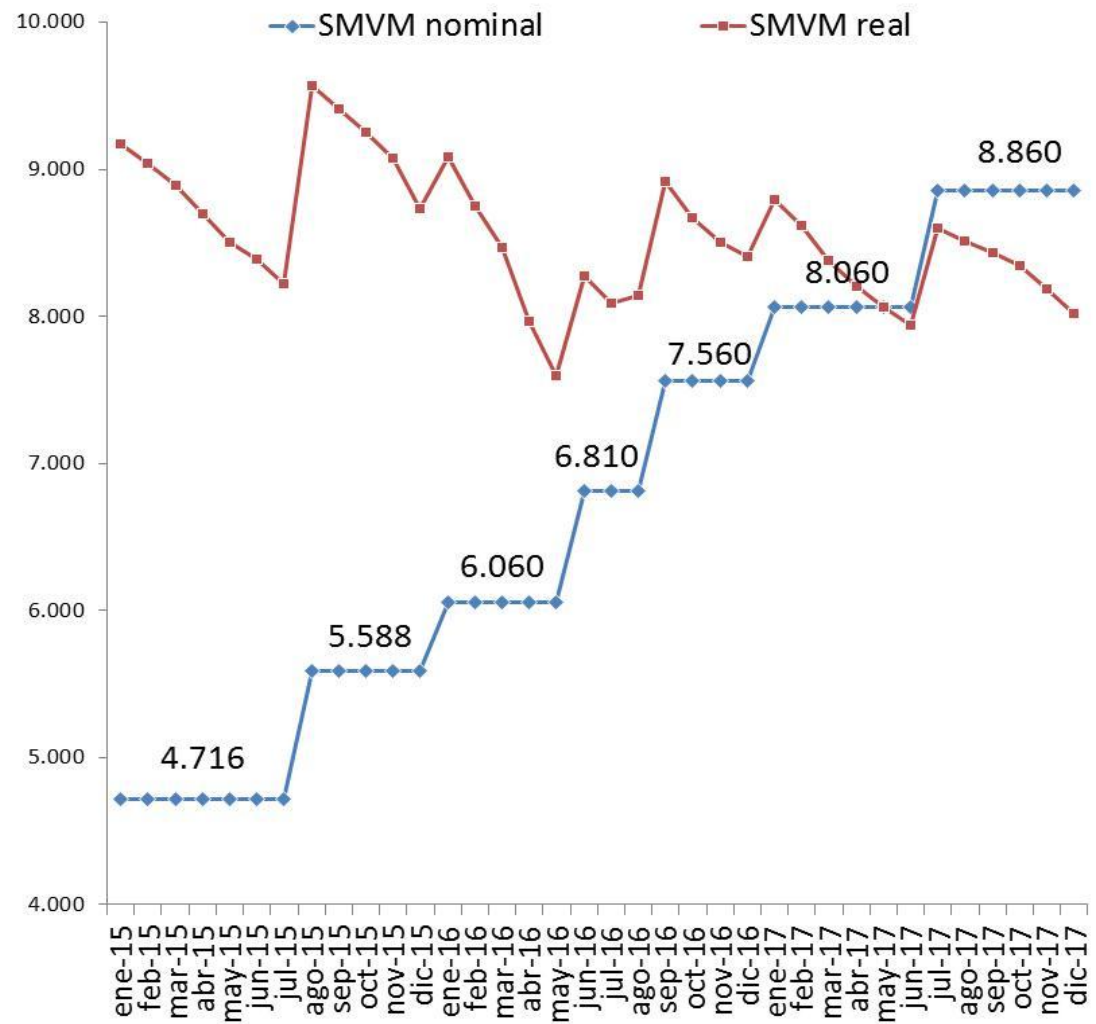


Fuente: elaboración propia en base a Estadísticas Provinciales.

Caída del poder adquisitivo del salario mínimo

- ✓ El 28 de junio se reunió el Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo, Vital y Móvil. Por primera vez desde la creación de este Consejo, el Ministerio de Trabajo fijó el nuevo nivel del salario mínimo ante el rechazo unánime de su propuesta por parte de las centrales sindicales.
- ✓ En estas condiciones, el salario mínimo será de \$ 8.860 desde julio de 2017, de \$ 9.500 desde enero de 2018 y de \$ 10.000 desde julio de ese mismo año. De este modo el aumento total de 24,1% corresponde a un período mayor a 12 meses.
- ✓ Se consolida así la tendencia descendente del poder adquisitivo de este piso salarial. Considerando una proyección conservadora de variación de precios para los próximos meses, puede estimarse que a diciembre de este año el salario mínimo real sufrirá una reducción de 4,6% respecto del mismo mes del año anterior y de 8,1% respecto de diciembre de 2015.

Salario mínimo, vital y móvil nominal y real, enero 2015 a diciembre de 2017 (en \$ corrientes y \$ de mayo de 2017)

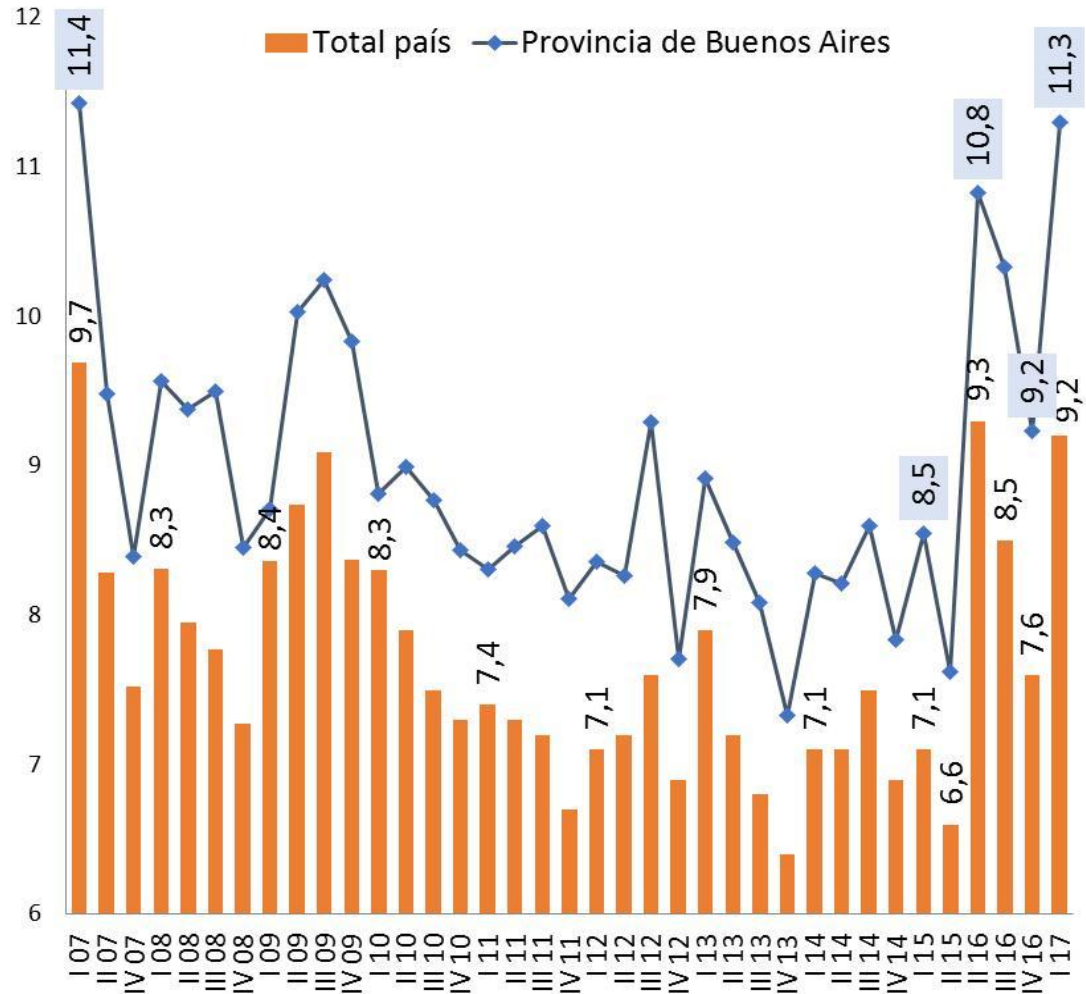


Nota: se proyectó una variación mensual del nivel general de precios de 1,5% entre junio y julio, del 1% entre agosto y octubre, y del 2% en noviembre y diciembre.
Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda e IPC 9 provincias.

La tasa de desocupación más alta de los últimos diez años

- ✓ La tasa de desocupación del primer trimestre de 2017 registró un salto hacia arriba por efecto del aumento de la tasa de actividad (es decir, más personas buscan empleo y no lo encuentran) y, en menor medida, por la caída del empleo.
- ✓ En el conjunto de los aglomerados urbanos relevados por EPH la tasa de desocupación alcanzó el 9,2% de la población económicamente activa, guarismo que salta al 11,3% en los aglomerados correspondientes a la Provincia de Buenos Aires.
- ✓ Si bien no hay datos correspondientes al primer trimestre de 2016 para efectuar la comparación interanual, hay que remontarse al primer trimestre de 2007 para advertir una tasa de desocupación más elevada que la que se registró en el primer trimestre de 2017.

Tasa de desocupación de la Provincia de Buenos Aires* y del total de aglomerados urbanos, 2003-2017 (en %)

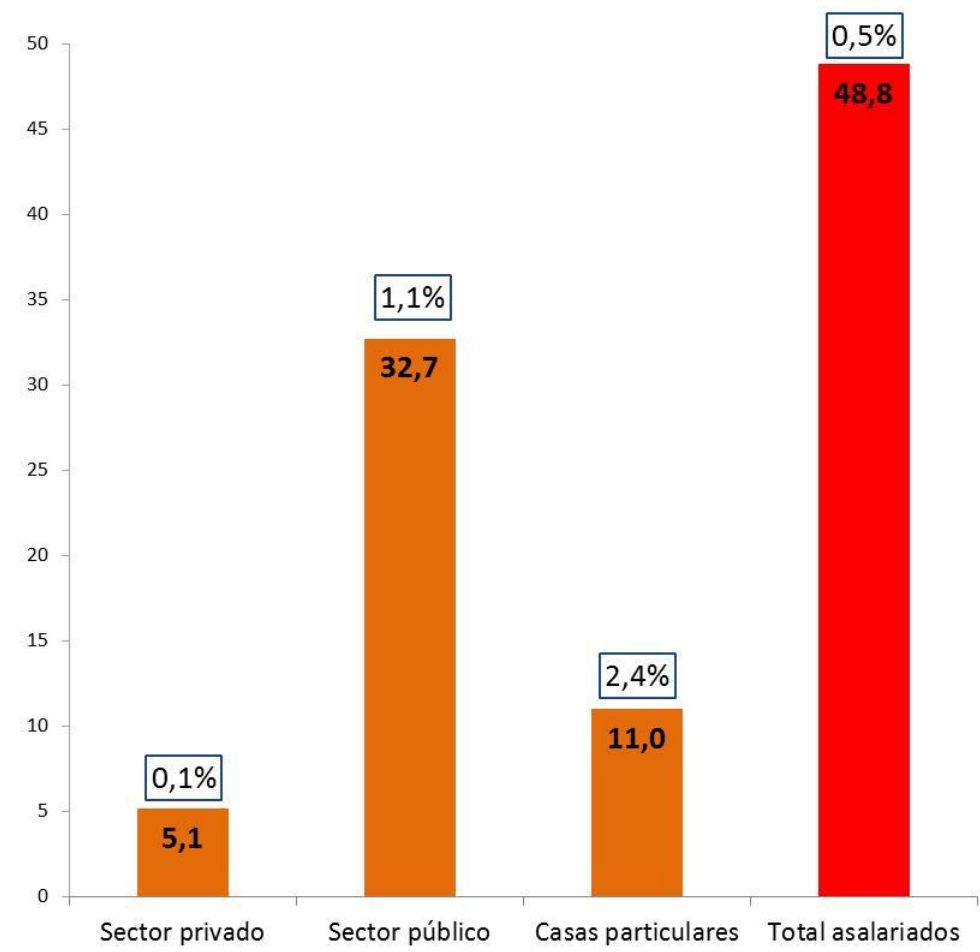


*Incluye los Partidos del Gran Buenos Aires, Gran La Plata, Mar del Plata, Bahía Blanca-Cerri, San Nicolás-Villa Constitución, Viedma-Carmen de Patagones.

Fuente: elaboración propia en base a EPH-INDEC.

- ✓ Más allá de la leve recuperación económica, no se observa en los primeros meses de 2017 que exista creación de empleo asalariado registrado en el sector privado.
- ✓ Entre abril de 2016 y el mismo mes de 2017 se crearon sólo 5.000 puestos, es decir, un incremento de 0,1%. Tampoco se observa crecimiento en términos desestacionalizados entre los meses de marzo y abril.
- ✓ El aumento de casi 49.000 puestos asalariados registrados totales obedece a la suma de 32.700 puestos en el sector público (+1,1%) y 11.000 en el servicio doméstico registrado (+2,4%).
- ✓ En el mismo período se observa, en cambio, un incremento en el número de trabajadores independientes registrados en AFIP como monotributistas y monotributistas sociales, que en conjunto superan los 90.000 trabajadores adicionales.
- ✓ Cabe destacar que no existieron aumentos en el poder adquisitivo salarial, ya que el incremento interanual en las remuneraciones promedio del sector privado en abril de 2017 resulta similar a la variación del nivel general de precios.

Variación interanual en los asalariados registrados según sector, abril de 2017 (en miles y %)

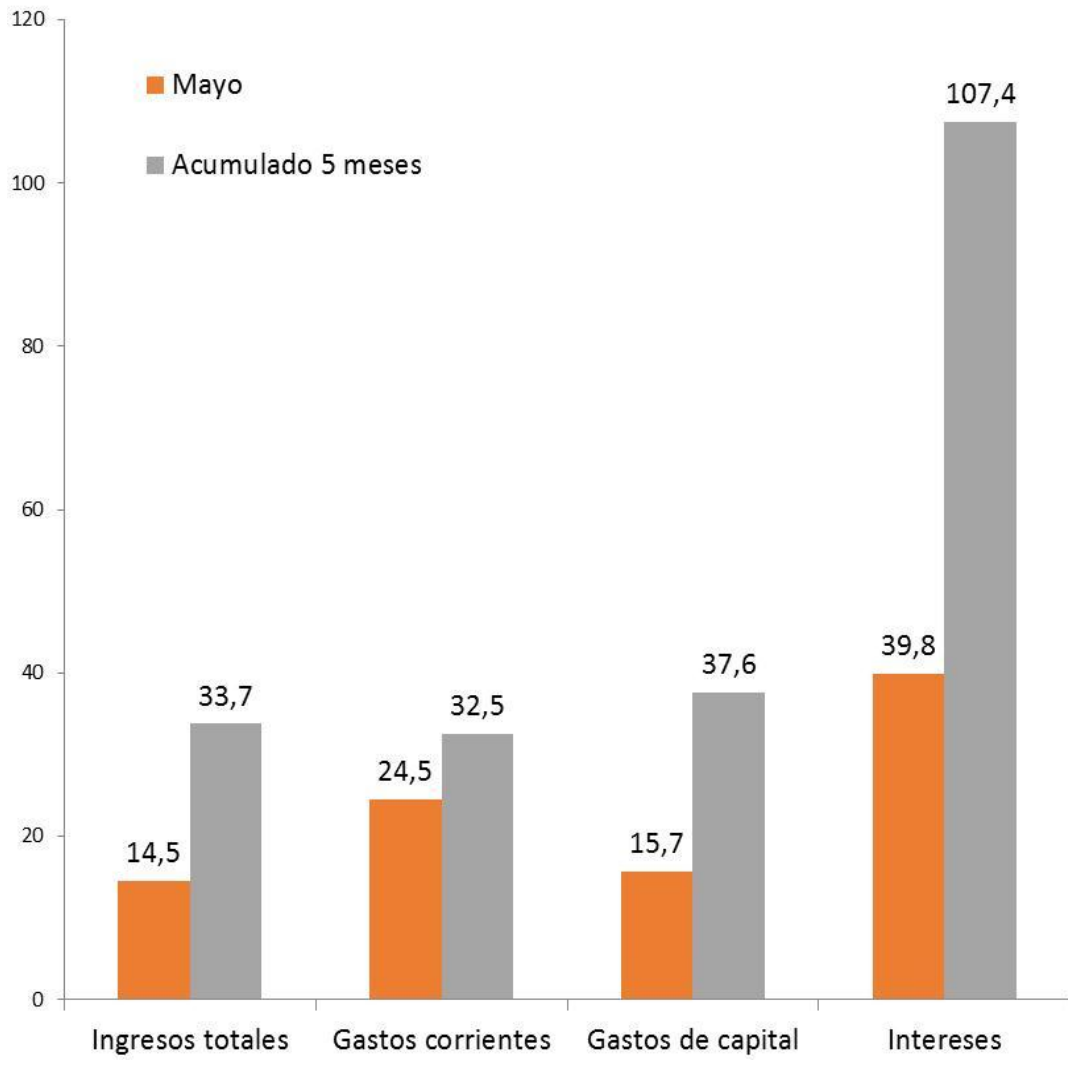


Fuente: elaboración propia en base a información de SIPA publicada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

Mayor gasto en obra pública y en pago de intereses

- ✓ En cuanto a la situación fiscal se advierten dos novedades que merecen ser destacadas.
- ✓ Por un lado, la reactivación de la obra pública: los gastos de capital tuvieron una expansión de 37,6% interanual en los primeros 5 meses del año. Cabe destacar que dicho incremento se refiere a un período en el cual este tipo de gasto había tenido un freno importante: en los primeros 5 meses de 2016 había mantenido en términos nominales el mismo nivel que en el mismo período de 2015.
- ✓ La otra novedad, consistente con el acelerado nivel de endeudamiento, es el peso que van adquiriendo los intereses en las finanzas públicas. Estos intereses se duplicaron en los primeros 5 meses de 2017 respecto del mismo período del año anterior. De este modo, mientras que entre enero y mayo de 2016 los intereses pagados representaron el 5,6% del total de gastos primarios, en el mismo período de 2017 alcanzaron al 8,8% del total de esos gastos.

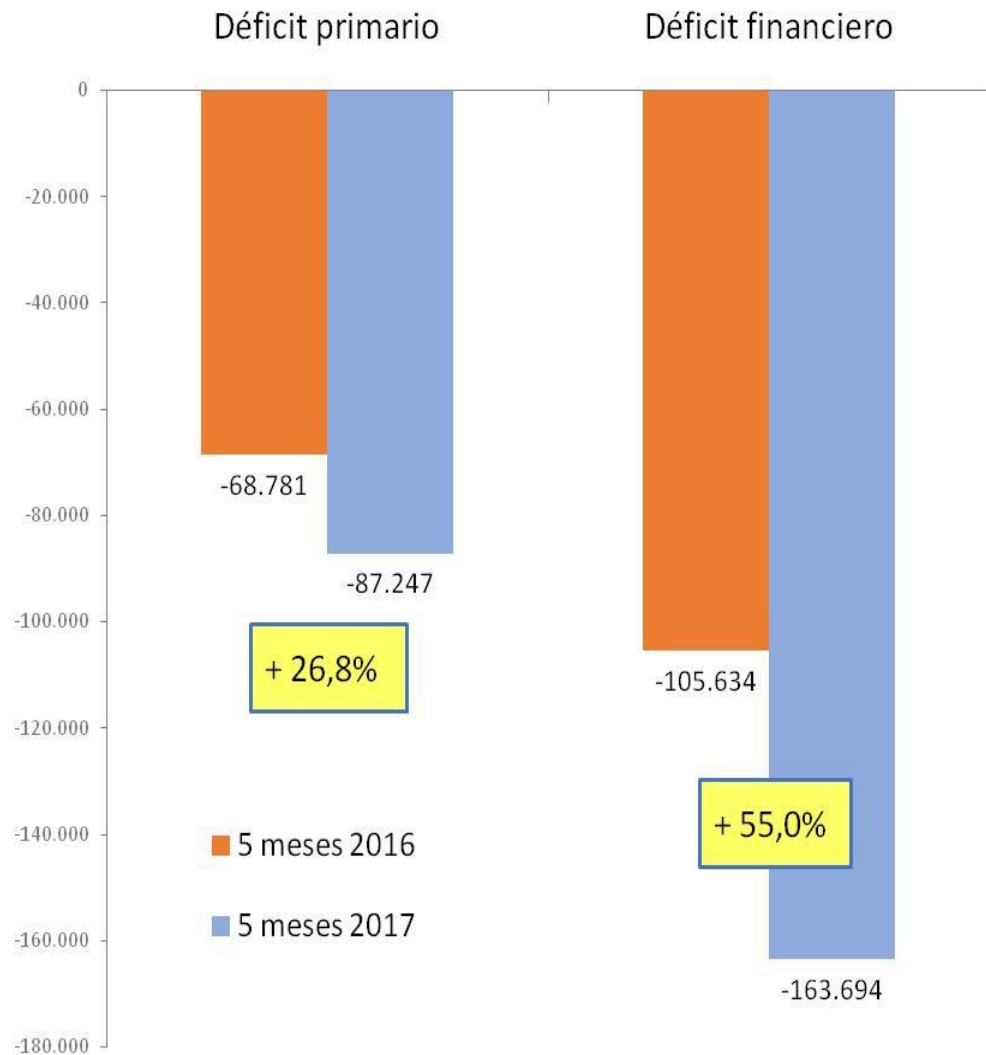
Variación interanual de ingresos y gastos del sector público nacional no financiero (base caja), enero-mayo 2017(en %)



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.

- ✓ Los ingresos del sector público nacional no financiero crecieron 33,7% interanual en los primeros 5 meses de 2017. La recaudación proveniente del blanqueo de capitales fue fundamental para lograr este incremento. De no haber existido el aporte adicional de prácticamente \$ 44.000 millones, el crecimiento de los ingresos hubiera sido de 26,2%. En mayo de este año, cuando ya no se observa el efecto del blanqueo, el crecimiento interanual resulta de sólo 14,5% en términos nominales.
- ✓ El total de gastos primarios (gastos corrientes y gastos de capital) creció levemente por debajo de los ingresos: 33,0% interanual en el acumulado de los primeros 5 meses del año.
- ✓ Como resultado, se repitió una situación deficitaria como en 2016. Entre enero y mayo de este año el déficit primario alcanzó los \$ 87.247
- ✓ El fuerte pago de intereses explica que el déficit financiero haya aumentado significativamente más: 55,0% en el mismo período.
- ✓ El déficit primario representa el equivalente al 11,1% del total de ingresos del período, mientras que el déficit financiero es el 20,9% de ese total de ingresos.

Déficit primario y financiero (base caja), enero-mayo 2016 y enero-mayo 2017(en \$)



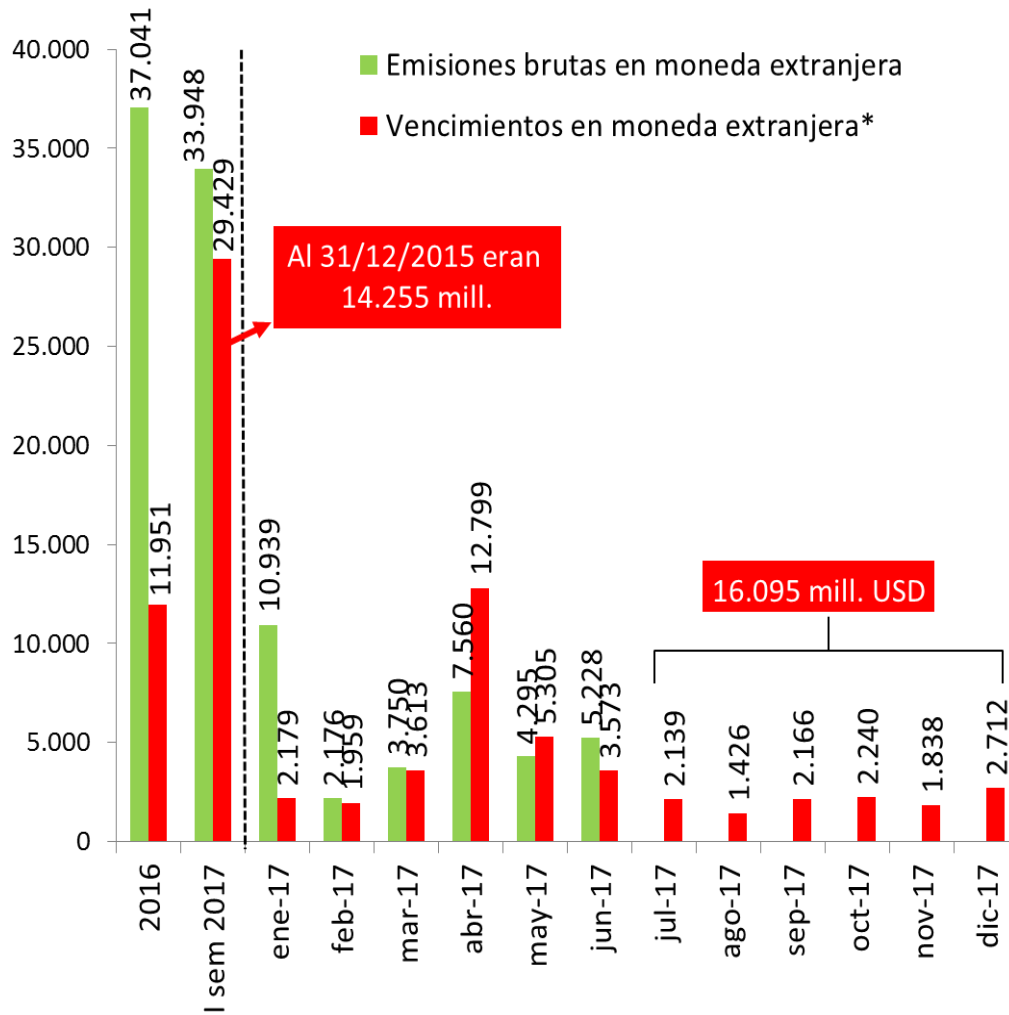
Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda.

2. Problemas en el sector externo y creciente endeudamiento

Deuda externa para cubrir deuda...

- ✓ En el primer semestre de 2017 el gobierno nacional emitió deuda externa por un monto similar al que había emitido en 2016, cuando las colocaciones habían alcanzado a USD 37.041 millones en moneda extranjera, en el marco de vencimientos de capital e intereses por USD 11.951 y el pago a los fondos buitres de USD 16.500 millones.
- ✓ Las elevadas emisiones de deuda externa generaron una carga de vencimientos de tal magnitud que, sumados a los preexistentes a la alianza Cambiemos (USD 14.255) y las nuevas emisiones de 2016-2017, alcanzaron a USD 29.429 millones en el primer semestre de 2017. Se trata de un monto que es apenas inferior a las emisiones de ese período (USD 33.948 millones).
- ✓ Es decir, las elevadas colocaciones de deuda externa en 2017 alcanzan principalmente a refinanciar los vencimientos de la deuda. El resto fue canalizado a cubrir una parte del déficit fiscal y aportar parte de las divisas para la fuga de capitales. Cabe señalar que aun resta financiar USD 16.095 millones de vencimientos en moneda extranjera en el segundo semestre del año.

Colocaciones brutas y vencimientos de la deuda en moneda extranjera, 2016-junio 2017 (en mill. USD)

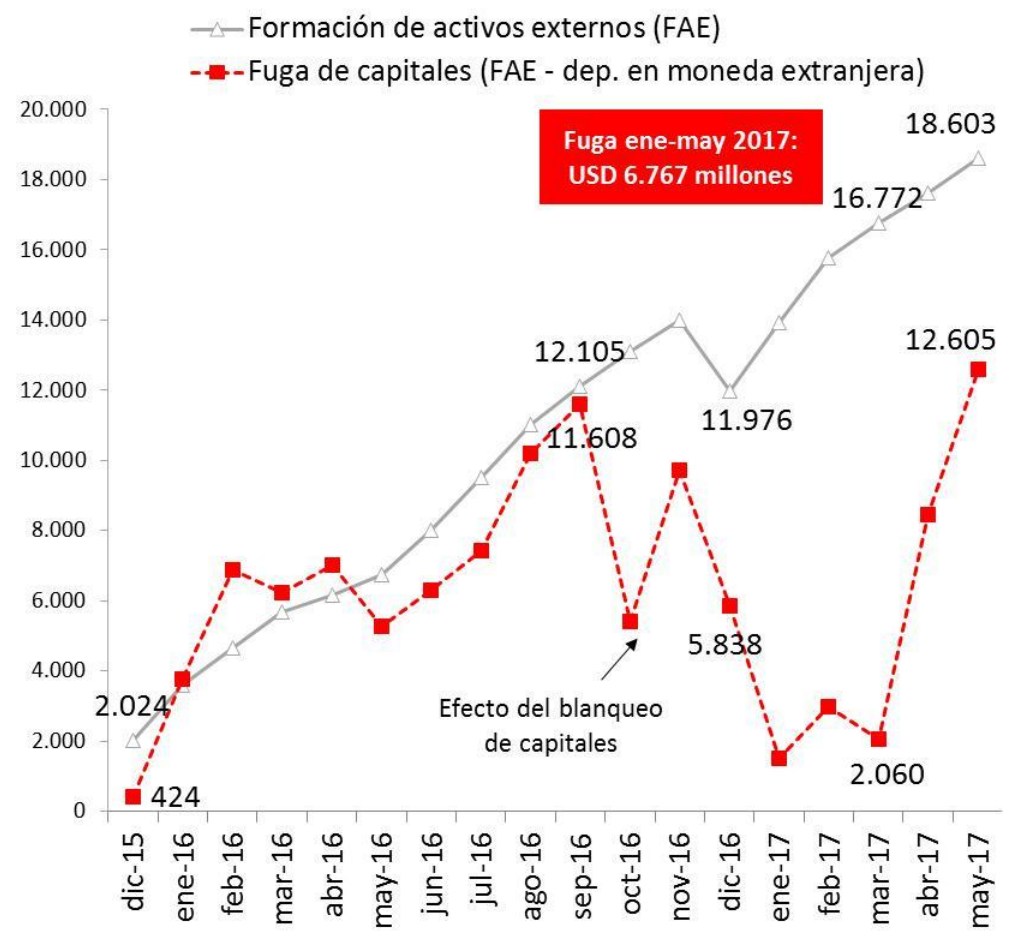


*A los vencimientos de 2016 publicados por el Ministerio de Finanzas se les adicionaron los nuevos vencimientos de las colocaciones emitidas en 2017. Se trata de vencimientos de capital e intereses de la deuda en moneda extranjera.
 Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Finanzas.

Sin blanqueo, se acelera la fuga de capitales

- ✓ La contracara del endeudamiento externo, en un escenario con escasas oportunidades de inversiones productivas, es la aceleración de la fuga de capitales.
- ✓ Durante 2016 la formación de activos externos alcanzó a USD 11.976 millones. Si a este monto se le resta la variación de depósitos en moneda extranjera, el monto fugado desciende a USD 5.838 por efecto del blanqueo de capitales, que planteaba la necesidad de mantener los depósitos en efectivo durante un plazo mínimo a 6 meses. De allí que en el último trimestre del año se haya registrado una repatriación de capitales que aminoró la fuga en términos netos. Este efecto del blanqueo se extendió al primer trimestre de 2017.
- ✓ Sin embargo, a partir de abril no solo se verificó un incremento de la formación de activos externos sino también de la salida de depósitos en dólares, acelerándose la fuga de capitales. Así, medida como formación de activos externos o por el neto de la variación de depósitos, la fuga de capitales superó los USD 6.000 millones en los primeros 5 meses de 2017, acentuándose en los últimos meses.

Stock acumulados de la formación de activos externos del sector privado no financiero y la fuga de capitales*, enero 2015-mayo 2017 (en millones de USD)

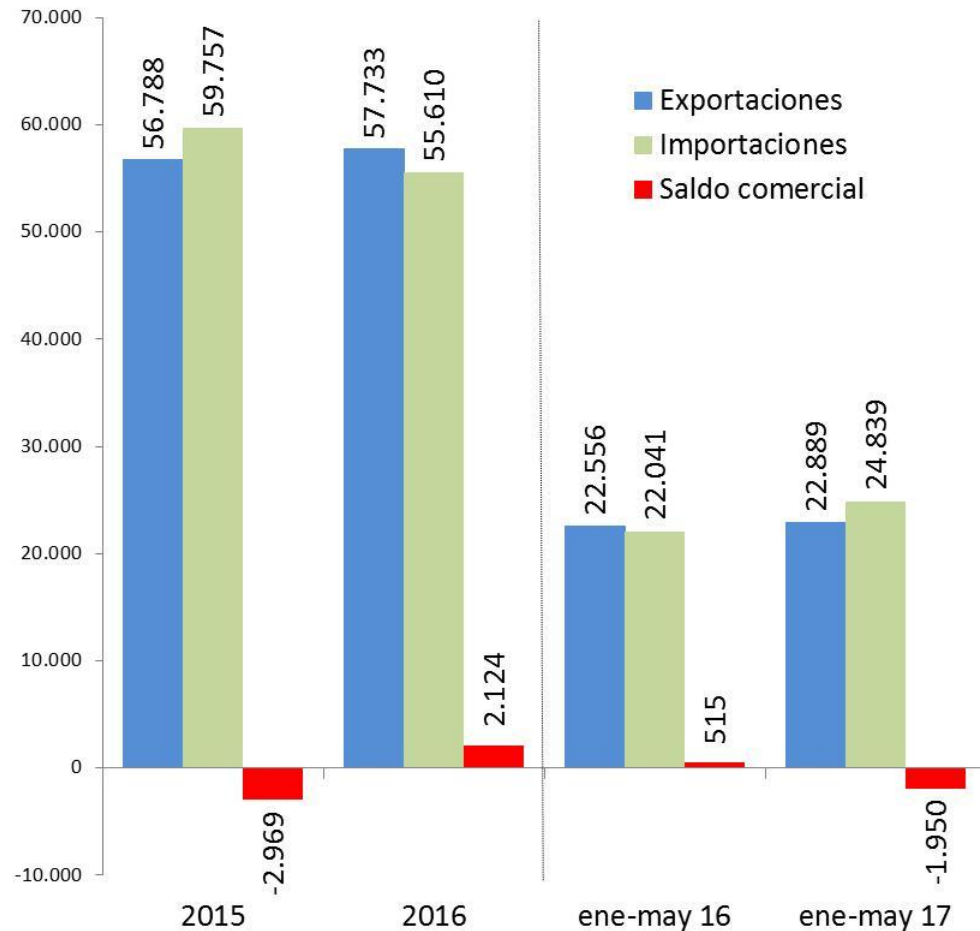


*Se sustrae a la formación de activos externos la variación de depósitos en moneda extranjera.
Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Déficit en el comercio exterior

- ✓ Los desequilibrios en el sector externo se agravan ante un escenario comercial en el que se registraron USD 1.950 millones de déficit en el acumulado de los primeros 5 meses de 2017. Se trata de un cambio de signo respecto al leve superávit que se había alcanzado en el mismo período de 2016.
- ✓ Este déficit es resultado de un incremento interanual de las importaciones del 12,7% en los primeros 5 meses del año, que se explica tanto por el crecimiento de las cantidades como de los precios.
- ✓ En cambio, las exportaciones crecieron apenas 1,5% en valor solo por efecto precio, dado que medidas en cantidades hubo contracción de las ventas al exterior entre enero y mayo de 2017.
- ✓ Estas caídas obedecen a la reducción de las ventas de productos primarios y de manufacturas de origen agropecuario, en tanto que las manufacturas de origen industrial y combustibles experimentaron una recuperación.

Exportaciones, importaciones y saldo comercial, 2015-mayo 2017 (en millones de USD)

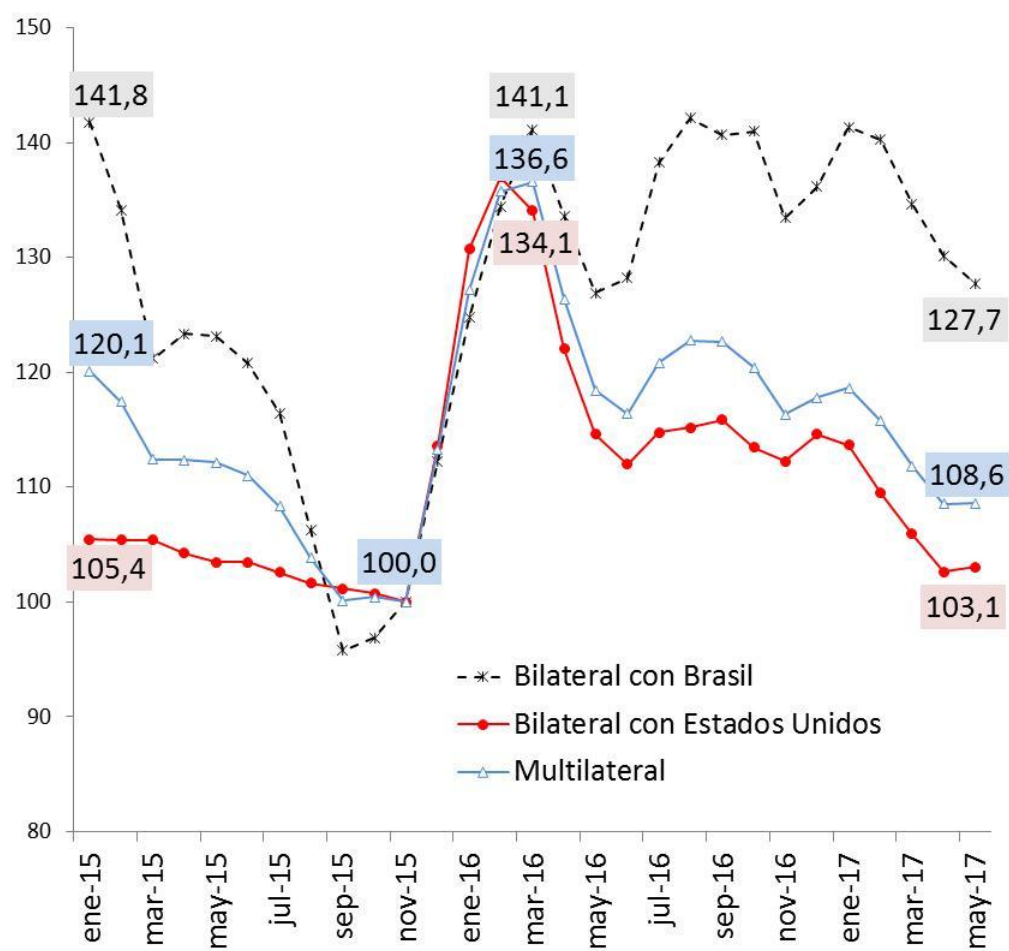


Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Se mantiene la tendencia a la apreciación cambiaria

- ✓ En este marco, la apreciación del tipo de cambio real genera presiones sobre la economía real y el sector externo.
- ✓ Luego de la devaluación del 62% de la moneda doméstica en diciembre de 2015, que permitió una mejora del tipo de cambio real en torno del 35%-40%, este indicador siguió su tendencia a la apreciación por la persistente inflación local y la estabilización del tipo de cambio nominal.
- ✓ De este modo, en mayo de 2017 el tipo de cambio real multilateral –medido respecto a una canasta de monedas y precios de los principales socios comerciales- se ubicó 8,6% por encima del nivel registrado antes de la devaluación (noviembre 2015). Por su parte, el tipo de cambio bilateral con Estados Unidos alcanzó un nivel superior en 3,1%.
- ✓ La excepción la registra el tipo de cambio bilateral con Brasil dado que entre enero de 2016 y mayo de 2017 este país apreció su moneda 21%. Así, en este último mes el tipo de cambio bilateral se situó 27,7% por encima del nivel de noviembre de 2015.

Tipo de cambio real bilateral con Brasil y Estados Unidos y multilateral, enero 2015 - mayo 2017 (en número índice nov. 15=100)

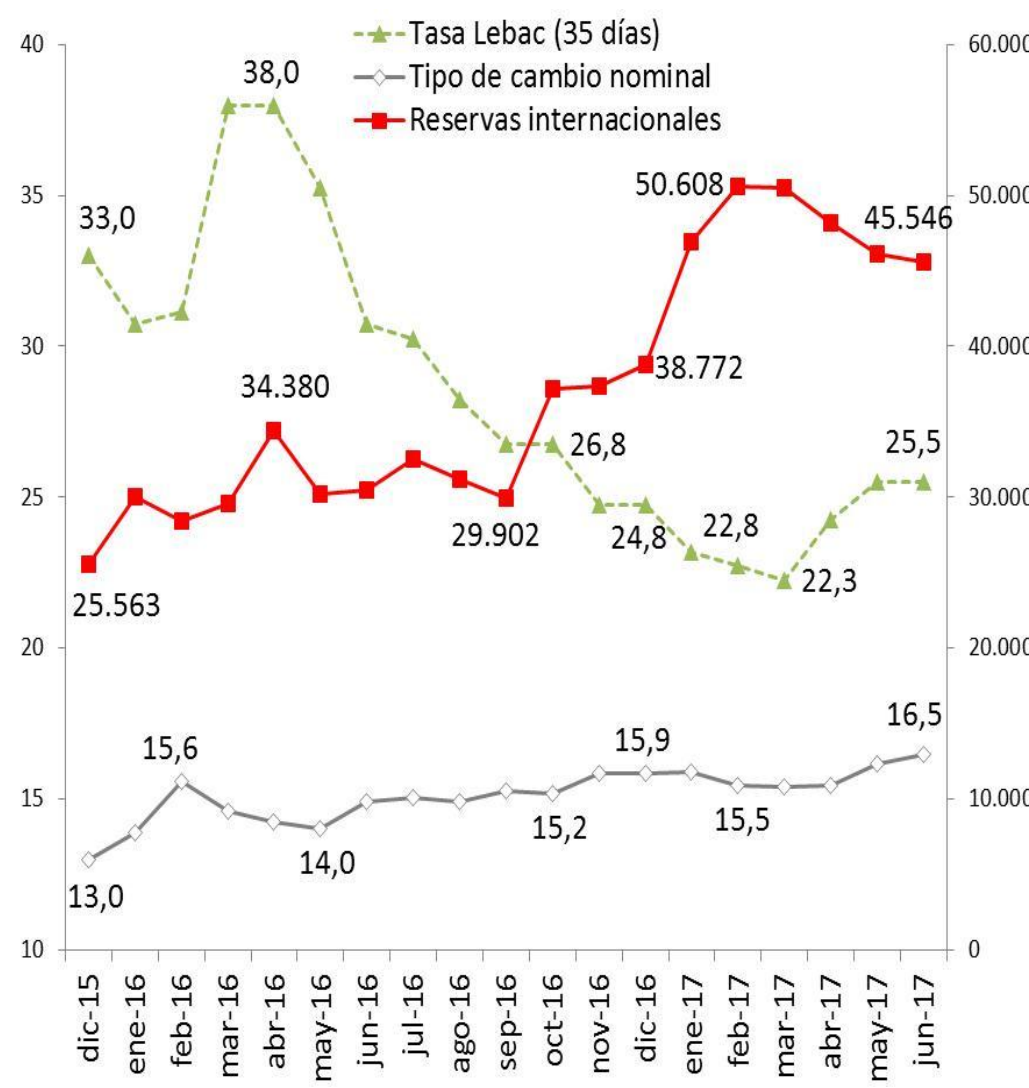


Fuente: elaboración propia en base a INDEC, BCRA, Eurostat e IPC-9 provincias.

Alza en las tasas de interés

- ✓ En un contexto de elevados vencimientos de deuda, aceleración de la fuga de capitales e incremento del déficit comercial las reservas internacionales cayeron en casi USD 5.000 millones y el dólar trepó en junio a \$16,5 ante la reducción en la liquidación de exportaciones primarias. Los acontecimientos recientes indican que en los primeros días de julio superó la barrera de los \$17.
- ✓ A ello se suma el sumamente elevado stock de Lebac, que superó a la base monetaria en mayo y luego se redujo tanto por la no renovación de letras como por la expansión monetaria en junio, alcanzando el 104,4% de la base. Medido en dólares el stock de Lebac superó holgadamente a las reservas en junio, representando el 113,4% de las mismas.
- ✓ De allí que el sostenimiento de las altas tasas de interés de las Lebac constituye una necesidad del planteo económico, aunque no una condición suficiente, para evitar que los inversores privados dolaricen sus carteras y presionen en mayor medida sobre el tipo de cambio. Al mismo tiempo, estas tasas alimentan la especulación financiera y la consiguiente fuga de capitales al exterior.

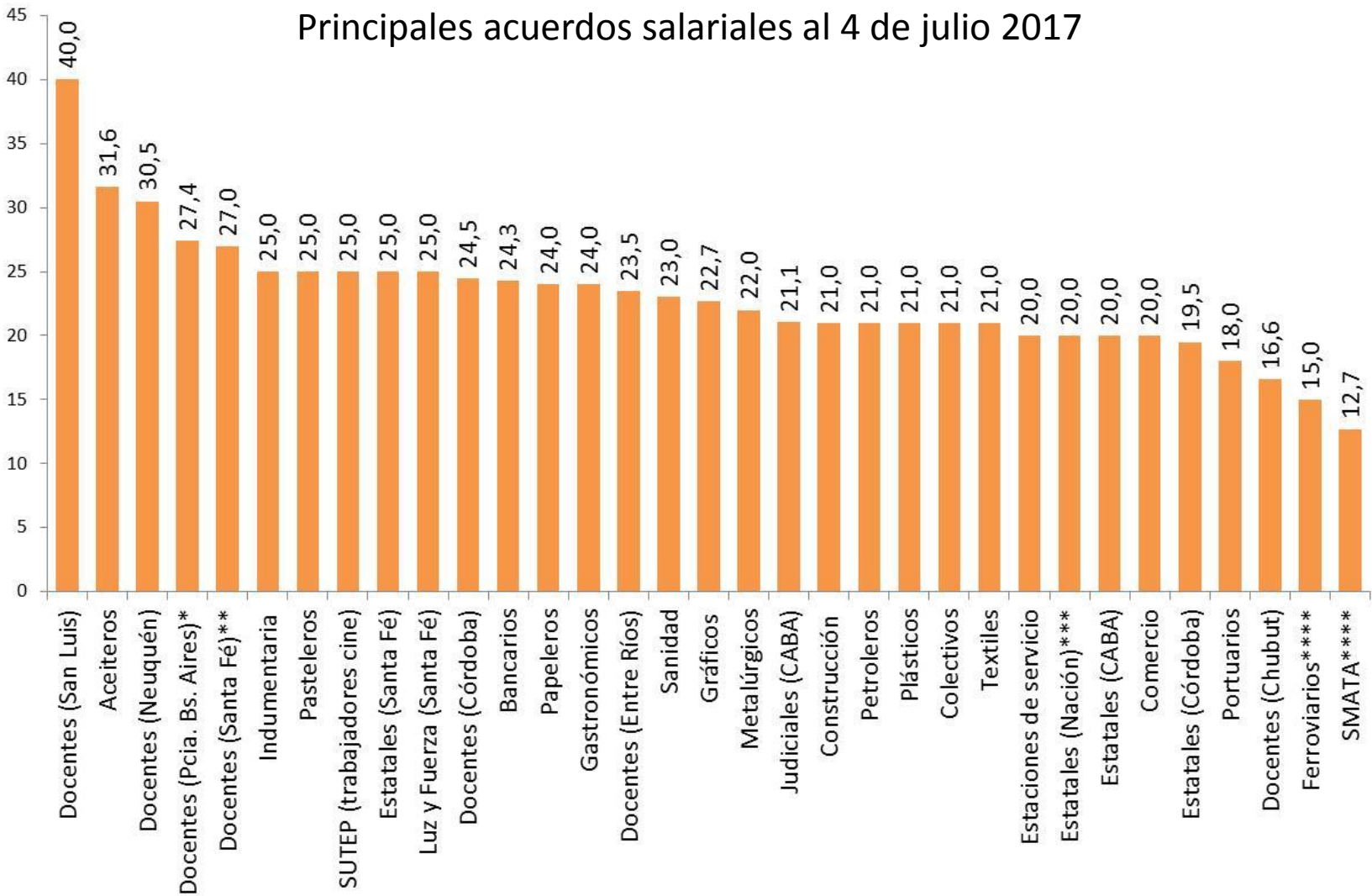
Tasa de interés de las Lebac a 35 días*, tipo de cambio nominal y reservas internacionales, diciembre 2015-junio 2017 (en % y mill. USD)



*Al último día hábil de cada mes.

Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Principales acuerdos salariales al 4 de julio 2017



* 24,0% más sumas fijas.

**El incremento va del 25,4% a 27% según los tramos.

***Presentismo (\$5.200 brutos por cuatrimestre).

****Primer semestre.

Fuente: elaboración propia en base a información de prensa.

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina



ISSN 2314-3975

Publicación Trimestral

CIFRA - Piedras 1065 (C1070AAU), Capital Federal, Argentina