



Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas

Departamento de Investigaciones

ECONÓMICO FINANCIERO

N° 326

ABRIL DE 2017



Si se hace clic en uno de los siguientes renglones del Sumario Interactivo se pasa a la sección correspondiente. Para retornar al Sumario Interactivo debe hacerse clic en el título en azul de la sección que se estaba consultando.

SUMARIO INTERACTIVO

SÍNTESIS EJECUTIVA	2
EXECUTIVE SUMMARY	3
CONTEXTO GENERAL – INTERNACIONAL Y NACIONAL	4
MONEDA, MERCADO FINANCIERO Y CAMBIARIO	12
MERCADO DE TRABAJO Y OBSERVATORIO DE LA DEUDA SOCIAL ARGENTINA UCA	14
ANEXO ESTADÍSTICO	20

SÍNTESIS EJECUTIVA

- Las principales regiones del mundo mejoran de un modo sincronizado, poniendo en evidencia un marcado contraste entre el ciclo económico y el ciclo político, dominado éste por el avance de las fuerzas antiglobalización. El mundo crecería en 2017 el 3,4%, tendencia anticipada por la expansión de los agregados monetarios. Esto explica, pese a la revaluación del dólar, la suba de los precios de las materias primas respecto 2015 y 2016.
- En ese contexto, las economías de la región se han reequilibrado, acelerando su crecimiento algunas (Chile, Colombia) y revirtiendo su caída otras (Brasil, Argentina). Dato clave: el descenso de la inflación en Brasil, 4,0% en 2017, abre el espacio para un relajamiento de su política monetaria (baja de la tasa Selic) que mitigue los efectos de una corrección fiscal.
- La Argentina sale de su receso de manera lenta y vacilante: luego de cuatro meses consecutivos de crecimiento, la actividad industrial retrocedió en febrero a los niveles de diciembre. En la oferta, se recuperan el agro, energía, transporte y hotelería; en la demanda, las exportaciones. El Índice de Confianza del Consumidor mejoró en marzo, luego de retroceder en febrero, pero en el Gran Buenos Aires siguió bajando y ello explica la debilidad del consumo.
- Las metas de inflación conllevan un proceso de ajuste (cuando acelera la inflación) y de relajamiento, cuando cede. En la Argentina, la expansión monetaria de origen fiscal obliga a un esfuerzo adicional de esterilización: en 2016 el aumento de las inmovilizaciones (encajes + pases + Lebac) fue mayor que el de los depósitos. Esto provoca un rezago cambiario, afecta la inversión real –en particular la directa extranjera– y a las exportaciones.
- En este contexto, los aumentos salariales deberían ajustarse a las metas inflacionarias. De lo contrario, las tensiones en el mercado laboral aumentarían y el descenso de la tasa de desocupación será muy lento. En ese sentido, la tasa de desocupación del cuarto trimestre fue 7,6%, si bien inferior respecto de los dos períodos anteriores, se logró en el contexto del retroceso de la tasa de actividad y de una leve mejora en la tasa de empleo en comparación con el segundo trimestre.

Informe Mensual Económico Financiero es una publicación del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas. Tucumán 612, Piso 4° (C1049AAN), Buenos Aires, Argentina. Teléfono 4322-6222 – Fax 4322-4710 – *Website*: – E-mail: webmaster@iaef.org.ar
Producido por su Departamento de Investigaciones, integrado por los doctores Ricardo López Murphy, Alfredo Gutiérrez Girault y Rubén Vales. Editor Responsable: Dr. Oscar A. Mazza. Se autoriza la reproducción si es citada la fuente.

EXECUTIVE SUMMARY

- The major regions of the world improve in a synchronized way, highlighting a marked contrast between the economic cycle and the political one; the latter dominated by the advance of antiglobalization forces. The world would grow by 3.4% in 2017, a trend anticipated by the expansion of monetary aggregates. This explains, despite the revaluation of the dollar, the rise in raw material prices with respect to 2015 and 2016.
- In this context the economies of the region have rebalanced, accelerating their growth some (Chile, Colombia) and reversing their fall others (Brazil, Argentina). Key data: the fall in inflation in Brazil, 4.0% in 2017, opens the space for a relaxation of its monetary policy (low Selic interbanking rate) to mitigate the effects of a fiscal correction.
- Argentina leaves its recess slowly and hesitantly: after four consecutive months of growth, industrial activity fell in February to December levels. In the supply, agriculture, energy, transportation and the hotel industry recover; on demand, the exports. The Consumer Confidence Index improved in March, after falling back in February, but in the Greater Buenos Aires it continued to fall and this explains the weakness of consumption.
- Inflation targets entail a process of adjustment (when it accelerates. inflation) and relaxation, when it yields. In Argentina, monetary expansion of fiscal origin forces an additional sterilization effort: in 2016 the increase in fixed assets (reserves + leases + Lebac, letters of the central bank) was higher than deposits. This causes a foreign exchange lag, affects real investment –in particular foreign direct– and exports.
- In this context, wage increases should be adjusted to inflation targets. Otherwise, tensions in the labour market would increase and the decline in the unemployment rate will be very slow. In that sense, the unemployment rate for the fourth quarter was 7.6%, although lower than the previous two periods, was achieved in the context of the decline in the activity rate and a slight improvement in the employment rate in comparison with the second quarter.

El IAEF agradece la colaboración de la Sra. Marta Álvarez – Executive English en la traducción de esta Síntesis Ejecutiva.

CONTEXTO GENERAL – INTERNACIONAL Y NACIONAL

1. La economía mundial ha ingresado en un ciclo expansivo, con la consolidación de la tasa de crecimiento del PIB agregado en el entorno de 3,4% anual, en línea con el promedio histórico 1980-2009. La mejora está extendida en todas las regiones: Estados Unidos, Unión Europea, Asia, etc. Hasta en Latinoamérica, que aparece más rezagada, la tendencia a la mejora es perceptible.

Cuadro 1
DESEMPEÑO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL
Tasa de variación del PIB

	80-9	90-9	00-9	09	10	11	12	13	14	15	16	17
Mundo (PPA)	3,4	3,0	3,6	0,0	5,4	4,2	3,3	3,3	3,4	3,2	3,1	3,4
Econ. avanzada	2,9	2,3	1,6	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,8
EE.UU.	2,7	2,4	1,8	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,7	2,4	2,6	1,6	2,1
Área Euro	2,3	2,0	1,2	-4,5	2,0	1,5	-0,9	-0,3	1,1	2,0	1,7	1,8
Japón	3,8	1,5	0,8	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,4	0,0	1,2	1,0	1,4
Otras	4,5	3,5	2,4	-2,1	4,6	2,9	1,9	2,2	2,8	1,9	1,9	2,1
Econ. en desar.	4,3	5,3	6,0	3,1	7,5	6,3	5,3	5,0	4,6	4,1	4,5	4,6
Asia Emergente	7,0	7,0	7,7	7,5	9,6	7,9	7,0	7,0	6,8	6,7	5,9	6,0
Latinoamérica	2,2	3,2	2,8	-1,3	6,1	4,6	3,0	2,9	1,0	0,1	-0,7	1,4
Euro Emergente		1,0	3,5	-3,0	4,8	5,4	1,2	2,8	2,8	3,7	2,9	3,1
Mundo (Mercado)		2,6	2,3	-2,1	4,2	3,0	2,5	2,5	2,7	2,6	2,4	2,9

FUENTE: Fondo Monetario Internacional y J. P. Morgan

En efecto, hay mejora sincronizada en todas las regiones del mundo, como se desprende del Cuadro 1. Se estima que en 2017 Estados Unidos crecería 2,1%, con una tendencia a acelerarse con el correr de los trimestres y también se esperan mejoras en la Euro Área y en Japón.

Resulta paradójico que, coincidentemente con que el ciclo económico ingresa en una etapa más expansiva, se haya producido un auge de las tendencias nacionalistas y populistas y contrarias a la globalización. Ello demuestra, una vez más, que el ciclo político y el ciclo económico tienen su propio *timing*.

2. El crecimiento de los agregados monetarios en las principales economías del mundo preanunciaba esta expansión. Como se ha explicado en Informes Mensuales anteriores, existe una correlación positiva entre el crecimiento de los agregados monetarios M_2 o M_3 (circulante en poder del público y depósitos a la vista y a interés) y el del PIB nominal. La estrategia monetaria de los Bancos Centrales de los países desarrollados, liderados por la Reserva Federal, frente a la crisis de 2008 apuntó precisamente a mantener los mercados monetarios suficientemente aceitados (a través de los programas de facilitación) para evitar un ahogo financiero.

En el Cuadro 2 se muestra evolución de M_2 en algunas de las principales economías desarrolladas.

Cuadro 2
AGREGADOS MONETARIOS EN PERSPECTIVA (M_2)

	Reino Unido (1)	EE.UU. (2)	U.E (3)	JAPÓN (4)
2006		7.048,0	6.980,0	7.137,9
2007		7.442,3	7.340,0	7.285,9
2008		8.172,8	8.076,0	7.417,3
2009		8.548,7	8.198,1	7.644,4
2010	1.918,0	8.852,3	8.394,9	7.822,9
2011	1.995,0	9.690,0	8.591,2	8.069,2
2012	2.040,8	10.490,9	8.990,0	8.277,5
2013	2.069,5	11.058,5	9.210,0	8.628,9
2014	2.070,5	11.728,7	9.671,4	8.938,9
2015	2.131,6	12.396,9	10.203,0	9.216,1
2016	2.284,3	13.277,2	10.686,1	9.584,4

(1) Miles de millones de libras esterlinas.

(2) Miles de millones de dólares.

(3) Miles de millones de euros.

(4) En 100 miles de millones de yen.

FUENTE: Reserva Federal de EE.UU., Banco Central Europeo. Banco de Japón, Banco de Inglaterra.

Del Cuadro 2 surge que M_2 creció en Estados Unidos 88% en el período 2006-2016 en términos nominales, mientras que en Unión Europea y Japón el crecimiento fue de 53% y 34%, respectivamente. En el mismo lapso, el crecimiento nominal de la economía de Estados Unidos fue de 38% frente a 27% de Unión Europea y 11% de Japón.

3. La holgura monetaria ha facilitado, vía tasas internacionales de interés extremadamente bajas, la expansión de la economía mundial. Esto se produjo gracias a y a pesar de dos fenómenos que se dieron concomitantemente en la década.

El fenómeno positivo ha sido la ausencia de grandes conflictos bélicos a escala mundial, sin perjuicio de la existencia de numerosos conflictos localizados (Ucrania, Siria), y de la extendida presencia del terrorismo fundamentalista islámico en el mundo desarrollado. Un conflicto a escala mundial provocaría un quiebre del tejido económico mundial, por su efecto negativo en el flujo de bienes y de capitales y por el esfuerzo que implicaría reorientar la actividad productiva para satisfacer los requerimientos de la industria bélica. Esto no ha ocurrido.

El fenómeno negativo es el creciente envejecimiento de la población que reduce la oferta de mano de obra y lentifica, *ceteris paribus* [manteniendo lo demás constante], el crecimiento del PIB potencial. Es cierto que la tecnología ha mitigado el impacto de este segundo factor, que debería enervar el crecimiento del PIB real.

- Otro elemento favorable al crecimiento global es que la caída del gasto de capital de las empresas (incertidumbre) y de la inversión pública (recortada para mitigar el déficit fiscal) provocado por la crisis bancaria de 2008, comienza a disiparse. En la recuperación, la inversión debe jugar un papel directriz que permite recomponer el PIB potencial y, a la vez, contribuye a la solución de los problemas de fondo, alejando el peligro del estancamiento secular.

Este proceso incide favorablemente en el comercio mundial, lo que repercute en los precios de los minerales (que en febrero estaban 10% más altos que en 2016), que genera una suerte de proceso multiplicador sobre la economía mundial en general.

- En este fenómeno de crecimiento generalizado radica la explicación de por qué, pese a la revaluación del dólar, los precios de los *commodities* no petróleo se mantuvieron y no bajaron, como la literatura económica sugeriría.

Cuadro 3
TIPO DE CAMBIO REAL EE.UU. Y PRECIOS DE *COMMODITIES*

	Tipo de cambio real (2000=100)	Precios <i>commodities</i> (2005=100)	
		Energía	No Energía
2007	88,0	130,4	151,3
2014	86,9	173,7	168,0
2015	95,1	95,3	142,7
2016	99,2	80,6	139,1
2017 Febrero	98,5	101,4	143,6
2017 Dic. (estim.)	102,0	101,7	150,2

FUENTE: Tipo de cambio real EE.UU. (amplio) Reserva Federal.
Precios *commodities* 2005=100 Banco Mundial.

Desde una perspectiva histórica de largo plazo, el valor real del dólar es 5% más alto que el promedio histórico 1973-2010, aunque se mantiene alejado de los picos de ese período. Y viene mostrando una resistencia a una suba más drástica, en parte por la incertidumbre que genera la figura de Donald Trump.

Los precios de *commodities* no energéticos en febrero 2017, según el Banco Mundial, eran levemente superiores a los de los años 2015 y 2016 (como promedio anual) y se espera una mejora suave en lo que resta del año, esto a pesar de la revaluación del dólar, como fue señalado.

- Las economías latinoamericanas han logrado estabilizarse. Aquellas que venían en descenso, como Argentina y Brasil, tendrán crecimiento en 2017 saliendo del receso, aunque con tasas módicas de cara a las urgencias políticas. Y las que venían desacelerando su crecimiento (Chile, Colombia y Perú) crecerán a tasas levemente superiores a las de 2016, aunque por debajo de su desempeño

histórico. México, más afectado por los cambios en Estados Unidos, es un caso diferente.

Centrado el foco en Brasil, el crecimiento del 0,6% proyectado para el año en curso haría que el PIB de 2017 fuera “solo” 7% más bajo que el del año 2013 (lo que representa una baja del orden del 12% en términos per cápita), último año de crecimiento “razonable” en términos históricos.

Pero la buena noticia para Brasil es que ha logrado, con esfuerzo, reducir la tasa de inflación. Según las estimaciones privadas se espera 4% para el corriente año.

Cuadro 4
BRASIL: LA CONVERGENCIA A LA ESTABILIDAD

	Tasa de variación IPC (a diciembre)	Tasa Selic (a diciembre)	Tasa de crecimiento del PIB
2011	6,5	11,0	3,9
2012	5,8	7,3	1,9
2013	5,9	10,0	3,0
2014	6,4	11,8	0,1
2015	10,9	14,2	-3,8
2016	6,3	13,7	-3,6
2017	4,0	9,0	0,6

FUENTE: Banco Central de Brasil, 2017, Proyección J.P. Morgan.

La baja sustancial de la tasa de inflación permitirá al Banco Central de Brasil realizar una política monetaria más expansiva, que acompaña a una política fiscal más conservadora (el déficit fiscal, 3,0% de 2013 fue subiendo hasta 10,4% en 2016 y bajaría a 9,1% en 2017 según el FMI). Esto constituye una noticia favorable para la Argentina.

7. El cambio en el entorno externo, *ceteris paribus* el “efecto Trump”, es favorable para la Argentina y puede aliviar la tensión interna provocada por un *mix* de política económica interna conformado por una política fiscal laxa y una política monetaria dura.

Ocurre que las experiencias históricas de este tipo de *mix* de políticas económicas, en la Argentina y en el plano internacional han sido negativas, con una secuencia de atraso cambiario, disminución de la inversión directa extranjera –y de la propia inversión local–, aumentos del turismo hacia el exterior (tours hacia Chile), dificultades en el comercio de frontera.

Todo esto confluye sobre una estructura de precios relativos distorsionada (precios de transables deprimidos frente no transables) con efectos negativos sobre la oferta agregada.

El contexto internacional mencionado en los puntos precedentes mitigaría hoy estos efectos, otorgando un grado de mayor libertad a la política económica interna.

Pese a la relativa recuperación que surge del Cuadro 3, el precio internacional del petróleo sigue siendo un factor de preocupación a la hora de pensar en inversiones en el sector en la Argentina. El tema es hasta qué punto el cambio tecnológico no provocará una baja estructural y permanente en el precio del petróleo, en un contexto en el que las reservas crecen más que el consumo.

8. Las cuentas nacionales de 2016 han cerrado, mostrando crecimientos de 0,1% y de 0,5% en el tercer y cuarto trimestre respecto de los trimestres inmediatamente precedentes, a la vez que variaciones interanuales de 3,7% y 2,1%. Lo más importante, el PIB bajó 2,3% como promedio anual pero, si se compara el valor del EMAE (que aproxima al cálculo del PIB) de diciembre 2016, con el promedio del año, se advierte un arrastre estadístico positivo de 1,5%.

Todo ratifica la tesis de un ciclo que tocó su punto mínimo en junio-julio y que, de allí en adelante, inició un lentísimo proceso expansivo, vacilante (jalonado con retrocesos en algunos meses) y con un bajo grado de difusión.

Desde una visión de largo plazo, el PIB de 2016 muestra un crecimiento de 8,9% respecto del de 2008, lo que representa una variación anual acumulativa de 1,1%; es decir, que la tasa de crecimiento después de la crisis de 2008 fue un tercio de la tasa de crecimiento histórico de largo plazo de la Argentina, que supera levemente el 3%. Por otro lado, indica que el PIB per cápita de 2016 es 2,6% más bajo (medido en moneda constante) que el de 2008. Índice claro de un estancamiento prolongado y factor que explica la resistencia a la baja en los índices de desocupación y de pobreza y el malestar social.

En ese contexto, los sectores más dinámicos son: agro, comercio y sector financiero. Y entre los más contractivos en 2016, como promedio anual, aparece la industria, con una merma de -5,7% interanual.

9. El desempeño de la industria manufacturera en febrero ha sido llamativo: una disminución desestacionalizada de 1,2% en el Índice de Producción Industrial de FIEL en comparación con enero y de 9,5% interanual respecto del mismo mes de 2016. Es la primera baja desde septiembre y la segunda desde que se inició la fase ascendente de este ciclo. Esto implica que el nivel de producción de febrero, desestacionalizado, habría sido igual o levemente inferior al de diciembre y que se necesitaría un salto muy grande en marzo para que el primer trimestre cierre con una variación interanual positiva.

Si bien la exportación ha crecido en volumen físico (3,7% en 2016, 4,0% en enero 2017, en términos interanuales), no alcanza para traccionar la demanda agregada.

El consumo está afectado por varios factores: i) el efecto del cambio de precios relativos que redujo la capacidad de gasto luego de los ajustes tarifarios; ii) una tendencia a reducir gastos por incertidumbre laboral; iii) la reducción de los esquemas de financiamiento vía tarjetas, más allá de que el endeudamiento de los hogares por esta vía hubiera subido la demanda. La reducción del crédito obligó a un sobreajuste del consumo de las personas.

La situación del consumo se refleja en la marcha del Índice de Confianza del Consumidor, que en marzo si bien se estabilizó a nivel agregado después de la fuerte baja de febrero, tuvo una nueva baja en el Gran Buenos Aires. A nivel interanual se observa un retroceso de 15% en el agregado total y de 20,7% en el GBA.

10. La naturaleza de los esquemas de metas de inflación conlleva normalmente un proceso de ajuste-relajamiento hasta que se produce la convergencia con la inflación “deseada”.

En una economía abierta a los flujos de capitales (el caso de la Argentina hoy) ello puede provocar un rezago cambiario, además de afectar los bienes transables, como se explicó en 7, desalienta la inversión real extranjera, elevando la TIR exigida en el proyecto. En aquellos casos de “cambio de régimen”, en los cuales el programa económico incluye reformas institucionales o una liberalización de mercados, esto implica una ganancia de productividad/eficiencia macroeconómica, que puede mitigar el rezago cambiario, aunque sus ventajas difieren de sector en sector.

El funcionamiento de las metas de inflación opera en términos que, cuando la inflación sube, la autoridad monetaria contrae la cantidad de dinero y viceversa cuando baja, todo por la vía del uso de operaciones de mercado abierto, en nuestro caso las Lebac.

El esquema, en el plano teórico, fue ideado para economías con equilibrio fiscal o con un déficit fiscal moderado (digamos 2% del PIB); economías con déficits fiscales elevados, que se financian con emisión o con endeudamiento externo, deben entonces hacer un doble esfuerzo de esterilización: el que requiere la convergencia en un contexto de sostenida expansión monetaria

Obsérvese que el stock de Lebac + Pases en marzo equivale al 106,2% de la Base Monetaria (37,9% en diciembre 2011).

Cuadro 5
STOCK DE LEBAC + PASES
(En miles de millones de pesos a diciembre de cada año)

	Lebac + Pases Pasivos (1)	Base Monetaria (2)	Pasivos Financieros (3=1+2)	(1)/(3)
2011	79,6	210,1	289,7	27,4
2012	111,4	292,1	403,5	27,6
2013	116,5	361,6	478,1	24,4
2014	279,0	442,9	721,9	38,6
2015	347,0	622,6	969,6	35,8
2016	720,0	787,9	1.507,0	47,8
2017	850,0	600,0	1.650,0	51,5

FUENTE: elaboración propia con datos del BCRA.

Además, por diversas razones, se observa en el primer trimestre una resistencia de la tasa de inflación a la baja, cuando se la mide contra el mes anterior. De hecho, las tasas de variación del IPC CABA en enero y febrero 1,9% y 2,2% (4,2% en el bimestre) muestran una inflación media del 2% desde julio del año pasado, sin perjuicio de que la tasa interanual vaya retrocediendo lentamente (35,6% a febrero); las estimaciones de marzo sugieren una tasa de mensual de 2,0%, lo que redondearía un primer trimestre de 6,3% (11,9% fue en el primer trimestre de 2016). En San Luis la variación del IPC fue de 1,2% y de 1,7% en enero y febrero respectivamente, 3,9% en el bimestre y 26,4% interanual a febrero, lo que evidencia el peso de la corrección tarifaria y de algunos servicios privados en el área metropolitana.

11. El instrumento de metas de inflación exige, además, coherencia con la política de ingresos; en ese sentido, los aumentos salariales durante 2016 (básicamente pactados en el primer trimestre del año) no fueron consistentes con las metas de inflación adoptados inicialmente. Y eso es lo que estuvo en debate en febrero-marzo de 2017, en particular en el sector público, pero también en el privado.

En el Informe Mensual 325 se analizó la cuestión salarial con una perspectiva coyuntural. En ese sentido, se demostró que, corregido por un IPC que fuera el promedio de CABA y San Luis, el salario real del trabajador formal en diciembre era similar al de diciembre 2015; hipotéticamente, el de febrero 2017 podría ser algunos puntos, 2 o 3, menos al de 2016.

El problema radica en si ese nivel salarial, el mismo que “heredó” esta administración, es de equilibrio en términos políticos. Para ubicar el punto en contexto, el PIB per cápita de 2016 (tomado como *proxy* de la productividad) sería 2,6% menor al de 2008 y el salario real en diciembre 2016 fue 2,4% menor al del mes homólogo de 2008. Por lo tanto, un aumento salarial en las paritarias en curso muy elevado provocaría que quedara un salario muy por encima de lo que la productividad toleraría y ello afectaría al empleo, afectaría la competitividad o se traduciría en una aceleración inflacionaria.

Una manera alternativa de ver el impacto sobre la competitividad es considerar que, desde diciembre de 2008 y hasta diciembre 2016, el salario nominal del trabajador registrado subió 613,4% y que en igual plazo el tipo de cambio creció 360%; ello implica que el salario medido en dólares aumentó 55%.

12. En otros términos, por lo señalado en 11, desde una perspectiva de largo plazo hay un conflicto entre el salario real de equilibrio económico y el de equilibrio social; el primero es más bajo que el segundo. Y a los inversores les preocupan los dos: el primero por la ecuación de la rentabilidad y el segundo por el clima de conflictividad social. El resultado es una economía que se ha descapitalizado.

El descenso de los precios internacionales afectó las exportaciones y redujo la capacidad de financiar el desbalance de la política de ingresos y el desborde fiscal; la mejora reciente brinda un pequeño espacio, como fue señalado en 7.

13. La dificultad de conciliar la política de ingresos y la fiscal con la meta de inflación subyace detrás de los sube y baja que registra la producción industrial. También de la demora de la inversión privada, afectada por el rezago cambiario y la indefinición de reglas de juego, a pesar del exitoso resultado del sinceramiento.

En ese sentido, los números fiscales de febrero no resultan alentadores. En el primer bimestre del año el gasto primario creció 38,5% respecto de igual periodo de 2016; si se toma solo febrero la variación fue de 39,1%. No son variaciones compatibles con las metas de inflación trazadas.

A su turno el déficit fiscal sigue en ascenso: excluyendo ingresos extraordinarios de rentas de la propiedad en febrero fue de 31,7 miles de millones de pesos (24,5 miles de millones en el mismo mes de 2016); en el primer bimestre del año 43,1 miles de millones (27,6 miles de millones en igual periodo de 2016). Se trata de cifras demasiado contundentes: el déficit del bimestre equivale al 6% de la Base Monetaria para ponerlo en perspectiva.

El resultado de marzo será de fuerzas encontradas: por un lado, el impacto de los aumentos semestrales en jubilaciones y salarios públicos; por otro, los ingresos extraordinarios del último tramo del sinceramiento.

Cabe recordar que la meta de resultado primario para el año 2017 es 4,2% del PIB y la del primer trimestre de 0,6%. Estimado en 9,5 millones de millones de pesos el PIB corriente del primer trimestre de 2017, la meta implicaría 57,0 miles de millones de pesos de déficit primario. Ya se han incurrido 23,0 miles en la definición del Ministerio de Hacienda.

MONEDA, MERCADO FINANCIERO Y CAMBIARIO

1. En marzo y según estimaciones provisionales, los depósitos en pesos crecieron solo 0,7% en relación a febrero (mes en que habían aumentado 3,6%). El aumento interanual de todas maneras fue de 29,8%.

Debe tomarse en cuenta el bajo aumento de los depósitos privados: 0,8% en febrero, solo 1,0% en marzo y 25,4% interanual.

Dentro de los depósitos totales, se observaron en marzo y en relación a febrero aumentos de 5,7% en los depósitos vista (habían descendido 7,9% el mes anterior) y de 0,4% en las cajas de ahorro; en cambio, las colocaciones a plazo fijo descendieron 1,8% (y solo 24% interanual).

Resumiendo, pareciera existir un bajo crecimiento en los depósitos a plazo fijo, mientras los depósitos transaccionales crecen al ritmo de la inflación.

2. La Base Monetaria disminuyó 4,0% en marzo, luego de haber aumentado 1,4% en febrero (siempre respecto del mes anterior); la variación interanual es de 35,3%.

Si se consideran los Pasivos Financieros Amplios, aumentaron 3,1% en marzo, 64% interanual. Ello implica haber extraído nada menos que 600,0 miles de millones de pesos; en ese lapso los depósitos aumentaron alrededor de 350,0 miles de millones. Esto da una idea de la magnitud del esfuerzo de esterilización que realiza el BCRA en pos de tratar de mantener las metas de inflación en el contexto de expansión fiscal señalado en 13.

3. Se explica, en este contexto, la extrema prudencia de la autoridad monetaria para avanzar en el sendero de reducción de tasas de interés, particularmente ante la resistencia de la tasa de inflación en el entorno de 2,2% mensual.

Esto, sin perjuicio de buscar impulsar la economía vía crédito a la vivienda. También revisa su estrategia respecto de las compras en cuotas.

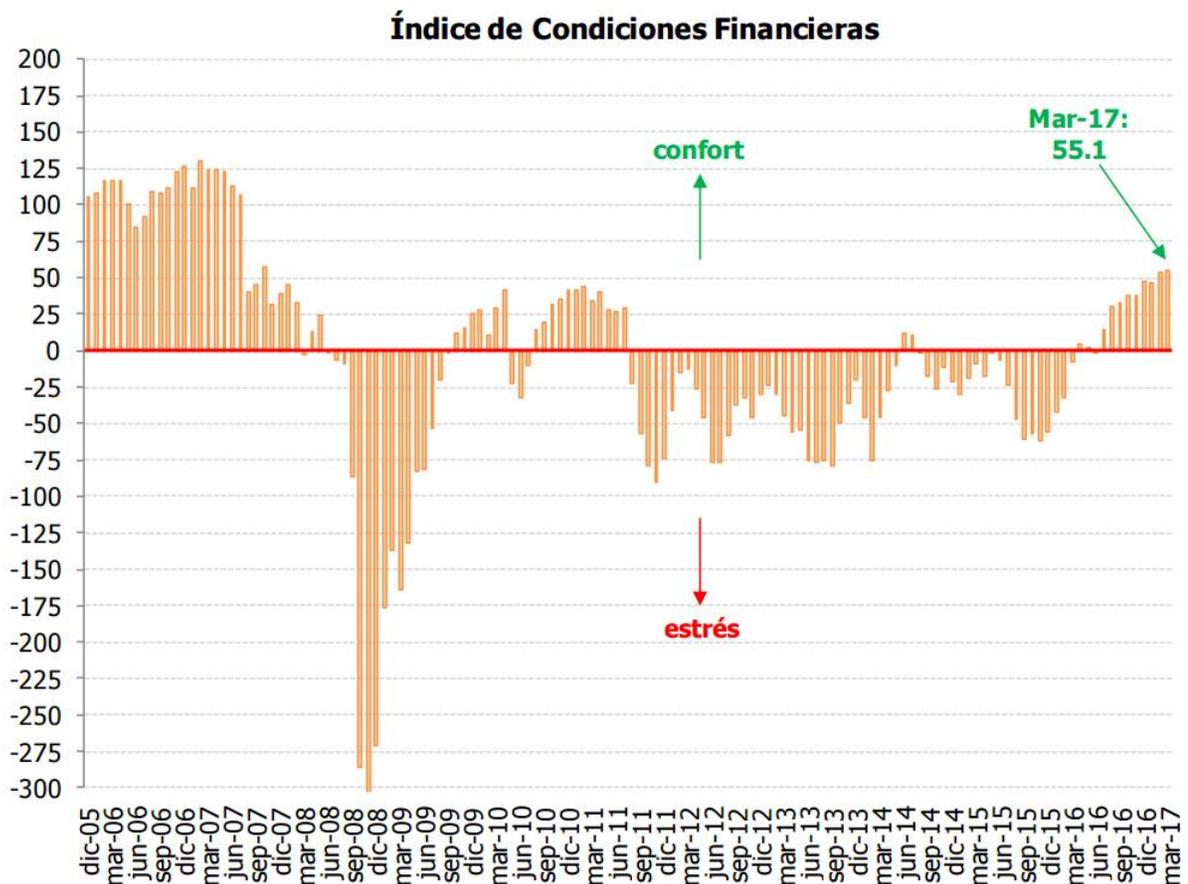
Como sea, el crédito al sector privado viene creciendo a un ritmo del 2% mensual, lo que es consistente con la dinámica de los depósitos y el crecimiento de las inmovilizaciones (encajes+Pases+Lebac). Para baja+ de tasas habría que esperar, por lo tanto, a mediados de abril.

4. El mercado cambiario se mantuvo en general bajista. Dólares de las provincias, la cosecha gruesa que arranca y el último tramo del sinceramiento apuntalan la oferta. Claro que esta tendencia podría revertirse a fines del segundo trimestre.

Índice de Condiciones Financieras (ICF)

Presentado conjuntamente por IAEF y ECONVIEW – Marzo 2017

- En marzo el ICF mejoró 1,5 puntos respecto a febrero, experimentando la segunda suba consecutiva, y alcanzó los 55,1 puntos, marcando nuevamente el mejor registro desde octubre de 2007.
- Las condiciones financieras permanecieron en zona de confort por noveno mes consecutivo.
- Mientras las condiciones locales se deterioraron levemente en el mes por un peor desempeño relativo de las acciones argentinas –habían crecido con fuerza en los dos meses previos– las condiciones externas volvieron a exhibir un avance de la mano de mayor confianza entre bancos y liquidez global.



MERCADO DE TRABAJO Y OBSERVATORIO DE LA DEUDA SOCIAL ARGENTINA UCA

1. INDEC publicó *Mercado de Trabajo, principales indicadores, cuarto trimestre de 2016*, con fecha 16-03-2017.

Se agregaron los dos trimestres anteriores, aclarando dicho organismo que no se incluyeron datos de otros períodos; *conforme a la emergencia estadística (Decretos 181/15 y 55/16)*, las series de 2007 a 2015 deben ser consideradas con reservas.

De este modo, en el Cuadro 1 se muestran los principales indicadores del segundo al cuarto trimestre del corriente año. A título comparativo y con las debidas reservas, se incluyeron los datos del cuarto trimestre de 2014.

Cuadro 1
EPH – TASAS TRIMESTRALES
Total 31 aglomerados urbanos

	Trim. II 2016	Trim. III 2016	Trim. IV 2016	Trim. IV 2014
Actividad	46,0	46,0	45,3	45,2
Empleo	41,7	42,1	41,9	42,1
Desocupación abierta	9,3	8,5	7,6	6,9

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC (16-03-2017 y otros).

Principales tasas

Actividad: porcentaje entre la Población Económicamente Activa, ocupada más la desocupada, y la población total de referencia, los 31 aglomerados. Constituye una aproximación de la oferta laboral por parte de los trabajadores.

Empleo: porcentaje entre la población ocupada y la población total de referencia. Aproximación de la demanda laboral de las empresas.

Desocupación: porcentaje entre la población desocupada (que está buscando trabajo), y la PEA. Se trata de una encuesta con un intervalo de confianza del 90% y límites inferior y superior.

En el Cuadro 1, la tasa de actividad en los trimestres segundo y tercero está en 46%. Existió un leve retroceso, 45,3%, en la oferta laboral en el cuarto trimestre, que puede explicarse en la estacionalidad, **factor que favorece la baja en la tasa de desocupación**. Por otra parte, ambos cuartos trimestres, 2014 y 2016, prácticamente se igualan (45,3%–45,2%).

En materia de empleo la tasa más baja se registró en el segundo trimestre (41,7%), con leve mejora en los demás períodos, lo cual también contribuye a una menor tasa de desocupación.

Estos dos factores, actividad descendiendo y empleo subiendo levemente en comparación con el segundo trimestre, explican el recorrido de la tasa de desocupación, **partiendo de 9,3% y llegando a 7,6% en el cuarto trimestre de 2016.**

- Desde el punto de vista regional, se destacan los aglomerados que en el cuarto trimestre superaron el nivel general de 7,6%, incluyendo la correspondiente población de referencia del área cubierta por la EPH.

Cuadro 2
AGLOMERADOS CON ELEVADAS TASAS DE DESOCUPACIÓN

	Tasa de desocupación	Población (miles)
Total 31 aglomerados EPH	7,6	27.345
Partidos Gran Buenos Aires	9,4	11.856
Gran Tucumán-Tafí Viejo	7,9	879
Bahía Blanca-Cerri	9,2	308
Gran Córdoba	8,0	1.528
Gran Rosario	8,6	1.291
Mar del Plata	10,6	625
Rio Cuarto	9,1	172
Subtotal		16.659

FUENTE: ídem anterior.

La población de referencia cubierta por la EPH es de 27,3 millones de habitantes, **y los aglomerados con elevadas tasas de desocupación comprenden el 60,9% del total. Obviamente, se destacan los partidos del conurbano bonaerense con el 43,4% del total.**

En segundo término están las dos grandes capitales, como Córdoba y Rosario (el 10,3% entre ambas), todo lo cual marca la magnitud del problema y su localización.

- En el siguiente punto se hará referencia a un indicador específico de la evolución del empleo registrado del sector privado. Se trata de la Encuesta de Indicadores laborales (EIL), elaborada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social. La misma releva permanentemente a las empresas de todos los sectores de actividad, con excepción del primario.

La misma incluye los resultados generales de empresas con 10 y más trabajadores, de Gran Buenos Aires, Gran Córdoba, Gran Rosario, Gran Mendoza, Gran Tucumán, Gran Paraná, Gran Resistencia, Gran Santa Fe, Gran Jujuy y Gran Bahía Blanca, los dos últimos en 2015. Muestra EIL enero de 2017: 3.298 empresas y 337.042 empleados.

Se incorpora en el Cuadro 3 información adicional del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), indicador que anticipa la evolución del PIB, para evaluar comparativamente el comportamiento de las series.

Cuadro 3
ENCUESTA DE INDICADORES LABORALES (EIL) Y EMAE

	Base Ago. 2001=100	Variación mensual	EMAE deses. 2004=100	Var. mensual desestac.
2014				
Diciembre	134,3	-0,2	144,5	0,1
2015				
Enero	134,8	0,3	145,7	0,8
Febrero	134,6	-0,1	147,2	1,1
Marzo	134,4	-0,1	148,0	0,5
Abril	134,2	-0,2	148,8	0,5
Mayo	134,5	0,2	149,0	0,1
Junio	134,6	0,1	150,8	1,2
Julio	135,0	0,3	150,5	-0,2
Agosto	135,1	0,1	149,8	-0,4
Septiembre	135,3	0,2	148,7	-0,7
Octubre	135,5	0,1	149,0	0,2
Noviembre	135,6	0,1	148,1	-0,6
Diciembre	135,0	-0,4	147,6	-0,3
2016				
Enero	135,3	0,2	147,7	0,1
Febrero	135,4	0,1	146,2	-1,0
Marzo	135,1	-0,2	147,6	1,0
Abril	134,8	-0,2	145,1	-1,7
Mayo	134,5	-0,2	144,2	-0,6
Junio	134,3	-0,1	143,5	-0,5
Julio	134,4	0,1	144,2	0,5
Agosto	134,2	-0,2	144,8	0,4
Septiembre	134,3	0,1	143,9	-0,6
Octubre	134,4	0,1	143,4	-0,4
Noviembre	134,8	0,3	144,5	0,8
Diciembre	134,1	-0,5	147,1	1,8
2017				
Enero	134,7	0,4	146,4	-0,5

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de Ministerio de Trabajo y de INDEC.

Se destaca la regularidad de la serie del EIL, que se extiende por lo menos los últimos cinco años, con un promedio anual de 134,6 (mínimo de 134,3 en 2013 y un máximo de 139,9 en 2015). **A estar de estas cifras, si bien denotan un mercado laboral estancado, no ponen de relieve una crisis de empleo.**

En cuanto a la variación mensual, el acumulado anual a diciembre de 2015 fue 0,2% y a diciembre de 2016 de -0,2%. Los niveles más negativos de los meses de diciembre pueden atribuirse a factores estacionales. Por esa razón, el mejor registro de enero último (0,4%) estaría reflejando precisamente la baja base del pasado diciembre.

Las cifras del Trim. IV 2016 del EIL no muestran diferencias apreciables con el Trim. III 2016, si bien hay tres meses consecutivos positivos, como puede verse en el referido Cuadro 3.

El EMAE tiene una mayor volatilidad. Las variaciones mensuales de noviembre y de diciembre de 2016 fueron positivas (0,8% y 1,8%), pero enero registró -0,5%. Dada la elasticidad Empleo/Producto, si se consolida la mejora en el nivel de actividad y se supera el período de las negociaciones salariales, es de esperar que el EIL continúe la mejora en lo que resta del primer semestre.

4. Una visión sobre la tasa de desocupación en los principales país de la región expone los siguientes resultados.

Cuadro 4
TASAS DE DESOCUPACIÓN EN LA REGIÓN
Principales países

	2014	2015	2016
Argentina	-7,3	-6,5	IV -7,6
Brasil	-6,8	-8,6	-11,6
Chile	-6,4	-6,2	-6,4
Colombia	-9,5	-9,2	-8,9
México	-5,3	-4,7	-4,4
Perú	-5,9	-6,5	-6,8
Venezuela	-7,2	-7,0	----

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de CEPAL (excepto la Argentina IV).

Dos extremos: Brasil, casi duplicando la variación 2016/2014, México, en descenso, con -4,4% en 2016. Y nuestro país en una posición intermedia, acercándose a Chile y Perú.

5. En el mes de marzo último el Observatorio de la Deuda Social Argentina (OSDA), Universidad Católica Argentina, presentó el informe *Pobreza y desigualdad por ingresos en la Argentina urbana 2010-2016, marzo de 2017*.

En el Cuadro 5 se muestra la evolución del porcentaje de hogares y personas afectados por las diferentes carencias, a partir de la Encuesta de la Deuda Social Argentina-Bicentenario (ESDA). El trabajo de campo se desarrolló en los últimos trimestres de 2010 a 2015 y en el tercer trimestre en 2016.

Cuadro 5
TASAS DE INDIGENCIA Y POBREZA
En porcentaje de hogares y personas

	2010 IV	2011 IV	2012 IV	2013 IV	2014 IV	2015 IV	2016 III	2016/10
Hogares en situación de indigencia	3,8	3,7	3,2	3,2	3,4	3,2	4,0	0,2 p.p.
Hogares en situación de pobreza	18,4	15,5	16,8	18,0	18,3	18,8	22,0	3,6 p.p.
Personas en situación de indigencia	6,4	6,1	5,7	5,4	6,4	5,4	6,9	0,5 p.p.
Personas en situación de pobreza	28,2	24,7	26,2	27,4	28,7	29,0	32,9	4,7 p.p.

FUENTE: EDSA-Bicentenario 2010/2016, Observatorio de la Deuda Social Argentina, UCA.

En el referido informe se menciona lo siguiente: *Con base en esta información, el análisis punta a punta del período da cuenta de un comportamiento relativamente amesetado en las tasas de indigencia, un aumento sistemático en las tasas de pobreza desde 2011 hasta 2015, así como un incremento en ambos indicadores entre 2015 y 2016... Este último aumento habría ocurrido principalmente durante el shock económico del primer semestre del año... Sin duda, las tasas de indigencia y pobreza revelan una tendencia desfavorable entre el cuarto trimestre de 2015 y tercer trimestre de 2016.*

De todas maneras, en el informe se reconoce que en el segundo semestre del año pasado se registró una notoria baja en el ritmo de la inflación y, además, hacia el final del período habría existido una recuperación del empleo. Pero, en el relevamiento del tercer trimestre no se evidenciaban cambios significativos en el nivel de actividad o de la demanda laboral.

6. Cercano a la fecha de cierre del presente Informe INDEC difundió su publicación Incidencia de la pobreza y de la indigencia en 31 aglomerados urbanos - Segundo semestre de 2016, datos que se transcriben en el cuadro adjunto.

Cuadro 6
POBREZA E INDIGENCIA
Total aglomerados urbanos
Segundo semestre de 2016 (%)

Pobreza	
Hogares	21,5
Personas	30,3
Indigencia	
Hogares	4,5
Personas	6,1

FUENTE: INDEC (28-03-2017)

En el referido informe del segundo semestre se puntualiza lo siguiente:

Población total de los 31 aglomerados 27,3 millones, con 8,9 millones de hogares. Se encuentran debajo de la Línea de Pobreza 1,9 millones de hogares (con 8,3 millones de personas. Dentro esos grupos, se encuentran bajo la Línea de Indigencia 0,4 millones de hogares, con 1,7 millones de indigentes.

En el cuadro se incluye la desagregación de los porcentajes del Cuadro 6 por regiones.

**Cuadro 7
POBREZA E INDIGENCIA POR REGIONES (%)**

	Pobreza hogares	Pobreza personas	Indigencia hogares	Indigencia personas
Total	21,5	30,3	4,5	6,1
Ciudad de Buenos Aires	6,8	9,5	2,0	2,3
Partidos del Gran Bs. As.	25,6	34,6	5,8	7,5
Cuyo	25,9	35,7	3,3	4,3
Noreste	23,5	33,0	3,8	5,1
Noroeste	24,2	31,6	4,2	5,3
Pampeana	21,3	30,5	4,7	6,7
Patagónica	16,8	23,7	2,8	3,3

FUENTE: ídem.

Los Partidos del Gran Buenos Aires y la región de Cuyo ocupan los primeros puestos en materia de pobreza. En indigencia GBA quedó en primer término.

Finalmente, aun cuando la metodología del Observatorio difiere de la aplicada por INDEC, los resultados aportados por el organismo oficial para el segundo semestre no están muy alejados de los porcentajes del tercer trimestre del primero. Basta con comparar el encabezado del Cuadro 7 o el resumen del Cuadro 6, con el referido Cuadro 5. Siempre teniendo en cuenta que los resultados de INDEC corresponden al segundo semestre de 2016 y los del Observatorio al tercer trimestre del mismo año.

ANEXO ESTADÍSTICO

Cuadro I. BASE MONETARIA AMPLIA Y RESERVAS DEL BCRA

Año	Mes	Base Monetaria Amplia (\$ (a))	Reservas Líquidas (U\$S) (b)	$[(a)/(b)] \times 100$ %
2016	Marzo	603.600	28.800	2.096
	Abril	605.322	30.650	1.970
	Mayo	612.170	31.630	1.935
	Junio	648.900	31.100	2.086
	Julio	706.460	33.325	2.120
	Agosto	708.460	31.600	2.242
	Septiembre	711.990	30.700	2.319
	Octubre	742.130	35.960	2.064
	Noviembre	769.500	37.500	2.052
	Diciembre	858.600	37.795	2.272
2017	Enero	888.690	40.650	2.186
	Febrero	962.540	48.775	1.973
	Marzo (1)	990.575	51.600	1.920

Promedio mensual de saldos diarios, en millones; incluye pasivos pasivos.

(1) Estimación preliminar propia.

FUENTE: elaboración propia sobre información del BCRA.

Cuadro II. AGREGADOS MONETARIOS

Año	Mes	Base Monetaria Amplia	M1	M3
2016	Marzo	2,4	-2,5	-1,0
	Abril	0,3	-3,7	-1,4
	Mayo	1,1	2,3	1,5
	Junio	6,0	1,5	2,6
	Julio	8,9	2,4	4,0
	Agosto	0,3	1,4	0,1
	Septiembre	0,5	1,1	1,4
	Octubre	3,6	2,9	2,4
	Noviembre	3,7	3,9	3,6
	Diciembre	11,5	9,5	6,5
2017	Enero	4,1	6,0	3,5
	Febrero	8,3	-4,0	2,4
	Marzo (1)	2,9	2,6	0,5

Tasa mensual de variación %, calculada a partir de promedios mensuales de saldos diarios.

(1) Estimación preliminar propia.

FUENTE: elaboración propia sobre información del BCRA.

Cuadro III. TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL PESO/DÓLAR Y PESO/REAL

Períodos	Peso/dólar	Peso/real
1980–1989	3,01	1,67
1956–2009	2,28	1,98
Dic. 2001	1,00	1,00
Dic. 2002	2,45	2,32
Dic. 2003	2,12	2,53
Dic. 2004	2,11	2,71
Dic. 2005	2,01	2,92
Dic. 2006	1,88	3,10
Dic. 2007	1,70	3,31
Dic. 2008	1,51	2,82
Dic. 2009	1,48	3,16
Dic. 2010	1,27	3,10
Dic. 2011	1,14	2,52
Dic. 2012	1,07	2,33
Dic. 2013	1,11	2,17
Dic. 2014	1,04	1,86
2015		
Marzo	1,00	1,53
Junio	0,99	1,57
Septiembre	0,95	1,24
Diciembre	1,22	1,68
2016		
Enero	1,25	1,69
Febrero	1,35	1,87
Marzo	1,21	1,90
Abril	1,11	1,81
Mayo	1,05	1,65
Junio	1,08	1,94
Julio	1,07	1,89
Agosto	1,06	1,84
Septiembre	1,08	1,86
Octubre	1,04	1,84
Noviembre	1,07	1,76
Diciembre	1,06	1,83
2017		
Enero	1,05	1,89
Febrero	1,00	1,81
Marzo (prelim.)	0,97	1,72

Tipo de cambio real del período anterior, multiplicado por la variación del tipo de cambio nominal y la de los precios mayoristas de Estados Unidos en el período, divididos por la variación del IPC en el período = Tipo de cambio real de fin del período. El deflactor utilizado hasta diciembre de 2006 fue el IPC de INDEC; desde diciembre de 2007 se tomaron como fuente otros indicadores de la evolución de los precios minoristas emanados de diversos organismos. En el caso del real se utiliza el índice IPA–DI (mayoristas) de la Fundação Getulio Vargas.

FUENTE: hasta diciembre de 2009, IAEF, Dpto. de Investigaciones, El dólar como reserva de valor en el mundo y su nivel de equilibrio en la Argentina en el largo plazo, cuadros 8 y 9, Abril de 2010, Trabajo de Investigación N° 36. Actualización desde enero de 2010, IAEF, Dpto. de Investigaciones.



Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas

www.iaef.org.ar

Sede Central: Tucumán 612, 4 Piso, C1049AAN, Buenos Aires Tel: (011) 4322-6222 Fax (011) 4322-4710 webmaster@iaef.org.ar

Filial Córdoba: Av. Maipú 51, 5 Piso - Oficina 7 | X5000IBA | Córdoba, Argentina - Tel./Fax: (0351) 5684100 | (0351) 5684101 iaefcordoba@iaef.org.ar

Filial Rosario: Córdoba 1868, 1 Piso, Oficina 106, Rosario, Argentina - Tel: (0341) 527-1017/18 iaefrosario@iaef.org.ar

Filial Mendoza: Paso de Los Andes 1147 - Ciudad - Mendoza - Argentina - Tel./Fax: 54 261 4203733 | 4203912 iaefmendoza@iaef.org.ar

Filial Tucumán: iaeftucuman@iaef.org.ar