

RESUMEN EJECUTIVO

La actividad económica aceleró su marcha en el tercer trimestre de 2017. El Estimador mensual de actividad económica (EMAE) del INDEC registró una suba del 4,3% interanual (i.a.) y del 1,3% respecto del trimestre previo (t/t), habiendo acumulado un avance del 2,5% en enero-septiembre con relación igual lapso de 2016 (año que cerró con un retroceso promedio del 2,2%). Por su parte, en el trimestre bajo análisis el Indicador Sintético de Actividad GERES (ISAG) anotó un incremento del 4,7% i.a y del 1,5% t/t, por encima de la evolución del EMAE.

A nivel sectorial, en el tercer trimestre se destacaron las subas interanuales de la construcción (13,3%), el comercio (4,6%) y la industria (4,4%), que conjuntamente aportaron 1,8 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento del EMAE. Dentro de los servicios, el mayor incremento correspondió a la intermediación financiera (6,2% i.a.). Adicionalmente, los impuestos netos de subsidios exhibieron un gran dinamismo (+8,2% i.a.), explicando 1,4 p.p. de la suba del EMAE.

Por el lado de la demanda agregada, el consumo privado ha mostrado una reanimación en los últimos meses, aunque aún en forma bastante dispar. Por un lado, los indicadores que registran circuitos tradicionales de consumo masivo (ventas en supermercados, grandes centros de compra y ventas en comercios minoristas) exhibieron variaciones virtualmente nulas; pero el significativo aumento (real) de la recaudación por IVA DGI y la estimación de las Cuentas Nacionales (INDEC) correspondiente al segundo trimestre (último dato) son evidencia de una mejora en el consumo privado respecto de la debacle experimentada un año atrás.

En tanto, la inversión en equipo durable de producción ha tenido en lo que va del año un dinamismo mucho mayor que el consumo privado, pero con un fuerte sesgo (sobre todo en el trimestre bajo análisis) hacia los bienes importados, que contribuye a sumar presión sobre las deterioradas cuentas externas.

De momento, la mayor actividad económica se ha expresado de forma muy débil en el mercado laboral. Más de la mitad de la creación bruta de empleo “en blanco” se ha verificado en rubros cuyo carácter registrado resulta más bien virtual: empleo en casas particulares y monotributistas, mientras que la generación de trabajo en el sector privado formal está fundamentalmente influida por la gran reactivación de la construcción, con respecto al recesivo 2016; la industria manufacturera, por su parte, ha perdido 30.000 trabajadores. En su conjunto, tanto la tasa de desocupación *ampliada* que calcula GERES como *la tasa de argentinos desesperados por el desempleo* (medición más abarcativa de GERES que incorpora graves problemas de empleo) mostraron alguna mejora marginal en la comparación interanual durante el segundo trimestre (última información disponible), a la vez que permanecen en valores muy elevados (13,5% y 32% de la PEA respectivamente). Tal como ocurre con la tasa de desocupación que reporta el INDEC, la citada mejora surge de un retroceso en la cantidad de personas que buscan trabajo y no de un mayor nivel de empleo.

El *eje de abscisas* del mercado laboral -el salario- también se halla deteriorado. Hasta septiembre de 2017 el poder adquisitivo de los sueldos correspondientes al sector privado ha crecido un 3,9% i.a., lo que no alcanza a remontar la pérdida del año pasado. En peor situación se encuentra el salario público, que ha subido un 1,1% i.a., cuando en 2016 había caído un 8,3%. Esto vuelve particularmente inconsistente el diagnóstico



presidencial acerca de que el nivel salarial inhibe la contratación de fuerza de trabajo por parte del sector privado.

La meta de inflación minorista originalmente prevista para todo el año se superó en septiembre; en este contexto, GERES estima que 2017 cerrará con un aumento del 23% (diciembre 2017 versus diciembre 2016) en el IPC nacional. Este ritmo continúa siendo preocupante; en especial considerando que en el tercer trimestre de 2017 la tasa de inflación fue bastante elevada (+5,1%) a pesar de que los incrementos de tarifas de servicios públicos y otros precios regulados tuvieron un impacto directo relativamente pequeño.

A diferencia de lo acontecido con el mercado laboral, el repunte de la actividad económica se ha visto reflejado en un mayor dinamismo de los recursos recaudados por el Sector Público. Los ingresos tributarios y de la seguridad social registraron un incremento del 29% i.a. en el tercer trimestre, 6 p.p. por encima de la inflación (+23%) y 10 p.p. más que la tasa de incremento del gasto primario (+19%). La caída del gasto en términos reales se debió principalmente a la suba de las tarifas de luz, gas y agua, y a la correspondiente reducción de los subsidios económicos, que cayeron un 40% i.a. en el período considerado. Sobre la base de este “ahorro” del Fisco, el gasto primario se desaceleró significativamente en comparación con el crecimiento que observó en el primer semestre (31% i.a.).

A pesar de la disminución real del gasto primario, el financiamiento del déficit fiscal por medio del endeudamiento externo ha venido incrementando notablemente el gasto en intereses, que crece a un ritmo interanual superior al 70%. Ante este panorama, el Gobierno se encamina a cumplir el objetivo de reducción del déficit primario, que pasaría de 4,3% del PBI en 2016 a 4,0% en 2017. Pero no ha logrado estabilizar, y menos aún bajar, el rojo financiero, que se proyecta en torno al 7% del PBI para el acumulado del año, por encima del déficit registrado en 2016 (6,6% del PBI). En este marco, ya pasada la elección de medio término, desde el oficialismo se han presentado los proyectos de “responsabilidad fiscal”, “reforma previsional” y “consenso fiscal”, que apuntan esencialmente a reducir la presión tributaria y ajustar el gasto público consolidado.

Por otro lado, en el transcurso del tercer trimestre el BCRA consolidó un período de esterilización sin precedentes, habiendo absorbido más de \$ 300.000 millones en lo que va del año. La enorme bola de nieve que representa el actual stock de Lebac (ya superó el billón de pesos) se alimentó centralmente de la acumulación de reservas por parte del ente monetario -como resultado del gigantesco endeudamiento del gobierno en moneda extranjera- y del sostenimiento de elevadas tasas de interés. No obstante, la base monetaria se expandió, principalmente por la mayor liquidez bancaria que derivó en un fuerte incremento en la oferta de créditos indexados. En simultáneo, el tipo de cambio con el dólar se mantuvo relativamente estable, luego de la devaluación del 10% a comienzos de julio, lo cual ha derivado nuevamente en una progresiva apreciación cambiaria.

A lo largo del período pre-electoral el BCRA sostuvo una tasa de política monetaria de 26,25%, superior a las expectativas de inflación del sector privado. Luego de los comicios, el ente monetario volvió a subir la tasa a 28,75%, con el objetivo -desde su visión puramente monetarista- de acotar el repunte de la inflación y lograr que los precios retomen la tendencia a la baja, garantizando tasas de interés reales positivas, que en el actual marco de estabilidad cambiaria refuerzan la fiesta financiera (con altos retornos en dólares) y moderan la expansión del crédito. En el mismo sentido, el incremento busca dar una señal al mercado en aras de



asegurar los retornos de las LEBAC, ante el gravamen a la renta financiera que el gobierno intenta aprobar con el paquete de reforma fiscal.

En lo que hace a las cuentas externas, la situación de la cuenta corriente de la balanza de pagos resulta cada vez más compleja. Las importaciones de bienes continuaron acelerándose durante el tercer trimestre (+24,7% i.a.), habiendo registrado una suba del 18,9% i.a. en el acumulado diez meses (+29,5% en octubre). En cambio, las exportaciones se mantuvieron estancadas en el trimestre, con una suba de apenas 1,8% i.a. en enero-octubre. Al gran desfase entre la evolución de las cantidades vendidas (+0,7%) y compradas (+12,4%) en lo que va del año se ha sumado un descenso de los términos del intercambio (-4,6%), situación que ha derivado en un vertiginoso deterioro del saldo comercial, que en el acumulado a octubre arroja un déficit de U\$S 6.115 millones, con un empeoramiento de U\$S 8.000 millones respecto de igual lapso de 2016. A esto debe adicionarse el pésimo desempeño de la cuenta servicios, detrás del cual se encuentra el rubro turismo, así como los restantes componentes de la cuenta corriente (utilidades y dividendos, e intereses), estructuralmente deficitarios. De ese modo, el déficit de la cuenta corriente se elevaría a un 4% del PIB este año, con un notable deterioro respecto del verificado en 2016 (-2,8% del PIB). Cabe destacar que, como resultado de la marcada tendencia declinante que registran desde el año 2011, las cantidades exportadas acumuladas en los últimos cuatro trimestres se retrotraen al nivel que alcanzaban en 2005, doce años atrás.

El avance de la actividad económica en 2017 significa todavía una mejora en el margen dentro del contexto más amplio de estancamiento que se prolonga desde hace cinco años, y que viene alternado caídas en los años pares con subas en los impares (electorales); el difícil desafío consiste en poder consolidar la recuperación en el tiempo, para dejar definitivamente atrás esa situación. En el caso de la producción industrial, el discreto repunte de este año implica una mejora aún más limitada, dentro de una marcada tendencia bajista que se extiende desde 2011, ubicándose actualmente en niveles de 2007.

Los gigantescos déficits gemelos (fiscal y externo) aparecen como serios condicionantes para la marcha de la economía local. En ese sentido, la política oficial se orienta a la profundización del ajuste en diversos planos, que incluye el intento de "reforma laboral", además de las citadas reformas previsional y fiscal. De lograr avanzar en ese camino, la política económica oficial terminará indefectiblemente afectando el poder adquisitivo de amplios sectores de la población, y por lo tanto, el consumo privado (que equivale a un casi un 75% del PIB).

Por su parte, el creciente rojo de la cuenta corriente se constituye como un fuerte limitante para el avance de la actividad económica, dada la enorme dependencia importadora local y un panorama exportador que no luce mucho mejor que en la actualidad, en tanto los restantes rubros de la cuenta corriente tienden hacia un mayor deterioro. En este marco, la deplorable evolución de las exportaciones registrada en los últimos años es una de las cuestiones más complejas a revertir, como condición necesaria -no suficiente- para poder apuntalar un ciclo de crecimiento económico que resulte sostenible en el tiempo. En cambio, el abuso del endeudamiento externo exacerba la vulnerabilidad de la economía argentina, en un contexto mundial que sigue siendo favorable en ese sentido, pero siempre sujeto a la posibilidad de cambios impredecibles. Este ritmo de endeudamiento no hará más que postergar en el tiempo el preocupante déficit de la cuenta corriente, que de no comenzar a revertirse terminará repercutiendo seriamente, más temprano o más tarde, sobre la dinámica de la economía local.

