

INSTITUTO DE INVESTIGACIÓN
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
UNIVERSIDAD DEL SALVADOR

Nº 149 AÑO 15

17 DE ABRIL DE 2017

Editor del IEM:

Héctor Rubini

Escriben en
este número:

Eloy Aguirre

Luis Argüero

Gustavo Martín

Héctor Rubini

Jorge Viñas

CONTENIDOS

RESUMEN EJECUTIVO	1
PANORAMA DE ARGENTINA	
▪ TODAVÍA LEJOS DE LA ESTABILIDAD	2
▪ NO HAY MILAGRO	6
PANORAMA INTERNACIONAL	
▪ ESCENARIO GLOBAL: NO TAN RÁPIDO MR. TRUMP	11
NOTAS ESPECIALES	
▪ MERCADO LABORAL ARGENTINO	18
▪ ABENOMICS 2017: REALIDADES Y DESAFÍOS EN LA ERA TRUMP	23
INDICADORES	26

VIAMONTE 1816
C1056ABB CIUDAD DE
BUENOS AIRES, ARGENTINA
TEL +5411-811-5327
+5411-811-6052
+5411-811-7441
<http://fceye.usal.edu.ar>

La presente publicación es resultado del trabajo de los miembros del Programa de Investigación en Análisis y Prospectiva de la Economía Mundial y Argentina del Instituto de Investigación de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador.

Las opiniones aquí expresadas no representan bajo ningún concepto una posición u opinión de la Facultad o de la Universidad y corresponden exclusivamente a sus autores. Queda prohibida la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación por el medio que fuere, sin previa autorización del Instituto de Investigación en Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad del Salvador. Se permite la mención de los artículos citando la fuente.

RESUMEN EJECUTIVO

EL DATO DEL MES

- **Inflación en alza.** El INDEC informó que el IPC creció 2,4% en el mes de marzo. La inflación no converge a las metas del BCRA.

LO IMPORTANTE

- **El conflicto con los gremios docentes puede fortalecer al gobierno.** El conflicto entre el Gobierno y los docentes bonaerenses complicó el escenario político. A pesar del desgaste de ambas partes, se espera una solución definitiva para este mes y un fortalecimiento de la gobernadora María Eugenia Vidal.

LO QUE HAY QUE SABER

- **Contraataque del BCRA y más “bicicleta” financiera** Ante el dato de inflación de marzo, el BCRA subió 150 p.b. la tasas de pasés a 7 días a 26,25% anual. Sin suba esperable del dólar, prevalece la rentabilidad de la compra de activos en pesos financiada con endeudamiento en dólares (el llamado “*carry trade*”).
- **La Argentina no logra salir del estancamiento.** A pesar de algunos “brotes verdes”, la actividad económica no da señales de un sólido despegue. La persistencia de la estanflación reabre el debate sobre la viabilidad de la política económica en curso.
- **Trump en su laberinto.** Las iniciativas de Donald Trump se han trabado en el Congreso de EE.UU. Las medidas expansivas prometidas en la campaña electoral no tendrían impacto antes de 2018. La Reserva Federal subió la tasa de Fondos Federales 25 p.b. en marzo, pero reafirmó su postura gradualista hacia la normalización de la política monetaria.
- **Países emergentes aliviados:** Ante las bajas tasas de interés en los países desarrollados, los países emergentes se benefician con el ingreso de grandes flujos de capitales.

LO QUE VIENE

- **La inflación bajaría recién en mayo o junio:** El BCRA lucha en soledad contra la inflación, que en abril estaría en torno de 2% ante la suba de tarifas de gas del orden del 30%.
- **Seguirá el “*carry trade*”.** Tipo de cambio estable o a la baja, ante la liquidación de divisas del agro, y el ingreso de capitales atraídos por los altos rendimientos de los activos locales. La abundancia de dólares se mantendría al menos hasta agosto.
- **Aumento el riesgo político en el mundo.** Expectativa frente a posibles acciones militares de EE.UU. en Medio Oriente, y Corea del Norte. Las mismas podrían acelerar cierta fuga al oro y al yen, enfriando la tendencia alcista de bonos y acciones en EE.UU.
- **Elecciones cruciales en Francia.** El próximo domingo se celebran elecciones presidenciales. No se espera un ganador en primera vuelta, sino en el ballottage del 7 de mayo. El socialista Emmanuel Macron y la ultraderechista Marine Le Pen son los preferidos del electorado francés

PANORAMA DE ARGENTINA

TODAVÍA LEJOS DE LA ESTABILIDAD

Héctor Rubini

El escenario político se complicó con el conflicto entre el gobierno y los docentes bonaerenses. Mientras tanto, la inflación no converge a la meta oficial y el BCRA aumentó la tasa de pasés a 7 días 150 p.b. hasta 26,25% anual. El tipo de cambio sigue estable, con presión a la baja. Las oportunidades más rentables provienen de la compra de activos en pesos financiada con endeudamiento en dólares (el llamado “carry trade”).

1. Inflación: todavía lejos de las metas oficiales.

La campaña electoral muestra creciente agresividad, y marzo ha sido el mes más desgastante para el gobierno, ante el conflicto de los gremios docentes de la provincia de Buenos Aires y una economía inflacionaria que no despega. La postura de los docentes bonaerenses y de los activistas del kirchnerismo que parecieran alentar la interrupción del mandato del actual Presidente antes de término. La exitosa marcha del pasado 1° de abril de apoyo al Gobierno, y el cada vez menor acatamiento a la huelga docente de la provincia de Buenos Aires, conducen inexorablemente a un principio de acuerdo. Esto, sin embargo, se vio frustrado luego de la represión a activistas que intentaron instalar un puesto de protesta semi permanente frente al Congreso Nacional, pero es inevitable.

El resto de los sindicatos se mantiene expectante, si bien en algunos casos se cerraron acuerdos con cláusulas que contemplen ajustes por productividad. La mayoría de los gremios reclama un ajuste de salarios que compense la pérdida de salario real de 2016 (estimada entre 5 y 8 puntos porcentuales, según el gremio) más una suba anual entre 20% y 25%, redondeando así ajustes salariales efectivos entre 24% y 30%.

Las empresas, y el Gobierno (especialmente), prefieren subas salariales “mirando al futuro” tomando como referencia el techo de la meta de inflación del Banco Central (BCRA): 17% - 18% más alguna eventual suma fija futura. La visión “*backward looking*” más ajuste preventivo de gremios es así incompatible con el enfoque “*forward looking*” del Gobierno que trata de evitar una espiral salarios-precios. De ahí la intención oficial de alinear las expectativas del público con una **meta arbitraria de inflación entre 12% y 17% para 2017 -o lo que es lo mismo, una inflación promedio mensual entre 0,9% y 1,3%. La realidad, sin embargo, parece alejarse cada vez más esa meta de origen hasta ahora desconocido, a pesar de cierto sesgo restrictivo de la política monetaria en el primer trimestre de este año:**

CUADRO 1. INFLACIÓN ÚLTIMOS 6 MESES POR JURISDICCIÓN (VAR. % MENSUAL IPC)

Año	Mes	INDEC (Aglom. Gran Bs. Aires)	Ciudad Buenos Aires	Pcia. Santa Fe	Pcia. San Luis	Pcia. Córdoba	Pcia. Mendoza	Pcia. Tucumán	Pcia. Neuquén
2016	Octubre	2,4%	2,9%	2,5%	2,0%	2,3%	4,7%	2,4%	2,0%
	Noviembre	1,6%	2,0%	0,8%	1,3%	1,2%	1,5%	1,6%	1,1%
	Diciembre	1,2%	1,2%	1,6%	0,9%	1,8%	0,6%	1,2%	0,9%
2017	Enero	1,3%	1,9%	2,1%	1,2%	1,5%	1,2%	1,3%	1,8%
	Febrero	2,5%	2,2%	2,7%	1,7%	2,3%	1,6%	2,5%	1,3%
	Marzo	2,4%	2,9%	s.d.	s.d.	3,4%	3,6%	2,4%	s.d.

(a) Promedio mensual IV Trim. 2016	1,7%	2,0%	1,6%	1,4%	1,8%	2,3%	1,7%	1,3%
(b) Promedio mensual I Trim. 2017	2,1%	2,3%	2,4%	1,5%	2,4%	2,1%	2,1%	1,6%
Var. trimestre contra trimestre (b) - (a)	0,3%	0,3%	0,8%	0,1%	0,6%	-0,1%	0,3%	0,2%

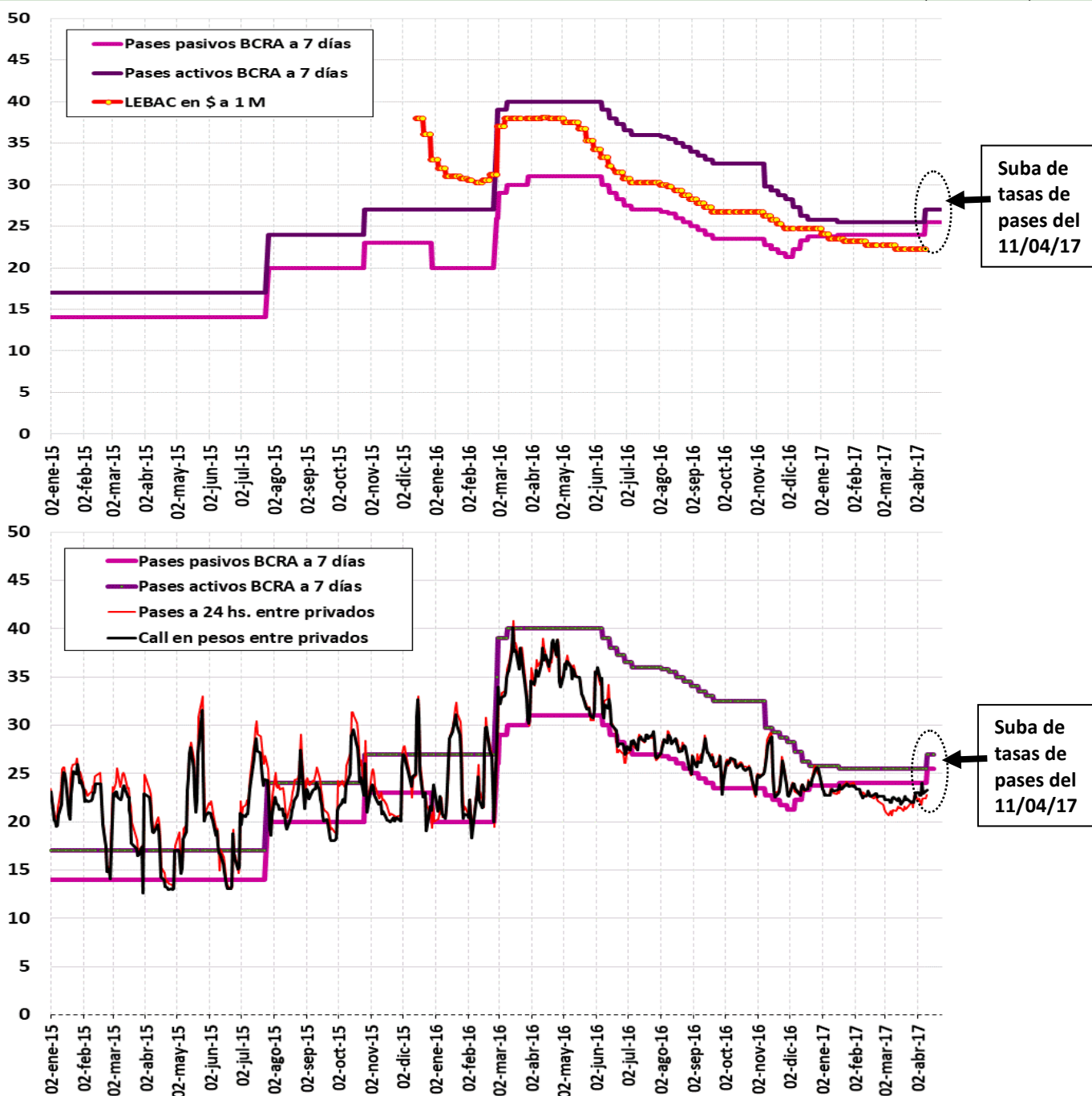
Nota: s.d.: sin datos por no haberse publicado el dato de marzo de 2016.

Fuente: elaboración propia en base a INDEC, DGEyC C.A.B.A., IPEC Pcia. de Santa Fe, DPEC Pcia. de San Luis, DGEC Pcia. de Córdoba, DEI Pcia. de Mendoza, DPEC Pcia. de Neuquén, y DEP Pcia. de Tucumán.

2. “Carry trade” y “bicicletas” financieras: la fiesta no tiene fin.

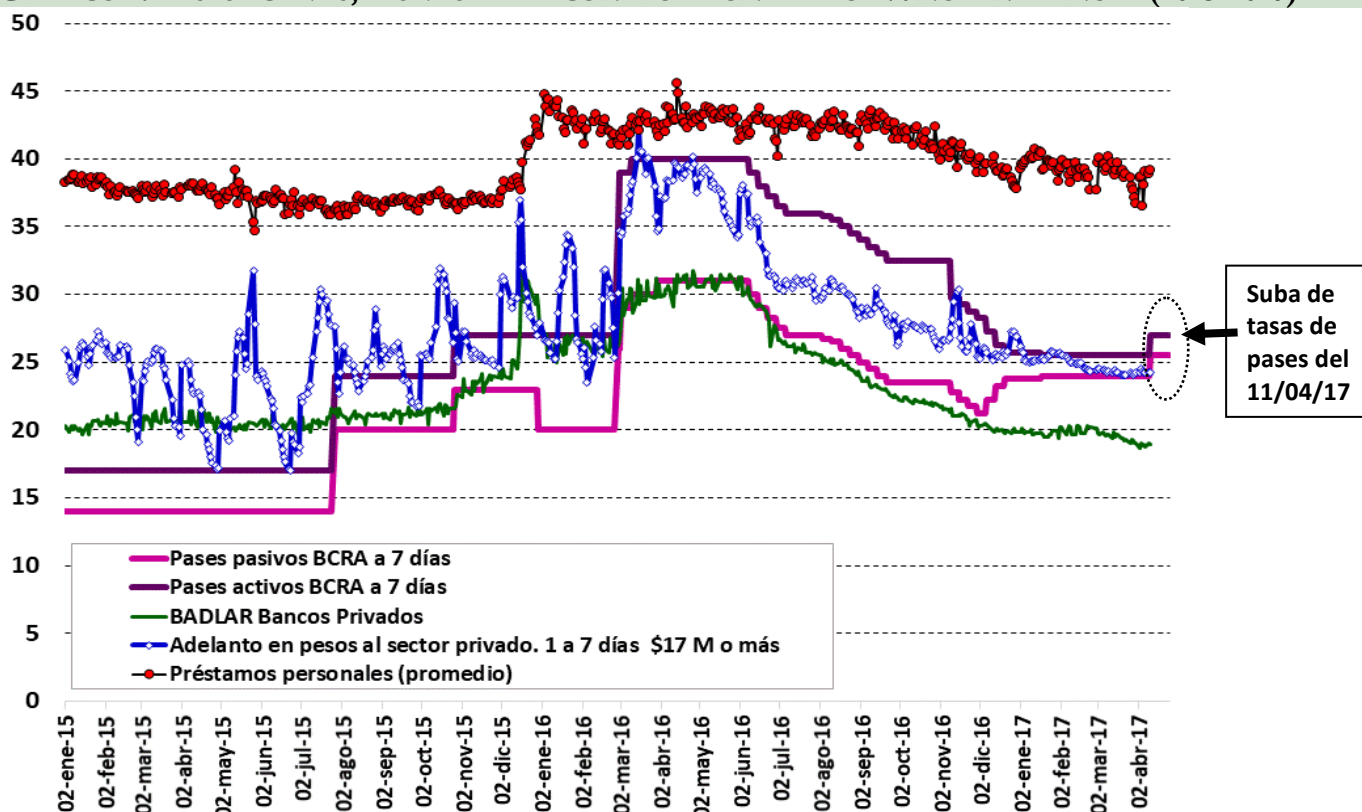
Los números de la inflación de marzo (con subas aún mayores en los precios de los alimentos) dejaron al gobierno frente a cuatro alternativas: 1) subir tasas de interés, 2) modificar las metas de inflación, ya superadas, 3) pasar a otro régimen de lucha contra la inflación, o 4) elegir otra política de estabilización. La elección, previsible, fue la primera opción. **El martes 11 de abril el BCRA aumentó 150 p.b. las tasas de pases a 7 días.** Los gráficos siguientes sugieren que las tasas de depósitos y préstamos estarían algo desacopladas de las tasas de pases a 7 días. Por el contrario, **siguen la trayectoria de las tasas de las Letras del BCRA (LEBAC) a 1 mes, que para no pocos consultores es la tasa de control monetario “de facto”**:

GRÁFICO 1: TASAS INTERBANCARIAS Y DE “CONTROL MONETARIO” % NOMINAL ANUAL (2015-2017)



Fuente: BCRA

GRÁFICO 2: TASAS ACTIVAS, PASIVAS Y DE “CONTROL MONETARIO” % NOMINAL ANUAL (2015-2017)



Fuente: BCRA

Las variaciones en las tasas de política no parecen afectar sustancialmente a los niveles de las tasas de préstamos personales, pero las tasas de adelantos en pesos para el sector privado para grandes empresas (\$17 M o más) de 1 a 7 días tiende a ubicarse entre las tasas de pases pasivos y activos del BCRA desde marzo de 2016. En el corto plazo las tasas de pases pasivos parecieran tener más impacto en las interbancarias privadas (pases a 24 hs. y call en pesos) que las tasas de las LEBAC en pesos a 1 mes. Sin embargo, el efecto a 30 días vista del rendimiento de las LEBAC a 1 mes sobre las tasas de mercado pareciera ser notablemente mayor en todos los casos.

CUADRO 1: CORRELACIÓN ENTRE TASAS DE CONTROL MONETARIO Y TASAS DE MERCADO
 -02/02/2015 A 11/04/2017-

a) Correlación simultánea: tasas de pases a 7 días y LEBAC a 1 mes, contra tasas de mercado

Coefficientes de correlación	BADLAR Bancos Privados	Pases a 24 hs. entre privados	Call en pesos entre privados	Adelantos en pesos al sector privado 1 a 7 días \$17 M o más	Préstamos personales (promedio)
Pases pasivos BCRA a 7 días	0,794	0,865	0,881	0,881	0,567
LEBAC en \$ 1 M	0,974	0,852	0,852	0,920	0,770

b) Correlaciones: tasas de pases a 7 días y LEBAC a 1 mes vs. tasas de mercado 30 días después

Coefficientes de correlación	BADLAR Bancos Privados	Pases a 24 hs. entre privados	Call en pesos entre privados	Adelantos en pesos al sector privado 1 a 7 días \$17 M o más	Préstamos personales (promedio)
Pases pasivos BCRA a 7 días	0,483	0,369	0,383	0,400	0,585
LEBAC en \$ 1 M	0,888	0,747	0,760	0,799	0,806

Fuente: Elaboración propia en base a datos BCRA

La correlación entre las tasas de control monetario formal (pases a 7 días) y de LEBAC en pesos a 1 mes, con las de mercado es inequívocamente positiva. Por lo tanto, es de esperar en el transcurso de este mes un aumento de las tasas de interés en pesos, tanto activas como pasivas. Esto significará un **encarecimiento del crédito**, aunque **no necesariamente en línea con una política monetarista genuina, de contracción de la masa monetaria y reducción del déficit cuasifiscal del BCRA por emisión de LEBAC.**

El BCRA ha enviado así una señal para confirmar **su compromiso con reducir la inflación, al menos contribuyendo a enfriar la demanda agregada.** Sin embargo, la emisión de LEBAC sigue siendo el instrumento más utilizado para absorber circulante. Esta deuda es esencialmente una promesa de emisión monetaria futura, que no se efectivizará en la medida que el mercado financiero no las rechace. Sus tasas de rendimiento son atractivas, pero a mayor oferta de LEBAC, menor la tasa exigida por el mercado, como se observa desde mayo del año pasado.

CUADRO 1: VARIABLES MONETARIAS Y CAMBIARIAS: 10/04/17 vs. 31/12/16

VARIABLES MONETARIAS Y CAMBIARIAS	31/12/2017	10/04/2017	Variación absoluta	Var. %
Reservas internacionales (U\$ M)	38.772	52.088	13.316	34,3%
Base monetaria (\$ M)	821.664	791.731	-29.933	-3,6%
Circulante (\$ M)	594.615	590.396	-4.219	-0,7%
Cambio en el stock de la base monetaria (\$ M)	-40.366	-29.933	10.434	-25,8%
Expansión de base para financiar al fisco (\$ M)	21.200	94.902	73.702	347,7%
Adelantos al Tesoro	6.000	37.500		
Remisión de utilidades de las reservas internacionales	30.000	0		
Emisión por ingreso de dólares vía deuda pública externa	-14.800	57.402		
Variación de base monetaria vía pases	12.260	-40.375		
Absorción de base monetaria vía licitación de LEBACs	-88.780	-98.391		
Stock de LEBAC emitidas (\$ M)	630.310	768.990	138.680	22,0%
% de LEBAC en entidades financieras	49,1%	42,1%		
Tipo de cambio (\$ / U\$S)	15,85	15,33	-0,52	-3,3%
Relación base monetaria / reservas internacionales	21,19	15,20		-28,3%

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

La transmisión a tasas activas preanuncia un enfriamiento de la demanda agregada, en contradicción con los intentos por reactivarla con el relanzamiento del programa “Precios Transparentes”, la promoción de ventas en cuotas sin interés “Ahora 3” y “Ahora 6”, la aceleración de la obra pública, los créditos hipotecarios indexados a 30 años, y el envío al Congreso de un proyecto de Ley para el lanzamiento de un nuevo régimen de “Compre Nacional”.

Aquí, además, juega un rol fundamental la expansión del gasto público corriente (no sólo social, sino en remuneraciones y en bienes y servicios). Ya en los dos primeros meses de gestión del nuevo ministro de Hacienda Nicolás Dujovne siguió **creciendo a mayor velocidad que los ingresos fiscales.** El resultado es un persistente déficit a financiar con deuda y emisión monetaria. Sin cambio alguno, y con aumento del endeudamiento interno y externo, la suba de tasas de interés en moneda local incrementará los beneficios esperados de endeudarse en dólares para financiar compra de títulos públicos u otros activos en pesos (el llamado “*carry trade*”). **Los especuladores e intermediarios financieros se benefician, pero significa empezar a echar por tierra el impacto positivo de la baja del riesgo país luego haberse resuelto el conflicto con los “holdout” en abril del año pasado.**

En este contexto, **habrá que ver si la movida del martes pasado del BCRA iniciará o no un sendero de mayor incertidumbre y volatilidad de tasas de interés.** Esto último, más que la suba del pasado martes, es lo que podría contribuir a que el eventual enfriamiento de la demanda agregada tenga impacto en la producción agregada, el nivel de actividad y el empleo.

Sin cambios a la vista, es de esperar que continúe por no menos de 3 meses la verdadera “fiesta” que se resume en ingreso de divisas aplicada para financiar básicamente gasto público corriente, inversiones en bonos y acciones y viajes de compras al exterior. La industria manufacturera, en cambio, seguirá enfrentando cada vez mayores dificultades para competir con las importaciones. **Sin una corrección del déficit fiscal, y con ajustes desincronizados de tarifas y salarios, la persistente inflación inercial exigirá al BCRA mayores subas de tasas de interés para dominar la inflación.** El riesgo a futuro: **un enfriamiento de la actividad económica y una suba de la tasa de desempleo que puede deteriorar los ingresos fiscales y fuerce a aumentar aún más los gastos corrientes por transferencias a sectores de bajos ingresos y a gobiernos provinciales en dificultades.**

Revertir esto exige un programa fiscal y monetario coordinado con un programa de crecimiento y competitividad focalizado en algunas iniciativas políticamente conflictivas: a) una sustancial reducción de impuestos, b) reducción, al menos mínima, del gasto público corriente, y c) una reforma del Estado, con fuerte reducción de ministerios y cargos públicos. Caso contrario, **una profundización del escenario recesivo, con creciente déficit fiscal, podría conducir a un programa de ajuste recesivo financiado por el FMI u otros organismos multilaterales de crédito.**

NO HAY MILAGRO

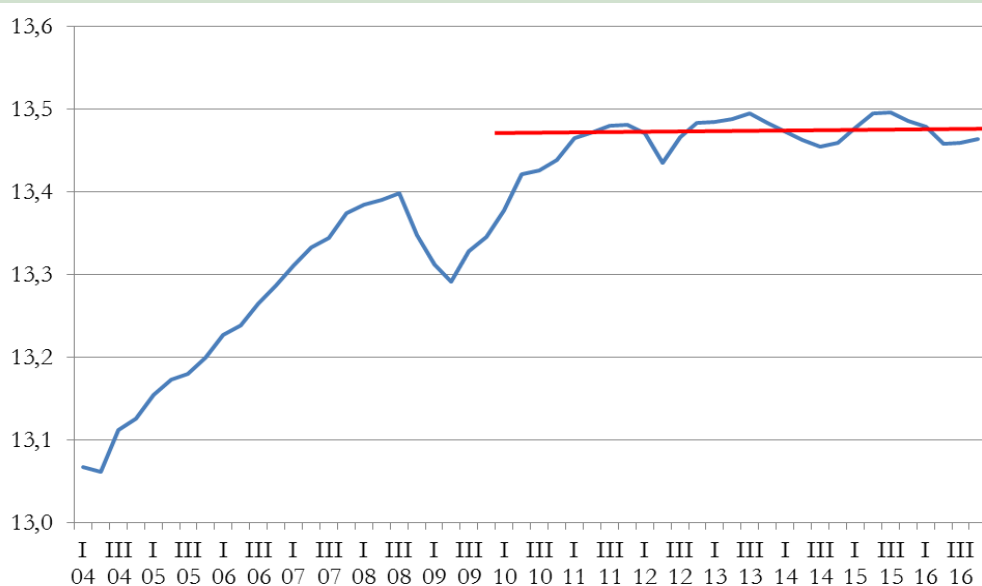
Gustavo Martín

A pesar de los llamados “brotes verdes”, la actividad económica no da señales de despegue hacia una tendencia de crecimiento sostenido. Sólo se observa una lenta recuperación del nivel de actividad perdido en 2016.

1. *Actividad: sin despegue evidente*

Los indicadores de actividad publicados durante marzo, distan de mostrar una sustancial mejora que es lo que se esperaba. Según los datos del INDEC, la evolución del PIB la recesión habría terminado en el tercer trimestre de 2016 y se observa una mejora en el cuarto, no se puede aseverar que la economía haya retomado la senda del crecimiento. Es decir, la actividad económica se encuentra en un proceso de recuperación del nivel previo a la caída de 2016 pero no hay una reactivación en el sentido de que se vaya a crecer por encima de la tendencia que lleva los últimos seis años: El siguiente gráfico indica que aún queda bastante camino por recorrer y el gobierno deberá comenzar a aplicar medidas que le den un mayor impulso a la actividad ya que por el momento no hay evidencia alguna de despegue:

GRÁFICO 3: LOG DEL PBI EN LOG VALORES DE 2004 SIN ESTACIONALIDAD



Fuente: INDEC

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), mostró una mejora interanual durante enero, pero no respecto de diciembre del año pasado. Si la reactivación fuese algo más que una recuperación del nivel perdido en 2016 cabría esperar datos de crecimiento más contundentes. Asimismo, el Estimador Mensual Industrial (EMI) tampoco muestra reactivación alguna. Es más, el dato de febrero resultó aún peor que el anterior (-3,5% vs -1,1% interanual) y la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) también se redujo en el mismo mes (de 60,6% a 60%).

Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), los datos del sector de la construcción a febrero de este año también arrojaron un fuerte deterioro tanto en términos interanuales como mensuales. En contraste se observó que el deterioro en el empleo del sector fue menor que a fin del año pasado. No obstante, la variación siguió siendo negativa lo que implica que aún no hay una señal de mejora efectiva en el sector. En contraste, el Índice Construya, arrojó un resultado favorable en marzo tanto en términos interanuales como en el mes lo que suma un nuevo “brote verde” a los datos, pero respecto del primer trimestre del año pasado aún se encuentra 0,9% por debajo y cayó 4,7% contra el último trimestre el año pasado. Los despachos de cemento también mostraron una evolución favorable durante marzo, aunque la serie mostró altibajos durante los últimos meses con lo cual no es posible asegurar la tendencia.

CUADRO 2: INDICADORES DE ACTIVIDAD

VARIABLE		Fuente	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	Cambio
Actividad	EMAE	INDEC	Ene. 2016	Var % mensual (sin estacionalidad)	-0,5%	1,8%	↓
				Var. % interanual	1,1%	0,0%	↑
				Var % ene-dic '16 vs. ene-dic '15	-2,3%	2,7%	
	PBI	INDEC	IV Trim 2016	Var. % interanual	-2,1%	-3,7%	↑
				Var. % trim. s.e	0,5%	0,1%	↑
				Acum. Del año	-2,3%	-2,4%	↑
Actividad industrial	EMI	INDEC	Feb. 2017	Var % mensual	-3,5%	-1,1%	↓
				Var % interanual	-6,0%	-1,1%	↓
	UCI		Feb. 2017	% uso capacidad instalada	60,0%	60,6%	↓
Construcción	ISAC	INDEC	Feb. 2017	Var % mensual	-2,9%	-2,4%	↓
				Var. % interanual	-3,4%	-2,4%	↓
	Puestos de trabajo en la Construcción	INDEC	Ene. 2017	Var % mensual	0,9%	-2,1%	↑
				Var. % interanual	-0,1%	-4,0%	↑
	Despachos Cemento	AFCP	Mar. 2017	Var. % mensual	28,7%	-8,7%	↑
				Var. % interanual	15,5%	-0,8%	↑
	Construya	Grupo Construya	Mar. 2017	Var. % mensual	3,3%	8,2%	--
				Var. % interanual	11,2%	-6,7%	↑
Comercio exterior	Exportaciones	INDEC	Feb. 2017	Nivel (U\$S M)	3.888	4.252	↓
				Feb '16 - Feb '17 (U\$S M)	57.753	58.117	↓
				Var. % interanual	-6,2%	9,7%	↑
	Importaciones	INDEC	Feb. 2017	Nivel (U\$S M)	4.010	4.340	↓
				Feb '16 - Feb '17 (U\$S M)	55.566	55.896	↓
				Var. % interanual	-0,6%	7,1%	↓

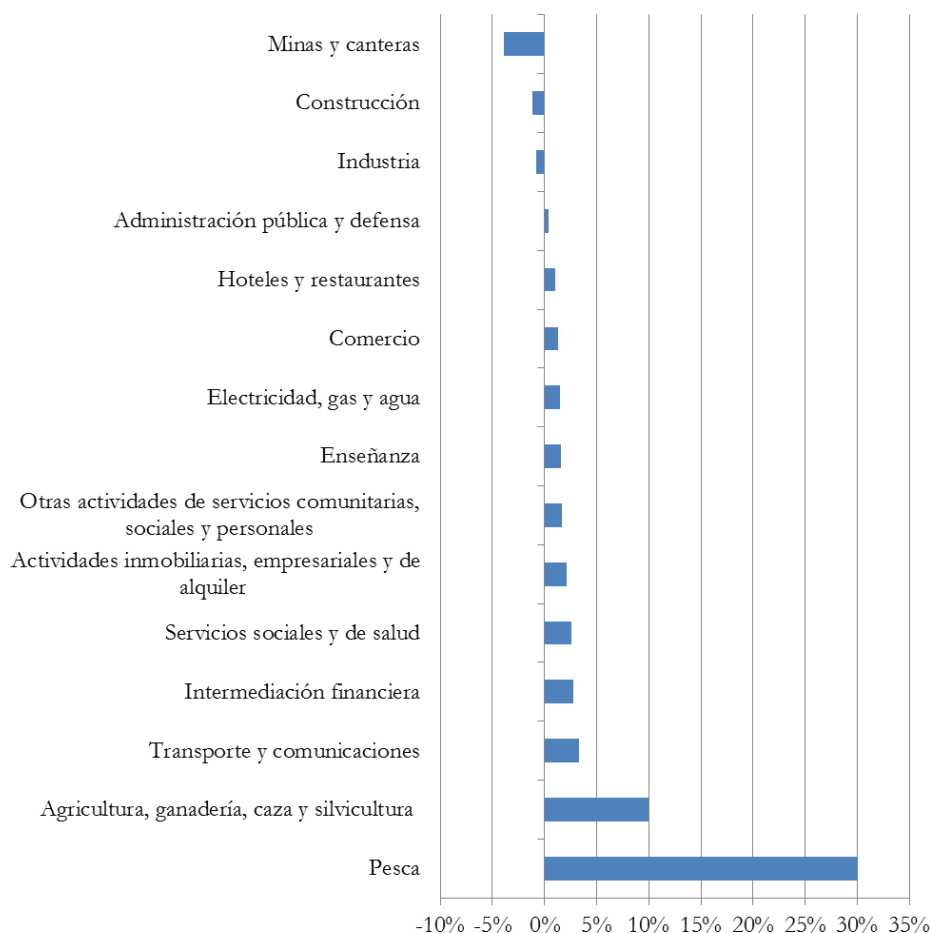
Fuente: INDEC, AFCP y Grupo Construya

En cuanto a los datos de comercio exterior, estos además de mostrar deterioros interanuales y mensuales debieron sus caídas a un efecto cantidad más que a precios. En las exportaciones, los rubros que más cayeron en volumen fueron Manufacturas de Origen Agropecuario (-18,7%) y Productos Primarios (-14,8%). Por el lado de las importaciones, Piezas y Accesorios de Bienes de Capital (-20,3%), Bienes Intermedios (-12,1%) y Bienes de Capital (-9,7%), todos rubros que tienen que ver con la producción y las inversiones lo cual no adelanta buenas noticias para la actividad en el primer trimestre del año. Si bien se puede evidenciar el fin de la recesión a partir del tercer trimestre del año pasado, no es posible identificar una reactivación que ponga a la actividad en un sendero de crecimiento sostenido.

2. Lectura por sectores

El INDEC publicó en su informe del Estimador Mensual de Actividad Económica de enero la desagregación por sector de actividad. Si bien las series no se encuentran desestacionalizadas y únicamente se pueden analizar por su variación interanual, los resultados arrojan luz acerca de qué sectores aún se encuentran en declive y cuáles son los más dinámicos. Los datos arrojaron que la mayoría de los sectores experimentó una variación interanual positiva.

GRÁFICO 4: SECTORES DE ACTIVIDAD VAR. % INTERANUAL ENERO DE 2017



Fuente: INDEC

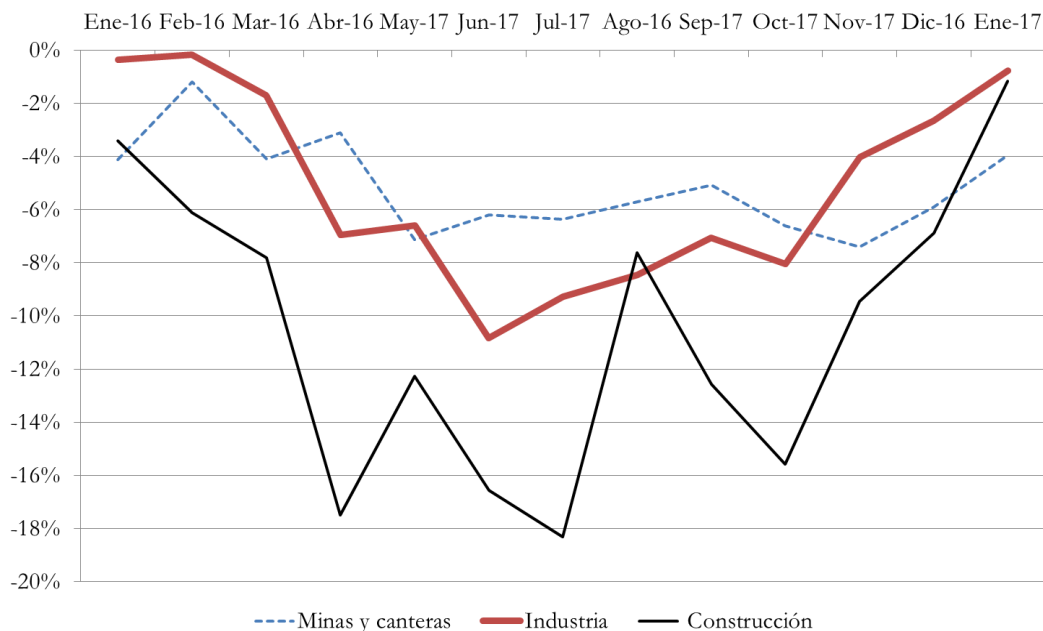
Los sectores que cayeron, representan un 25% del total de la actividad económica según la nueva metodología seguida por el INDEC.¹ Pesca, que es el sector que más creció en enero de este año apenas representa un 0,3% del producto mientras que Agricultura, ganadería, caza y silvicultura un 8,1%. De todos modos, resulta positivo que la mayor parte de los sectores hayan mostrado crecimiento.

No obstante, al analizar las series en un período de tiempo más prolongado, se observa que los sectores Minas y Canteras, Construcción e Industria llevan por lo menos un año o más con variaciones interanuales negativas, aunque estas son cada vez menores a partir de la segunda mitad del año pasado. Sin embargo, los datos son compatibles con una recuperación incipiente más que con un despegue de la actividad.

¹ Cabe destacar que el total de los sectores no llega a sumar 100 dado que para alcanzar el total debe sumarse la parte impositiva.

Los demás sectores, mostraron comportamientos mixtos. Por caso, Hoteles y restaurantes, Transporte y comunicaciones, Administración pública y defensa, Servicios sociales y de salud y Enseñanza, que suman el 18,1% del PBI, arrojaron tasas de crecimiento interanual positivas en todo 2016 y en enero de 2017

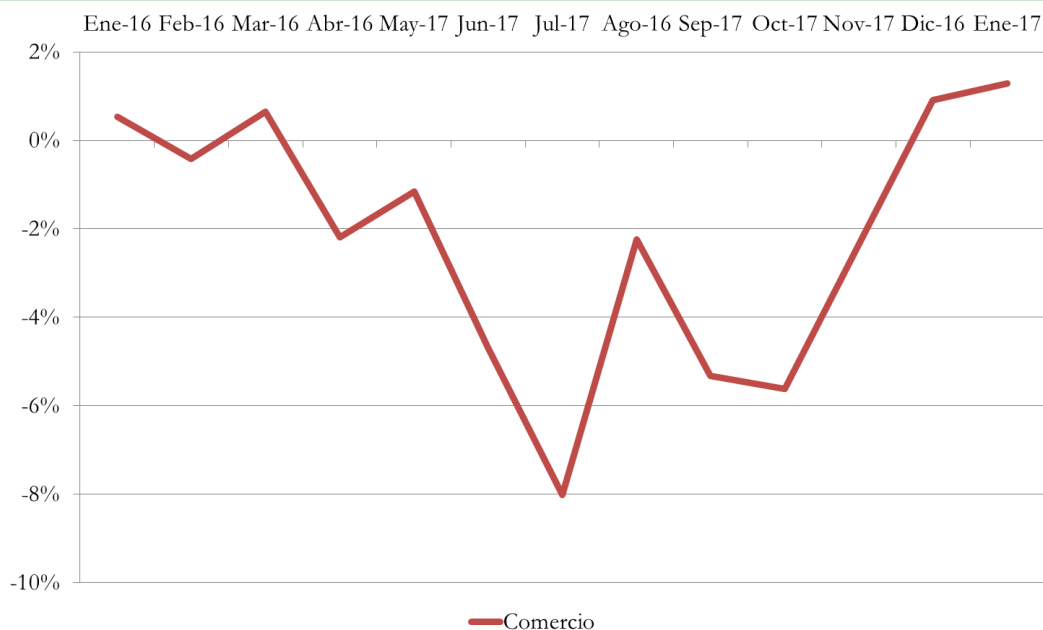
GRÁFICO 5: SECTORES DE ACTIVIDAD VAR. % INTERANUAL



Fuente: INDEC

Por su parte, el resto de los sectores, que suman el 20% del producto, tuvieron altibajos durante el mismo período. Se destaca el sector Comercio, cuyo peso es de 12,4% del PIB, que desde abril a noviembre de 2016 tuvo tasas de crecimiento interanual negativas y recién en diciembre comenzó a arrojar variaciones positivas (0,9% interanual en diciembre y 1,3% en enero).

GRÁFICO 6: VAR. % INTERANUAL: COMERCIO



Fuente: INDEC

En suma, a nivel sectorial, si bien se observan datos positivos y promisorios, aún no existe evidencia del ansiado despegue de la economía. Apenas, sí se podría asegurar que es factible recuperar el nivel de actividad perdido durante el año pasado, lo que requeriría una tasa de crecimiento anual de 2,5%. Esta tasa no sería difícil de alcanzar ya que requiere un crecimiento promedio mensual de 0,3% el resto de año, pero dado los altibajos experimentados en la actividad económica sí estaría en riesgo el 3,5% de crecimiento planteado por el gobierno. No obstante, si bien no es un objetivo ambicioso, requiere una tasa promedio mensual de 0,5% durante lo que queda de 2017, el gobierno deberá articular medidas para que la recuperación no se aborte.

3. *El semáforo del Gobierno²: un breve comentario*

Según el portal Infobae, el gobierno estaría siguiendo la coyuntura a través de 22 indicadores³ que monitorean la actividad general, el consumo, la industria, la construcción, el sector agropecuario, exportaciones y préstamos comerciales reales. En el Ministerio de Hacienda evaluarían estos indicadores según su cambio respecto de los tres meses anteriores. Esto ofrecería a las autoridades una indicación de cómo va evolucionando la actividad económica en general.

No obstante, este semáforo tiene también sus pormenores. En primer lugar, las series, tanto las oficiales como las privadas, no se publican con la misma temporalidad, por caso el EMAE del INDEC arroja datos para la actividad de enero cuando mientras que el dato de los despachos de cementos de la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland ya se encuentra actualizado a marzo. De esta manera, se pueden llegar a confundir movimientos atípicos en los indicadores con un comportamiento tendencial (más por buenos deseos que por confusión real) dado que no se puede confirmar con otro indicador que sirva de control o confirmación del mismo. En segundo lugar, excepto por dos variables que son el EMAE y las exportaciones de bienes, estas son desestacionalizadas por el Ministerio. Sin una explicación de su metodología, no es posible corroborar si se calculó la estacionalidad de los datos de manera adecuada.

Es más, no sólo existe estacionalidad en los datos: también hay componentes irregulares y shocks que no siempre son tenidos en cuenta y estos a veces generan un cambio en la tendencia de las variables. De esta manera, al no estar explicada la forma en que los datos son corregidos por estacionalidad, irregularidad y shocks, no son demasiado confiables como predictores de cambios de tendencia.

Por último, la información que brindan, si bien puede ser certera, habla de una evolución mensual pero no permite discernir si se está en presencia de un n proceso de crecimiento sostenido o de un simple rebote transitorio.

² Ver Wende, Pablo (2017): “El “semáforo” de la actividad que miran todos los días Nicolás Dujovne y Mauricio Macri”. 15 de abril de 2017. En: <http://www.infobae.com/economia/2017/04/15/el-semaforo-de-la-actividad-que-miran-todos-los-dias-nicolas-dujovne-y-mauricio-macri/>

³ Para una lista de los indicadores monitoreados ver el listado en la nota cita *ut supra*

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: NO TAN RÁPIDO, MR. TRUMP

Jorge Viñas

La agenda del Presidente Trump enfrenta trabas en el Congreso, por lo que las medidas expansivas no impactarían en la economía de EE.UU. hasta 2018. En este contexto, la Fed subió la tasa de Fondos Federales 25 p.b. en marzo, pero reafirmó su postura gradualista en la normalización de la política monetaria. Ante la persistencia de tasas de interés muy bajas en el mundo desarrollado, los países emergentes siguen siendo receptores de fuertes flujos de capital.

1. EE.UU.

A punto de cumplirse tres meses desde que Donald Trump asumiera la Presidencia de EE.UU., se advierte escaso progreso en la concreción de la plataforma que impulsó durante la campaña electoral. Esto para sorpresa de muchos que apostaban a que, con la mayoría republicana en el Congreso y las supuestas habilidades ejecutivas y de negociación del nuevo mandatario, habría rápidos avances en la implementación del programa de gobierno.

La realidad se presenta muy diferente: en materia de política migratoria, los decretos para frenar el ingreso de inmigrantes de países considerados riesgosos, fueron frenados por medidas cautelares en la Justicia. En materia de salud, el bloque de representantes del propio partido Republicano en la Cámara baja frustró la revocación del *Obamacare*, la reforma del sistema de salud aprobada durante la última Administración demócrata. Las divisiones partidarias internas y la dilación en las negociaciones que provocaron este intento fallido, amenaza con complicar seriamente la aprobación de los proyectos más importantes de Trump en materia fiscal: la reforma impositiva y el plan de infraestructura. Como mínimo, las negociaciones parlamentarias demorarán varios meses, lo que llevaría a que su implementación e impacto pleno en la economía no llegue antes de 2018.

Finalmente, en materia de comercio exterior, las medidas concretas adoptadas hasta ahora por el Gobierno de Trump han quedado muy lejos de la retórica agresiva de la campaña y de las primeras semanas como Presidente. El ejemplo más reciente es el de las relaciones con China.

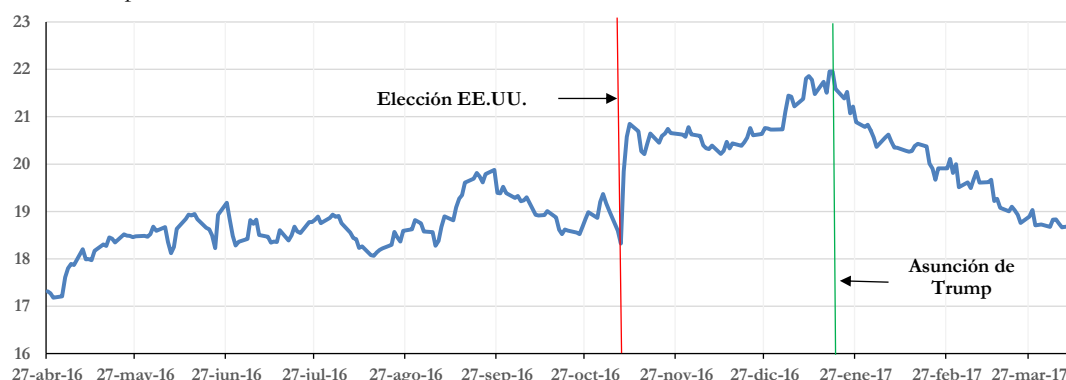
Tras haber sido China el blanco de fuertes acusaciones y amenazas de represalias por parte de Trump, en la reunión que mantuvo con el Presidente Xi mostró un tono mucho más amigable y conciliador, sin hacer ninguna mención a la aplicación de sanciones como la de caratular a China como manipulador de su moneda. La principal conclusión de la reunión es que ambos gobiernos van a trabajar en un plan de 100 días para reducir el déficit comercial bilateral de EE.UU. con China, con foco en el acceso de las empresas estadounidenses al mercado interno chino.

De esta forma, los principales cambios generados por el acceso de Trump a la Presidencia han sido en las formas y en la retórica, pero hasta el momento la economía de EE.UU. ha experimentado escasos cambios de fondo. Por ello, tanto las expectativas positivas como los temores que se habían generado a partir del sorpresivo triunfo electoral de Trump, han comenzado a moderarse en intensidad. Así, en el mercado accionario de EE.UU., donde se han reflejado con mayor fuerza las expectativas positivas, el índice S&P500 se apreció un 12% entre el día del triunfo de Trump (8 de noviembre de 2016) y el máximo alcanzado el 1º de marzo de 2017, pero desde entonces ha frenado su impulso, mostrando una retracción del 3% al cierre del 13 de abril.

Un caso emblemático es el del peso mexicano (MXN), que tras el triunfo de Trump llegó a acumular una depreciación del 20% frente al Dólar. Sin embargo, tras la asunción de Trump, cuando empezó a evidenciarse que no cumpliría en forma inmediata con sus amenazas de campaña, empezó a cambiar de tendencia, hasta recuperar prácticamente el nivel previo al 8 de noviembre (véase el Gráfico 7):

GRÁFICO 7: EE.UU. EVOLUCIÓN DEL PESO MEXICANO FRENTE AL DÓLAR.

Pesos mexicanos por dólar



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Este escenario de relativa calma se vio alterado por el ataque con misiles ordenado por Trump sobre Siria, como represalia al ataque con armas químicas del régimen sirio sobre la población civil. Esta decisión reaviva el riesgo geopolítico en el escenario global, ya que vuelve a tensar las relaciones con Rusia, aunque la reacción de los rusos ha sido bastante acotada. Pero adicionalmente, el hecho de que el ataque haya sido ejecutado justo cuando transcurría la cumbre entre los presidentes Trump y Xi, es interpretado por algunos como un mensaje para China respecto a Corea del Norte. La forma de lidiar con los intentos de desarrollo nuclear del régimen norcoreano constituye la principal desavenencia entre EE.UU. y China, y el ataque a Siria es un indicio de que EE.UU. está dispuesto a avanzar unilateralmente si China no acompaña. Aquí se centrará el foco del riesgo geopolítico en las próximas semanas.

En este contexto, en la reunión de marzo la Fed decidió subir 25 p.b. la tasa de Fondos Federales, al rango de 0,75%-1%, tal como se anticipaba al cierre de la edición anterior del IEM. Sin embargo, al mismo tiempo reafirmó que considera que la normalización de la política monetaria debe seguir un proceso gradual. Las proyecciones de los miembros de la Fed suministradas al final de la reunión muestran que las autoridades monetarias proyectan sólo 2 aumentos más de tasas de 25 p.b. hasta fines de 2017. Las declaraciones de la mayoría de los miembros de la Fed después de la reunión de marzo, incluyendo a su Presidente J. Yellen, apuntan en la misma dirección. Aun cuando los planes más ambiciosos de Trump que podrían alterar la trayectoria de la política monetaria, provocando un aumento del déficit fiscal o una aceleración inflacionaria, aun no se han materializado, la Fed no siente la necesidad de modificar el curso actual.

Las minutas de la reunión de la Fed de marzo, publicadas a principios de abril, muestran que en forma paralela a las subas de la tasa de interés, el organismo monetario ha comenzado a contemplar el otro aspecto que involucra la normalización de la política monetaria: la reducción de los activos en el balance de la Fed, para revertir la expansión exponencial de activos acumulada en las sucesivas rondas de expansión cuantitativa (QE1, QE2 y QE3)⁴. Dicho proceso parece probable que comience hacia fines de 2017, pero también seguiría un criterio gradual. En efecto, el mecanismo para la reducción de activos, compuestos mayormente de bonos del Tesoro y de títulos privados respaldados por hipotecas, sería por medio de la no renovación de vencimientos, algo que hasta hoy se realiza en forma automática, en lugar de a través de ventas de títulos en el mercado secundario. De esta forma, buscan minimizar el impacto en términos de suba de tasa de interés de mercado y de volatilidad, que esta medida podría provocar.

En materia de actividad económica, los datos más recientes muestran alguna contradicción. En particular, el reporte de empleo de marzo registró una sorpresiva desaceleración en la creación de empleo: en el último mes se crearon 95 mil nuevos empleos, frente a un promedio de 200 en el bimestre enero-febrero, y por debajo de los 180 mil esperados por el consenso de mercado según Bloomberg. Parte del debilitamiento del empleo en marzo podría deberse a cuestiones climáticas, ya que la semana del relevamiento de la encuesta coincidió con un fuerte temporal de frío y nieve en gran

⁴ El total de activos en el Balance de la Fed se multiplicó por 5 entre principios de septiembre de 2008, cuando la quiebra de Lehman Brothers dio lugar al comienzo del QE1, y diciembre de 2014, cuando culminó el QE3, pasando de u\$s 900.000 millones a u\$s 4,5 billones, que representa un 25% del PIB. Desde entonces, se ha estabilizado en torno a ese nivel (al 5 de abril de 2017 asciende a u\$s 4,474 billones), producto de la política de reinversión automática de vencimientos que ha seguido la Fed desde entonces. La mayor parte de esos activos está constituida por bonos del Tesoro (55% del total) y títulos respaldados por hipotecas (40% del total).

parte del territorio estadounidense. Contrastando con la desaceleración en la creación de empleo, la tasa de desempleo se redujo de 4,7% en febrero a 4,5% en marzo, un nuevo mínimo para el ciclo actual, y el nivel que la Fed proyectaba que alcanzara recién para fines de 2017. Ante esta aceleración en la baja de la tasa de desempleo, algunos analistas se preguntan si la Fed no debería incrementar en ritmo en la suba de tasas de interés. Pero, por el momento sigue sin haber señales claras de que la reducción de la tasa de desempleo esté creando presiones inflacionarias: **los ingresos salariales promedio por hora aumentaron en marzo a un ritmo del 2,7% interanual, similar al ritmo de aumento promedio en el último año.**

Respecto a la inflación, el proceso de aceleración en la inflación minorista registrado en los últimos meses de 2016 y principios de 2017, obedeció fundamentalmente al aumento de precios registrados en el área de energía, explicado por la recuperación del precio del petróleo a lo largo de 2016, cuando pasó de un mínimo de U\$S 26 por barril en febrero a cerrar el año en **U\$S 55**. Sin embargo, desde principios de 2017 el precio del petróleo se ha estabilizado, oscilando en un rango entre U\$S 47 y U\$S 55 por barril, por lo que el principal factor de presión alcista sobre la inflación tiende a agotarse.

Eso ya empezó a verificarse en marzo, cuando la inflación minorista registró una variación mensual de **-0,3%**, presionada hacia abajo por una caída del 6,2% en el precio de los combustibles. De esta forma, **la inflación interanual se desaceleró a 2,4%, de 2,7% en febrero. Pero la caída de la inflación no se explica solamente por el componente de energía, siempre volátil, sino que la inflación subyacente también registró una variación de -0,1% mensual, la primera caída mensual en más de 7 años.** La variación interanual se desaceleró a 2,0%, de 2,2% en febrero, alcanzando el nivel más bajo desde fines de 2015. Mientras tanto, la medida de inflación subyacente que prefiere la Fed para evaluar la tendencia de la inflación, el índice “*Core PCE*”, registró en febrero una variación interanual de 1,75%, todavía por debajo del objetivo de 2% de la Fed, y mostrando pocos cambios respecto a los meses anteriores.

Con estas condiciones, las tasas de interés de mercado mostraron señales de descompresión. La tasa de retorno del bono del Tesoro a 10 años que, en los días previos a la reunión de la Fed de marzo, había vuelto a los máximos recientes de 2,6%, retrocedió a 2,23% al 13 de abril. El dólar mostró una ligera tendencia hacia la depreciación frente a las principales divisas, pero desde fines de marzo se recuperó parcialmente. El Dollar Index, que captura la variación del dólar frente a las divisas de los principales socios comerciales (en la que el Euro tiene la mayor ponderación seguido por el Yen), se ubicó en el nivel de 100,5 al 13 de abril, dentro del rango entre el máximo de 103,80 de principios de enero y el mínimo de 98,85 de fines de marzo. En este comportamiento del dólar han influido factores internos de EE.UU., como los vaivenes del programa económico de Trump, las decisiones y señales de la Fed y la reacción de las tasas de interés de mercado, pero también los desarrollos específicos en Europa y Japón que se pasan a analizar a continuación⁵.

2. Eurozona

Las novedades provenientes de Europa han mostrado un mejor tono en las últimas semanas, tanto en el frente político como en el económico. En el frente político, el resultado de las elecciones en los Países Bajos, en las que el partido del Primer Ministro Mark Rutte se impuso sobre el partido antieuropeo y anti-islámico del líder populista Geert Wilders, contra los pronósticos que auguraban un triunfo de éste último, trajo alivio frente a la ola populista que parecía imparable tras el impacto del Brexit y el triunfo de Donald Trump en EE.UU. Al mismo tiempo, sirvió para renovar las expectativas de los partidos europeos tradicionales, en especial de cara a las elecciones cruciales que se avecinan en Francia (el 23 de abril es la primera vuelta y el ballottage está previsto para el 7 de mayo) y más adelante en Alemania (el 24 de septiembre).

En Francia, donde ahora pasa a estar el foco, la situación política se mantiene muy fluida y cambiante con fuertes oscilaciones en las encuestas de cara a la primera vuelta sin un patrón predecible⁶. Si bien la mayor probabilidad sigue

⁵ En la última semana, Trump volvió a hacer declaraciones respecto a que el dólar está demasiado fuerte. La reacción inicial del dólar en el mercado de divisas fue una incipiente depreciación, pero rápidamente se estabilizó. Como en episodios similares anteriores, más allá de repercusiones de corto plazo de las declaraciones de Trump y sus funcionarios, los motores que impulsan los movimientos de la divisa estadounidense están determinados por lo que ocurre con las tasas de interés, la inflación y el crecimiento en EE.UU. y sus socios comerciales, y en la reacción de los bancos centrales.

⁶ Según la última encuesta de la consultora Kantar Sofres publicada el domingo 9 de abril, la candidata del Frente Nacional Marine Le Pen y el independiente Emmanuel Macron empatan en el primer lugar con 24% de la intención de voto, pero al mismo tiempo muestra un sorprendente

estando del lado de que Le Pen consiga entrar en el ballottage, la probabilidad de que triunfe en la segunda vuelta continúa siendo baja, sin superar el 25% según distintos sondeos. El “riesgo francés”, medido por el spread entre el rendimiento del bono del tesoro de Francia y el de Alemania a 10 años: tras haberse prácticamente duplicado desde principios de año hasta mediados de febrero, desde entonces se ha estabilizado, oscilando en un rango acotado (véase el Gráfico 8).

GRÁFICO 8: SPREAD DE RENDIMIENTO ENTRE EL BONO ALEMÁN Y EL BONO FRANCÉS A 10 AÑOS



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

La situación y perspectivas económicas también muestran una mejora. La encuesta de actividad económica PMI compuesto de la Eurozona, que promedia los índices de la industria manufacturera y de servicios, muestra una aceleración significativa desde septiembre, alcanzando en marzo el nivel de 56,4, el máximo desde el comienzo del relevamiento en abril de 2014. Las ventas minoristas crecieron 0,7% en febrero, lo cual indica que el consumo sostiene una tendencia positiva que proyecta un crecimiento del 2% anualizado en el primer trimestre. Esto se da a pesar de que el aumento de los precios de la energía provocó una fuerte suba en la inflación minorista de 0,0% interanual a mediados de 2016 a un pico de 2% en febrero, lo que erosionó el poder adquisitivo de las familias.

Un factor clave para la evolución favorable del consumo es la mejora sostenida de las condiciones del mercado laboral. La tasa de desempleo de la Eurozona bajó en febrero 0,1% a 9,5%, un nuevo mínimo del ciclo actual (véase el Gráfico 9). En el último año, la tasa de desempleo se redujo 0,8 puntos porcentuales (p.p.), esto es 1,25 M desocupados menos. El mayor dinamismo del mercado laboral brinda un fundamento más sólido a la recuperación económica. Las proyecciones para 2017 apuntan a un crecimiento del PIB del 2% tras la expansión de 1,7% registrada en 2016.

GRÁFICO 9: EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DESEMPLEO EN LA EUROZONA



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

avance del candidato apoyado por los comunistas, Jean-Luc Melenchon, quien subió más de 6 puntos desde el 20 de marzo para alcanzar el 18% y superar por 1 punto al candidato Republicano Francois Fillon, que se ha visto afectado por las acusaciones de uso indebido de fondos públicos. El avance de Melenchon y las especulaciones de que Fillon podría experimentar una recuperación de última hora por parte de los votantes tradicionales del Partido Republicano, mantienen la carrera totalmente abierta.

La mejora de la actividad económica a nivel de la unión monetaria y el repunte de la inflación bajo la influencia de los precios de la energía, generaron expectativas de que el Banco Central Europeo (BCE) adelantaría el inicio de la reversión (“*tapering*”) de la política de expansión cuantitativa (QE) para antes de finalizar el 2017. El reconocimiento, en las minutas de la última reunión de política monetaria del 9 de marzo, de que las perspectivas de la actividad económica habían mejorado y de que los riesgos a la baja habían disminuido, aumentaron las especulaciones al respecto.

Sin embargo, el presidente Mario Draghi, reafirmó en un discurso del 6 de abril la postura actual de la política monetaria, remarcando que sería prematuro empezar a retirar los estímulos. Su argumento se basa en que las perspectivas de recuperación económica y de estabilidad de precios no están lo suficientemente afianzadas como para resistir el aumento de las tasas de interés y el endurecimiento de las condiciones financieras que sobrevendrían si el BCE se moviera en esa dirección. Por el momento, todo parece indicar que no habrá *tapering* hasta 2018.

Dentro de este contexto más favorable para Eurozona, sigue estando latente la posibilidad de un evento negativo proveniente del país miembro que más dolores de cabeza le ha generado a la región: Grecia, aunque el impacto a nivel regional parece cada vez más acotado. Las negociaciones entre el Gobierno del Primer Ministro Tsipras y sus acreedores por el tercer programa de salvataje que requiere el país helénico, que parecían dilatarse por tiempo indefinido, llegaron a un principio de acuerdo de último momento en la reunión del Eurogrupo del 7 de abril. Según la prensa, el gobierno griego se comprometió a aprobar las reformas que exigían los acreedores, en materia de recortes de jubilaciones desde 2019 (un ahorro de 1% del PIB) y de reducción del mínimo no imponible del impuesto a las ganancias desde 2020 (otro 1% del PIB de ahorro).

De todos modos, queda un largo camino por delante: las discusiones por los detalles técnicos del acuerdo no se reanudarían antes de fines de abril; las medidas tienen que ser aprobadas por el Congreso griego, donde Tsipras tiene una mayoría muy ajustada; luego quedan las negociaciones por la reducción de deuda en el nuevo paquete, que no concluirían hasta 2018, ya que Merkel no quiere que las discusiones contaminen las elecciones de septiembre en Alemania. Mientras tanto, el impasse en las negociaciones y la incertidumbre respecto al nuevo programa de ayuda están impactando negativamente en la economía griega, que habría recaído en recesión en el primer trimestre de 2017.

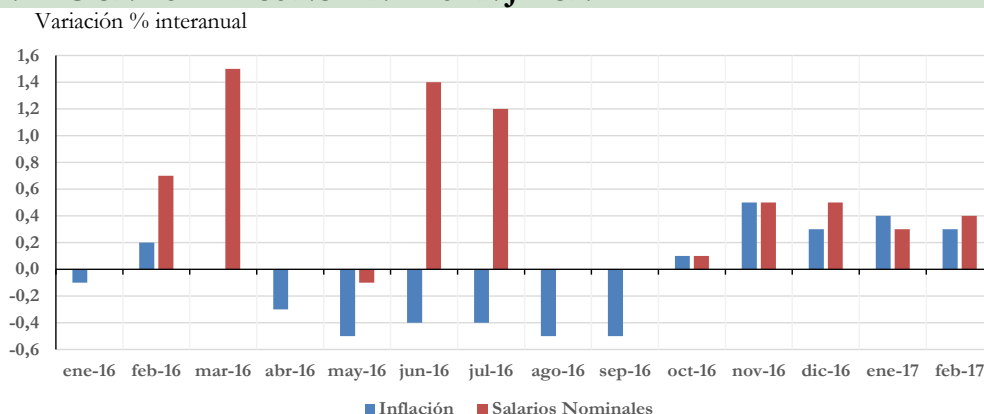
3. Japón

Al igual que en la Eurozona, en Japón la actividad económica muestra señales de mejoría. Pero también en forma similar al BCE, el Banco de Japón (BOJ) ha desestimado las especulaciones y sugerencias respecto a un cambio en la postura expansiva de la política monetaria.

La encuesta trimestral de confianza empresarial conocida bajo el nombre de *Tanken Book*, mostró en el primer trimestre una mejora en los indicadores de sentimiento empresarial en todos los segmentos: grandes y pequeñas empresas, tanto del sector manufacturero como de servicios, con mayor margen de mejora en las pequeñas empresas. También la encuesta mensual de actividad PMI Compuesto registró un incremento de 52,2 en febrero a 52,9 en marzo. La mejora en las encuestas de sentimiento y actividad refuerzan las proyecciones de crecimiento del PIB para el primer trimestre de 2017 al 2,5% anualizado, frente al 1,2% promedio del segundo semestre de 2016. Para todo 2017, las proyecciones apuntan a un crecimiento del PIB del 1,7%, que representa una aceleración significativa frente al 1,0% de 2016.

En un contexto en que las empresas reportan en forma creciente escasez de mano de obra, la tasa de desempleo bajó 0,2 p.p. en febrero al 2,8%, nuevo mínimo del ciclo actual y el nivel más bajo en más de 20 años. Sin embargo, las condiciones restrictivas del mercado laboral no han alcanzado para generar presiones inflacionarias, sea a nivel salarial o a nivel de los precios al consumidor. Los salarios mensuales por trabajador aumentaron 0,4% interanual en febrero, el mismo ritmo del último trimestre de 2016 y 0,1 p.p. por encima de enero. Al igual de lo que se ha visto anteriormente en los casos de EE.UU. y la Eurozona, la inflación minorista en Japón ha registrado un repunte en los últimos meses de 2016 y principios de 2017 como consecuencia de la suba de precios de energía, promediando 0,4% interanual desde noviembre de 2016 (véase el Gráfico 10). Esto significa que los salarios reales han permanecido estables.

GRÁFICO 10: INFLACIÓN Y SALARIOS NOMINALES EN JAPÓN



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

La falta de reacción de la inflación refleja la inercia deflacionaria que arrastra la economía japonesa, y que se cristaliza en el nivel persistentemente bajo de las expectativas inflacionarias. La encuesta de expectativas de inflación que realiza el BOJ muestra que las mismas se encuentran en el mínimo de los últimos 5 años tanto para el sector empresarial como para las familias. El BOJ todavía confía en que el esquema actual de política monetaria y la creciente escasez de mano de obra terminarán venciendo a la inercia deflacionaria y lograrán el cumplimiento de la meta de inflación de 2%.

Sin embargo, la posibilidad de alcanzar esa meta para marzo de 2019 como se ha impuesto el BOJ parece remota. Por este motivo, el BOJ se verá obligado a mantener la postura expansiva actual de la política monetaria, pese a que los miembros de la entidad se sienten incómodos con las tasas negativas, y pese a que la mejora de la actividad económica está generando una creciente escasez de mano de obra.

4. Países Emergentes

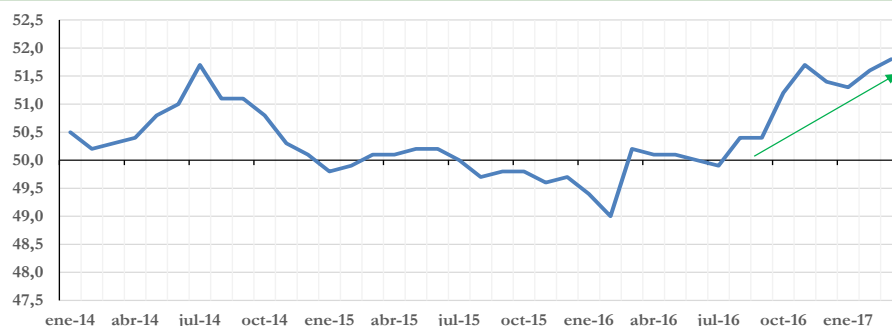
Tras el impacto negativo inicial por el sorpresivo triunfo de Trump en las elecciones estadounidenses del 8 de noviembre, los países emergentes se han visto favorecidos por dos desarrollos positivos a nivel global: la persistencia de las bajas tasas de interés en el mundo desarrollado y la mejora en las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. El tema de las tasas de interés en los países desarrollados se ha analizado extensamente en los puntos anteriores. En cuanto al crecimiento mundial, además de la mejora en los países desarrollados, también analizada anteriormente, se suma un factor clave para los países emergentes: el repunte del crecimiento en China desde mediados de 2016.

Dicho repunte, que se puede ilustrar por ejemplo a través de la evolución de la encuesta de actividad PMI Manufacturing (véase el Gráfico 11), ha impulsado la recuperación de las importaciones, incluyendo las de commodities. En efecto, tras registrar contracción interanual hasta octubre de 2016, desde noviembre, las importaciones han pasado a expandirse a ritmo creciente, hasta registrar un incremento interanual de 38,1% en febrero de 2017.

El impulso de la actividad y de las importaciones provino fundamentalmente de los estímulos fiscales y monetarios, que establecieron las autoridades desde principios de 2016 para estabilizar un crecimiento económico que se desaceleraba velozmente. El problema está en que dichos estímulos han vuelto a exacerbar los desequilibrios que arrastra la economía china, como son el elevado endeudamiento de las empresas públicas y los estados provinciales, la acumulación de malos créditos en el sistema financiero, el exceso de inversión en construcción y la fuerte especulación y aumento excesivo de precios en el mercado inmobiliario.

⁷ Sobre el cierre de esta edición del IEM, se publicaron los datos de comercio exterior de marzo, donde sobresalió el crecimiento de las exportaciones, +16,4% interanual, recuperándose de una caída de 1,3% interanual en febrero. Mientras tanto las importaciones, si bien se desaceleraron respecto al ritmo excepcional de febrero, tuvieron una expansión significativa del 20,3% interanual.

GRÁFICO 11. CHINA: EVOLUCIÓN DE LA ENCUESTA PMI MANUFACTURING



Nota: el nivel de 50 marca la división entre expansión y contracción de la actividad.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Habiendo logrado el repunte de la actividad económica, las autoridades chinas parecen volver a enfocarse en atacar estos problemas de fondo, por lo que han empezado a endurecer nuevamente las condiciones crediticias en el mercado inmobiliario, y a restringir la disponibilidad de liquidez para las entidades financieras. Todo esto apunta a que el ritmo de crecimiento reciente de la actividad y las importaciones muestren una desaceleración a medida que avance el año. Además del impulso recibido por la mejora del sentimiento y del aumento de las importaciones de China, los países emergentes se han beneficiado por un fuerte ingreso de capitales alentado por las bajas tasas en el mundo desarrollado. **En lo que va de 2017 hasta la primera semana de abril, los aportes de capital a fondos dedicados a inversiones financieras en países emergentes ascienden a U\$S 20.000 M.**

Estos flujos de capital han ayudado a establecer una dinámica favorable sobre las monedas de este grupo de países, que han mostrado una tendencia hacia la apreciación. Esto a su vez, ha redundado en favor de una trayectoria más baja de la inflación, contribuyendo a que los bancos centrales adopten una postura de política monetaria más laxa. La combinación de menores tasas internas y menores spreads soberanos derivados del ingreso de capitales, generan mejores condiciones para la expansión crediticia y la inversión fija interna.

La contracara de este proceso es la apreciación cambiaria real que genera, lo que conspira contra la competitividad de los sectores transables de la economía. Esto es una amenaza para la recuperación de las exportaciones que estas economías están experimentando gracias al repunte del crecimiento global y de China en particular. Sin embargo, para los países productores de commodities, mientras los precios de sus productos exportables se mantengan elevados, la mejora de los términos de intercambio mitiga este riesgo en el corto plazo. En el largo plazo, la experiencia histórica indica que se trata de procesos que no tienen un final feliz.

Entre los países emergentes grandes productores de commodities que enfrentan una situación más favorable luego de varios años de ajuste recesivo sobresalen **Rusia y Brasil**. En el caso de **Rusia**, la dinámica favorable de la inflación, que se aproxima a la meta oficial del 4%, le da margen al Banco Central para bajar la tasa de interés de referencia del 9,75% actual a un 8% proyectado a fines de 2017. Ello contribuirá al repunte de una economía que en 2016 mostró una contracción del PIB de 0,2% y para 2017 proyecta un crecimiento del 1,2%. En el caso de **Brasil**, todas las expectativas están centradas en el proceso de baja de tasas de interés en el que se ha embarcado el COPOM (Comité de Política Monetaria). El rápido descenso de la inflación, que en marzo marcó un 4,57% interanual, el nivel más bajo desde 2010, y de las expectativas inflacionarias, que para fines de 2017 se ubican en 4,3%, muy cerca del centro de la meta oficial, le dan margen al organismo monetario para acelerar el ritmo de baja de la tasa SELIC. Tras bajarla 75 p.b. en las reuniones de enero y febrero, en la reunión del 12 de abril aceleró la reducción a 100 p.b. a 11,75%, tal como era ampliamente esperado por analistas e inversores. Las proyecciones apuntan a que la SELIC termine 2017 en el 9%.

Este impulso de la política monetaria servirá para darle un empujón adicional al nivel de actividad que permita a la economía brasileña salir finalmente de la recesión, algo que los primeros datos duros de 2017 aun no lo confirman. Sin embargo, las mejoras consistentes en las encuestas de actividad y de sentimiento de empresarios y consumidores dan lugar para el optimismo. Finalmente, las mejores condiciones climáticas auguran un repunte de las exportaciones agrícolas, cuya contracción en el segundo semestre del 2016 resultó un golpe negativo para la actividad económica y propiciaron la extensión de la recesión. Las proyecciones para 2017 apuntan a un crecimiento del PIB del 0,7%.

NOTAS ESPECIALES

MERCADO LABORAL ARGENTINO

Eloy Aguirre

1. Introducción

El último dato de desempleo publicado por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), que indica una tasa de desocupación del 7,6% para el cuarto trimestre de 2016, generó cierta polémica teniendo en cuenta la caída del PIB del 2,3% en el año 2016 y la disminución de la inversión bruta de 5,5% anual. En el presente artículo se realizará un análisis descriptivo del mercado laboral y su evolución en el año 2016.

El INDEC mide el desempleo, empleo, población económicamente activa y otros indicadores laborales, a través de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). La nueva dirección del Instituto de Estadísticas comenzó a publicar datos desde el segundo trimestre del año 2016 y en el anexo del informe de prensa⁸ del Mercado de Trabajo, indican que se han encontrado ciertas dificultades en la información del período 2007-2015 y que se debe tener cierto cuidado con la utilización de los resultados de ese período, ya que podrían no estar reflejando fielmente la realidad socioeconómica argentina.

Algunos de los problemas que se mencionan en el informe son: Omisión en la cobertura geográfica; discrepancia en las proyecciones de población; clasificación errónea de agrupamientos; utilización de prácticas sesgadas en el trabajo de campo; diferencias entre las poblaciones de referencia y las proyecciones de población usadas para la expansión de datos; diferencia entre la información de los cuestionarios y la grabada en la base de datos; incremento de la no respuesta en variables significativas; diferencias a nivel muestral entre resultados de las bases del interior (2007-2013) y las bases publicadas; ausencia de documentación técnica que explicita criterios conceptuales y operativos utilizados.

2. Empleo, desempleo y PEA

La EPH se realiza trimestralmente y sobre aglomerados urbanos⁹ que representan alrededor del 70% de la población total. La encuesta fue interrumpida en el cuarto trimestre de 2015 y se retomó a partir del segundo trimestre del año 2016, por tal motivo quedaron dos trimestres sin información publicada. El cuadro 3 muestra un resumen de la tasa de desempleo, tasa de empleo y tasa de actividad en los últimos tres trimestres del año 2016.

CUADRO 3: TASA DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO. TRIMESTRES 2016

Trimestres 2016	Tasa de Actividad	Tasa de Empleo	Tasa de Desempleo
2º Trimestre	46,0%	41,7%	9,3%
3º Trimestre	46,0%	42,1%	8,5%
4º Trimestre	45,2%	41,9%	7,6%

Fuente: Elaboración propia en base a EPH-INDEC

Las tasas de actividad y de empleo se calculan como cocientes que utilizan como denominador la población total de referencia, mientras que la tasa de desempleo se calcula sobre la población económicamente activa (PEA). Según el INDEC, la población de referencia urbana ronda los 27,3 millones de habitantes.

⁸ Ver anexo en: http://www.indec.gob.ar/ftp/cuadros/sociedad/anexo_informe_eph_23_08_16.pdf

⁹ Aglomerados urbanos: Gran Buenos Aires, Gran La Plata, Bahía Blanca, Gran Rosario, Gran Santa Fe, Gran Paraná, Posadas, Comodoro Rivadavia-Rada Tilly, Gran Mendoza, Mar del Plata-Batan, Gran Catamarca, Gran Córdoba, Río Cuarto, Corrientes, Gran Resistencia, Concordia, Formosa, Neuquen-Plottier, Santiago del Estero-La Banda, Jujuy-Palpalá, Río Gallegos, Salta, La Rioja, San Luis-El Chorrillo, Gran San Juan, Gran Tucumán-Tafí Viejo, Santa Rosa-Toay, Ushuaia-Río Grande, CABA, San Nicolás-Villa Constitución, Rawson-Trelew y Viedama-Carmen de Patagones.

Se observa en el cuadro precedente una disminución de la población económicamente activa en el cuarto trimestre de 2016, que se deduce de la reducción de la tasa de actividad. Además, una baja de la tasa de desempleo en el tercer y cuarto trimestre de 2016. Por su parte, la tasa de empleo muestra un aumento en el segundo trimestre y una caída de 0,2 puntos porcentuales en el cuarto trimestre.

El desempleo del segundo trimestre de 2016 es relativamente alto comparado con los resultados de años anteriores, hay que remontarse hasta el primer trimestre de 2007 (9,8%) para encontrar una tasa de desempleo que supere el 9,3%. En el caso de la tasa de actividad sucede algo similar, alcanzó el 46,1% en el segundo trimestre de 2013 y luego descendió de forma continua.

En el tercer trimestre, se ve claramente que la tasa de actividad permanece igual, la tasa de empleo aumenta alcanzando el 42,1% y la tasa de desempleo se reduce al 8,5%. Se puede inferir en este caso un aumento neto del empleo en el tercer trimestre de 2016 de alrededor de 139.000 puestos de trabajo.

En cambio, en el cuarto trimestre se observa una fuerte reducción de la tasa de actividad, junto con una caída de la tasa de empleo y de la tasa de desempleo que alcanzó el 7,6%. En este caso, hay una pérdida neta de empleo que se estima en 24.000 puestos de trabajo. Pero al caer la población económicamente activa mucho más que el empleo **implica que la reducción de la tasa de desempleo es fundamentalmente porque un grupo de desempleados dejaron de buscar empleo y pasaron a ser población inactiva**, alrededor de 151.000 desocupados. Por lo tanto, existen casos donde una reducción en la tasa de desempleo no implica necesariamente un aumento del empleo ni una mejora en las condiciones del mercado laboral.

En cuanto a la población subocupada, es decir los ocupados que trabajan menos de 35 horas semanales, en el segundo trimestre de 2016 fue 11,2% y se redujo en el tercer y cuarto trimestre de 2016, pasando de 10,2% a 10,3% respectivamente. Esto indica que más del 10% de los ocupados son subocupados, alrededor de 1,3 millones de personas. Hay que remontarse al año 2009 para observar tasas de subocupación horaria mayores al 10%.

En general hubo una reducción del desempleo causada por una caída de la población económicamente activa debido a un grupo grande de desempleados dejaron de buscar empleo.

3. Empleo registrado – Ministerio de Trabajo

En cuanto el empleo registrado, en la página web del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social¹⁰ se puede encontrar información estadística sobre empleo registrado mensual, que usa como fuente el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y la base de la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). Además, en otra sección de la misma página el Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial¹¹ (OEDE), publica estadísticas de empleo **asalariado privado registrado trimestral** utilizando como fuente el SIPA.

Durante el año 2016, la serie de empleo registrado privado **trimestral** base SIPA que publica el OEDE, muestra caídas del empleo **interanuales** consecutivas en los últimos tres trimestres. **En el cuarto trimestre del año 2016 el empleo cae un 1%** respecto del mismo período del año anterior, equivalente a 63.280 puestos de trabajo registrados de asalariados del sector privados, esto indica una pérdida de empleos privados registrados y/o incremento del empleo informal. La disminución interanual del tercer trimestre de 2016 fue del 1,45% alrededor de 71.300 puestos de trabajo y la reducción del segundo trimestre fue 0,8% equivalente a 53.066 empleos.

La publicación del OEDE desagrega el empleo registrado privado en 14 sectores productivos, solamente hasta el tercer trimestre de 2016. Además, también presenta la información subdividida en 143 ramas de actividad económica correspondiente a tres dígitos del CIU 3¹².

¹⁰ http://www.trabajo.gob.ar/left/estadisticas/?id_seccion=5

¹¹ http://www.trabajo.gob.ar/left/estadisticas/oede/?id_seccion=59

¹² Clasificación Industrial Internacional Uniforme

Los sectores que más empleo concentran son, Industria Manufacturera, Comercio, Servicios, Transporte, Enseñanza y Construcción (74%). En el caso de la construcción la reducción del tercer trimestre fue 11,7% interanual, servicios cayó 3,13% en el mismo período, en la industria la caída fue del 3,1% y en transporte la reducción interanual fue del 0,06%. Si se suma la baja de estos cuatro sectores alcanza los 124.072 empleos asalariados del sector privado. Por su parte, en el sector enseñanza el empleo aumentó 7,7% interanual y en el sector comercio el aumento fue 1,1%, totalizando un incremento de 21.676 empleos.

De las 143 ramas de actividad a tres dígitos del CIIU 3, 98 ramas presentan caídas de empleo interanual en el tercer trimestre de 2016 y 45 ramas muestran aumentos de empleo, siendo la rama de actividad de Agencias de empleo temporario donde más cayó el empleo en el tercer trimestre de 2016 versus el mismo período de 2015, 28,3%, seguido por Construcción y reparación de buques y embarcaciones n.c.p. -14%. **La rama de actividad donde más creció el empleo en el período fue Servicios de consultores en equipo de informática: 10,8%.**

También se registró una reducción neta de los asalariados registrados del sector privado en el tercer trimestre de 2016. Además, se observan problemas de empleo privado en sectores como construcción e industria. La caída del empleo asalariado privado abarca una porción significativa del total de ocupados, sin incluir a los monotributistas.

Los datos del Ministerio de Trabajo, que utiliza las bases del SIPA y de la AFIP, presentan la información de forma **mensual** hasta enero de 2017. En este caso la información se divide en Asalariados Privados, Públicos y de Casas Particulares, Autónomos, Monotributistas y Monotributo Social. A su vez, publica series mensuales sobre empleo registrado asalariado del sector privado también desagregada por sectores de la economía.

Parte de esta información se procesa utilizando datos de declaraciones juradas de empresas ante organismos oficiales y es normal que existan retrasos o modificaciones en estas presentaciones. Por tal motivo, los siguientes resultados pueden estar sujetos a modificaciones o correcciones y muchas veces difieren de las estadísticas trimestrales de asalariados registrados del sector privado que publica el OEDE¹³.

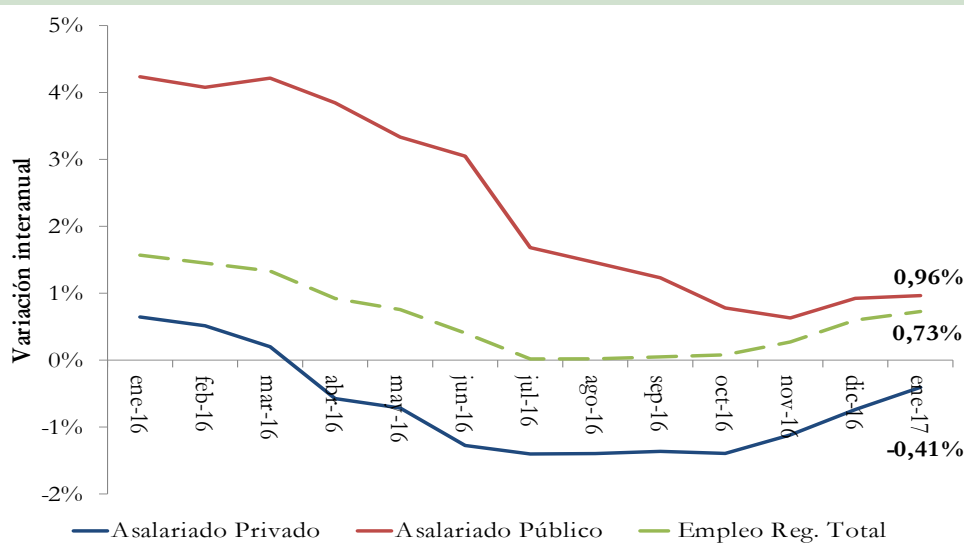
El gráfico 12 exhibe la variación interanual del empleo registrado total, empleo asalariado registrado privado y público desde enero de 2016 hasta enero del año 2017. El empleo registrado total, muestra en enero del 2017 un incremento interanual del 0,73% y una tendencia creciente a partir de octubre de 2016. Este cambio positivo de tendencia en el empleo registrado es impulsado principalmente por el crecimiento de los trabajadores independientes. **En enero de 2017 el empleo monotributista aumentó un 3,27% interanual.**

Al tomar el empleo asalariado privado registrado, se observa una caída interanual en todos los meses de 2016 inclusive enero de 2017, pero a partir de octubre de 2016 la reducción comienza a ser menor, mostrando una tendencia favorable. Si se toma el promedio trimestral, se obtiene un crecimiento del empleo asalariado registrado privado entre el tercer y cuarto trimestre de 2016, este crecimiento fue del 0,74%, pero contra el cuarto trimestre de 2015 lo que se ve es una caída mayor al 1%.

En cuanto a la variación interanual del empleo público, **se observa crecimiento positivo en todos los meses pero la tendencia es decreciente, el incremento interanual del mes de enero de 2017 alcanzó el 0,96% entre los empleados públicos registrados.**

¹³ Esto también se debe a que utilizan bases diferentes para completar la información mensual.

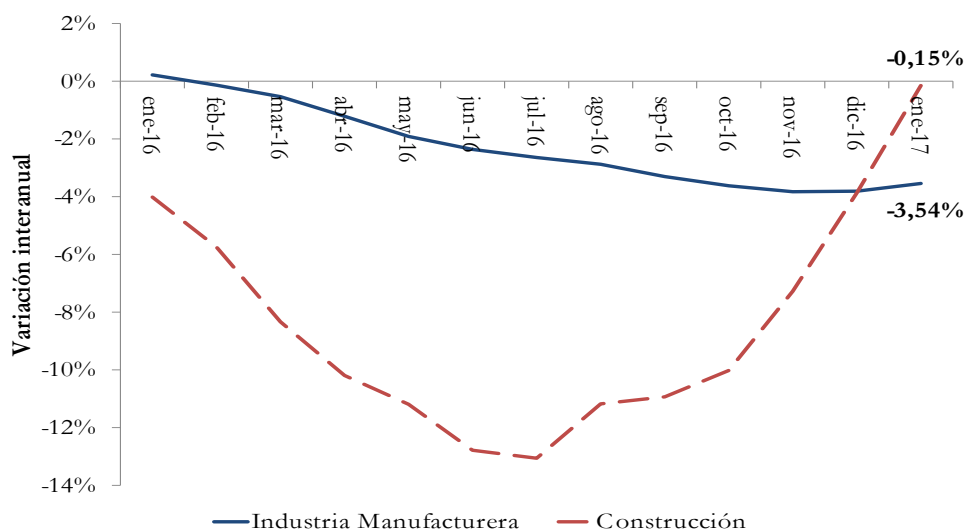
GRÁFICO 12: VARIACIÓN INTERANUAL DEL EMPLEO REGISTRADO TOTAL, EMPLEO ASALARIADO REGISTRADO PRIVADO Y PÚBLICO. ENERO 2016 – ENERO 2017



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo

El gráfico 13, a su vez, muestra la variación interanual del empleo asalariado privado registrado del sector industrial y del sector de la construcción desde enero de 2016 y hasta enero de 2017. Se puede ver que en el caso de la industria manufacturera que las variaciones interanuales caen todos los meses y la tendencia es decreciente, en enero de 2017 la reducción interanual del empleo asalariado privado registrado industrial fue 3,54%, equivalente a 44.118 puestos de trabajo.

GRÁFICO 13: VARIACIÓN INTERANUAL DEL EMPLEO ASALARIADO REGISTRADO PRIVADO. INDUSTRIA MANUFACTURERA Y CONSTRUCCIÓN. ENERO 2016 – ENERO 2017



Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Trabajo

Por el lado de la construcción se ve una reducción interanual mayor, en julio del año 2016 la caída del empleo fue 13,1%, pero la tendencia mejora fuertemente hacia finales de 2016 y principio del año 2017. En enero de 2017 la reducción del empleo asalariado privado registrado del sector de la construcción fue 0,15% y enero contra diciembre mostró un incremento del empleo de 0,18%.

En otros sectores como Comercio la variación interanual del empleo asalariado privado registrado crece todos los meses con una leve tendencia decreciente, en enero de 2017 el aumento fue 0,73%. Algo similar sucede con el sector de Intermediación Financiera que alcanzó en 2017 una suba del empleo asalariado registrado del 0,24%.

En definitiva, las estadísticas sobre empleo registrado muestran una mejora en la tendencia hacia fines del año 2016 y principios del 2017. Para el caso de los asalariados privados, se ve una caída neta de empleo registrado y los sectores más golpeados son el sector industrial, donde la tendencia no mejora y en menor medida el sector de la construcción.

4. Síntesis

Las nuevas autoridades del INDEC encontraron un gran número de irregularidades y problemas en la confección de información, recopilación de datos e implementación metodológica de la información utilizada en la EPH. Esto genera problemas para el análisis y estudio de información del mercado laboral publicada en el período 2007-2015. Los resultados de ese período continúan en revisión.

La reducción de la tasa de desempleo del cuarto trimestre de 2016, se debió principalmente a la caída en la tasa de actividad y no a la creación neta de empleos. La reducción de la tasa de actividad se produjo principalmente porque varios desocupados dejaron de buscar empleo. Según los microdatos de la EPH del tercer trimestre del año 2016, el 30% de los desocupados que buscaban empleo lo hacían desde más de un año.

En cuanto al empleo registrado, según los datos publicados por el Ministerio de Trabajo, está mejorando la tendencia en la creación de empleos registrados totales, pero existen sectores donde todavía no se observan resultados positivos, como es el sector industrial.

El principal desafío que se avizora en el corto plazo en cuestiones laborales, tienen que ver fundamentalmente con la mayor creación de empleo del sector privado. Según datos de la EPH más del 80% de los ocupados trabajan en el sector privado y el 66% en empresas de 25 empleados o menos. Además, existe una tasa de desocupación alta entre los jóvenes de más del 20%. Otro desafío importante a tener en cuenta en el futuro es aumentar el empleo de calidad, en el tercer trimestre de 2016 la informalidad laboral de asalariados alcanzó el 33,8%. Para lograr estos objetivos en el mercado laboral, será condición necesaria que la economía argentina comience a crecer sostenidamente, luego de varios períodos de estancamiento.

ABENOMICS 2017: REALIDADES Y DESAFÍOS EN LA ERA TRUMP

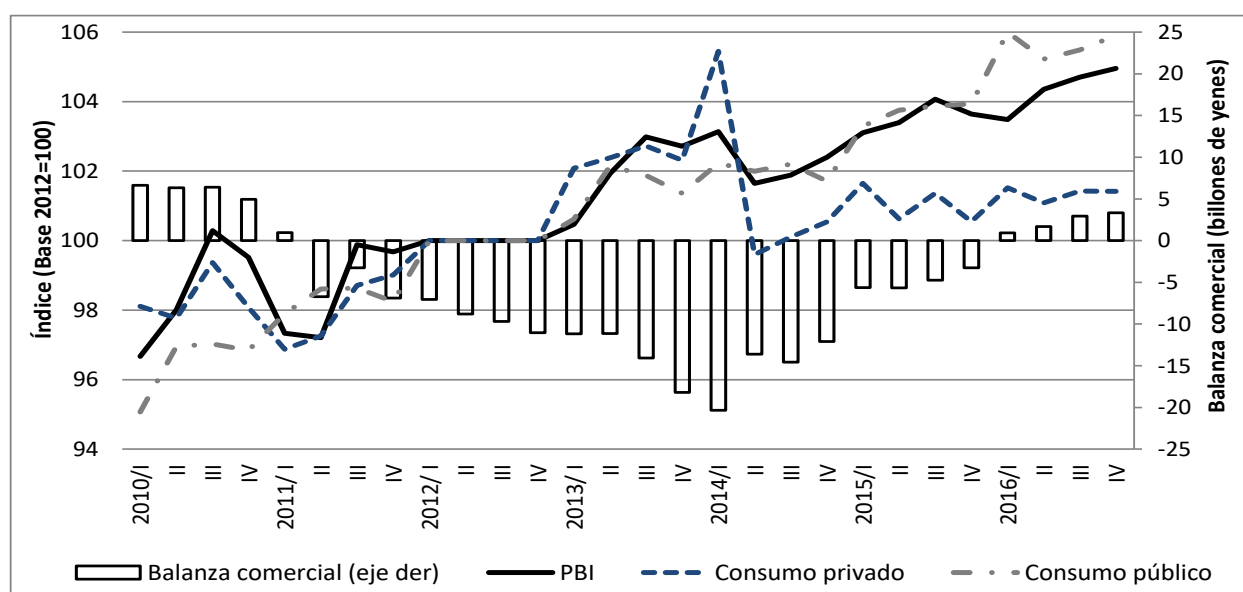
Luis Ignacio Argüero

1. Contexto: Inflación, crecimiento económico y apoyo político

Hace ya varios años que la economía japonesa no crece al ritmo que su gobierno y sus ciudadanos desearían. Luego de la explosión de la burbuja en 1990 y de dos décadas de bajo crecimiento y nula inflación, el primer ministro Abe asumió en diciembre de 2012 con un osado plan para insertar a Japón nuevamente en el camino de la expansión económica. Este plan, conocido popularmente como Abenomics, se basa en la expansión monetaria a fin de volver a generar inflación, con una meta de 2% anual. Sin embargo, en 2016 ha habido un nuevo estancamiento de precios (con una caída del 0,1%), lo que ha puesto aún más presión en Shinzo Abe para tomar las medidas necesarias para reactivar la economía.

El PBI tampoco ha despegado de la manera esperada: el crecimiento en 2016 fue de un mero 1%, similar al mostrado en los años anteriores (y posterior a la caída por el tsunami en marzo de 2011). Es de destacarse que es el sector público el mayor traccionador del PBI, a la vez que se advierte un estancamiento del consumo privado. El incremento del impuesto al consumo en 2014 hizo que los salarios perdieran poder de compra, proceso que se repitió en 2015. En 2016 el ingreso de las familias no aumentó, mientras que su consumo cayó 1,5%. Los números de enero y febrero de 2017 son más alentadores, con crecimiento del 1,6 y 1,1% respectivamente en el ingreso. La tendencia negativa comenzó a cambiar en agosto de 2016, cuando el gobierno implementó un incremento de 3% en el salario mínimo por hora, llevándolo a 822 yenes (7,4 dólares).

GRÁFICO 14: COMPONENTES DEL PBI (BASE 2012=100) Y BALANZA COMERCIAL.
 DATOS AJUSTADOS POR ESTACIONALIDAD

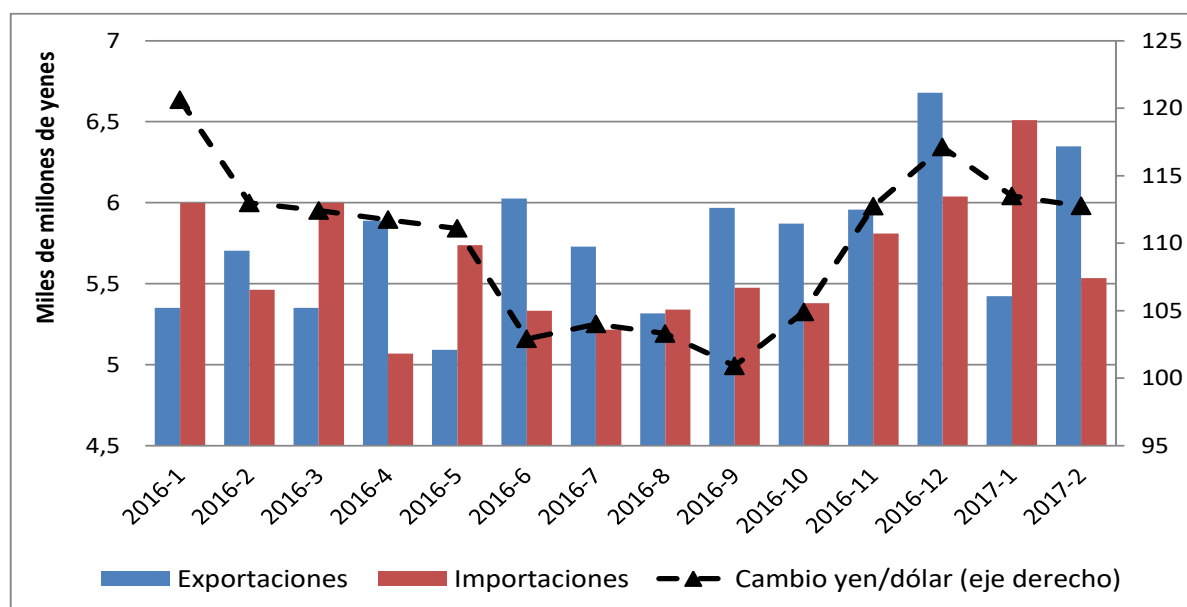


Fuente: Elaboración propia, en base a datos de Oficina del Gabinete.

En un mercado laboral con mínimos de desempleo (3,1%) y récords históricos de demanda laboral sin poder ser cubierta, el incremento del salario mínimo tiene un efecto positivo en el ingreso general de los trabajadores (Aoyagi et al., 2016). A esto se debe sumar el incremento del 2% que las compañías del Keidanren (Federación de Empresas de Japón) y la confederación de sindicatos (Rengo) acordaron a mitad de 2016. El Abenomics puso como motor principal de su plan de crecimiento a las compañías japonesas: sus mayores ingresos impulsarían un mayor nivel de salarios, que llevaría a un mayor consumo y así a la inflación. Sin embargo, los mecanismos de transmisión no fueron exitosos y el gobierno debió intervenir a fin de asegurar ese traslado (**las ganancias empresariales en el último trimestre de 2016 aumentaron 16,9%**).

El otro pilar en el que nuevamente se comienza a basar el crecimiento japonés es el de la balanza comercial positiva. Japón tuvo superávit comercial desde 1980 hasta el accidente nuclear posterior al tsunami de 2011¹⁴. Este ocasionó una decisión gubernamental de dar de baja todos los reactores nucleares del país, que proveían un 27% de la electricidad. A raíz de esto se debió aumentar la importación de energía, lo que llevó a que el país tenga déficit comercial hasta 2015. En 2016, Japón logró tener una balanza comercial positiva nuevamente (U\$S 35.700 M), a partir de las menores importaciones de energía y del menor precio de esta a nivel internacional. Japón aumentó su producción de energía a partir de un tímido reinicio de los reactores nucleares desactivados y de un fuerte desarrollo de energías renovables, principalmente la solar. A fines de marzo de 2017, el tribunal superior de Osaka falló a favor de la compañía local que opera una planta nuclear, lo que se cree que dará un nuevo impulso al reinicio de los reactores.¹⁵

GRÁFICO 15: EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y VALOR DEL YEN, JUNIO 2016 A FEBRERO 2017.



Fuente: Elaboración propia, en base a datos de Ministerio de Finanzas de Japón.

Como se aprecia en el gráfico 15, en 7 de los últimos 9 meses Japón tuvo balanza comercial positiva. Esta tuvo en febrero de 2017 su mayor nivel desde marzo de 2010. **En febrero de este año hubo un incremento del 11 por ciento anualizado en yenes en las exportaciones**, con un mayor dinamismo de las exportaciones a China (+28% anual), y un menor crecimiento de los envíos a Estados Unidos (+0,4%) y Europa (3,3%). Notoriamente, en febrero Japón tuvo su primer mes con superávit comercial con China desde 2012.

Es de destacar también que desde noviembre del año pasado el yen comenzó a perder valor frente al dólar, llegando a principios de abril de 2017 a una valuación de 111,5. Esto implica una pérdida de un 10% de su valor desde septiembre, cuando el contexto internacional (el resultado de la votación por el Brexit y las elecciones presidenciales en Estados Unidos) incentivó una "fuga hacia la calidad", aumentando la demanda del yen. La buena performance de las empresas y su mayor nivel de exportaciones ha llevado a un incremento en el valor de aquellas: el Nikkei 225, el índice de la bolsa de valores de Tokio, aumentó un 12,8% entre marzo de 2016 y 2017.

2. Abe y Trump

Los mediocres resultados de Abenomics no han mellado la imagen del primer ministro. Tras haber empezado su función con un nivel de aprobación del 60%, en marzo de 2017 este estuvo en 51%. Si bien experimentó una caída desde los niveles de febrero, ese mes había experimentado un alza debido a la aprobación que la visita de Abe a Estados Unidos tuvo: un 70% de los japoneses expresó su satisfacción con las charlas que mantuvieron los presidentes Trump y Abe.

¹⁴ A fin de 2016, el gobierno japonés estimó los daños provenientes del accidente nuclear en 188 mil millones de dólares.

¹⁵ Ver: <https://www.theguardian.com/environment/2017/mar/28/japanese-nuclear-industry-court-injunction-takahama-greenpeace>

Esta visita tocó muchos temas sensibles para Japón, tanto desde el punto de comercio y de inversiones, como desde el de seguridad. Los puntos más relevantes fueron los siguientes:

a. **Comercio e inversiones:** Japón fue uno de los más entusiastas impulsores del Acuerdo Transpacífico (TPP) durante los últimos años. Una mayor flexibilidad a la apertura de su sector agrícola y la necesidad de construir un eje económico que no lo haga depender de China permitieron que el acuerdo alcanzado entre los países fuera ratificado por el Parlamento japonés en diciembre de 2016. Sin embargo, como había anunciado en su campaña, Trump dio de baja el acuerdo y el TPP llegó a un punto muerto. Japón ha avanzado también en otros acuerdos, principalmente con la Unión Europea (entre el 3 y 5 de abril se llevó a cabo en Tokio la 18ª ronda de negociación) y con la Asean más China, Corea, India, Nueva Zelanda y Australia (conocido como RCEP). La caída del TPP fue un duro golpe para Abe, que había hecho un gran esfuerzo por convencer a los lobbies agrícolas e industriales de las bondades del acuerdo.

Si bien Trump y Abe en su reunión de febrero no anunciaron el inicio de negociaciones para un acuerdo comercial, sí establecieron un marco bilateral de diálogo para discutir esta problemática. Trump ha puesto énfasis en reducir su déficit comercial, y con Japón tiene una balanza comercial negativa de U\$S 69.000 M (su segunda más importante, luego de China). Las compañías automotrices japonesas han tenido una creciente actividad y ventas en los Estados Unidos, controlando más de un tercio del mercado (principalmente por la actividad de Toyota, Nissan y Honda). Gran parte de esta producción se realiza en México¹⁶.

En 2005 comenzó a regir un acuerdo bilateral entre México y Japón. Previo al acuerdo había 310 compañías japonesas instaladas en ese país; el año pasado superaron las 1.000. Las decisiones que Trump pueda tomar sobre el NAFTA influirán definitivamente en las compañías japonesas, que verían en riesgo sus inversiones en suelo mexicano. Visto esto, algunas compañías anunciaron inversiones en suelo estadounidense (Toyota y Softbank, por ejemplo). Sin embargo, esta migración de inversiones es aún ínfima, y su futuro dependerá de los vaivenes del NAFTA.

b. **Apoyo militar.** Estados Unidos tiene un acuerdo militar de defensa mutua con Japón desde 1951 (acuerdo de San Francisco). Trump ha puesto en duda la continuidad de la presencia de las fuerzas armadas norteamericanas en territorios que no paguen parcial o totalmente los gastos de ese "servicio". Su dura postura con la OTAN tuvo su correlato con Japón, aunque en este caso la situación es muy diferente: el país nipón paga el 75% de los gastos corrientes militares de los Estados Unidos en Japón. Desde allí, las fuerzas armadas norteamericanas pueden tener un más cercano control sobre China. Se ha calculado que un retiro de las fuerzas estadounidenses del territorio japonés implicaría un aumento de gastos en defensa que aumentarían entre 3 y 4% del PBI japonés. Para un país con un alto déficit fiscal, tener que afrontar este gasto sería una tarea titánica. Por lo pronto, la alianza militar sigue firme, especialmente con la amenaza latente de Corea del Norte. En marzo, Trump afirmó que Estados Unidos está 100% detrás de Japón.

El apoyo de Estados Unidos es un importante signo positivo en la delicada situación actual de Japón, que en el medio de reformas que no han resultado muy efectivas, se ve inmerso en la continuidad de una economía con bajo crecimiento y nula inflación. Las políticas implementadas no están dando los resultados esperados, ya pasados más de cuatro años de la implementación del Abenomics. Luego de haber nombrado a Haruhiko Kuroda como gobernador del Banco de Japón y que este lanzara una expansión monetaria sin precedentes en 2013, el primer ministro Abe ilusionó a propios y extraños con un renacimiento de la tercera economía del mundo. A pesar de los mediocres resultados, la imagen de Abe sigue siendo alta y los japoneses confían en su liderazgo. Será cuestión de ver si los resultados acompañan las expectativas o si, nuevamente, Japón se ve obligado a dar otro giro de timón.

Bibliografía

- Aoyagi, C., Ganelli, G. y Towk, N. (2016), Minimum Wage as a Wage Policy Tool in Japan, IMF Working Paper 16/232.
Oficina del Gabinete (2017), Cuentas Nacionales de Japón, <http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>
Ministerio de Finanzas (2017), Estadísticas de comercio de Japón, http://www.customs.go.jp/toukei/info/tsdl_e.htm

¹⁶ Entre 2005 y 2014 la producción de automóviles en México se duplicó: pasó de 1,7 a 3,4 millones de unidades.

INDICADORES

Indicador	Feb-16	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16	Ene-17	Feb-17	Mar-17
Indicadores de Actividad														
EMAE (INDEC) Var. % a/a	0,9%	0,1%	-3,0%	-3,1%	-4,9%	-5,4%	-2,1%	-3,4%	-4,7%	-1,6%	0,0%	1,1%	n/d	n/d
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	-1,0%	1,0%	-1,7%	-0,6%	-0,5%	0,5%	0,4%	-0,6%	-0,4%	0,8%	1,8%	-0,5%	n/d	n/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	17,8%	15,0%	30,5%	13,3%	3,2%	-6,3%	7,3%	10,3%	7,9%	18,8%	108,7%	5,8%	26,6%	-13,2%
<i>Var m/m, con estacionalidad</i>	3,9%	16,9%	-0,3%	-0,3%	4,7%	-16,6%	21,4%	6,0%	-16,9%	10,7%	15,4%	-26,6%	24,4%	66,9%
Producción Industrial (OJF) Var. % a/a	4,1%	0,8%	-6,9%	-2,8%	-10,1%	-8,0%	-6,6%	-5,8%	-8,3%	-0,7%	0,5%	-3,8%	-8,1%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	-0,1%	-1,8%	-4,8%	-1,0%	-0,3%	2,0%	-1,9%	-0,2%	-0,3%	3,1%	2,5%	-1,8%	-2,6%	n/d
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	4,1%	-1,9%	-6,8%	-5,9%	-9,1%	-8,7%	-4,2%	-8,3%	-7,7%	-2,1%	-1,0%	3,5%	-9,5%	n/d
<i>Var t/t, m/m, desest.</i>	2,2%	-1,4%	-1,8%	-2,4%	-0,2%	1,6%	0,1%	-2,2%	1,2%	1,6%	1,4%	-1,8%	-1,2%	n/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-0,1%	-3,8%	-5,2%	-4,5%	-6,4%	-7,9%	-5,7%	-7,3%	-8,0%	-4,1%	-2,3%	-1,1%	-6,0%	n/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	-19,6%	-23,1%	-3,7%	-13,1%	-19,2%	-9,4%	-7,8%	-2,4%	-2,9%	n/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-4,0%	-9,6%	-22,3%	-12,5%	-21,3%	-23,9%	-16,2%	-17,9%	-19,7%	-20,2%	-12,6%	-6,9%	-6,7%	11,2%
<i>Var. % m/m, t/t, desest.</i>	-2,4%	-5,4%	-5,5%	2,9%	4,4%	5,6%	-6,5%	3,6%	-0,8%	-4,0%	6,3%	-9,0%	8,2%	3,3%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-10,0%	-8,8%	-27,5%	-11,2%	-18,5%	-20,7%	6,6%	-11,7%	-17,7%	2,1%	0,9%	1,8%	-8,7%	28,7%
Indicadores del Sector Externo														
Exportaciones en USD	4.122	4.421	4.724	5.347	5.266	4.967	5.759	5.040	4.715	4.836	4.591	4.252	3.888	n/d
<i>Var. % a/a</i>	7,0%	0,9%	-8,0%	3,2%	-12,6%	-10,6%	12,2%	-2,8%	-6,3%	20,8%	33,9%	9,7%	-6,2%	n/d
Importaciones en USD	4.029	4.719	4.423	4.904	5.135	4.690	5.051	4.679	4.829	4.721	4.526	4.340	4.010	n/d
<i>Var. % a/a</i>	1,1%	-7,1%	-11,8%	-2,1%	-11,3%	-18,0%	-7,1%	-15,2%	-2,1%	-0,4%	0,2%	7,1%	-0,6%	n/d
Saldo Comercial en USD	93	-298	301	443	131	277	705	361	-114	115	65	-88	-122	n/d
Pcios. Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	181,4	185,6	195,2	213,5	223,7	208,1	199,6	197,9	196,8	198,9	200,1	203,9	204,7	198,6
<i>Var. % a/a</i>	-16,3%	-12,7%	-6,2%	4,3%	7,2%	-4,8%	-2,5%	2,1%	1,0%	6,4%	8,4%	13,2%	12,9%	7,0%

Indicador	Feb-16	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16	Ene-17	Feb-17	Mar-17
Precios														
IPC (INDEC) Var. % m/m				4,2%	3,1%	2,0%	0,2%	1,1%	2,4%	1,6%	1,2%	1,3%	2,5%	2,4%
<i>Núcleo Var. % m/m</i>				2,7%	3,0%	1,9%	0,8%	1,5%	1,4%	1,7%	1,7%	1,3%	1,8%	1,8%
IPC Congreso (fuentes priv.) Var. % a/a	33,9%	35,3%	41,5%	43,6%	45,3%	46,0%	43,8%	43,1%	43,9%	43,4%	40,3%	38,0%	34,4%	33,0%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	4,8%	3,2%	6,7%	3,5%	2,9%	2,4%	0,5%	1,3%	2,9%	1,9%	1,6%	1,6%	2,1%	2,2%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	32,9%	35,0%	40,5%	44,4%	47,4%	47,2%	43,5%	42,0%	44,7%	44,8%	41,0%	38,0%	35,6%	35,0%
<i>Var. % t/t, m/m</i>	4,0%	3,3%	6,5%	5,0%	3,2%	2,2%	-0,8%	0,8%	2,9%	2,0%	1,2%	1,9%	2,2%	2,9%
Indicadores Fiscales														
Ingresos Totales Var. % a/a	30,4%	31,4%	31,2%	32,1%	28,5%	27,3%	26,9%	27,0%	26,9%	29,2%	36,6%	37,6%	38,2%	n/d
Gastos Totales Var. % a/a	32,1%	32,0%	29,3%	29,8%	28,7%	28,2%	29,0%	29,8%	32,0%	32,2%	38,2%	39,2%	40,2%	n/d
Expectativas de Inflación (UTDT)														
<i>Mediana</i>	30,0	30,0	30,0	28,0	28,0	25,0	25,0	20,0	20,0	21,0	22,0	25,0	25,0	25,0
<i>Media</i>	33,6	31,4	36,0	32,4	32,4	29,8	30,9	29,8	27,6	28,6	29,6	25,0	31,2	31,3
Confianza del Consumidor (UTDT)														
<i>Índice</i>	45,6	48,2	43,2	42,7	42,7	45,6	42,6	43,3	46,0	43,9	44,9	44,9	40,7	41,0
<i>Var. % t/t, m/m</i>	-15,6%	5,6%	-10,3%	-1,2%	-0,2%	7,1%	-6,6%	1,6%	6,4%	-4,6%	1,2%	0,0%	-8,5%	0,7%
<i>Var. % a/a</i>	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,4%	-18,7%	-25,0%	-20,7%	-19,2%	-27,2%	-19,0%	-17,7%	-10,8%	-15,0%