OVERVIEW

M&S CONSULTORES, 25 de mayo 555 piso 10° - Buenos Aires (C1002ABK). (54-11) 4312-1908- Fax (54-11) 4313-3834-E-mail: estudio@mysconsultores.com

Edición Nº 1153 26 de mayo de 2014

TEMARIO

- **Nuevo relato, mismo diagnóstico**
- **El Club de París**
- **Empleo, salario real y nivel de actividad**
- **Se movió el dólar**

M&S Consultores

Propietarios y Directores
Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo

Directores
Carlos Melconian
Rodolfo Santangelo

Consultores Jefes
Claudio Mauro
Pablo Goldín
Facundo Martínez Maino

Finanzas y Gestión
Patricio Rotman
Fernando Badessich

Economistas
Cecilia Bastarrica
Soledad de Marco
Emilia Gavilán
Martín Orgoroso
María Sahores

Asistentes
Clara Argañaraz
Teresa Balestrini
Juan Buccafusca

RESUMIENDO

Implícitamente, el gobierno está reconociendo cambios en el "relato" económico. Empezó cuando desde enero el Indec publica un nuevo índice de precios que reconoce una tasa de inflación más realista. Hace unas semanas, en ocasión del cálculo del PBI con nuevo año base, el Indec reconoció que en los últimos seis años el PBI "verdadero" creció 27%, bastante menos que el 37% que se sostenía. Incluso desde hace unas semanas se viene revisando a la baja el dato de exportaciones embarcadas en 2013.

Por supuesto, este reconocimiento es implícito, dicho al pasar, no explícito y mucho menos con "mea culpa". **Esto lleva entonces a mantener y profundizar el diagnóstico económico y mantener muchas de las decisiones de política económica.**

La inflación, según el diagnóstico oficial, es el **resultado de la puja distributiva** que se origina en la mejora del salario real y la participación de los asalariados, en detrimento de los beneficios empresariales, en el reparto de la torta, en medio del crecimiento económico.

El modelo oficial de crecimiento liderado por el consumo y los salarios choca este año contra la realidad. El empleo en el sector privado hace varios años que venía estancado y hace unos meses que está cayendo, sobre todo en los sectores que más sufren la contracción económica (automotriz, comercio, construcción). El diagnóstico oficial no cree en recetas "ortodoxas" de austeridad. Privilegia que haya gente con plata en el bolsillo para consumir.

En la realidad, este año la inflación se "comió" al salario real y 2014 experimenta la primera contracción económica generada por la caída del consumo interno. Menor salario real y menor empleo generan menor masa salarial: sólo los bienes "inferiores" e imprescindibles zafan de la caída del consumo.

Al desconocer la relación entre déficit fiscal, política monetaria e inflación, el oficialismo persiste en sus políticas. Para el oficialismo **la inflación es un fenómeno multicausal**, muy ligado al sector externo. **El fogonazo inflacionario del verano estuvo influido por el traslado a precios de la devaluación de enero**. El objetivo número uno es evitar otro salto inflacionario, si fuera posible hasta el final del mandato. Pero como la inflación se resiste a bajar a cero, mantener el dólar fijo es imposible.

Por esta suma de diagnósticos aislados no integrales que subestiman **el factor fiscal el gobierno descubre ahora que si consigue plata puede matar varios pájaros de un tiro**. Quisiera que entren dólares que ayuden a la caja externa y a la fiscal. Le dio bonos a Repsol y se entusiasma porque el mercado internacional "absorbió" esos bonos sin grandes volatilidades. Se debate si quiere y puede colocar algún bono en el exterior, como hizo YPF, aunque sea al 10% anual. Quisiera al fin alcanzar un acuerdo con el Club de París.

Esta economía con caída del PBI, inflación festejada al 2% mensual y sin crédito por ahora sólo ha cambiado el lado del balance del BCRA donde se refleja el problema; han dejado de caer las reservas en el activo del BCRA y suben casi en la misma magnitud las letras en su pasivo. El próximo límite que enfrenta este ajuste 2014 que rechaza el rebalanceo fiscal será hasta donde el BCRA puede esterilizar su política monetaria sin que la liquidez desborde por otro lado. El dólar paralelo inquieto parece reflejar dudas de muchos sobre esta sostenibilidad.

Esta semana el Ministro de Economía estará en Europa para intentar avanzar con la **refinanciación de deudas en el marco del Club de París**. Esta instancia, junto con **el juicio que se está desarrollando en Nueva York** por los bonos en default, son **los dos frentes más complicados** que tiene Argentina para regularizar su situación en los mercados financieros internacionales.

En el caso del Club de París, **un acuerdo no significará el arribo automático de dólares que ayuden a la caja externa y fiscal**. En el mejor de los casos es solo un **pre - requisito necesario** (no suficiente) para que el Gobierno pueda intentar alguna posterior colocación de deuda en los mercados.

Las deudas que se deben reprogramar dejaron de pagarse desde diciembre de 2001. Según el Club, **a diciembre de 2012 Argentina debía US$ 6.500 M más los intereses por los atrasos que pueden ser alrededor de US$ 3.000 M más, es decir un total de unos US$ 9.500 M**.

Bajo un formato típico, Argentina podría tener una reprogramación de las deudas a 15 años con 8 años de gracia, sin quitas y una tasa de interés menor a la de mercado. Pero **Argentina se presenta al Club de Paris como un "caso raro".** No es un país "pobre", no argumenta que no puede pagar (si lo hiciera justificaría la necesidad de un programa con el FMI que asegurara la capacidad futura de pago), pero tampoco quiere cancelar la deuda en efectivo. Quiere plazo pero sin pasar por el Fondo.

La novela del acuerdo con el Club de Paris lleva muchos capítulos desde 2008 y este es uno más. **No será el último**.

Este año el nivel de actividad todavía tiene espacio para sorprender y los riesgos son a la baja. El mayor problema está en los sectores que dependen del empleo y el salario real. A diferencia de 2013, en 2014 la pérdida de poder adquisitivo y el deterioro del mercado laboral son una mochila difícil de levantar.

El Indec publicó los resultados de la EPH del primer trimestre (Encuesta Permanente de Hogares). El mercado de trabajo arroja dos lecturas diferentes pero complementarias. Estructuralmente no está dentro de las generales del deterioro profundo que exhiben otros sectores de la economía (fisco, energía, mercado cambiario, etc.). Esto dejando de lado hechos muy relevantes para la productividad de la economía como el enorme crecimiento del empleo público, la informalidad y la creciente ingerencia de los planes de empleo social. Esos conceptos son otra parte del análisis que no afecta la dinámica de la masa salarial real de corto plazo.

Coyunturalmente, el mercado de trabajo y en especial la masa salarial (empleo x poder de compra del salario) han recibido un golpe fuerte. El problema no son los salarios ni el hecho de que se hayan demorado las paritarias. En el primer trimestre, antes de que se fueran cerrando los principales acuerdos, el salario ya recibía el impacto positivo de sumas fijas pero el fogonazo inflacionario le ganó por siete puntos (29% a 36%). En el segundo trimestre el crecimiento del salario nominal se aceleró pero la inflación le volvió a ganar por cinco puntos (30% a 35%). A diferencia de otros contextos macro esta brecha es difícil de revertir este año.

LO MÁS IMPORTANTE

Nuevo relato, mismo diagnóstico

Implícitamente, el gobierno está reconociendo cambios en el "relato" económico. Empezó cuando desde enero el Indec publica un nuevo índice de precios que reconoce una tasa de inflación mucho más cercana a la que **OVERVIEW** (y otros en el sector privado) venía sosteniendo que al índice oficial. Por esto, el gobierno "festeja" que en abril la inflación haya bajado al 2% mensual (1,8% para el Indec, 2,1% para OVERVIEW). Hace unas semanas, en ocasión del cálculo del PBI con nuevo año base, el Indec reconoció que en los últimos seis años (desde 2007 hasta 2013) el PBI "verdadero" creció 27%, bastante menos que el 37% que se sostenía y más cercano al 21 y pico por ciento que estima **OVERVIEW**. De paso, también reconoció "retroactivamente" que el índice precios implícitos del PBI (una especie de inflación no para una canasta de consumo sino una "canasta PBI") también creció más de lo que se decía. Incluso desde hace unas semanas se viene revisando a la baja el dato de exportaciones embarcadas en 2013, hecho estadístico que generará que la caída de exportaciones de este año se modere.

Por supuesto, este reconocimiento es implícito, dicho al pasar, no explícito y mucho menos con "mea culpa". **Esto lleva entonces a mantener el diagnóstico económico y profundizar algunas decisiones de política económica. La inflación**, según el diagnóstico oficial, es el **resultado de la puja distributiva** que se origina en la mejora del salario real y la participación de los asalariados, en detrimento de los beneficios empresariales, en el reparto de la torta, en medio del crecimiento económico. El aumento de precios (inflación) es la respuesta de los grupos económicos para recuperar lo perdido en la distribución del ingreso. Los precios cuidados es la contra respuesta oficial.

El modelo oficial de crecimiento liderado por el consumo y los salarios choca este año contra la realidad. El empleo en el sector privado hace varios años que venía estancado y hace unos meses que está cayendo, sobre todo en los sectores que más sufren la contracción económica (automotriz, comercio, construcción). Por un tiempo, fue compensado por un fenomenal aumento del empleo en el sector público, nacional, provincial y municipal. El diagnóstico oficial no cree en recetas "ortodoxas" de austeridad porque las creen incapaces de aumentar el consumo y la demanda agregada. Y descreen del impacto cero (y quizás nulo) que el aumento indiscriminado del empleo público tiene sobre la

productividad y la competitividad. Privilegia que haya gente con plata en el bolsillo para consumir.

En la realidad, este año la inflación se "comió" al salario real y 2014 experimenta la primera contracción económica generada por la caída del consumo interno. Menor salario real y menor empleo generan menor masa salarial: sólo los bienes "inferiores" e imprescindibles zafan de la caída del consumo pero las primeras marcas y aun los bienes de consumo "prescindibles" experimentan caídas. El brusco freno del crédito complica la situación de bienes durable (autos, del hogar, etc.).

Al desconocer la relación entre déficit fiscal, política monetaria e inflación, el oficialismo persiste en sus políticas. El plan de reducción de subsidios parece condenado al olvido. **Si el subsidio es un salario indirecto y la inflación no es un impuesto, ¿para qué entonces modificar la política de subsidios?** Queda claro que el aumento de tarifas de gas que pagarán algunos consumidores residenciales casi no se verá en la cuenta fiscal de subsidios (que vuelve a subir este año) y será ingresado por YPF y otras empresas productoras y distribuidoras. El plan eléctrico tuvo demoras porque el gobierno nacional quería anudar acuerdos con los gobiernos provinciales para que las distribuidoras del interior (que también compran energía barata que subsidia Cammesa pero igual se la cobran muy cara a sus consumidores) no suban las tarifas cuando les suba el costo de la energía que compran. Pero estamos por entrar en la segunda mitad del año y no hay noticias.

Para el oficialismo **la ahora reconocida inflación es un fenómeno multicausal**, muy ligado al sector externo. **El fogonazo inflacionario del verano estuvo influido por el traslado a precios de la devaluación de enero**. El objetivo número uno es evitar otro salto inflacionario, si fuera posible hasta el final del mandato. Pero como la inflación se resiste a bajar a cero, mantener el dólar fijo es imposible (ver cuadro 1). El BCRA empezó a deslizarlo pero "apenas unos centavos" sirvió para mover el avispero. El mercado cambiario oficial tuvo días complicados y el gobierno volvió a pisar importaciones, siendo el tercer factor generador de recesión (además de la caída del salario real y el corte del crédito). Para peor, ya no se cuenta más con un nivel de reservas internacionales holgado que permita llevar la situación. El BCRA no puede darse el lujo de dilapidar reservas. En 2011, el "culpable" fue el atesoramiento privado de dólares (fuga de capitales), vino el cepo pero apenas sirvió para sostener la situación cambiaria durante seis meses. Luego se pisaron los dividendos de las empresas extranjeras pero explotó el turismo de argentinos al exterior y el uso de tarjetas. El turismo se encareció con impuestos y este año ha dejado de ser el problema principal de salida de divisas.

Cuadro N° 1

INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO

%	Inflación anual	Devaluación anual
2010	26,8	9,6
2011	24,2	7,8
2012	25,2	13,5
2013	**28,8**	**29,8**
Ene. 2014	31,0	61,4
Feb	34,7	56,7
Mar	37,0	55,8
Abril	**37,5**	**55,2**
Mayo (e)	**39,4**	**53,6**

Fuente: **M&S Consultores**

Luego vino el diagnóstico oficial de que la caída de reservas estaba originado en un sobre crecimiento económico que generaba salida de divisas en energía, sector automotriz-autopartista y bienes del hogar. El “loto” Vaca muerta y una YPF con un mejor flujo de caja por la nafta a trece pesos (y el cobro del seguro por el incendio de la destilería) permite algún ingreso de divisas puntual. Pero la energía sigue siendo el sector con mayor impacto macroeconómico, con impacto negativo sobre las cuentas externas (se importa porque el consumo es mayor que la producción local), sobre las cuentas fiscales (se gasta en subsidios porque el precio que pagan los consumidores es muy inferior al que cuesta producirla o importarla) y sobre el sector productivo (que sufre cortes y sobre costos que reducen la productividad). La recesión automotriz y de bienes electrónicos ayuda al sector externo pero afecta al comercio interno.

Por esta suma de diagnósticos aislados no integrales que subestiman **el factor fiscal el gobierno descubre ahora que si consigue plata puede matar varios pájaros de un tiro**. Quisiera que entren dólares que ayuden a la caja externa y a la fiscal. Le dio bonos a Repsol y se entusiasma porque el mercado internacional “absorbió” esos bonos sin grandes volatilidades. Se debate si quiere y puede colocar algún bono en el exterior, como hizo YPF, aunque sea al 10% anual. Quisiera al fin alcanzar un acuerdo con el Club de París. Probablemente ya sepa que la “viveza criolla” de acordar que un acreedor al que no le paga hace rato para primero recibir fondos y después pagar va a ser imposible. Pero sí aspira a acordar un plan que minimice los pagos de la deuda en 2014 y 15, se lo deje como herencia al que viene y que algún financiamiento para laguna inversión que traiga dólares aparezca.

No quiere que el FMI se meta en el medio porque ello significaría alguna condicionalidad sobre política económica (reducir déficit fiscal, bajar subsidios, etc) que no está dispuesto a convalidar.

Por esto**, el "nuevo" relato implícito** que reconoce la inflación, la caída de la actividad, el menor consumo por caída del salario real y falta de crédito no ha dado paso a un **nuevo diagnóstico**. Poco ha cambiado en la política económica 2014 aun cuando el "check list" de medidas que impusieron la realidad y el BCRA es extenso: devaluación, suba de tasas, política monetaria restrictiva, suba de tarifas, licuación de parte del gasto público, etc.

Esta economía con caída del PBI, inflación festejada al 2% mensual y sin crédito por ahora sólo ha cambiado el lado del balance del BCRA donde se refleja el problema**; han dejado de caer las reservas en el activo del BCRA y suben casi en la misma magnitud las letras en su pasivo**. Un accionista privado estaría muy preocupado si lo único que logró su management es reflejar la descapitalización en más deuda en vez de menos activos. El "accionista" público argentino está tranquilo porque **conseguir dólares para el activo es costoso y difícil, conseguir pesos para el pasivo es mucho más fácil**. Se emite y listo. El próximo límite que enfrenta este ajuste 2014 que rechaza el rebalanceo fiscal será hasta donde el BCRA puede esterilizar su política monetaria sin que la liquidez desborde por otro lado. El dólar paralelo inquieto parece reflejar dudas sobre esta sostenibilidad.

El resto de **Overview** profundiza algunos de estos temas: las negociaciones con el Club de París, el empleo y la masa salarial.

El Club de París

Esta semana el Ministro de Economía está en Europa para intentar avanzar con la **refinanciación de deudas en el marco del Club de París**. Esta instancia, junto con **el juicio que se desarrolla en Nueva York** por los bonos que están en default, son **los dos frentes más complicados** que tiene Argentina para regularizar su situación en los mercados financieros internacionales.

En el caso concreto del Club de París, **un acuerdo no significará el arribo automático de dólares que ayuden a la caja externa y fiscal**. En el mejor de los casos es solo un **pre - requisito necesario** (no suficiente) para que el Gobierno pueda intentar alguna posterior colocación de deuda en los mercados. Esto es así porque en el marco del Club se renegocian las deudas con los organismos oficiales de crédito de los países acreedores. En todo caso, la consecuencia más palpable de un acuerdo es la posible reapertura de los canales para el financiamiento oficial de alguna futura inversión europea privada que termine trayendo dólares a la Argentina.

El Club de París tiene un largo historial de relaciones con Argentina, al punto que **su creación en 1956 tuvo por objetivo gestionar el cobro de una deuda de US$ 700 M que nuestro país había contraído antes de 1946**. Los últimos acuerdos formales se realizaron en 1991 y 1992, en el marco de la regularización final de la deuda que estaba en default desde los '80.

Las deudas que se deben reprogramar ahora dejaron de pagarse desde diciembre de 2001. Según el Club, **a diciembre de 2012 Argentina debía US$ 6.500 M[1] más los intereses por los atrasos por alrededor de US$ 3.000 M más, es decir un total de unos US$ 9.500 M**. La cifra final dependerá de la conciliación que hagan las partes pero no va a diferir demasiado de este monto.

El Club es un foro informal que tiene miembros fijos, donde confluyen los países acreedores cuando un país deudor intenta renegociar sus obligaciones. Es un ámbito dinámico que **tiene estatutos reglas y procedimientos básicos** que actúan como esquema – marco, alrededor del cual se estructuran las negociaciones "caso por caso". Puede decirse que hay cinco principios elementales que constituyen el fundamento del Club de Paris:

a) el **enfoque "caso por caso".** Todas las negociaciones pueden ser diferentes;

b) el segundo pilar es la **necesidad de consenso entre los acreedores** para la toma de decisiones, dado que el acuerdo multilateral no tiene valor legal hasta que cada país acreedor lo ratifica con un acuerdo bilateral con el deudor;

c) la **condicionalidad**. El acuerdo significa siempre un beneficio para el deudor. Por eso es lógico que los acreedores requieran un programa que asegure la viabilidad financiera del deudor. Debido a esto **el Club siempre negocia bajo un programa del FMI con el país deudor**. Históricamente solo hubo **dos casos de excepciones a esta regla**: Sri Lanka e Indonesia, afectados por el tsunami de 2004 y Angola que pagó su deuda en afectivo y refinanció los atrasos que tenía en 2007;

d) **la solidaridad entre acreedores** es el cuarto principio del Club. Básicamente implica que ningún acreedor va a emprender acciones que perjudiquen al resto y

e) el último principio es de **igualdad en el trato**, lo que quiere decir que el esfuerzo que demande cada acuerdo se reparte equitativamente entre todos los acreedores.

Bajo un formato típico, Argentina podría entrar bajo el paraguas de lo que se conoce como el los "Términos de Houston" que permiten una

[1] Para la misma fecha el Ministerio de Economía informó una deuda total de US$ 6.223 M sin intereses por atrasos.

reprogramación de las deudas a 15 años con 8 años de gracia, sin quitas y una tasa de interés menor a la de mercado.

Además, dentro de los "Términos de Houston" también está la posibilidad de realizar **swaps de deuda**. Podrían tener varias formas incluyendo lo que se llama "intercambio de deuda por desarrollo". En este caso, el país deudor deposita los servicios de la deuda en un fondo que después se utiliza para financiar proyectos de desarrollo en el país. Está alternativa tiene límites (no se aplica a toda la deuda) pero forma parte del menú.

Pero **Argentina se presenta al Club de Paris como un "caso raro".** No es un país "pobre", no argumenta que no puede pagar (si lo hiciera justificaría la necesidad de un programa con el FMI que asegurara la capacidad futura de pago), pero tampoco quiere cancelar la deuda en efectivo. Quiere plazo pero sin pasar por el Fondo.

La oferta argentina no se aproxima a la de Angola. El país africano estuvo en mora con el Club de Paris por casi 20 años (desde 1989 a 2007). Durante ese período (mientras transcurría una guerra civil en el país), las relaciones entre Angola y los países acreedores estuvieron congeladas pero la deuda fue creciendo por devengamiento de intereses.

Al final de la guerra (2002) Angola intentó normalizar las relaciones con el resto del mundo. **El primer paso fue cancelar todo el capital de la deuda con el Club en 2006 y hacia finales de 2007 acordó el pago de los intereses por mora en tres cuotas anuales entre enero de 2008 y enero de 2010**. No necesitó un acuerdo con el FMI pero **tenía al día los informes macroeconómicos que realiza el Fondo en el marco del Artículo IV** de sus Estatutos.

En resumen, un arreglo con el Club de París es importante, no porque implique ingreso de dólares, sino porque mejora a futuro las condiciones de acceso al financiamiento comercial de las empresas.

Sin embargo, **la participación del FMI parece un escollo insalvable por el momento**. No hay antecedentes de un acuerdo sin por lo menos un informe "Artículo IV" vigente, aún pagando mucho en efectivo (caso Nigeria 2007). Además la sola negativa de un país imposibilita cerrar las negociaciones y Japón parece muy firme en este punto.

La novela del acuerdo con el Club de Paris lleva muchos capítulos desde 2008 y este es uno más. **No será el último**.

Empleo, salario real y nivel de actividad

El año pasado el PBI creció 3%, explicado en gran medida por el crecimiento agrícola, el empuje del sector de intermediación financiera con el crédito creciendo al 40% anual, a cuánto llegaría la producción de autos y al derrame del mayor gasto público sobre el consumo.

El empleo y más globalmente la masa salarial real (empleo x salario real) ya no aportaban el año pasado. La creación de empleos privados estuvo frenada y el salario real se la pasó peleando palmo a palmo con los precios. El aumento salarial empató hasta el tercer trimestre con los precios y terminó perdiendo por algunos puntos hacia el final del año. El crecimiento del crédito maquilló la debilidad de la masa salarial real.

Este año el nivel de actividad todavía tiene espacio para sorprender y los riesgos son a la baja. En el primer trimestre sufrió una caída fuerte, - 3,5% contra el cuarto trimestre 2013, y se perdió todo el salto de actividad 2013. El interrogante es si la actividad tocó fondo el segundo trimestre o seguirá cayendo. Si tocara fondo y se mantuviera estancado hasta fin de año, implicaría una contracción del PBI del orden del 2% en todo el año. Si la economía no tocara fondo, la contracción sería más fuerte.

De los cuatro sectores que pesaban en 2013, sólo uno está haciendo un aporte positivo, la mayor producción agrícola, dos quedaron afuera (el crédito y el mercado automotriz) y hay uno en dudas (el derrame del gasto público). **Pero el mayor problema actual está en el resto de los sectores que dependen del empleo y el salario real**.

A diferencia de 2013, en 2014 la pérdida de poder adquisitivo y deterioro del mercado laboral son una mochila difícil de levantar y maquillar. OVERVIEW considera que el escenario de relativa estabilidad del PBI a partir del segundo trimestre y una caída interanual de 2 y pico % “sería para firmarlo ya”.

El Indec publicó los resultados de la EPH del primer trimestre (Encuesta Permanente de Hogares). El mercado de trabajo arroja dos lecturas diferentes pero complementarias. Estructuralmente no está dentro de las generales del deterioro profundo que exhiben otros sectores de la economía (fisco, energía, mercado cambiario, etc.). La **foto** de los cuatro números básicos de esta mercado es buena, la **película** es regular.

Esto dejando de lado tres hechos cualitativos muy relevantes para la productividad de la economía como son el enorme crecimiento del el empleo en el sector público, la informalidad y la creciente ingerencia en los últimos años de los planes de empleo social entre los ocupados que se registran. Esos conceptos

son otra parte del análisis que no afecta la dinámica de la masa salarial real de corto plazo.

La tasa de actividad, que es el porcentaje de personas que buscan entrar al mercado laboral se mantiene estable en torno al 45%. Esta variable dio su primer salto estructural en los ´90, subiendo más de cinco puntos desde un entrono de 37 y 38% en los ´70 y ´80 a 43 / 44%. Se entiende que la mejora en el poder de compra del salario en esos años fue el principal incentivo para que una mayor proporción de la población se sumara a la oferta laboral. A partir de esos niveles, la crisis de 2001-2002 determinó un nuevo corrimiento de esta tasa hacia niveles en torno al 46% con picos del 48%. En los últimos diez años no se notan avances, la tasa osciló alrededor de 45 / 46%

La tasa de empleo, que es el porcentaje de personas con empleo, está en un nivel alto comparado con la historia. Desde que se existen mediciones, comienzos de los ´70, promedió el 37% alcanzando máximos de 38% en momentos económicos normales y mínimos de 35% en años recesivos. El salto lo dio entre 2003 y 2007 que pasó de 34,8% en la depresión económica de 2002 hasta un máximo de 42,1% en 2007. A partir de ahí se nota un declive gradual en los últimos años, un poco más que un estancamiento.

En línea con la tasa de empleo, **la tasa de desempleo (porcentaje de los que buscan trabajo y no encuentran) y la tasa de sub-ocupación** (ocupados que trabajan menos de 35hs por semana) han subido gradualmente pero aún se encuentran en un nivel medio de alrededor de 9%. Aquí la foto ya empeoró[2] pero se ubica dentro de rangos no preocupantes. Es probable que mientras el nivel de actividad no se desbarranque el desempleo pueda respetar un techo en torno a los 10 puntos, como alcanzó en la recesión 2009 (ver cuadro 2).

[2] Para la EPH (Encuesta Permanente de Hogares) del Indec, el número de ocupados del primer trimestre creció 2,2% interanual, lo que representa el mayor crecimiento desde 2011, por lo cual la tasa de desempleo bajó a 7,1% contra 7,9% en el 1° trimestre 2013. Procedemos a recalcular el número de ocupados tomando en cuenta la evolución del empleo asalariado (en blanco) que publican el Ministerio de Trabajo y el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones por considerarse más verosímil que la encuesta mencionada.

Cuadro N° 2
LOS GRANDES NÚMEROS DEL MERCADO DE TRABAJO

	Tasa de actividad (personas buscando trabajo)	**Tasa de empleo** (empleo disponible, ocupados)	**Tasa de desocupación** (buscan trabajo y no encuentran)	**Tasa de subocupación** (ocupados que trabajan menos de 35hs x semana)
1998	43,9	37,4	14,8	13,3
2002	44,4	34,8	21,8	19,4
2008	45,8	42,0	8,2	8,8
2009	45,8	41,2	10,1	10,2
2010	45,6	41,5	9,1	9,1
2011	46,0	42,0	8,5	8,2
2012	45,9	41,9	8,6	8,7
2013	45,7	41,7	8,7	8,6
I trim. 13	45,4	41,3	9,0	7,9
I trim. 14 (p)	44,6	40,4	9,4	8,1

Nota: se estimó la evolución de los ocupados del primer trimestre difundida por la EPH Indec teniendo en cuenta la dinámica del empleo asalariado que presenta el Ministerio de Trabajo en la Encuesta de Indicadores Laborales

Fuente: **M&S Consultores** en base a EPH Indec y estimaciones propias

Coyunturalmente, el mercado de trabajo y en especial la masa salarial (empleo x poder de compra del salario) han recibido un golpe fuerte, a diferencia de otros contextos macro, difícil de revertir.

El deterioro del empleo se encuadra en el de una economía donde el nivel de actividad estaba estancado en niveles elevados y cayó de golpe. Aún no se percibe con claridad la profundidad ni la duración del shock por lo cual el empleo asalariado (en blanco) se mantiene entre estancado y levemente negativo con marcada heterogeneidad entre sectores. La construcción exhibe caídas del orden del 5% anual desde hace varios trimestres y la industria negativos leves, versus el resto de los servicios (financieros, comercio, transporte) que arrastran una inercia aún positiva.

Al margen de lo que pase con la ocupación, el poder de compra del salario tuvo un fuerte resbalón antes y después de paritarias, que asegura dejar a la masa salarial real en terreno negativo por tiempo indefinido.

El problema no son los salarios ni el hecho de que se hayan demorado las paritarias. En el primer trimestre, aún antes de que se fueran cerrando los principales acuerdos, el salario ya recibía el impacto de sumas fijas pero el fogonazo inflacionario le ganó por siete puntos (29% a 36%). En el segundo trimestre el crecimiento del salario nominal se aceleró hasta niveles casi nunca vistos pero la inflación le volvió a ganar por cinco puntos (30% a 35%) (ver cuadro 3). **El premio consuelo para el segundo semestre sería que ese nivel de pérdida no se ensanche y la caída en el consumo interno no pase a mayores,**

transformando la caída en recesión, el crédito difícilmente esté en condiciones de atemperar la coyuntura.

Cuadro N° 3

MASA SALARIAL REAL

(Empleo x salario real)

Variación % anual	2013				2014	
	I	II	III	IV	I	II (e)
a) Ocupados	0,8	1,4	0,0	0,7	0,6	0?
b) Salario	23,4	24,8	25,4	26,0	28,6	30,0
c) Inflación	23,9	24,2	25,5	28,9	36,4	35,0
Canasta básica de alimentos	*28,0*	*16,0*	*14,7*	*20,5*	*34,0*	*40,0*
d) Masa Salarial (a+b-c)	**0,3**	**2,1**	**-0,1**	**-2,1**	**-7,3**	**-5,0**
Crédito al consumo	***41,8***	***41,9***	***38,2***	***36,0***	***33,6***	***30,0***

Nota: se recalculó la evolución de los ocupados difundida por la EPH Indec teniendo en cuenta la dinámica del empleo asalariado que presenta el Ministerio de Trabajo en la Encuesta de Indicadores Laborales

Fuente: **M&S Consultores** en base a EPH Indec y estimaciones propias

Se movió el dólar

En este marco de menor superávit comercial, la política cambiaria también está condicionada por la dinámica que tome el dólar paralelo. La suba de las tasas de interés de las Lebac y la restricción monetaria que acompañaron a la devaluación de enero contribuyeron a reducir sustancialmente la brecha entre el dólar oficial y el paralelo que se mantuvo en torno al 30% entre mediados de marzo y mediados de mayo.

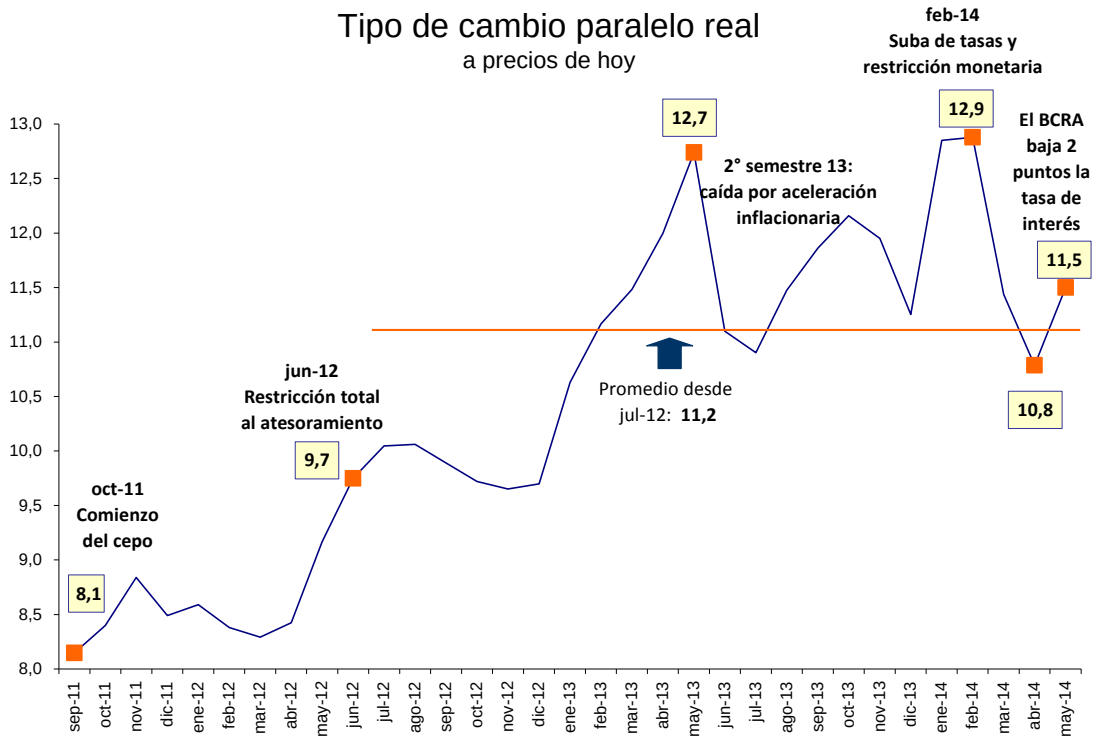
La baja de dos puntos en tasa fijada por el BCRA a partir de mediados de abril se trasladó a las tasas pagadas por los bancos por sus depósitos. El descenso en las tasas pasivas también se vio influenciada por un incremento en la

liquidez de los bancos ya que en los últimos meses se produjo una caída en las tenencias de pesos de la gente que ha preferido depositarlos en los bancos seducida por las mayores tasas de interés.

Esto, unido a que en la segunda mitad de mayo el tipo de cambio nominal comenzó a tener una leve depreciación luego de haber estado congelado más de un mes, alimentando las expectativas de devaluación, llevó a que en la última semana de mayo el dólar paralelo subiera hasta llegar a $ 11,5 por dólar (con picos de $/US$ 12) y la brecha trepara a 50%.

¿Es este un valor "de equilibrio" o hay que esperar nuevos movimientos al alza? Hay razones para pensar que se trata de un nivel "lógico". Desde que comenzó el cepo cambiario total (restricción total a la compra de divisas para atesoramiento en junio de 2012), el tipo de cambio real del dólar paralelo a pesos de hoy promedió 11,2, solo un poco por debajo del nivel en que se encuentra hoy (ver cuadro 4). Por otra parte la brecha entre el dólar oficial y el paralelo promedió 50% en el mismo período, similar a la que rige hoy con el paralelo a 10,5 y el oficial a 8,0.

Cuadro N° 4



Registro de la Propiedad Intelectual Nº 60.789 - Todos los derechos reservados 2000, by M&S Consultores
25 de Mayo 555, piso 10 (C1002ABK) - Buenos Aires, Argentina

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente

25 de mayo 555, piso 10 (C1002ABK) Buenos Aires, Argentina
e-mail: estudio@mysconsultores.com / www.mysconsultores.com