

DPA & CONSULTORES

Economía y Finanzas

Staff Profesional

José María Dagnino Pastore
Horacio Costa
Juan Begué

Alejandro de Elizalde
Sebastián Polito
Gabriel Alberto Martini
Andrea Zanitti

Reporte Económico

Marzo 2007

1 Actividad económica en 2006

El dato oficial de crecimiento del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) para el año 2006 fue de 8.6% respecto del año anterior, lo que deja un importante "piso" para este año: el arrastre estadístico para 2007 es 3.4% (Ver Cuadro 1).

Según las estimaciones de DPA, el crecimiento del PIB en el año 2007 podría ubicarse en torno al 7.5%. Esta cifra refleja una leve desaceleración respecto del ritmo de crecimiento de los últimos años. La evolución negativa del sector construcción en el último semestre del año 2006 es una de las causas principales de dicha desaceleración.

La inversión total, que representó en el año 2006 el 21,5% de PIB, se verá perjudicada de mantenerse el retroceso en la actividad de la construcción, ya que significa cerca del 60% de esta variable.

El consumo privado, que representó 65,3% del PIB en 2006 creció ese año 7,7% respecto del año anterior. La evolución prevista para 2007 es de un crecimiento de 7,5%.

El saldo comercial fue de US\$ 12.410 M en 2006 con exportaciones por US\$ 46.569 M e importaciones por US\$ 34.159 M (16,1% y 25.1% más que en 2005, respectivamente).

Para 2007, DPA estima un superávit comercial de US\$ 12.656 como consecuencia de exportaciones por US\$ 51.520 M e importaciones por US\$ 38.864 M.

Cuadro 1

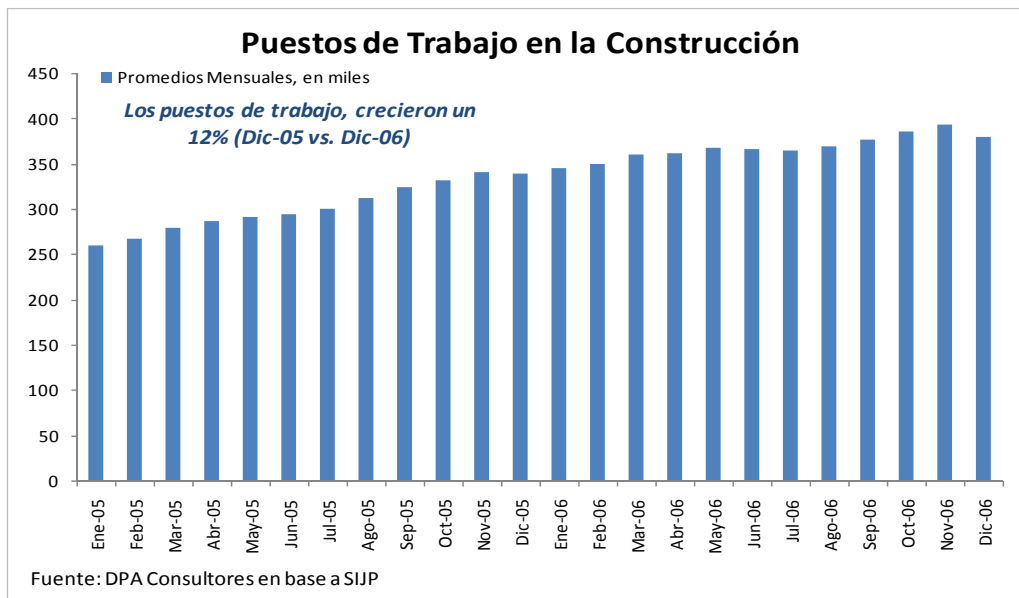
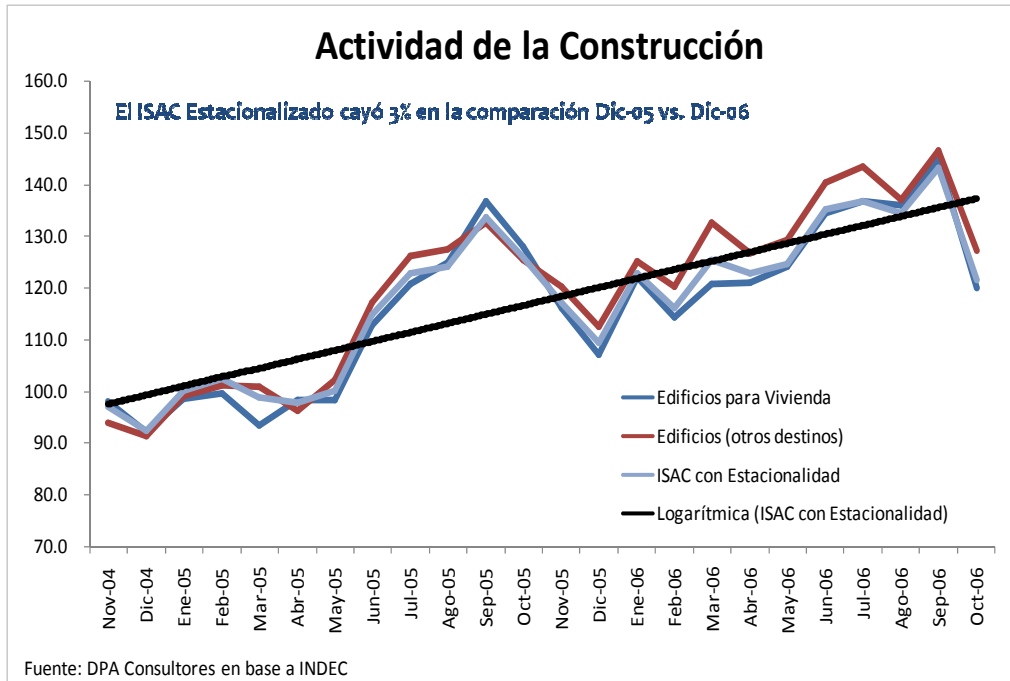
<i>Crecimiento del PIB</i>	<i>Variación %</i>	
	<i>Trimestral</i>	<i>Anual</i>
I-05	1.6	8.0
II-05	2.6	10.4
III-05	2.6	9.2
IV-05	1.9	9.0
Año 2005	-	9.2
Arrastre Estadístico		3.4
I-06	1.5	8.8
II-06	2.2	7.7
III-06	2.6	8.7
IV-06	2.1	8.6
Año 2006	-	8.6
Arrastre Estadístico		3.4
I-07	0.9	8.0
II-07	1.5	7.3
III-07	2.8	7.5
IV-07	2.0	7.4
Año 2007	-	7.5
Arrastre Estadístico		3.3

Fuente: DPA Consultores

2 Radiografía del sector de la Construcción

La construcción fue, a partir de la recuperación iniciada a mediados de 2002, uno de los más importantes "motores" del crecimiento de la economía. Sin embargo, los últimos datos indican que, luego de haber alcanzado picos de actividad hacia mediados de 2006, en el segundo semestre se contrajo la actividad en el orden del 10%, terminando el año 1.5% por debajo del nivel registrado en diciembre de 2005. Cabe mencionar que de haberse sostenido la tendencia de crecimiento del ISAC la variación dic-06 - dic-05 hubiese alcanzado 17%. (Figura 1)

Figura 1



Esta desaceleración del ritmo de crecimiento de la construcción, ratificada con el último dato del ISAC de enero de 2007, con una caída de 1.1% (desestacionalizada) respecto de diciembre, impacta en distintas variables de la economía, entre las que destacamos las siguientes:

1. Inversión

En 2006 la inversión habría registrado, según nuestras estimaciones, una variación de 17.4% en relación con el año anterior.

La variación interanual promedio de los tres primeros trimestres fue de 20,3%. En consecuencia, la evolución de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) se desaceleró debido a la caída verificada en la construcción, cuya variación interanual trimestral se ve reflejada en el Cuadro 1.

Cuadro 1

<i>Crecimiento interanual del ISAC %</i>			
<i>I-06</i>	<i>II-06</i>	<i>III-06</i>	<i>IV-06</i>
20.5	21.8	18.0	4.1

En el Cuadro 2 se describe la evolución interanual de los componentes de la inversión: construcción y equipo durable de producción, en base a datos oficiales al III Trimestre. Como puede observarse, ambos muestran un comportamiento decreciente, totalmente razonable luego de la abrupta caída de la crisis de 2000 -2001 y la fuerte recuperación posterior. Sin embargo, los datos permiten observar que la desaceleración de la construcción es un poco más pronunciada que la de equipo durable.

Cuadro 2

Evolución Interanual		
	<i>Construcción</i>	<i>Equipo Durable de Producción</i>
III-00 vs. III-01	-9%	-29%
III-01 vs. III-02	-32%	-45%
III-02 vs. III-03	41%	55%
III-03 vs. III-04	23%	56%
III-04 vs. III-05	23%	24%
III-05 vs. III-06	19%	22%

Fuente: DPA Consultores en base a MECON

La participación de la construcción en la Inversión es, todavía, superior al 60% aunque con tendencia decreciente, ganando espacio los demás componentes.

Cuadro 3

<i>Construcción/inversión %</i>			
2003	2004	2005	2006
67.3	63.0	61.8	61.2

Cuadro 4

<i>Aporte de la Construcción al crecimiento de la Inversión %</i>			
2003	2004	2005	2006
24.1	17.4	12.9	10.0

2. Puestos de Trabajo

El crecimiento de los puestos de trabajo formales en el sector de la construcción, a lo largo de 2006, alcanzó a 12% (dic-06 - dic-05). Si bien este aumento puede considerarse muy alentador, se verifica una desaceleración, ya que en el año anterior este aumento había sido del 35% (dic-05 vs. dic-04).

Es bien sabido que la construcción es un sector altamente demandante de mano de obra. En el Cuadro 5 se presentan los sectores más dinámicos respecto de la creación de empleo, es decir, aquellos con elasticidad Empleo/PIB más elevada (la elasticidad empleo – producto, expresa cuál es la variación porcentual en el nivel de puestos de trabajo por cada variación del 1% en el producto del sector).

Cuadro 5

Elasticidad Empleo - Producto por sectores				
	2003	2004	2005	2006
TOTAL SECTOR PRODUCTOR DE BIENES	0.5	1.5	1.5	1.2
Industria Manufacturera	0.4	1.1	1.3	0.9
Construcción	0.7	1.2	1.9	1.2
TOTAL SECTOR PRODUCTOR DE SERVICIOS	-0.2	1.5	1.2	1.1
Comercio Mayorista y Minorista y Reparaciones	0.1	1.0	1.2	1.3
Hoteles y Restaurantes	1.6	2.1	2.1	1.9

Fuente: DPA Consultores

3. Costo de la Construcción

Tanto en enero de 2007, como a lo largo del año 2006, los precios de los insumos de la construcción muestran importantes aumentos.

En el mes de enero de 2007, la mano de obra asalariada registró un aumento superior al nivel general del ICC (5% y 3%, respectivamente. Ver Cuadro 6). Además, el índice de salarios acumuló en todo 2006 una suba del

20% para el sector privado registrado, alcanzando un valor de 225.98 en Diciembre 2006 (base 100 = cuarto trimestre de 2001) representando un incremento del salario real, desde la devaluación, del 27%.

Cuadro 6

El Costo de la Construcción - Variaciones Porcentuales		
	Mes	Ene-07 vs.
	Anterior	Ene-06
Nivel General	2.5%	19.8%
Mano de Obra	3.9%	26.6%
Mano de Obra Asalariada	4.9%	32.2%
Subcontratos de mano de obra	1.0%	12.0%
Materiales	1.5%	15.3%
Gastos Generales	1.1%	13.0%

Fuente: DPA Consultores en base a INDEC

El retroceso de la actividad del sector de la construcción, muy probablemente, se explica por factores relacionados con la demanda, ya que uno de los principales motores del crecimiento de esta actividad ha sido la adquisición de viviendas por parte de inversores y éstos pueden estar requiriendo rendimientos superiores a los actuales, dados los aumentos en los costos de la construcción y los terrenos; y alguna desaceleración en la inversión pública, especialmente en las provincias con dificultades fiscales.

De todas formas el fenómeno deja lugar para algunos interrogantes, en especial respecto de la capacidad de recuperación para el año 2007 y de la potencial expansión de situaciones similares a otros sectores.

En nuestra opinión, el proceso inflacionario, los aumentos en servicios básicos como educación privada, salud, seguridad, expensas, alquileres, etc., sumado a los aumentos en ciertos impuestos, están restando "ingreso disponible" en amplios sectores de la sociedad; hecho que se verá reflejado en la desaceleración de la demanda de bienes y servicios de otros sectores.

3 Entendiendo el superávit primario '06

La situación fiscal del Sector Público Nacional mantuvo en 2006 la tendencia positiva de años anteriores.

En efecto, los ingresos totales y la recaudación tributaria total aumentaron 25,8% y 25% respectivamente en relación a 2005 impulsada por los aumentos en los impuestos tradicionales y la cada vez mayor influencia de los impuestos al comercio exterior y el impuesto al cheque.

Por otro lado, en este mismo periodo, el gasto primario aumentó 27% impulsado por las subas salariales y los mayores requerimientos para solventar el sistema previsional.

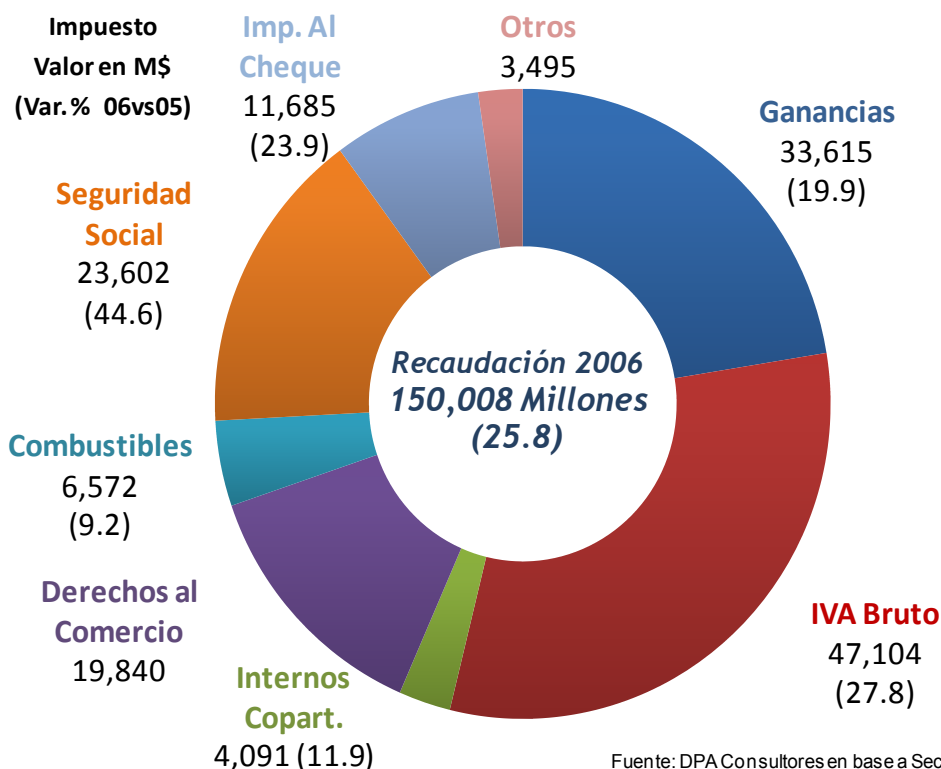
El resultado primario del SPN arrojó un superávit de 3.7% del PIB, similar al del año anterior.

La situación de las Provincias desmejoró respecto al año anterior, alcanzando en conjunto un resultado cercano a cero, comparado con 0.5% positivo del año anterior

La presión tributaria alcanzada en los últimos tres años, (22%, 22,4% y 23,8% respectivamente) comparada con valores históricos, como el promedio de los años 1996 a 1998 en el que se alcanzó a 20.5% es un indicio bastante fuerte de que la recaudación en relación al PIB estaría alcanzando un techo; y que, por lo tanto, de no frenarse el incremento del gasto, el panorama fiscal, a futuro, puede complicarse.

La recaudación nacional, (Gráfico 1) totalizó en 2006 un valor de \$150,008 M, impulsada por el fuerte crecimiento de la recaudación del IVA bruto, las contribuciones a la seguridad social y los aumentos en Ganancias. Estos tres rubros "tradicionales" impulsaron un aumento del total de 25,8% y, junto al crecimiento de los "nuevos tributos", comercio exterior y débitos y créditos bancarios, conforman el núcleo de la generación de ingresos para el Gobierno Nacional.

Gráfico 1



El crecimiento del IVA del 27,8% es el resultado, esencialmente, de la expansión de la demanda agregada y el aumento de los precios.

El aumento de los ingresos por seguridad social, se explica por la fuerte recuperación del empleo (se crearon 349,200 puestos de trabajo en blanco en el año 2006 según datos del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones).

El Impuesto a las Ganancias generó \$33,615 M con una tasa de crecimiento interanual de 19,9% debido al buen desenvolvimiento de la economía, a la distorsión que implica la ausencia de ajuste por inflación en los balances de las empresas y a la prescripción del cómputo de los quebrantos del año 2001.

Las retenciones a las exportaciones alcanzaron a \$14,711 M (19.4% más que el año 2005) y los originados en aranceles a la importación aumentaron \$5,018 M, (equivalente a una tasa de crecimiento interanual del 32,5%).

Los aumentos en estos rubros están explicados por la favorable coyuntura internacional, que impulsa y mantiene los precios de productos primarios (soja, trigo, maíz) y MOA (aceite de soja) que Argentina exporta.

A su vez, la recuperación del nivel de actividad implica mayores importaciones tanto de bienes de consumo como insumos para la producción.

La recaudación del impuesto a los débitos y créditos bancarios, aumentó debido a la fuerte recuperación de la actividad, tanto en cantidades como en precios, y la favorable evolución del sector bancario, alcanzando un 7,7% sobre el total recaudado.

Cabe señalar que la recaudación por impuestos que hemos denominado "no tradicionales", y que son distorsivos del funcionamiento de los mercados y la asignación de los recursos, equivale al total del Superávit Primario del Sector Público Nacional (SPN).

La estructura del gasto. Los \$135,350 M de gasto primario del SPN (variación 27% interanual) están explicados por los aumentos salariales del 26% y por las necesidades del sistema de jubilación, que significaron \$32,190 M en el total del año. Estos aumentos son generados por recomposición de los salarios de los empleados públicos, situación que es trasladable a los jubilados y pensionados, más aún en el contexto legal que está permitiendo la entrada de un gran número de beneficiarios de jubilaciones con aportes irregulares o inexistentes.

Cuadro 7

<i>Gastos Corrientes 2006</i>	<i>Valor en M \$</i>	<i>Variación % Interanual</i>	<i>% del total</i>
Total	130,438	22	-
Gastos de Consumo y operación	19,185	20	15
Remuneraciones	14,325	26	75
Prestaciones a la Seguridad Social	32,190	29	25
Transferencias Corrientes	66,992	20	51
Al Sector Privado	17,640	20	26
Al Sector Público	49,033	21	73

Fuente: DPA Consultores en base a Secretaria de Hacienda

Las transferencias corrientes de \$66,992 M fueron distribuidas entre el sector privado (subsidijs a empresas, planes Jefas y Jefes, principalmente) por \$17,640 (\$2,943 M más que el 2005) y el sector público (incluidas las empresas del Estado Nacional) por \$49,033 M, 21% superior al año anterior.

Por último los gastos de capital, inversiones que realiza la Nación directamente o que redistribuyen recursos para delegar esta facultad a las Provincias, crecieron un 65% alcanzando un valor de \$16,640 M.

En el Cuadro 8 se presenta el resultado fiscal del Sector Público Nacional del año 2006 y en el Cuadro siguiente el superávit de los últimos dos años en términos del PIB.

Cuadros 8 y 9

<i>Resultado Sector Público Nacional en \$</i>	<i>Resultado 2006</i>	<i>Variación</i>	
		<i>Acumulada</i>	<i>% 06 vs 05</i>
Ingresos Totales	158,521	32,095	25
Gasto Primario	135,350	28,589	27
Resultado Primario	23,171	3,506	18
Intereses	11,548	1,301	13
Resultado Financiero	11,623	2,205	23

<i>Resultado Primario/PIB Corriente %</i>	
<i>2005</i>	<i>2006</i>
3.7	3.7

- ***El SPN muestra una solidez fiscal sin precedentes. Sin embargo, la alta dependencia de los ingresos de variables externas y volátiles como los precios de los "commodities", el creciente comportamiento "procíclico" del gasto, la alta inflación que impulsa mayores reclamos de aumentos en jubilaciones y salarios, sumados a las dificultades fiscales de las Provincias, conforman una señal de alerta***

para el futuro (tema que tratamos con mayor profundidad en el punto siguiente, en el cual se analizan diferentes escenarios).

4 Escenarios fiscales

Un escenario normal, y más probable, incorpora las previsible mejoras en los ingresos provenientes de las mayores exportaciones de materias primas (por aumentos en sus precios y mayor cosecha) y mantiene elevado el gasto, en niveles altos pero razonables, dado el año electoral.

Sin embargo, la cuantificación de una hipótesis más pesimista permite observar las potenciales debilidades del escenario fiscal, particularmente cuando se considera el consolidado de Nación más Provincias.



Escenario "normal"

Considerado el más probable para 2007, estima un crecimiento de las variables relevantes del SPN siguiendo la tendencia actual, destacándose los supuestos de aumento de salarios de 15%, el aumento de los ingresos tributarios a la misma tasa de la expansión esperada del PIB (Crecimiento Real: 7.5% + aumento de precios 14%= 22%), mayores contribuciones al sistema de reparto (debido a los efectos directos de la reformas previsional) aumento en las transferencias corrientes destinadas, entre otros, a subsidios al sector privado, y una expansión de los gastos de capital acorde con un año electoral, tanto en la inversión real directa como en las transferencias de capital.

Del lado de los ingresos, se ha incorporado el impacto positivo atribuible a la situación de las exportaciones agrícolas (La Bolsa de Comercio de Rosario estima un valor de exportaciones en este rubro de US\$ 16.500 M para el corriente año), el PIB creciendo 7,7% y una elasticidad empleo/PIB que se mantiene en los niveles actuales (0.60) razonables pero elevados.

En este escenario, el superávit primario alcanzaría a \$24.021 M equivalente a 3,1% del PIB y las necesidades de financiamiento del año llegarían a US\$ 13.556 M



Escenario "pesimista"

En este caso, se incorporan los siguientes supuestos:

- Mayores aumentos salariales, jubilaciones y gastos de capital.
- Leve disminución en los precios internacionales de las exportaciones
- Mayores aumentos en las transferencias a las empresas privadas, como instrumento antiinflacionario

En este escenario, el superávit primario alcanzaría a \$12.867 M equivalente a 1,7% del PIB.

En los cuadros siguientes se resumen los principales supuestos y resultados correspondientes a los escenarios descritos más arriba:

Cuadros 10 y 11

<i>Supuestos de variaciones % interanuales</i>	<i>Escenario 07 Normal</i>	<i>Escenario 07 Pesimista</i>
Ingresos Tributarios	23	20
Contribuciones a la Seguridad Social	30	25
Remuneraciones	15	20
Bienes y Servicios	10	10
Prestaciones a la Seguridad Social	20	30
Transferencias Corrientes	26	26
Gastos de Capital	63	77

Fuente: DPA Consultores

<i>Vencimientos Proyectados en US\$</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>
Total	13,566	10,476	11,732	9,905
Capital	10,043	7,314	8,622	7,046
Intereses	3,523	3,162	3,110	2,858

Fuente: DPA Consultores en base a Secretaria de Hacienda. Saldos en Millones de la moneda indicada

Cuadro 12 y 13

<i>Resultado Sector Público Nacional en \$</i>	<i>Escenarios</i>			
	<i>Normal</i>	<i>Var % ia.</i>	<i>Pesimista</i>	<i>Var % ia.</i>
Ingresos Totales	197,023	24	192,016	21
Gasto Primario	173,003	28	179,150	32
Resultado Primario	24,021	4	12,867	-44
Intereses	10,744	-	10,744	-
Resultado Financiero	13,277	14	2,122	-82

Fuente: DPA Consultores

<i>Resultado Primario/PIB %</i>	
<i>Normal-07</i>	<i>Pesimista-07</i>
3.1	1.7

DPA Consultores S.A. no se responsabiliza por el uso que se derive del contenido del presente reporte. Se permite su reproducción citando la fuente.