



INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

3° | Agosto 2016

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 ITE

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok

ite
· F · U · N · D · A · C · I · O · N ·
GERMAN ABDALA

CLAVES DE LECTURA

Los indicadores de precios desaceleraron en julio. Las tasas de inflación superiores al 3% mensual parecieran haber quedado atrás y el segundo semestre se encamina a registrar tasas por debajo del 2%. Sin embargo, el salario real caerá al menos 5% en el promedio del año y algunos sindicatos ya plantean la reapertura de paritarias.

Esta **desaceleración de la inflación pareciera deberse principalmente a la caída del consumo**, la estabilidad del **tipo de cambio** y a la **incipiente apertura a las importaciones**.

El consumo continúa descendiendo, en paralelo con la producción industrial y el crédito al sector privado, por lo que la demanda privada quita impulso al nivel de precios. Las colocaciones de deuda plancharon el tipo de cambio, situación que se extendería en los próximos meses en virtud del blanqueo de capitales. A su vez, las mayores importaciones en cantidades habrían comenzado a disciplinar los precios internos.

Para este año el gobierno de Cambiemos, apostó a que una recuperación de la inversión apuntalaría el crecimiento. **¿Puede haber inversión sin consumo? Por el momento, la respuesta es negativa.** En un contexto de caída de la demanda, el indicador de inversión mostró en junio una baja de -10,7%, la IED no presenta valores significativos y por ahora sólo se percibe repunte en las inversiones de cartera. El gasto público - en especial, la inversión real - continúa sin recuperar en el marco de necesidades financieras en pesos muy elevadas.

Sin consumo ni inversión, el rebote de la actividad para lo que resta del año ya no es factible.

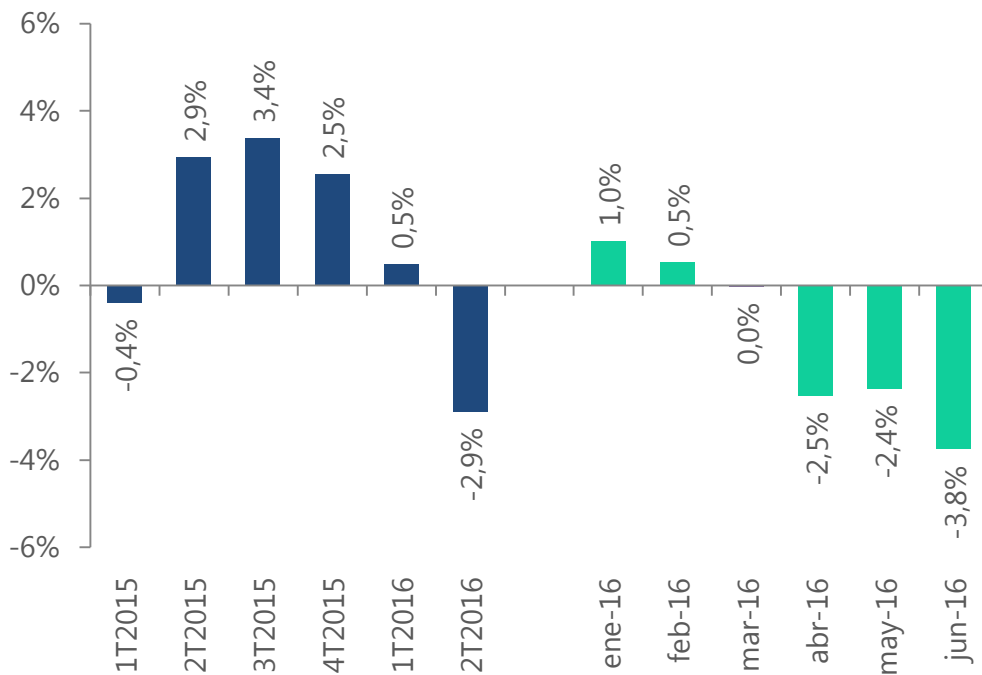
Lo que suceda con la inflación es clave para el año que viene. Lejos del boom de inversiones, **2017 podría presentar crecimiento impulsado por una recuperación parcial del poder adquisitivo del salario y una baja base de comparación.** Es la vieja fórmula de inflación estable y el dólar tranquilo, respaldada esta vez por deuda y sin retornar al poder adquisitivo que sectores populares tuvieron previo al cambio de gobierno.

ACTIVIDAD: sin consumo no hay inversión

En junio se produjo **la tercera contracción en el nivel de actividad** después de atravesar un proceso de visible desaceleración en el crecimiento desde finales de 2015. Luego de un primer trimestre con un crecimiento de solo 0,5%, el Índice Mensual de Actividad (IMA) marcó una caída de -3,8% en junio, cerrando el segundo trimestre con una baja de -2,9% y para el primer semestre de -1,3%. Esta dinámica se debe principalmente a **la fuerte caída en el Consumo y la Inversión**.

Indicador de Actividad Económica (IMA)

En % de var. anual



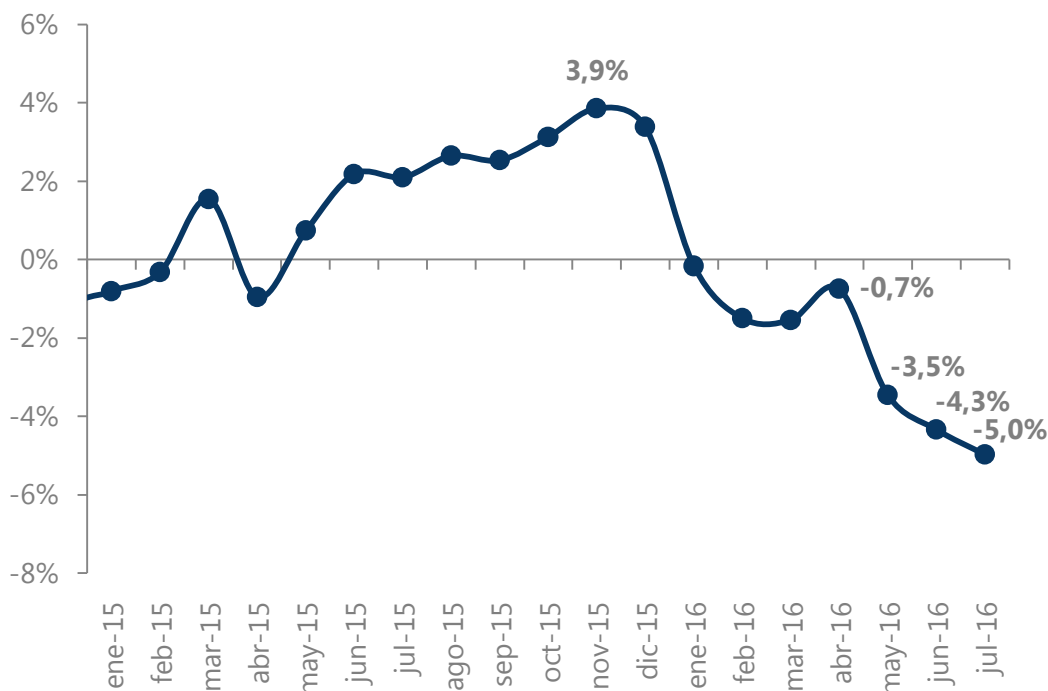
Fuente: elaboración propia

En julio, el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -5,0% anual, en la séptima caída consecutiva. La caída anual se profundizó ante una contracción muy fuerte de las ventas de autos nacionales (-17,3% anual). Las ventas minoristas (CAME) se contrajeron un -8,1% anual, estabilizando la merma pero con caída en todos los rubros y el crédito real en pesos al sector privado también exhibió un desempeño negativo (-12,3% anual), con una importante baja de los créditos hipotecarios, documentos, adelantos y prendarios.

En tanto, la serie de consumo sin estacionalidad registró una merma de -0,8% mensual, menor al -1,2% promedio de los primeros siete meses.

Indicador Mensual de Consumo (IMC)

En % de var. anual



Fuente: elaboración propia

De acuerdo a CCR se observa una **divergencia en el consumo respecto AMBA e Interior** de los Hiper, Super y Locales de Cercanía (H-S-LC observado). Considerando el acumulado de los primeros seis meses del año, **las ventas en AMBA bajaron -0,4%, mientras que en el Interior cayeron -4,1%.**

JUNIO 2016	Var. anual	Var. mensual	Acumulado
AMBA	-2%	1,4%	-0,4%
Interior	-4,4%	1%	-4,1%
Nacional	-3,3%	1,2%	-2,4%

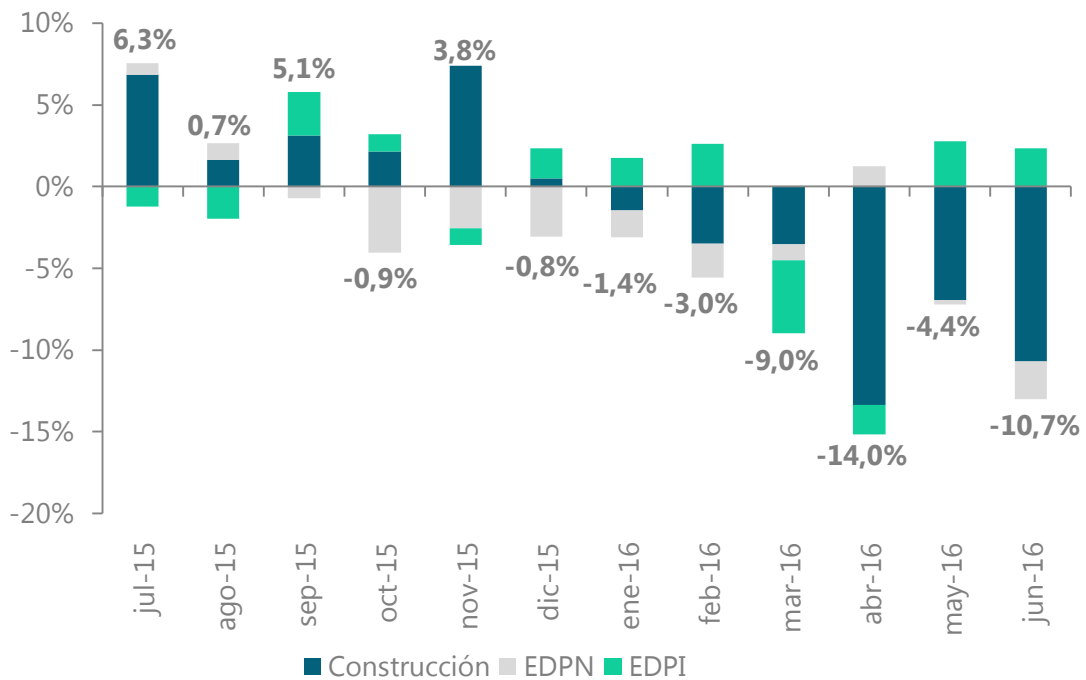
Fuente: CCR

Con esta contracción del mercado interno, la promesa de la llegada de inversiones productivas para 2016 parece cada vez más difícil de cumplir. **De acuerdo al Indicador Mensual de la Inversión (IMI) se registró una caída de -10,7% anual en junio.** En términos desestacionalizados la inversión tuvo una caída de -2,1%, revirtiendo el rebote del mes pasado.

El segundo trimestre cerró con un descenso de la inversión de -9,8% anual profundizándose respecto al primer trimestre. La caída en la inversión fue explicada principalmente por el descenso en la Construcción (-19,6%) y con un crecimiento casi nulo de Equipo Durable de Producción (0,1%).

Indicador Mensual de Inversión (IMI)

Variación % Interanual



Fuente: elaboración propia

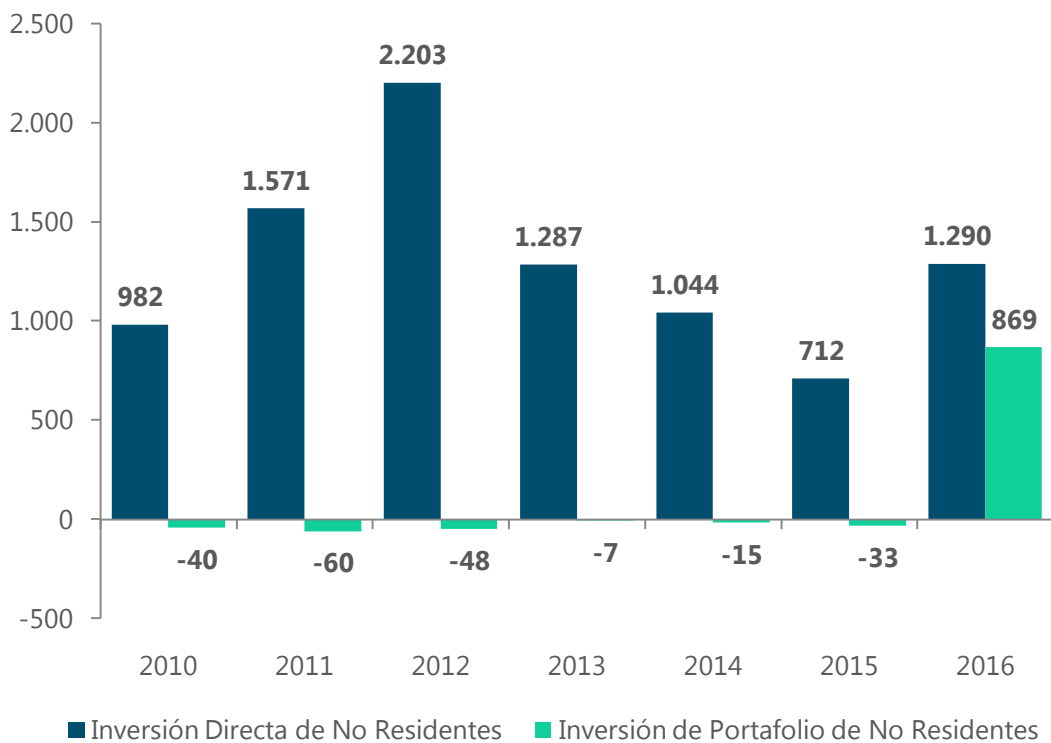
En cuanto a la inversión pública, la caída de la actividad –así como algunas medidas impulsadas por el propio gobierno– están complicando los objetivos fiscales. La mejora de tan solo 0,3 p.p. en el déficit fiscal primario pudo conseguirse mediante un **freno notable en los pagos, llevando al mínimo al gasto de capital.** En la comparación con el primer semestre de 2015, el de 2016 se caracteriza por una reducción en términos reales tanto en los ingresos como en los gastos, identificando un proceso de ajuste significativo en el gasto de capital (-29,4%).

En cuanto a la IED, en el primer semestre del año alcanzó 1.290 millones de USD cuando el promedio 2010-2015 fue de 1.300 millones de USD. Por lo tanto la lluvia de inversiones externas que íbamos a tener todavía no sucedió. En el desagregado por sectores, el sector petrolero explica USD 336 millones del total, comunicaciones otros USD 247 millones, alimentos bebidas y tabaco unos USD 179 millones, y la industria automotriz con USD 111 millones, entre los más destacados.

En cambio la Inversión de Cartera se situó en 862 millones de USD, aumentando de manera exponencial respecto al promedio de los últimos años. **Los primeros 6 meses del año demostraron un gran aumento de la inversión financiera en contraposición con la inversión productiva.**

Inversión Extranjera e Inversión de Cartera

1er Semestre - En millones de USD



Fuente: BCRA

La tendencia contractiva de la industria fue empeorando a lo largo del primer semestre, hasta alcanzar un -6,4% anual en junio según el INDEC. A modo de ejemplo, en junio la producción en el sector automotriz cayó -21,6%, las industrias Metálicas Básicas se redujeron -12,6%, mientras que los Minerales no Metálicos, afectados por la tremenda caída de la construcción, se retrajeron -9,2%.

Incluso los sectores que habían favorecido el crecimiento en los primeros meses del año dejaron de aportar positivamente (liquidación de stocks retenidos de cereales y oleaginosas), tal es el caso de Alimentos y Bebidas (-6,4%) y Sustancias y Productos Químicos (-6,1%). De los 12 bloques industriales, sólo 2 crecieron.

La industria está atravesando un proceso de deterioro muy importante en el que la mayor parte de los sectores está trabajando con una reducida utilización de la capacidad instalada (UCI). En este contexto, en el que abunda la capacidad ociosa en los establecimientos fabriles, no parece razonable que se atraigan inversiones para ampliarla aún más.

Tampoco parece ser el caso de que se realicen mejoras productivas para aumentar una producción que no se vende en el mercado interno y también encuentra dificultades en el mercado internacional, especialmente en el sector automotriz ante la escasa demanda brasileña.

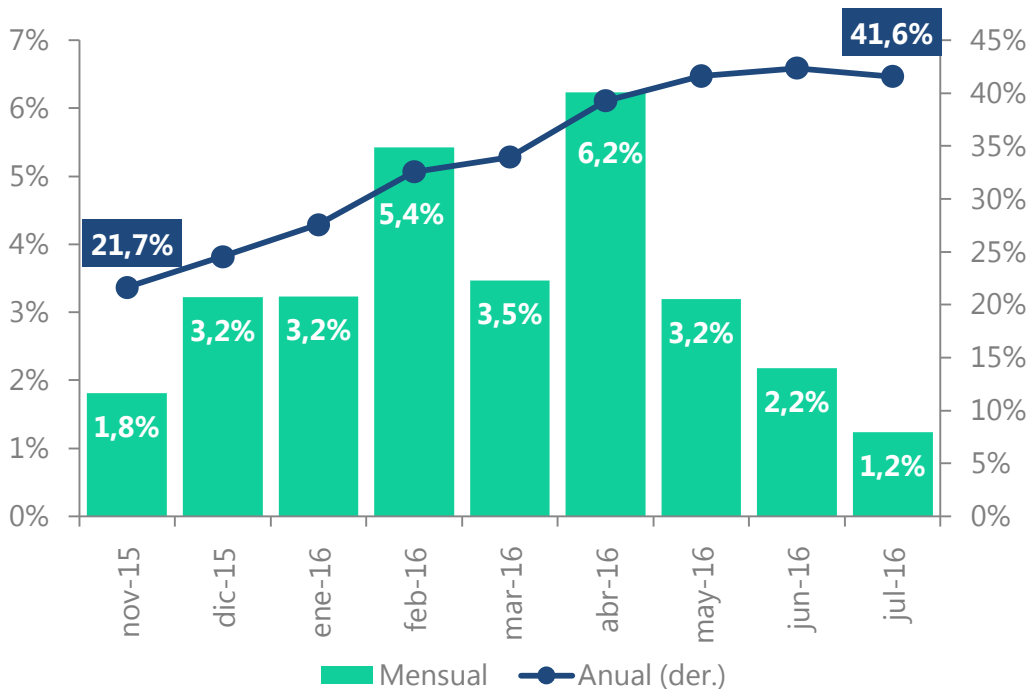
En el primer semestre, la UCI se ubicó en promedio en 64,4%, la menor para este período desde 2003 (62,2%), cuando el país salía de la peor crisis económica de su historia. Quizás el caso paradigmático es el de la industria automotriz, que cerró el período con una UCI de 45,3%, es decir que más de la mitad de su capacidad productiva está completamente ociosa. Pero este no es el único sector, el resto de la industria Metalmeccánica está trabajando al 53,4%, la producción de Caucho y Plástico, también asociada a los vehículos, al 58,5%, mientras que este valor tampoco sube mucho más para Alimentos y Bebidas, donde se ubica en 65,5%. **¿Cómo se explica, en estas condiciones, que los capitales extranjeros, quieran venir a invertir en un negocio que evidentemente no estaría siendo tan rentable como se pregonaba?**

PRECIOS I: ¿Alcanza la menor inflación para un repunte del consumo?

Con el consumo y la inversión que no reputan, **la única buena noticia parece ser la desaceleración de la inflación. En julio, el Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró un alza de 1,2% mensual**, por debajo del valor registrado el mes anterior. En términos anuales, la suba es de 41,6% también con una caída respecto de junio. Esta desaceleración del IRP se ubicó incluso por debajo de las expectativas del REM BCRA (el promedio de consultoras y bancos espera una inflación de 2,2% para julio).

Índice de Relevamiento de Precios (IRP)

En % de var. mensual y anual



Fuente: elaboración propia e INDEC

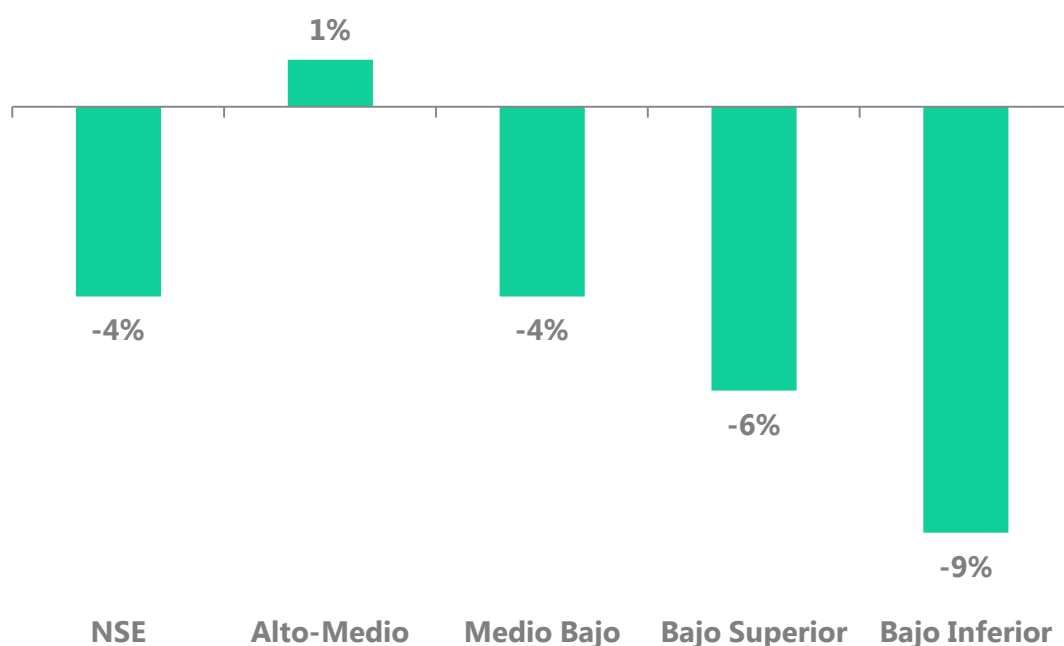
Cabe notar sin embargo, que **Alimentos y Bebidas volvió a exhibir un crecimiento muy por encima del nivel general (+3,1%)**. A nivel desagregado, el mayor impulso provino de Aceites y grasas (+12,1%), ante la suba del Aceite de girasol que acumula un alza de 51% en los últimos tres meses.

En este sentido, no se observa que la caída de la inflación este impactando de forma positiva en los sectores de menores ingresos, ya que en estos hogares se destina una proporción mayor del ingreso a este tipo de bienes. Así, en julio se confirma que persiste el duro proceso de ajuste sobre las condiciones de vida de los sectores populares, aún con una menor tasa de inflación a nivel general.

La consultora Kantar Wordpanel indicó en el último informe que **el único nivel socioeconómico que pudo sostener su consumo fue el Alto-Medio** (que comprende al 22% de la población). El resto realizó ajustes, los cuales fueron mayores a medida que se desciende en la pirámide, siendo los hogares de menores recursos los más afectados.

Volumen de Ventas por Nivel Socio-Económico

Variación Primer Semestre 2016 vs. Primer Semestre 2015



Fuente: Kantar Worldpanel.

Por otra parte, la suba de precios de Alimentos y Bebidas fue compensada por **Indumentaria y Equipamiento y Mantenimiento del Hogar que arrojaron variaciones negativas impulsadas por la liquidación de invierno y la baja en los precios de electrodomésticos**. En este sentido, un menor consumo, mayores importaciones y la estabilidad del tipo de cambio parecen explicar la baja de inflación. De consolidarse esta tendencia, resulta evidente que los problemas de empleo y actividad se profundizarán en los próximos meses.

En relación a los bienes y servicios regulados, impactó la suba en prepagas autorizada por el gobierno Nacional (+5% mensual) y la tarifa de servicio de telefonía celular.

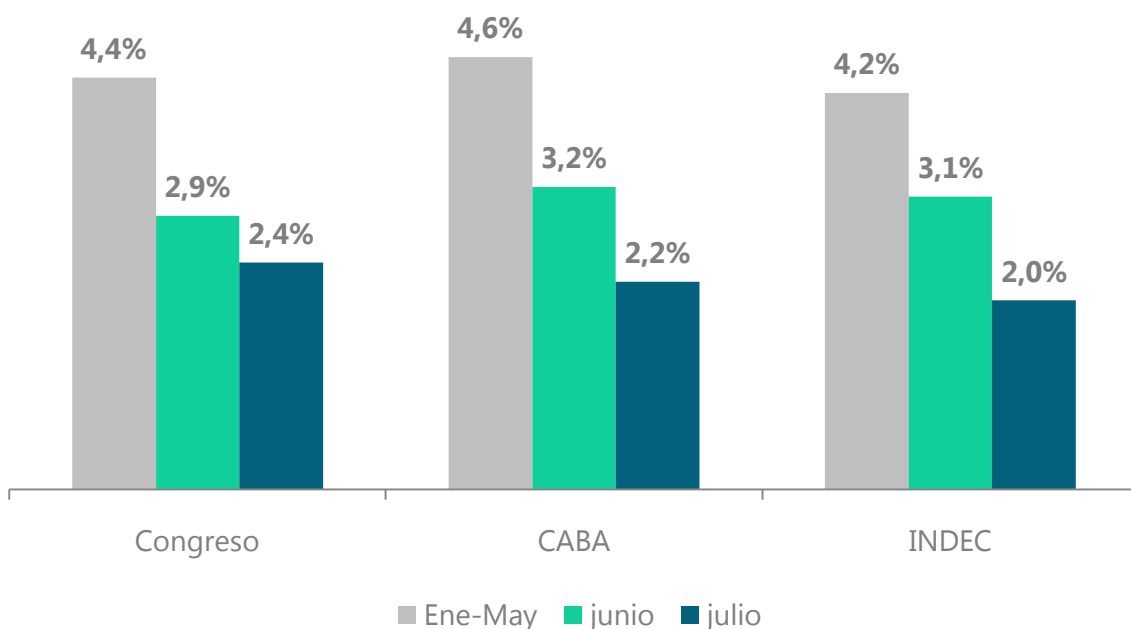
La inflación núcleo volvió a caer respecto del mes anterior (+0,8% mensual). En términos anuales la inflación núcleo se ubicó en 32,8%.

Si bien no son estrictamente comparables debido a diferencias metodológicas (cobertura geográfica, servicios incluidos, etc.), **otros índices privados y oficiales también se desaceleraron en julio**. Por su parte, las expectativas relevadas por el BCRA (REM) indican que la inflación esperada para el mes de agosto se ubicará en 2,0% y por debajo de dicho valor para lo que resta del año.

En conjunto, el registro sorpresivo de julio parece indicar que la dureza del contexto recesivo empieza a hacer mella sobre la dinámica inflacionaria, pero sin que esto implique una mejora relativa para los trabajadores ya que enfrentan todavía fuertes aumentos en productos básicos, con menor actividad y empleo y una creciente oferta importada.

Índices de precios privados y oficiales

Variación % mensual



Fuente: elaboración propia

● PRECIOS II: ¿Qué hay detrás de la desaceleración inflacionaria?

● SALARIOS: Cuando los trabajadores no compran, empiezan las ofertas.

Menor consumo y menos ventas, es al menos, un factor que colabora con la desaceleración de la inflación. En particular, el descenso de precios en bienes menos prescindibles que los alimentos (electrodomésticos y en menor medida ropa) puede ser un indicador de este efecto.

Estos indicadores son consistentes con un importante deterioro en el mercado de trabajo. Desde noviembre 128 mil trabajadores del sector privado perdieron su empleo. **En mayo, la caída fue de 40 mil puestos** (-0,2% en la serie desestacionalizada). Para quienes conservan su empleo registrado, las paritarias no alcanzaron a compensar la inflación. Aún cuando está desacelerando, estimamos que el salario real terminará con una caída promedio de, al menos, el -5%. **En particular, durante julio el salario real promedio registrado presentó una baja de -7%.**

● MERCADO DE CAMBIOS: La pax cambiaria

Sin embargo, nuestro país reconoce periodos de caída del consumo y aumento de la inflación. Y este sentido, **otro factor que puede estar jugando un rol es la estabilidad cambiaria.** Luego de la devaluación ocasionada por el Brexit a fines de junio el tipo de cambio estabilizó levemente por debajo de \$/USD 15, aunque mostrando su volatilidad ya habitual. Es de destacar que la posterior tendencia a la apreciación de la moneda fue neutralizada por el BCRA, que durante la segunda semana de julio compró cerca de USD 700 millones. Esto muestra que **la flexibilidad cambiaria no es a ultranza, y existe una pretensión de que el tipo de cambio no se aprecie sin límites.**

Aprovechando la mayor holgura por el ingreso de capitales vía deuda y vía cuenta capital, el BCRA canceló la operación de pase por USD 5.000 que había concertado en enero de este año, renegociando simultáneamente una nueva operación por USD 1.000 millones. Además, reactivó una línea con el BIS por USD 2.500 millones, resultando en reservas de USD 32.500 millones. **Desde el 31/12 las reservas aumentaron en USD 6.688 millones.** Esto, a su vez, relaja las expectativas de devaluaciones abruptas para los próximos meses.

SECTOR EXTERNO: Disciplinamiento

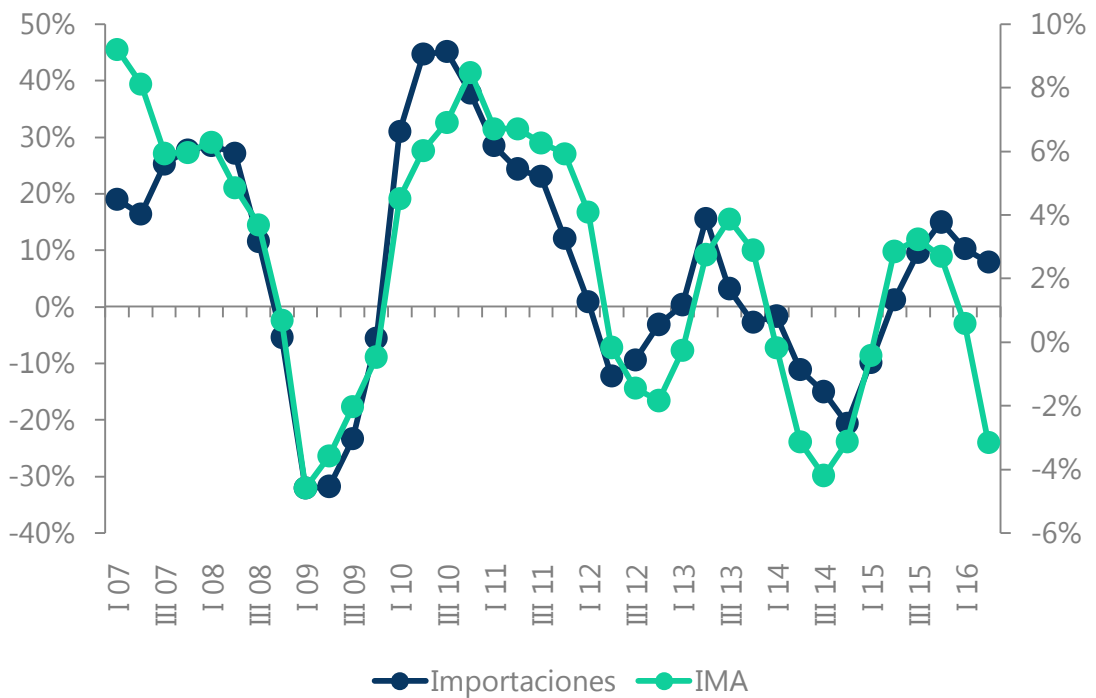
La caída del consumo puede no ser el único factor que explique el descenso relativo de precios en algunos sectores. **En el primer semestre, las importaciones exhibieron una caída (-5,8% anual), explicado por los menores precios, pero las cantidades registraron un robusto crecimiento de 9,0% anual.** Esta suba se encuentra vinculada a la mayor apertura comercial y facilidades de acceso al mercado de cambios para los importadores.

Las exportaciones cayeron un -2,6% anual, afectadas por los menores precios, dado que las cantidades subieron 10% ante mayores despachos de productos primarios y manufacturas agropecuarias.

Asimismo, los mayores volúmenes comprados en el exterior se dan en un contexto de caída de actividad económica, situación que contrasta con lo observado en la histórica económica reciente. De esta manera, aparecen señales que llevan a pensar que el crecimiento de las importaciones respondería principalmente a la sustitución de producción nacional.

IMA e Importaciones

Variación Anual Real



Fuente: Elaboración propia.

Las mayores adquisiciones del exterior podrían estar impactando en el nivel de precios de ciertos bienes locales, funcionando a modo de “disciplinador”. Los bienes de consumo, automóviles y textiles registran una suba muy por encima del promedio, mientras que en paralelo registraron subas muy moderadas en los precios en julio.

POLÍTICA MONETARIA: Acomodatícia

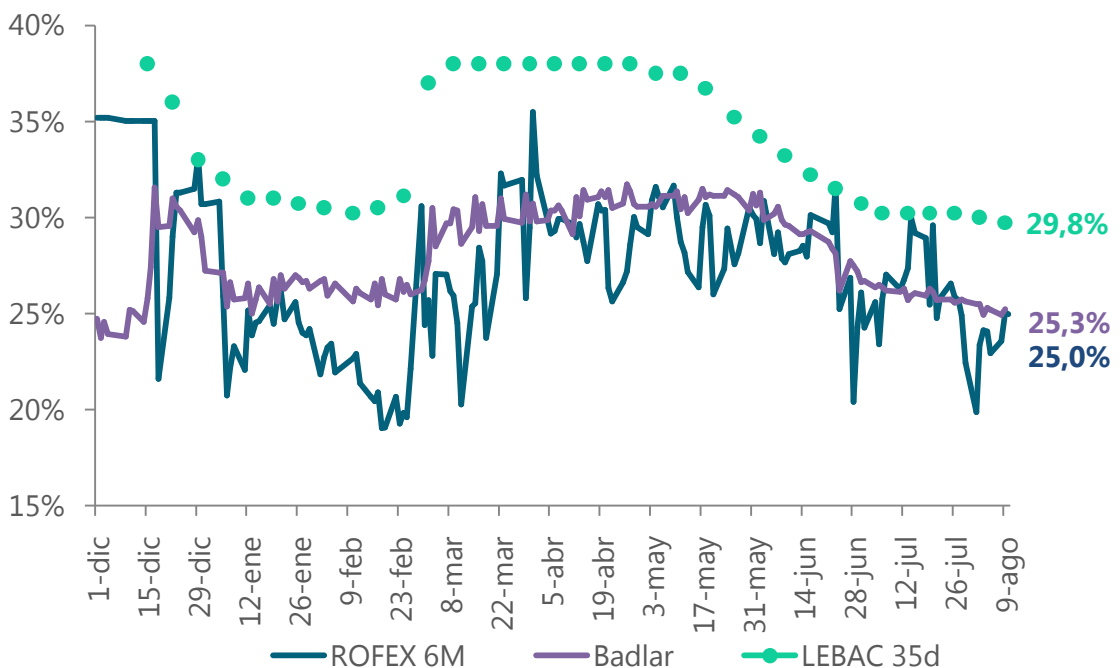
Durante el mes de julio, el BCRA detuvo la baja de la curva de LEBAC, manteniéndola casi todo el mes en 30,25% en el caso de la especie de corto plazo. El abandono del sendero expansivo se debió, según el BCRA, a la aceleración de la inflación núcleo de junio IPC-GBA, dada a conocer por el INDEC a mediados de julio, que pasó desde 2,7% en mayo a 3% en junio. Según el propio Presidente del BCRA, este corrimiento en los precios se debió al “efecto de segunda vuelta” de los incrementos de tarifas.

Siempre bajo la premisa de mantener la tasa de interés real de referencia en terreno positivo (una TNA a 30,25% implica una TEM de 2,2%), el BCRA solo volvió a bajar la LEBAC a 35 días en la primera licitación de agosto (-0,25 p.p.), repitiendo signo y magnitud en la segunda, hasta llevarla a 29,75%, una vez que los “indicadores de alta frecuencia” que sigue la autoridad monetaria confirmaran las señales de desaceleración.

No obstante la desaceleración de la inflación -aunque no era segura – era esperable. Cabe recordar que ya sin nuevos ajustes tarifarios, los valores de inflación mensual oficiales aún no perforan de manera persistente los pisos que presentaron en 2015, antes de la devaluación de diciembre. **Controlada la posible inercia inflacionaria –algo que también había logrado el kirchnerismo en 2014/2015- el desafío del Banco Central recién comienza.**

Tasas de Interés

En % nominal anual



Fuente: elaboración propia

Al mismo tiempo, y mostrando que persiste la preocupación sobre los agregados monetarios (y también quizás sobre los costos de la política de tasas vía LEBAC) el BCRA estableció a fines de mayo un aumento de las exigencias de liquidez. El incremento de los encajes estipulado para los depósitos a la vista fue de 2,5% y para depósitos a plazo fijo de 1,5%, y entró en vigencia el 1° de julio.

Esta medida hizo que se desacoplen los distintos agregados monetarios, de modo tal que de crecer 23,8% interanual en mayo, la Base Monetaria se aceleró hasta 28% en los primeros días de agosto, mientras que el M2 Privado se desaceleró en dicho período desde 22,2% hasta 20,6%.

POLÍTICA FISCAL: Divergente

Señalado como uno de los culpables de la inflación pasada, **el primer semestre de 2016 dejó un resultado fiscal similar al de igual período de 2015**, pese a reducir significativamente un amplio conjunto de partidas presupuestarias para adecuarlas al menor nivel de ingresos tributarios.

En consecuencia, frente a un resultado primario neto de rentas del FGS y utilidades del BCRA de -3,6% del PIB en el primer semestre de 2015, en los primeros meses de 2016 este resultado llegó a -3,3% del PIB. Pero además, aunque el oficialismo se comprometió a usar a lo largo del año menos financiamiento vía FGS y BCRA que año pasado (donde la mayor parte se concentró en los últimos meses), en lo que va del año estas transferencias aumentaron 80% y 65,4% respectivamente.

Cada vez resulta más improbable que en 2016 se logre la meta de reducción del déficit de 1 punto del PIB. Aún en caso de avanzar con el aumento tarifario, **la tarea de reducir del déficit parece haber tenido un tímido comienzo en 2016.** Esto se debe a que el Gobierno ajustó fiscalmente con una mano, mientras que con la otra la compensó a partir medidas distributivamente regresivas (sobre todo con la eliminación de las retenciones) y con una menor recaudación autoinflingida a partir de la caída de la actividad. Con todo esto, **es posible que la promocionada “pelea” contra el déficit posiblemente termine por posponerse para luego de las elecciones legislativas de 2017.**

DEUDA: Financiar el Déficit y Sustener el Tipo de Cambio

Durante julio el Gobierno Nacional realizó emisiones por USD 4.800 millones. Del total colocado, USD 4.120 millones son instrumentos en dólares, y el resto corresponde a un título que ajusta por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).

De esta manera se acumulan en los primeros 7 meses de 2016 nuevo endeudamiento por USD 29.500 millones: USD 3.000 millones en pesos y USD 26.500 millones en dólares –de los cuales USD 5.000 son Letras del Tesoro emitidas en los mercados con plazos inferiores a los 365 días-.

De acuerdo con la Ley de Presupuesto 2016, al Tesoro le queda espacio para continuar con la colocación de títulos en los mercados por USD 20.314 millones.

	Plazo mínimo	\$ M.	USD	Emitido	Disponible
Límite endeudamiento Ley 27.198 Art. 34	90	80.000	5.317	3.116	2.201
	180	80.000	5.317	1.913	3.404
	360	80.000	5.317	1.368	3.949
	18 meses	80.000	5.317	510	4.808
	2 años	80.000	5.317	2.750	2.567
	3 años	80.000	5.317	-	5.317
	4 años	80.000	5.317	3.251	2.066
Ampliación Ley 27.249 Art. 7			12.500	16.500	-4.000
Total			49.722	29.408	20.315

Por otra parte, las provincias de Salta y Chubut consiguieron financiamiento en los mercados internacionales por USD 300 y USD 650 millones respectivamente. Llamó la atención la alta tasa pagada por la primera de ellas, que tuvo que reconocer a los inversores un rendimiento de 9,125%, el más alto desde el cierre del acuerdo con los fondos buitres.

El endeudamiento de empresas privadas en dólares marcó un record absoluto, alcanzando un total de USD 2.300 millones. Las empresas que salieron al mercado este mes fueron Arcor (USD 350M), John Deere Cía Financiera (USD 18M), YPF (USD 750M), Petrobras Arg. (USD 500M), Clisa (USD 200M), Banco Galicia (USD 250 M) y Albanesi (USD 250 M).