



INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

4° | Septiembre 2016

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

Los indicadores publicados durante septiembre muestran indicios de que la caída en la actividad económica estaría moderándose. Si bien la estabilización dista de ser generalizada, se observó una evolución positiva en ciertos rubros de la producción, ventas y consumo. Sin embargo, se debe ser cauto pues resulta apresurado pensar en un cambio de tendencia en función del comportamiento de un solo mes.

La resistencia a la meta salarial del 25% que a principio de año intento impulsar el Gobierno limitó la caída de los salarios y determinó, en parte, esta incipiente recuperación en la actividad. Si bien continúa en niveles elevados y aún no es posible afirmar que se transita un proceso de desinflación exitoso, la dinámica nominal parecieran encaminarse a finalizar el año en tasas menores a las observadas en el primer semestre. En este marco de menor inflación y una fuerte caída del empleo registrado, ciertos sindicatos comienzan a exigir una reapertura de paritarias, situación que encuentra resistencia del gobierno nacional.

Las autoridades nacionales confían en que la inflación se encuentra bajo control y rechazan la reapertura de negociaciones salariales. En esta línea, el Banco Central continuó recortando la tasa de interés de las Lebac, que ya se encuentran en torno al 27% anual.

Esta baja de tasas se da en un contexto en donde el sector externo no muestra signos de holgura. El impulso extraordinario del agro observado en los primeros meses se agotó, quitando dinamismo a las exportaciones. Por su parte, **la formación de activos externos (fuga de divisas) recobró dinamismo y tocó máximos en agosto, y ante las menores colocaciones de deuda del sector público, las reservas internacionales cayeron.**

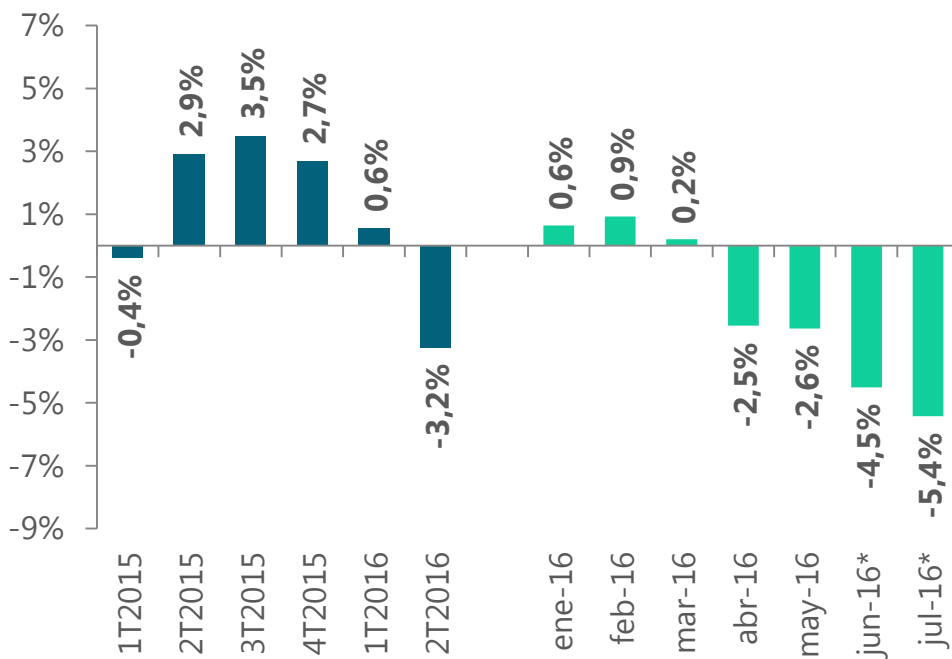
Si bien una estabilización y eventual recuperación de la actividad económica podría tener un impacto favorable en el mercado de trabajo, implicaría una mayor presión en el frente externo. El gobierno nacional apuesta a que el blanqueo permitirá mejorar el balance de divisas, al menos hasta que reingresen los dólares de la próxima cosecha 2016/17. Un posible fracaso del blanqueo podría impulsar al gobierno nacional a una nueva emisión de títulos de deuda, o bien traducirse en un mayor tipo de cambio, moderando el descenso inflacionario y perjudicando el poder de compra de los asalariados.

ACTIVIDAD

En el mes de julio la actividad económica llegó al punto más bajo del año. **Luego de un segundo trimestre con una caída de -3,2%, el Índice Mensual de Actividad (IMA) marcó una contracción de -5,4%, superando incluso la caída del mes anterior (-4,5%).** Esta es la cuarta contracción en el nivel de actividad luego de atravesar un proceso de visible desaceleración en el crecimiento desde finales de 2015.

Indicador de Actividad Económica (IMA)

En % de var. anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía- Fundación Germán Abdala

Nota: (*) Datos provisorios

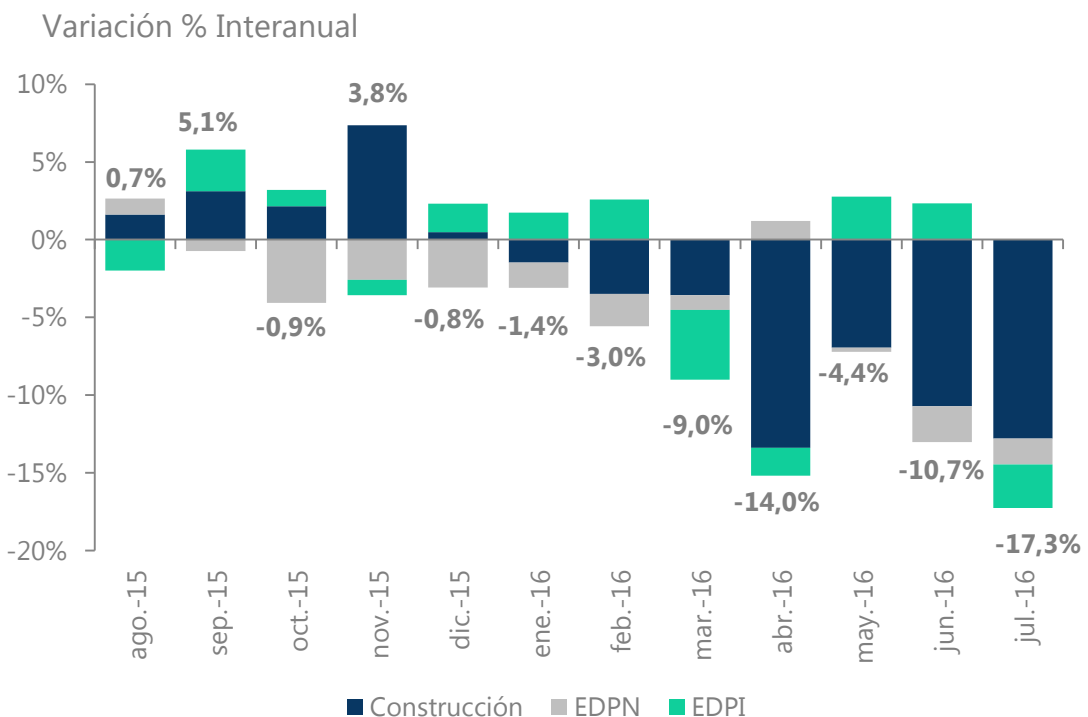
Al observar el indicador sin estacionalidad (-0,9%) se advierte que se consolida el escenario recesivo que se inició hacia finales de 2015. La dinámica de julio advierte que la recesión arribo a su punto más bajo siendo una de las causas que explica la desaceleración de la inflación.

La producción industrial cayó un -7,9% anual de acuerdo a INDEC, con retracciones generalizadas en todos los rubros excepto químicos. **En cuanto al consumo sucede lo mismo, en julio el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -5,0% anual, lo que implica la séptima caída consecutiva.** La serie sin estacionalidad registró una merma de -0,8% mensual, menor al -1,2% promedio de los primeros siete meses, por lo que el consumo acumuló una caída de -8,0% en relación a diciembre.

Las ventas de autos nacionales profundizaron su merma y bajaron un -17,3% anual. De acuerdo a CAME, las ventas minoristas se contrajeron un -8,1% anual, con caída en todos los rubros relevados. Por su parte, 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 julio, el Indicador Mensual de la Inversión (IMI) registró una caída de -17,3% anual, siendo la octava consecutiva desde diciembre 2015. En términos mensuales desestacionalizados la inversión descendió -4,8%, afirmado lo sucedido el mes pasado.

Indicador Mensual de Inversión

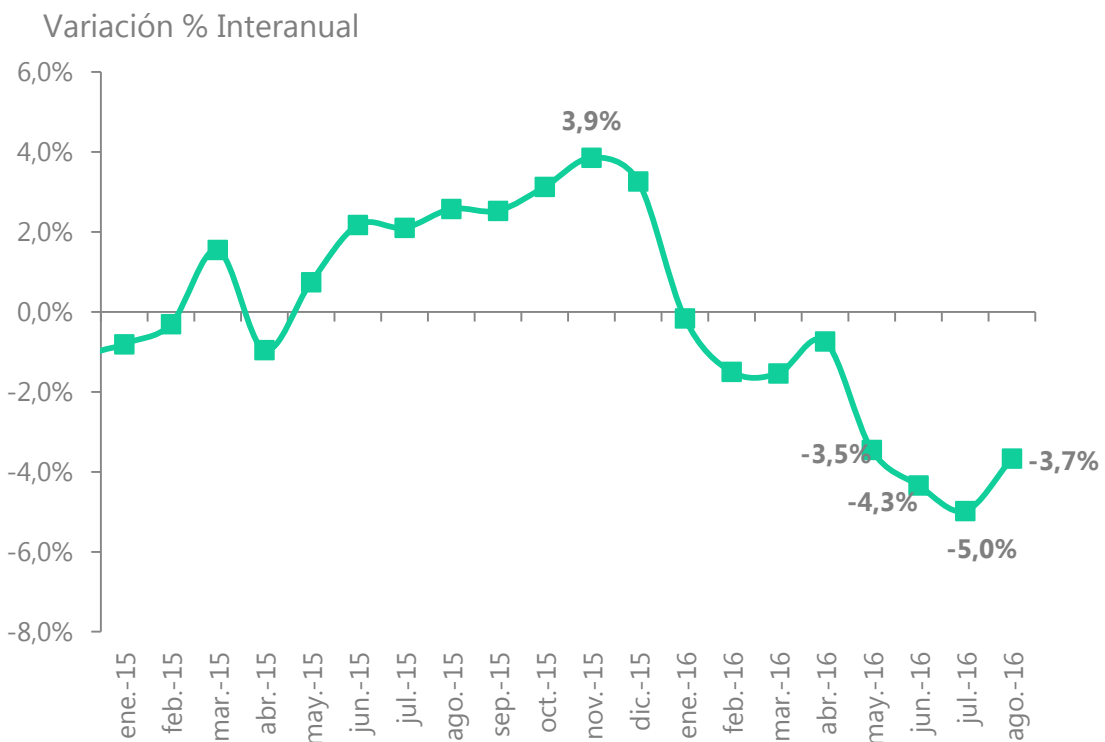


Fuente: Instituto de Trabajo y Economía- Fundación Germán Abdala

La caída en la inversión fue explicada principalmente por el descenso en la Construcción (-23,1% i.a.) y acompañada por una baja del Equipo Durable de Producción (-10,0% i.a.) después de dos meses de crecimiento. El Equipo Durable de Producción Importado (EDPI) presentó una baja de -10,0% anual. Desde principios de año, este segmento de la inversión viene teniendo una dinámica errática, pero en el acumulado sigue aportando levemente positivo.

Sin embargo, de acuerdo a los datos preliminares, agosto habría marcado un punto de inflexión en la caída de la actividad económica. El IMC creció un 1,1% mensual s.e (preliminar) y mostró una baja de -3,7% respecto mismo mes de 2015. Todos los componentes excepto IVA registraron una mejora en el margen. Estos primeros datos positivos se encuentran vinculados a una menor tasa de inflación, que limitó la caída de los salarios en un contexto de efectivización de las últimas cuotas paritarias negociadas en la primera mitad del año.

Indicador Mensual de Consumo



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía- Fundación Germán Abdala

Por su parte, las ventas de automóviles subieron 11,5% anual en agosto y los patentamientos 21,0% anual, aunque la totalidad del crecimiento se explica por venta de importados. Los patentamientos de vehículos nacionales también tuvieron un magro crecimiento de 2,1% anual luego de dos caídas consecutivas. De acuerdo a ACARA las políticas activas (promociones y descuentos) por parte de las concesionarias, determinaron en cierta medida este incremento en la demanda. La producción volvió a caer, impulsada por menores exportaciones.

Los despachos de cemento subieron un 6,6% anual en agosto y el patentamiento de motos un 12,2%. Si bien ambos indicadores comparan contra un mes bajo, de descontar dicho efecto aún se registraría una mejora. La venta de motos es un indicador relevante en cuanto al poder adquisitivo de los trabajadores, ya que esta más correlacionado con los ingresos que la venta de automóviles.

La recuperación es aún leve y desigual (no es generalizada en todos los sectores), por lo que será necesario monitorear la actividad en los próximos meses para confirmar un repunte de la actividad económica.

En este sentido, la producción industrial de acuerdo a FIEL bajó en agosto un -4,6% anual y mostró caídas en todos los rubros excepto Minerales No Metálicos. Si bien dicha tasa implica la menor contracción de los últimos cuatro meses, en términos desestacionalizados la producción volvió a caer: -0,8% mensual.

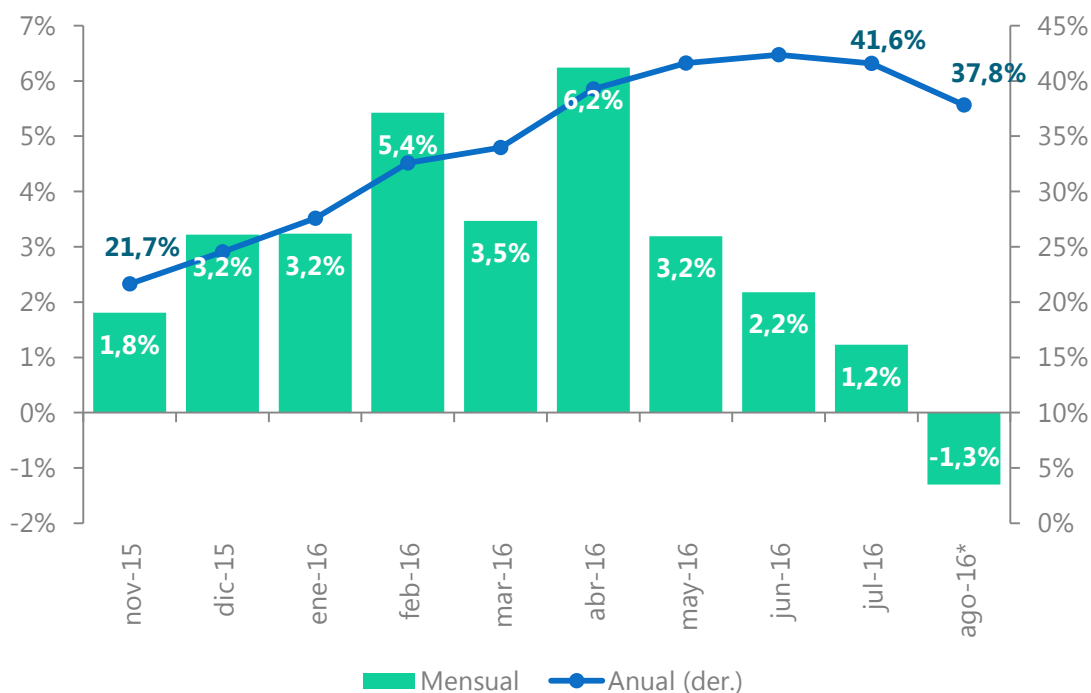
PRECIOS

Los indicadores de precios oficiales y privados indican que la inflación se moderó en agosto, en línea con una actividad económica débil y un tipo de cambio estable. El **Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una caída preliminar de -1,3% mensual, afectada por la retracción de las tarifas de gas**. En términos anuales, la suba es de 37,8% también con una caída respecto de junio.

De esta forma, los precios se ubicaron por debajo de la expectativa del mercado de acuerdo al REM, que anticipaban un alza de 2,0%.

Índice de Relevamiento de Precios (IRP)

En % de var. mensual y anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía- Fundación Germán Abdala

Nota: (*) Datos provisorios

Por su parte, **la inflación núcleo de INDEC y la Ciudad de Buenos Aires, es decir, descontando los efectos de las tarifas, también se desaceleró y alcanzaron 1,7% y 1,6% mensual respectivamente en agosto**. Estos valores implican una tasa anualizada del orden del 21%.

Es necesario destacar, que **si bien la menor inflación de agosto representa una buena noticia en términos macro, la misma permanece en niveles elevados y aún no es posible afirmar que se transita un proceso de desinflación exitoso.**

En efecto, aún resta definirse cuando se efectivizará la nueva suba de la tarifa de gas, mientras que ya se han anunciado nuevas subas en medicina prepaga para octubre, mes en el cual finaliza el congelamiento del precio de combustibles.

EMPLEO E INGRESOS

El INDEC publicó los datos del mercado de trabajo del segundo trimestre de 2016. **La tasa de desempleo fue de 9,3%**. Esta cifra en realidad dice muy poco acerca de lo que sucedió en estos meses, porque no hay un dato compatible para comparar. No hubo relevamiento en el primer trimestre, y no se brindaron motivos claros ya que se podría haber realizado un relevamiento al menos parcial o con un ligero retraso. Con respecto 2015, las autoridades del INDEC relevaron casi 400 mil desempleados más.

Por su parte, el Instituto de Estadísticas de la Ciudad de Buenos Aires informó que el desempleo en la ciudad se ubicó en 10,5% en el segundo trimestre, una suba de casi dos puntos en relación al 8,6% observado en mismo trimestre de 2015.

La tasa de empleo, que mide la cantidad de trabajadores ocupados, subió 0,2 p.p., por lo que la totalidad de la suba del desempleo se explica por una mayor actividad, es decir, gente que salió en búsqueda de trabajo pero que no lo encontró.

Este último comportamiento es usual ante dinámicas de caída en el salario real o ante la pérdida del empleo del jefe de hogar, ya que otros integrantes del hogar, obligados por la caída de los ingresos de la familia, salen a buscar trabajo (efecto conocido como “trabajador adicional”). En efecto, de acuerdo a nuestras estimaciones los ingresos asalariados podrían registrar en el año una caída cercana al -7% anual real.

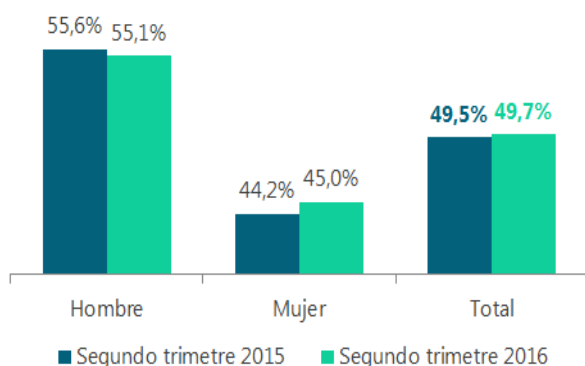
Un dato que sustenta esta visión es que, al desagregar por sexo, se observa que casi la totalidad de las personas que salieron a buscar empleo son mujeres (la tasa de actividad pasó de 48,9% a 51,3%), en un contexto en el que el empleo entre los hombres, usualmente jefes de hogar, cayó (la tasa de empleo pasó 55,6% a 55,1%).

Los datos brindados por la Ciudad de Buenos Aires, así como la información provista por el Ministerio de Trabajo en materia de empleo registrado, indican que ha existido una suba del desempleo respecto de 2015.

Tasas de empleo y actividad CABA

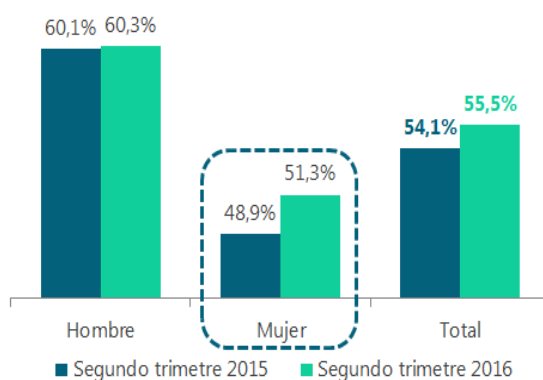
En %

Tasas de empleo en CABA



Fuente: Dirección General de Estadísticas y Censos GCBA

Tasas de actividad en CABA



Fuente: Dirección General de Estadísticas y Censos GCBA

Fuente: Dirección General de Estadísticas y Censos GCBA

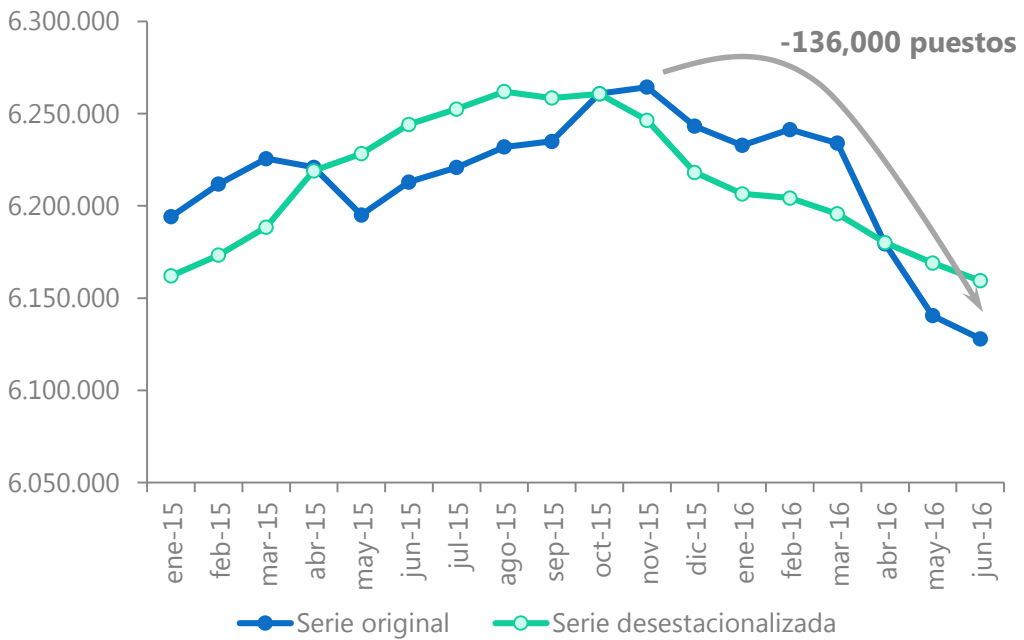
Si bien no hay información para realizar un ejercicio similar con los datos del total país brindados por el INDEC, los números del Gobierno de la Ciudad parecen indicar que la diferencia entre la tasa de desempleo informada por el gobierno anterior para el año 2015 y la nueva para el año 2016 no se debe -al menos en una parte importante- a problemas metodológicos o de calidad de la información. **El GCBA confirma que no es una mera cuestión "estadística": el desempleo subió.**

Esta afirmación es consistente con los datos de empleo registrado. De acuerdo a los datos de SIPA, **el empleo registrado cayó -1,4% anual en junio, en línea con la retracción de la actividad económica. De esta forma, desde el mes de noviembre se destruyeron -136.000 puestos registrados.**

En términos desestacionalizados (serie también publicada por Ministerio de Trabajo), en junio el empleo cayó -0,2%, por lo que no crece desde el mes de septiembre.

Empleo registrado

En puestos de trabajo



Fuente: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

En este contexto, **ciertos sindicatos plantean la necesidad de re-apertura de paritarias, en tanto si bien la inflación pareciera ubicarse por debajo de la observada en el primer semestre, el poder de compra asalariado acumula una baja significativa en el año.** Entre los sindicatos que plantean la necesidad de nuevas negociaciones se destacan bancarios, ATE y UTE, que ha convocado a un nuevo paro, mientras que el gobierno nacional ha rechazado dicha posibilidad.

MONETARIO Y FINANCIERO

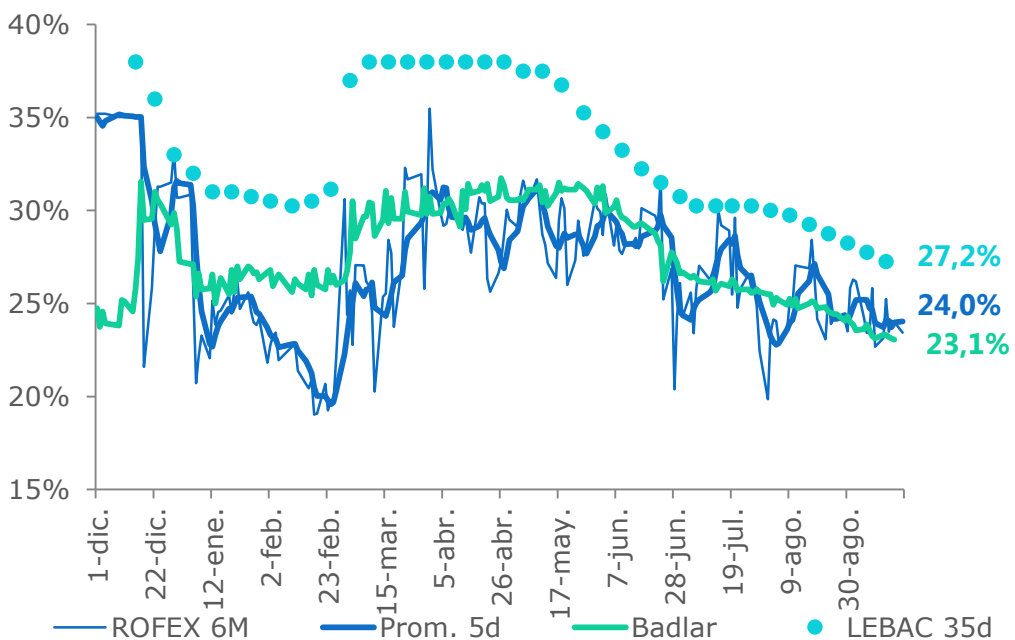
Durante el último mes, el BCRA retomó la tendencia a la baja de la tasa de las Lebac, llevándolas a su mínimo nivel desde octubre del año pasado (27,25% n.a.). La decisión de reducir la tasa fue tomada, de acuerdo al comunicado de política monetaria publicado por el BCRA, debido a la desaceleración de la inflación núcleo medida para el mes de agosto, lo que permitió asumir a sus autoridades que la inflación se encuentra, al menos parcialmente, controlada.

En línea con este discurso sobre la desaceleración de la inflación el Gobierno Nacional continuó considerando innecesarias a la reapertura de las paritarias, tal como lo dijeron ya varios ministros durante el Foro de Negocios e Inversión celebrado durante septiembre en el Centro Cultural Kirchner.

A pesar de esta reducción, **el BCRA mantuvo su premisa básica de mantener la curva de las Lebac por encima de las expectativas de devaluación**, generando incentivos a invertir en pesos.

Tasas de interés

En % nominal anual



Fuente: BCRA

De esta manera, la tasa de las Lebac a 6 meses se mantienen más de 250 p.b. por encima de la expectativa de devaluación a ese mismo plazo.

Esta baja en las tasas de interés de política llevó a que la variación interanual de la base monetaria aumentara durante los últimos 30 días (con datos al 13-sep) para ubicarse en el 29,1%, luego de haber crecido a un ritmo de 27,9% interanual los 30 días previos.

DEUDA*

El mes de agosto suele mostrar generalmente una baja en las colocaciones de deuda en los mercados externos, debido fundamentalmente al receso de verano en los Estados Unidos.

En este contexto, el Estado Nacional no realizó colocaciones externas durante el mes. Sin embargo, consiguió financiamiento en Dólares en el mercado local por **USD 1.547 millones a través de las Letras del tesoro en dólares** que licita quincenalmente desde el mes de mayo. Hacia fines de agosto, el programa de letras del tesoro acumula una deuda total de USD 7.089 millones, de los cuales USD 4.739 millones se mantienen con el Sector Privado.

Por otra parte, el Gobierno lanzó durante agosto la **ampliación del Bono ajustado por CER a 2021. Si bien logró captar \$6.700 millones**, la demanda fue más bien acotada, influenciada principalmente por el fallo de la Corte Suprema sobre las tarifas de gas y el impacto negativo que esta decisión tiene sobre el índice de ajuste. **De esta manera la administración central acumula en los primeros 8 meses de 2016 nuevo endeudamiento por USD 32.688M.** Estas nuevas emisiones representan vencimientos adicionales de capital e intereses por 6.300 M. para 2017.

* Más información y datos sobre las colocaciones y stock de deuda se encuentran publicadas en el Observatorio de Deuda, disponible en: <http://itegaweb.org/observatorios/de-deuda/>

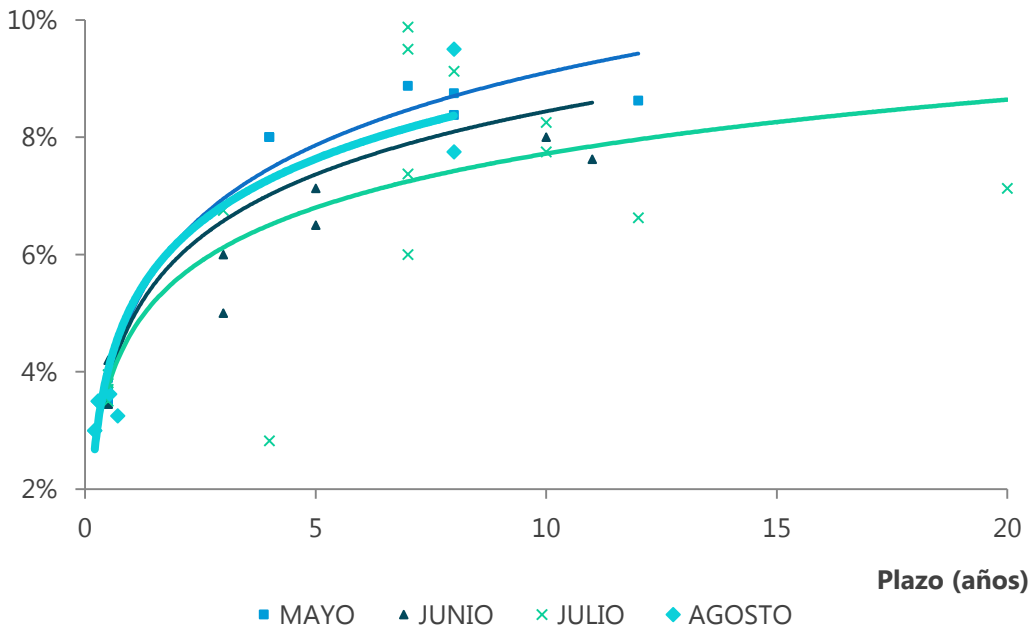
Como hecho novedoso, la última semana de agosto el ministerio de Hacienda publicó el llamado a licitación para un **bono en pesos a tasa fija, a un plazo de 18 meses**. El bono tuvo una sobredemanda de \$7.000 millones y logro obtener un rendimiento de 22,75% en pesos, lo cual se condice con una expectativa de entre 200 y 500 pbs. de tasa real de interés para el próximo año y medio, utilizando el REM.

El sector privado no realizó colocaciones externas este mes, mientras que **las provincias de Salta y Chaco consiguieron financiamiento a través de bonos en dólares con ley extranjera**. Salta lanzó la ampliación de su título a 2024, consiguiendo USD 50 millones al 7,175% de rendimiento, que representa 137 pbs. de mejora respecto de la tasa obtenida en julio. Por su parte Chaco colocó USD 650 millones mediante un bono a 8 años con un cupón del 9,50%.

Por esta combinación de escasas emisiones, en mercados funcionando a media máquina, y en conjunto con una serie de indicadores de actividad que no se muestran del todo favorables, **la curva de rendimientos de títulos emitidos en dólares observó una retracción a niveles parecidos a los de mayo de este año**.

Tasas de rendimiento a la emisión

Títulos en USD



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía- Fundación Germán Abdala

SECTOR EXTERNO

En el primer trimestre del año, el MULC se benefició de la liquidación de los stocks del sector agropecuario, el cual permitió transitar con menor dificultad la devaluación del tipo de cambio. El segundo trimestre se caracterizó por el comienzo de colocaciones de deuda externa privada y pública (nacional y provincial), que junto con la liquidación de divisas estacionalmente alta permitieron incrementar las reservas internacionales. Ambos efectos consiguieron más que financiar el déficit de cuenta corriente y la fuga de divisas (formación de activos externos del sector privado o FAE).

Sin embargo, **el extraordinario flujo de divisas ofrecidas en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) observado durante el primer semestre se debilitó significativamente en agosto, mientras que la FAE se incrementó.**

En agosto, se obtuvo un superávit por Mercancías de USD 413 millones, muy por debajo de los USD 847 observados en los primeros siete meses del año. El deterioro se explica casi en su totalidad por mayores pagos de importaciones, lo que derivó en un déficit de la Cuenta Corriente cambiaria de USD -750 millones.

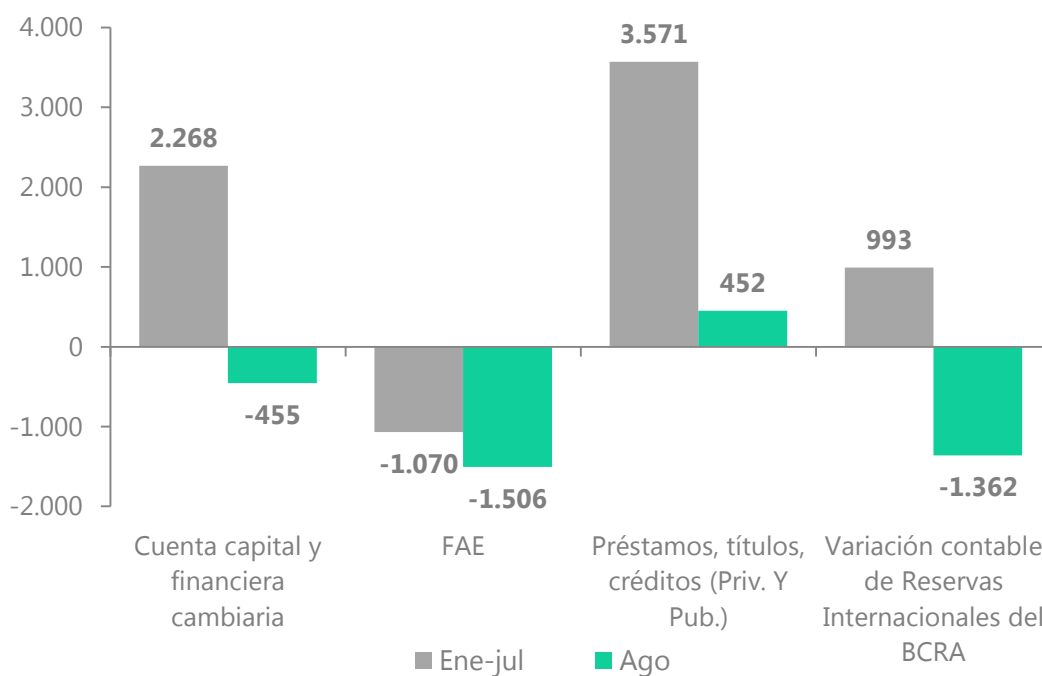
Por su parte, **la fuga de divisas del sector privado (FAE) superó los USD 1,500 millones en el mes e igualó al pico alcanzado en enero luego de la devaluación del tipo de cambio.** La mayor formación de activos externos privados se dio en un contexto en el cual las colocaciones de deuda fueron menores a las observadas en los primeros siete meses del año. En efecto, el Sector Público Nacional priorizó la colocación de LETES en moneda extranjera en el mercado local, que no implican un ingreso de divisas, mientras que las colocaciones provinciales fueron exiguas.

De esta manera, **en agosto el ingreso neto en concepto de deuda pública, privada, títulos y líneas de crédito fue de apenas USD 452 millones, lo que contrasta con el promedio mensual de USD 3.571 millones del resto del año.**

En relación a **los ingresos netos en concepto de Inversión Extranjera Directa**, los mismos continúan en niveles bajos a pesar del intento de incentivos por parte del Gobierno Nacional, y no llegan a representar el 15% de la fuga de divisas del sector privado.

Cuenta Capital y acumulación de RRII

Promedio mensual en USD millones- Balance cambiario



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía- Fundación Germán Abdala

El **menor dinamismo del flujo de divisas correspondiente a endeudamiento y la mayor fuga de capitales provocó un quiebre en la dinámica de acumulación de reservas internacionales**. Mientras que en los primeros siete meses del año las reservas subieron aproximadamente en USD 1.000 por mes, en agosto las mismas cayeron USD 1.300 millones.

La **configuración externa actual continúa dependiendo en gran parte de los flujos de divisas originados en colocaciones de deuda pública y privada**. El menor dinamismo de dichos flujos y la permanencia del déficit de cuenta corriente (vinculada a una aún débil estabilización del nivel de actividad), podrían afectar el nivel de reservas, impulsar una suba del tipo de cambio y afectar el nivel de precios y por ende, los ingresos asalariados.

Esta situación podría verse atemperada en caso de que el blanqueo de capitales lanzado por el Gobierno Nacional sea exitoso en materia de repatriación de capitales, lo que permitiría mantener la calma del mercado cambiario hasta el inicio de la cosecha 2016/2017.