


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

7° | Diciembre 2016

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

Aunque la actividad y el consumo siguen sin repuntar, **en noviembre algunos sectores como la construcción y el sector automotriz arrojaron un comportamiento positivo, por lo cual volvió a hablarse de “brotes verdes” en la economía.** Teniendo en cuenta que el rebote de agosto fue revertido con creces en septiembre y octubre, es importante analizar los datos positivos de noviembre con mucha cautela.

Los brotes verdes no parecen estar motivados por mejoras en el mercado de trabajo. Por el contrario, **la caída del salario real está lejos de revertirse, y el empleo sigue sin mostrar señales de mejora,** lo cual explica el estancamiento del consumo.

En el frente fiscal, un aspecto a destacar es que **el gasto primario en términos reales, si bien se mantiene en terreno negativo, estaría mostrando señales de recuperación en los últimos meses del año, de la mano del mayor espacio fiscal producido por el blanqueo.**

La posibilidad del gobierno de revertir la caída del gasto para apuntalar la actividad en el 2017, que es un año electoral, está condicionada por las bajas de impuestos que ya se aplicaron este año. El año entrante el panorama de déficit elevado se dará en un escenario externo de **mayor incertidumbre a la esperada hasta hace pocos meses, a raíz del renovado sesgo contractivo de la política monetaria de EEUU.**

En un contexto en el que la actividad no crece, **la inflación se desaceleró en noviembre. Sin embargo, se observó un aumento en las expectativas de inflación para el año que viene,** lo cual sumado a la baja de tasas de LEBAC, implicó una baja en los retornos reales esperados.

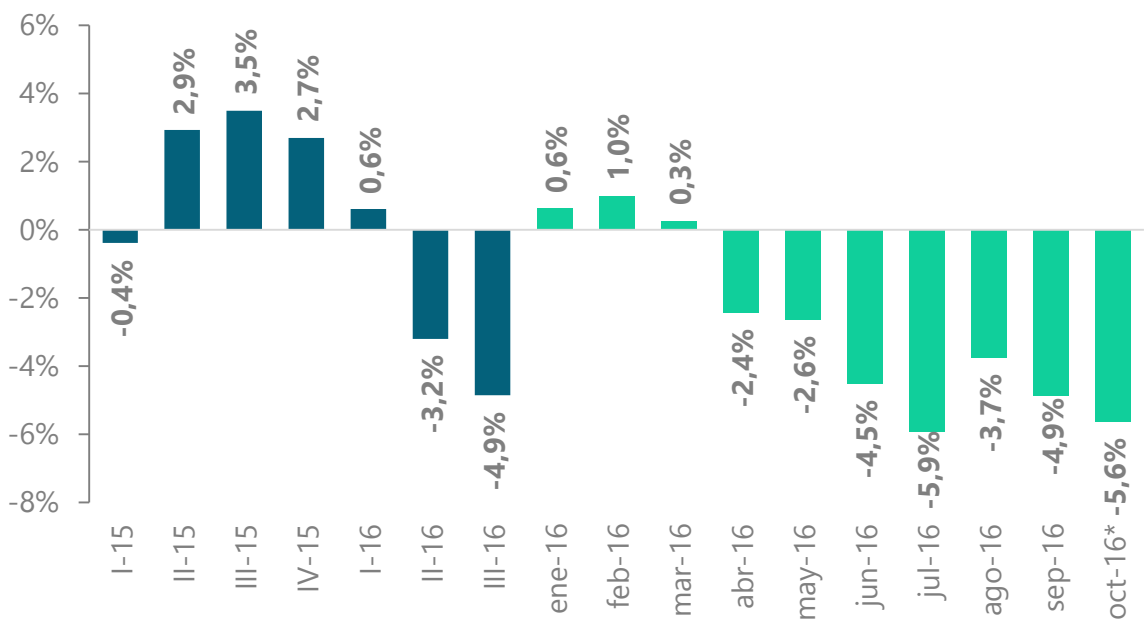
La pregunta clave de cara a los próximos meses es como se va a comportar la inflación si la actividad comienza recuperarse. La profundización en el tiempo de la baja de tasas, en un contexto de apertura irrestricta del mercado de cambios, puede terminar impactando en la dinámica del tipo de cambio, sobre todo en un contexto en el cual **el BCRA tiene poca vocación de intervenir en el mercado cambiario y el Tesoro puede tener más dificultades para financiar el déficit vía deuda externa.**

ACTIVIDAD: ¿El regreso de los brotes verdes?

En el mes de octubre la actividad económica continuó con su desempeño negativo. El Indicador Mensual de Actividad (IMA) cayó -5,6% anual, y -0,9% mensual en la serie sin estacionalidad. Por su parte, el Indicador Mensual de la Inversión (IMI) se contrajo -8,6% anual por la caída en la construcción. Si bien en términos mensuales el IMI sin estacionalidad subió un 3,1%, este rebote se explica íntegramente por el desempeño del equipo durable importado, a partir de niveles muy bajos en septiembre.

Indicador Mensual de Actividad (IMA)

Variación % Anual



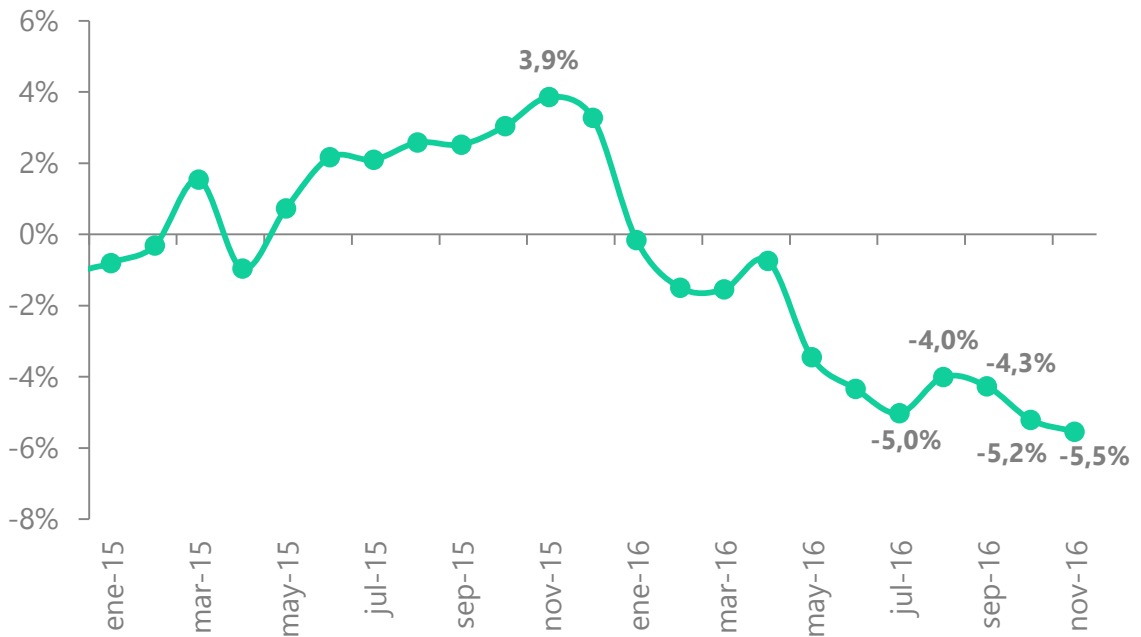
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala.

El mes de noviembre no trajo buenas noticias para el consumo. El IMC volvió a mostrarse en baja, con una caída de -5,5% anual, la más pronunciada del año. Además, el consumo cayó -0,1% mensual en la serie sin estacionalidad y se ubicó en niveles similares a los registrados durante 2010.

A pesar de contraerse a un ritmo menor que el observado en el primer semestre del año, el consumo continúa deprimido y no consigue recuperar una tendencia positiva. Como sostuvimos [aquí](#), los sectores Medio-Bajos, especialmente en el interior del país, sufrieron en mayor medida el deterioro de sus estándares de consumo, ya que fueron los más perjudicados por el incremento de precios y no pudieron sortear la caída de sus ingresos reales.

Indicador Mensual de Consumo (IMC)

Variación % Anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala.

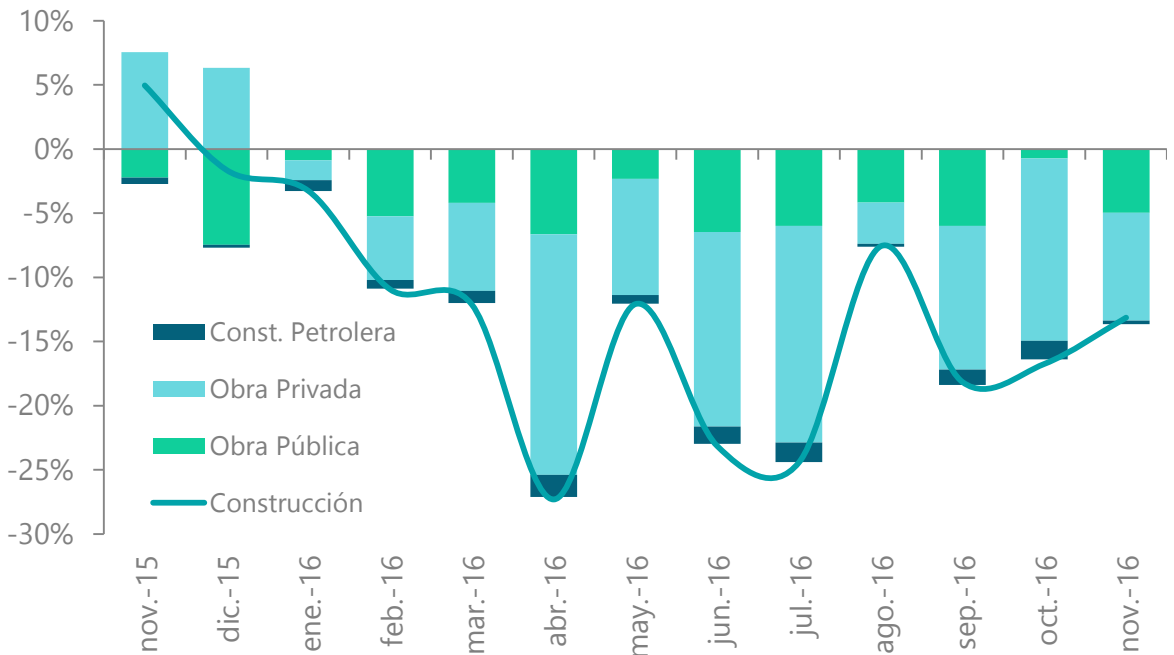
Sin embargo, aunque el consumo no logró repuntar, en noviembre algunos sectores arrojaron un comportamiento positivo, por lo cual volvió a hablarse de “brotes verdes” en la economía.

Entre estos se destacan los despachos de cemento al mercado interno, que crecieron 1,6% anual en el mes, luego de dos meses con una caída promedio de -14,5%. Si bien este rebote se produjo luego de un visible crecimiento del gasto de capital (ver sección Fiscal), todavía no se ha consolidado la tan esperada reactivación de la obra pública.

En efecto, aunque en octubre la misma mostró una menor contribución negativa respecto de los meses anteriores, en noviembre ya regresó a niveles similares a los del 3° trimestre del año, con un aporte de -5 pp.

Actividad de la Construcción

Variación % Anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala.

Por otro lado, el Índice Construya, que mide la evolución de la venta de insumos de once empresas representativas del mercado de la construcción, y no sólo de cemento, cayó -20,2% en noviembre. Esto muestra que el sector no ha salido de la recesión y que no es posible aún observar un cambio claro en la tendencia de la construcción.

Otro sector que tuvo un cambio positivo en su comportamiento fue el automotriz. En noviembre no sólo crecieron las ventas, que ya venían siendo impulsadas por los vehículos importados, sino que también creció la producción automotriz por primera vez en catorce meses. En efecto, la producción aumentó 3,3% gracias al crecimiento de las exportaciones, que se expandieron 15,8%, traccionadas por las ventas hacia Brasil y otros destinos no tradicionales de Latinoamérica como Perú, Colombia, Ecuador, Paraguay y Centro América.

En cambio, las ventas al mercado interno de vehículos nacionales continúan cayendo, por lo que el consumo local de vehículos sigue siendo mayormente de origen importado. Esto último, sumado a que la economía brasileña sigue sin recuperarse, pone un techo al crecimiento de la producción. En efecto, el PIB de Brasil se contrajo -2,9% anual en el tercer trimestre, y la baja trimestral volvió a acelerarse hasta -0,8%.

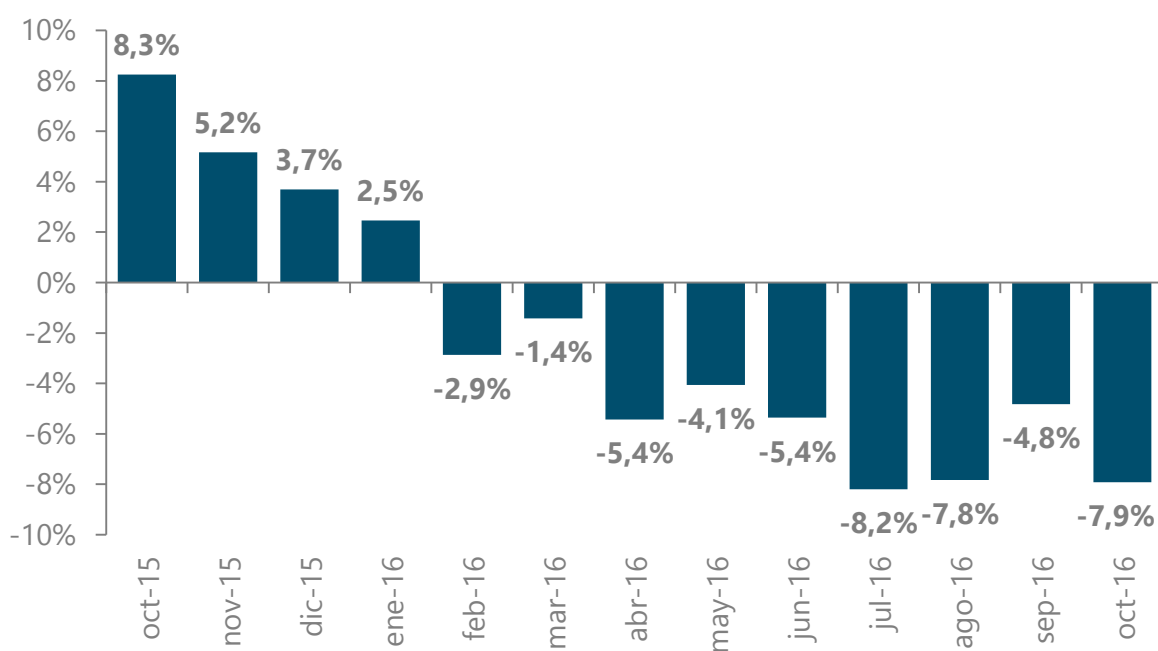
Teniendo en cuenta que el rebote de agosto fue revertido con creces en septiembre y octubre, es importante analizar los datos positivos de noviembre con mucha cautela, especialmente debido a que aún no se observa un escenario que asegure una recuperación sostenida.

El mercado de trabajo sigue sin señales de mejora

En noviembre entraron en vigencia los aumentos acordados en la segunda ronda de paritarias cortas, de los cuales algunos se corresponden con sindicatos de importante cobertura como es Comercio (12% en octubre, que se cobra en noviembre) y la UOCRA (17% en octubre). Sin embargo, **los datos de consumo confirman que aún no se revierte la caída de los salarios reales, que alcanzó uno de sus puntos más álgidos en octubre (-7,9%).**

Salario Real

Sector Privado Registrado - Variación % Anual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala.

Los datos de mercado de trabajo del tercer trimestre a nivel nacional fueron sorprendidos, ya que el INDEC informó una disminución de la tasa de desempleo con respecto al trimestre anterior (de 9,3% a 8,5%). Sin embargo, ninguno de los cambios en las tasas del mercado de trabajo resultó estadísticamente significativo, lo que significa que no es posible afirmar que esta baja se deba a una caída real de la tasa de desempleo y no a las propias limitaciones que surgen de estimar un dato a partir de una muestra de hogares. Por otra parte, tampoco hay datos anuales, ni una serie hacia atrás de datos que permita evaluar la posibilidad de alguna estacionalidad particular entre el segundo y tercer trimestre que explique esta baja.

La Encuesta de Hogares de la Ciudad de Buenos Aires también presentó una ligera disminución en la tasa de desempleo en el trimestre (de 10,5% a 9,8%). Sin embargo, en este caso es posible realizar la comparación anual y efectivamente **hubo una suba en el desempleo notable, del 7,2% en 2015 a 9,8% este año.**

En el caso de CABA, la tasa de desempleo aumentó más en las mujeres, al tiempo que parte del nuevo desempleo se explica por la pérdida de puestos de trabajo en relación a la población total (disminución de la tasa de empleo) y parte por el ingreso de nuevos demandantes de empleo (incremento de la tasa de actividad). Estos movimientos en el mercado de trabajo son consistentes con un escenario de pérdida del empleo, pero sobre todo de pérdida de calidad del empleo (reemplazo de puestos formales por precarios, subocupación, etc.) y de disminución de los ingresos reales, fenómenos que vuelcan a los trabajadores secundarios del hogar a buscar empleo.

En efecto, los datos del sector asalariado privado registrado confirman que en septiembre de 2016 hubo apenas 1.472 puestos más que agosto (una variación casi nula de 0,02%, que además puede reducirse a medida que el dato se corrige hacia atrás, como viene sucediendo en los últimos meses). En la comparación anual se observa una pérdida de casi 92 mil trabajadores.

Por otro lado, los datos que refieren al total del sector formal – incluyendo sector público e independientes registrados - muestran que no disminuyó el total de inscriptos a la seguridad social sino que cambió su composición. A la destrucción de puestos asalariados en el sector privado se le sumó la caída en monotributistas sociales (que comprende a sectores muy vulnerables) y se le contrapuso un mayor número de monotributistas y asalariados en el sector público.

Aunque no se vislumbra un cambio de tendencia cercano en el mercado trabajo, diciembre podría traer un repunte del consumo de la mano de los bonos de fin de año otorgados para algunos programas de transferencias, jubilaciones, sector público nacional, algunas provincias y algunos gremios. A esto se suma la eximición del medio aguinaldo del impuesto a las ganancias. Sin embargo, esto tendrá un efecto de una sola vez en el consumo.

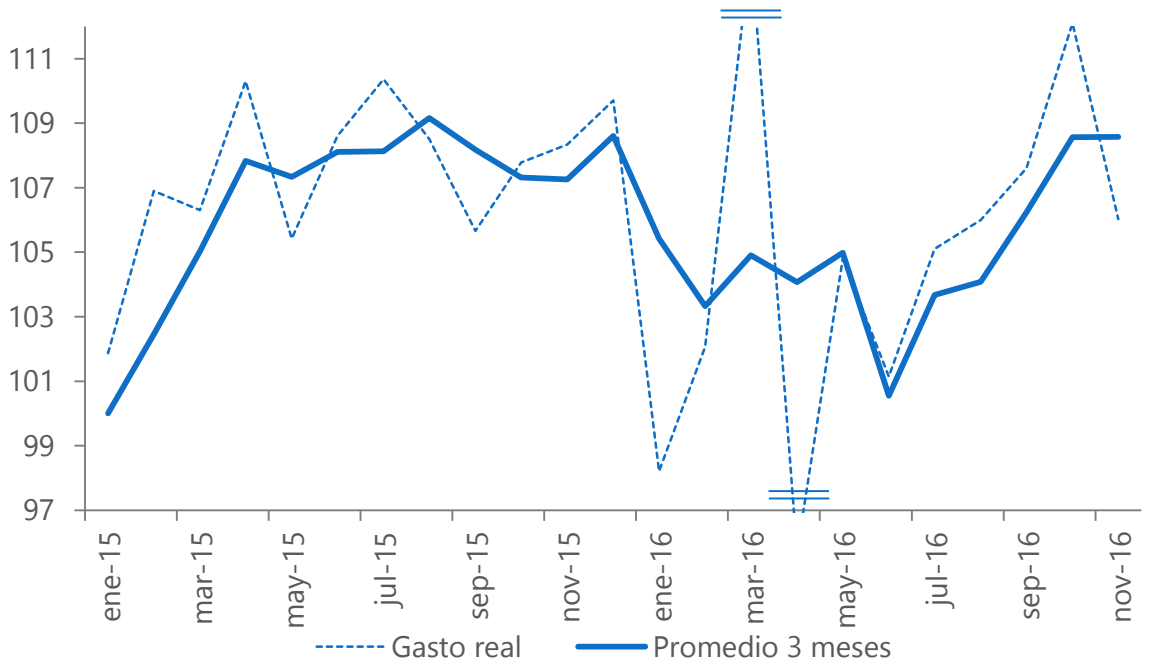
FISCAL: Un frente a monitorear de cerca en los próximos meses

Respecto del frente fiscal, hay indicios de cierta recuperación del gasto en términos reales en los últimos meses. **Si bien se debe ser cauteloso al respecto, este puede ser uno de los factores que en los próximos meses tenga alguna incidencia en la economía real, y debe monitorearse muy de cerca.**

Durante noviembre el gasto primario se incrementó un 33% respecto de igual mes de 2015, acumulando en el año un aumento de 32%. Se destaca el desempeño de las jubilaciones y de las transferencias corrientes a provincias, mientras que el gasto de capital volvió a caer en términos nominales, luego del fuerte incremento que había tenido durante el mes de octubre.

Gasto Primario Real

Sin estacionalidad - Base ene-15 = 100



Fuente: Elaboración propia en base a MECON e ITE.

En efecto, en octubre el gasto de capital había mostrado un crecimiento de 80,4% anual, sugiriendo un cambio de tendencia que después no se sostuvo.

Este registro, de todos modos, debe matizarse por dos motivos. En primer lugar, octubre de 2015 fue un mes con un nivel relativamente bajo de gasto de capital, debido a los faltantes de caja de fin de año, lo cual reduce la base de comparación.

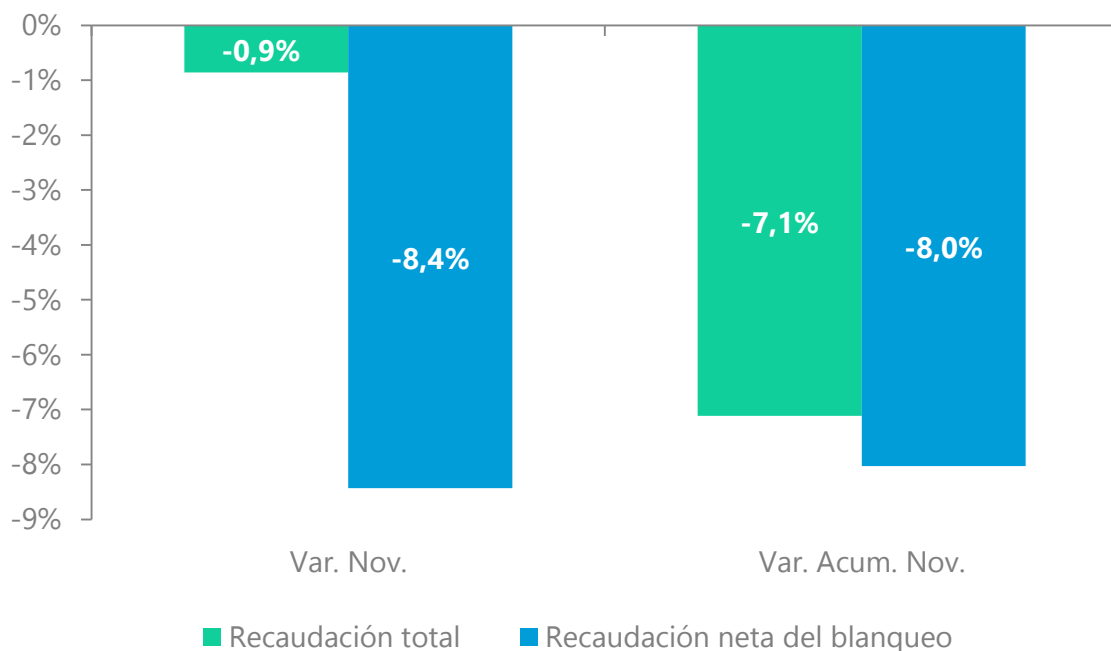
En segundo término, cuando se desagregan las partidas, se observa que gran parte del incremento se explica por el fuerte crecimiento de la Inversión Financiera de (\$6.603 millones), lo cual se debe a una fuerte ejecución del plan PROCREAR, que había estado frenado a lo largo de todo el año. Si se excluyen los fondos destinados a préstamos hipotecarios para la adquisición de viviendas, el gasto de capital muestra en realidad un aumento mensual de solo 29,6% en octubre.

En lo que se refiere a los ingresos del Sector Público Nacional, en noviembre estos mostraron un crecimiento de 49%, y acumulan un 28% en los primeros 11 meses de 2016. Este fuerte incremento se explica por el comportamiento tanto de los aportes y contribuciones a la seguridad social como de los ingresos tributarios.

En efecto, según AFIP en noviembre los recursos tributarios totales se incrementaron 40,8%, la tasa más alta en lo que va del año. **Esto estuvo impulsado en gran medida por los ingresos del blanqueo, que ascendieron a \$12.903 millones.** Al descontar ese ingreso extraordinario, la evolución de la recaudación del mes (30,0%) fue levemente mayor a la observada en lo que va del año (27,4% promedio enero-octubre).

Recaudación Real

Total y Neta del Blanqueo - Variación % Anual



Fuente: Elaboración propia en base a AFIP e ITE.

Si bien el impacto del blanqueo en la dinámica del mes fue relevante, al observar el acumulado del año esto resulta poco significativo. La recaudación en términos reales sigue mostrando una caída muy pronunciada, en torno al -7,1%.

A nivel desagregado, lo que se observa es que el leve repunte estuvo impulsado por comportamientos disímiles en los distintos impuestos. El IVA tuvo un crecimiento similar al de todo el año (34,6%) y es el principal sostén de la recaudación junto con los Aportes y Contribuciones de la Seguridad Social, aunque estos últimos mostraron una pequeña mejora en relación a los meses anteriores, que se ve reflejado en una mayor contribución al crecimiento en el mes de noviembre frente al acumulado del año.

Fue notable el aumento en los Derechos de Exportación (53,0%), aunque en parte esto se debe a un efecto estadístico, ya que en noviembre del año pasado habían mostrado una caída muy fuerte. También mostró un mejor desempeño que el observado a lo largo del año el Impuesto al Cheque (43,3%), lo que también podría ser un indicio de repunte en el nivel de actividad. El impuesto a las Ganancias continúa mostrando un estancamiento en un nivel muy bajo (13,6%), mientras que los Derechos de Importación, a pesar de haberse expandido 45,0%, mostraron una desaceleración respecto del acumulado en el año.

Principales Impuestos

Variación % Anual y Contribución al Crecimiento

	Nov-16	Nov-16	Acum. Nov-16	Dif. Contrib.
	Var. Anual	Contrib. (p.p.)		
IVA	34,6%	10,4	9,9	0,5
Aportes + Contrib	37,2%	9,6	8,5	1,1
Ganancias	13,6%	3,5	3,4	0,1
Cheque	43,3%	2,9	2,2	0,7
Derechos de exportación	53,0%	1,4	-0,2	1,6
Derechos de importación	45,0%	1,1	1,4	-0,3
Total (neto)	30,0%	30,0%	27,5%	2,6

Fuente: AFIP.

A pocas semanas de finalizar el 2016, todo parece indicar que el déficit primario sin rentas del FGS y del BCRA se ubicará entre el 4,6% y el 4,8% del PIB. Si bien según [trascendidos](#) el gobierno tendría la intención de reducir el déficit fiscal de manera significativa en el corto plazo, lo cierto es que las declaraciones de los funcionarios parecen más que nada un “gesto hacia los mercados”, sobre todo de cara a un año electoral.

La posibilidad del gobierno de revertir la caída del gasto para apuntalar la actividad el año que viene está condicionada por las bajas de impuestos que ya se aplicaron este año (entre ellas, sobre las retenciones al agro y a la minería, mínimo no imponible de IIGG, eliminación de ganancia mínima presunta y bienes personales), así como también por la reforma del impuesto a las ganancias recientemente aprobada por el congreso.

En este escenario, si bien el blanqueo ha comenzado a impactar en las arcas públicas, este efecto es “de una vez”, y se irá agotando con el tiempo. De este modo, el año entrante el panorama de déficit elevado (en relación a la meta autoimpuesta por el gobierno) se dará en un contexto externo de mayor incertidumbre a la esperada hasta hace pocos meses.

SECTOR EXTERNO: Luces amarillas para el financiamiento del déficit

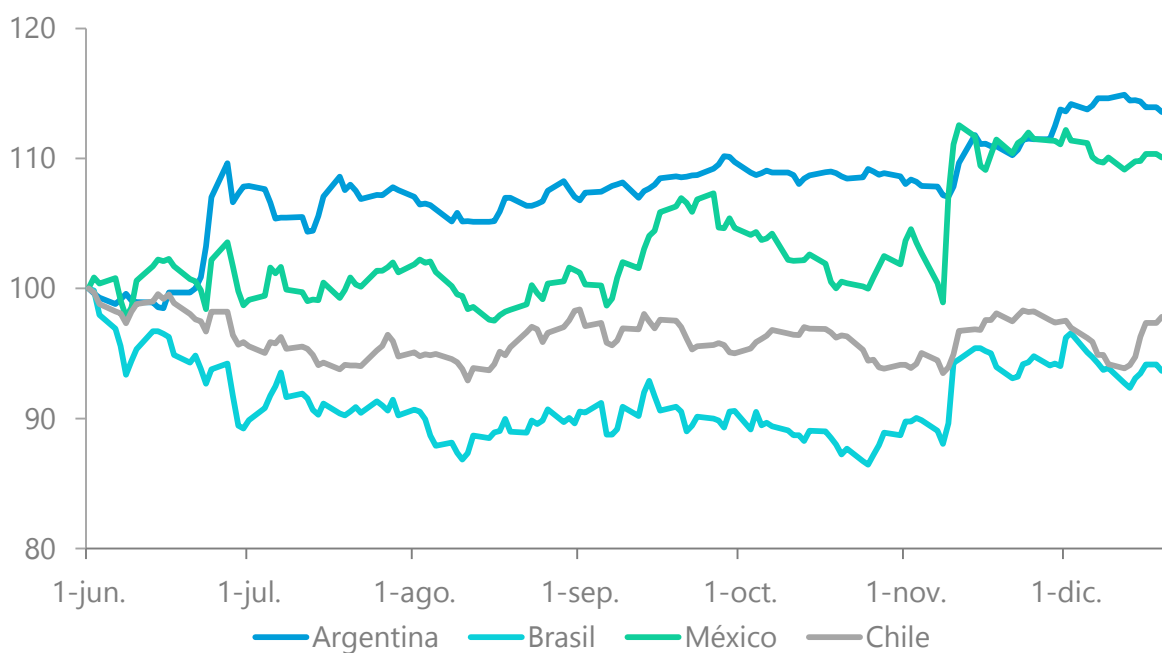
Luego del efecto Trump, las perspectivas para el sector externo volvieron a recrudecer en diciembre. **El miércoles 14 de este mes la FED aumentó su tasa de interés de referencia por primera vez en el año, desde un rango de 0,25% – 0,50% a 0,50% – 0,75%**, como consecuencia del “incremento en las expectativas de inflación” y el “fortalecimiento del mercado de trabajo”, según las minutas de la entidad. El incremento de la tasa de interés de la FED impulsó al alza el rendimiento de los bonos del Tesoro de largo plazo, y el dólar volvió a fortalecerse, alcanzando máximos en 14 años.

En un contexto en el cual Trump prometió bajas de impuestos y un ambicioso plan de infraestructura para dinamizar la economía, el mercado espera nuevos incrementos de la tasa de referencia de la FED para el año que viene, que serían del orden de los 0,75 pp en total.

Ante estas novedades, las monedas de la región volvieron a reaccionar y mostraron una nueva ronda de devaluaciones. En el acumulado desde la salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit), esta carrera es liderada por la Argentina, con un incremento de 12,6% del tipo de cambio \$/USD al 19 de diciembre.

Tipo de Cambio Nominal

Base 1° junio = 100

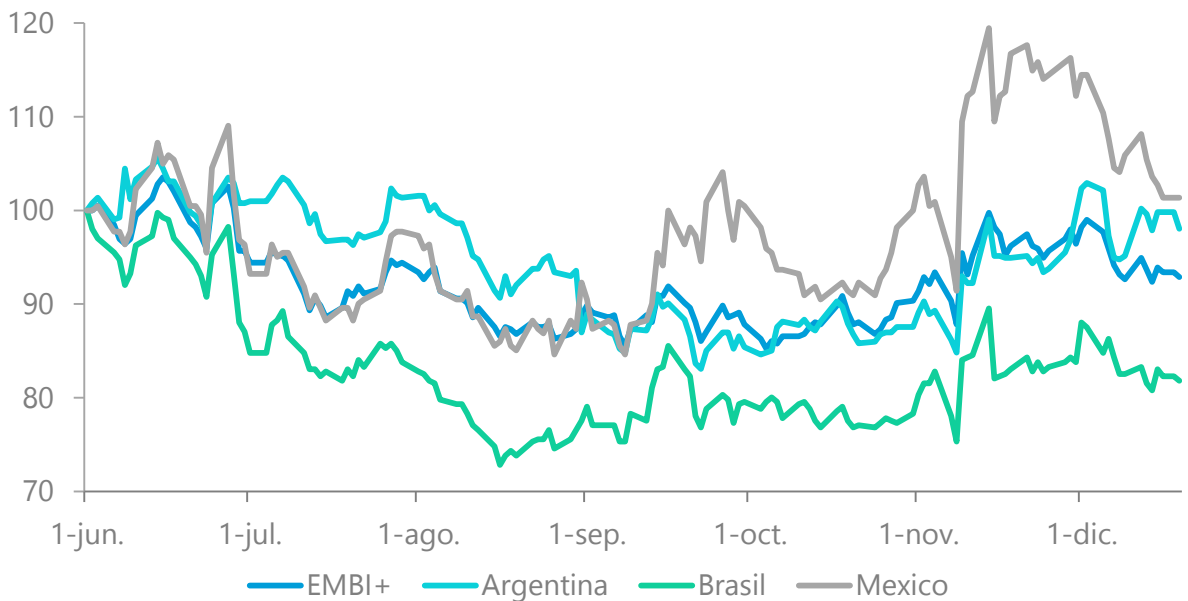


Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

También se observó una importante caída en los mercados de acciones y títulos de deuda pública, incrementando el rendimiento de la deuda emergente y empeorando las condiciones de financiamiento de los países de la región, incluyendo a la Argentina.

EMBI

Base 1° junio = 100



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

En este contexto, el gobierno busca diversificar las fuentes de financiamiento, de modo tal de reducir la dependencia de los mercados externos. Es así que **mediante la Comunicación "A" 4015 el BCRA habilitó a los bancos a que suscriban emisiones de deuda del Tesoro Nacional con dólares provenientes de depósitos de privados**, incrementados desde octubre en USD 8.000 millones como consecuencia del blanqueo.

Esta posibilidad había quedado vedada desde la caída de la convertibilidad. A partir de ese momento, se estableció expresamente que los depósitos del público en moneda extranjera solo podían orientarse a financiar a aquellas empresas o individuos con ingresos en moneda extranjera, con el objetivo de evitar el descalce de moneda¹.

1. Para evitar la quiebra de los deudores del sistema financieros que habían tomado crédito en dólares, en 2002 se instrumentó la denominada "pesificación asimétrica", a través de la cual las deudas con los bancos fueron pesificadas a una relación \$1 = USD 1, mientras que los depósitos lo fueron a \$1,4 = USD 1. Como compensación, se entregaron a los bancos títulos públicos por la diferencia.

Si bien en el corto plazo la probabilidad de que se produzcan grandes disrupciones por este motivo es acotada, también es cierto que la medida del BCRA introduce una nueva fuente de volatilidad. A su vez, es de esperar que esta medida sea acompañada en algún momento por un aumento de los límites vigentes para la exposición de los bancos a la deuda pública, abriendo otro frente de fragilidad financiera en la economía argentina.

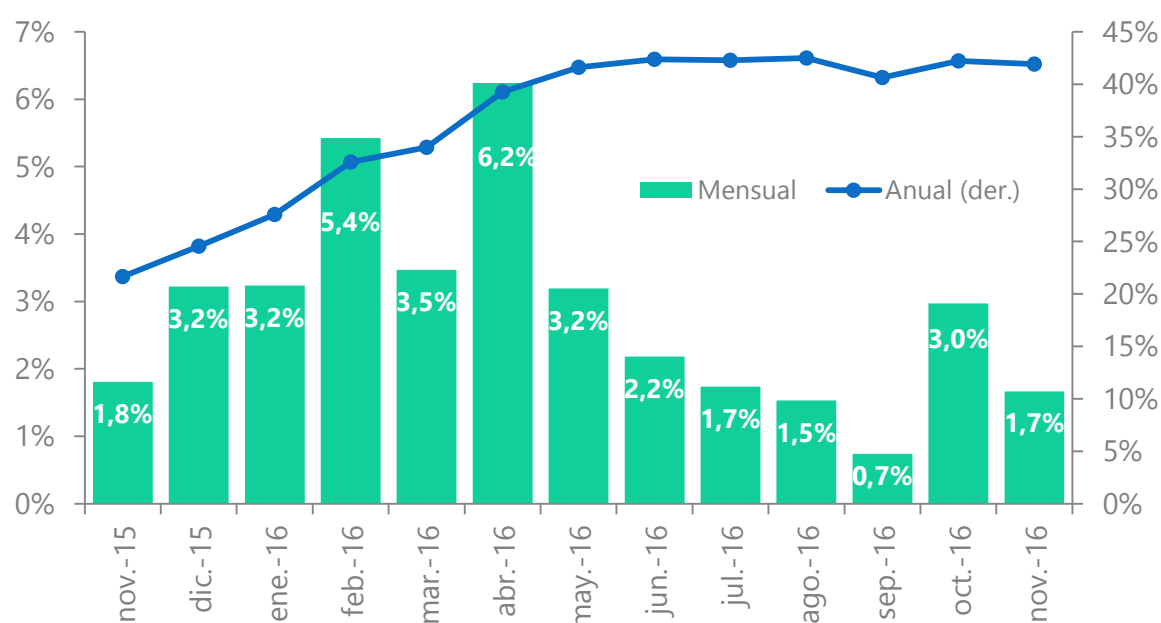
PRECIOS: Aumentan las expectativas de inflación para el año que viene

En un contexto en el cual la actividad no crece, noviembre muestra nuevas señales de desaceleración en la inflación. En el mes, el Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 1,7% mensual, impulsada por el arrastre de la suba de las tarifas de gas en red y los aumentos en taxis, subtes y bebidas. La inflación núcleo también volvió a desacelerarse y se ubicó por debajo del nivel general, totalizando un 1,1% mensual.

Sin embargo, las expectativas de inflación medidas por el REM aumentaron en el mes por primera vez desde julio, alcanzando para los primeros cuatro meses del año que viene un promedio de 1,7% mensual en el caso del IPC – GBA nivel general, y un 1,5% en la medición *core*.

Índice de Relevamiento de Precios (IRP)

Variación % Mensual - Anual



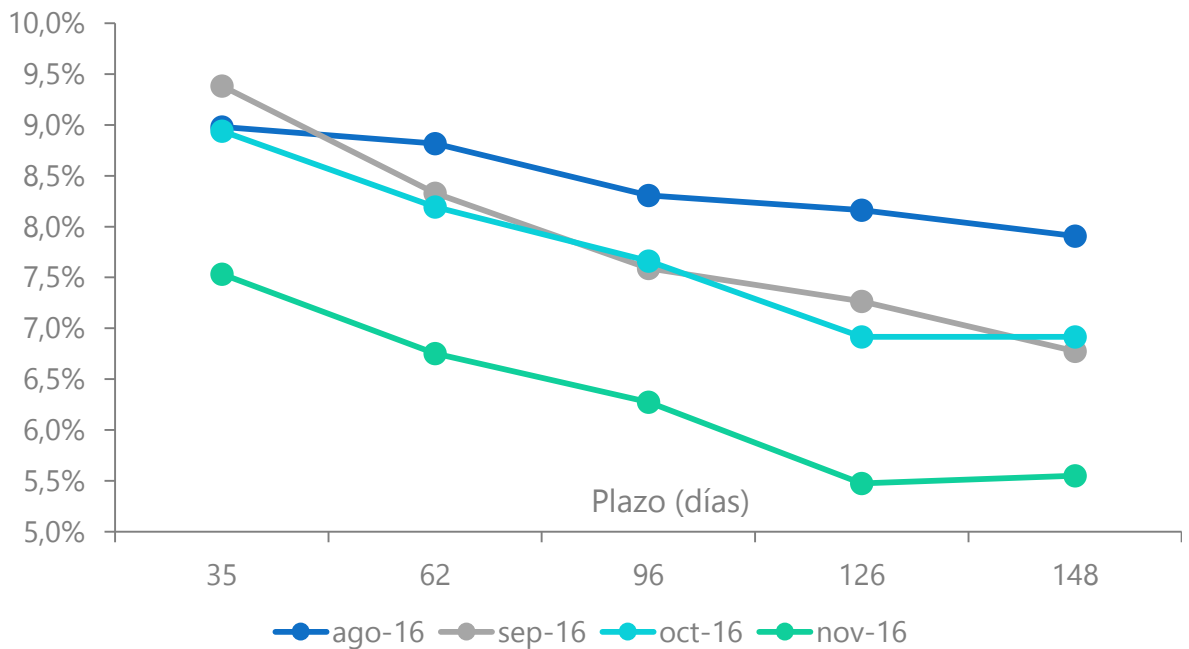
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala.

La aceleración de la inflación esperada, junto con la baja en noviembre de la tasa de interés de referencia, redujo los retornos reales esperados de las LEBAC, mostrando una reversión del sesgo contractivo de la política monetaria. En efecto, durante noviembre el BCRA redujo la tasa de interés de LEBAC a 35 días de 26,75% a 24,75%, mediante rebajas escalonadas de 50 pb en cada licitación semanal.

Un aspecto a destacar es que la autoridad monetaria ofreció justificativos diversos para el cambio en su orientación de política: el recorte estuvo motivado por la caída en las expectativas de inflación del REM (Comunicado del 08/11), porque los promedios trimestrales del incremento en los IPC de CABA, GCBA y Córdoba (no núcleo) fueron menores a la meta trimestral (15/11), porque el IPC San Luis y el índice Construya tuvieron resultados similares (22/11) o porque "estimaciones e indicadores de alta frecuencia" (que no fueron detallados) resultaron satisfactorios para la meta trimestral (29/11).

Tasa de Interés Real

Tasa Efectiva Anual

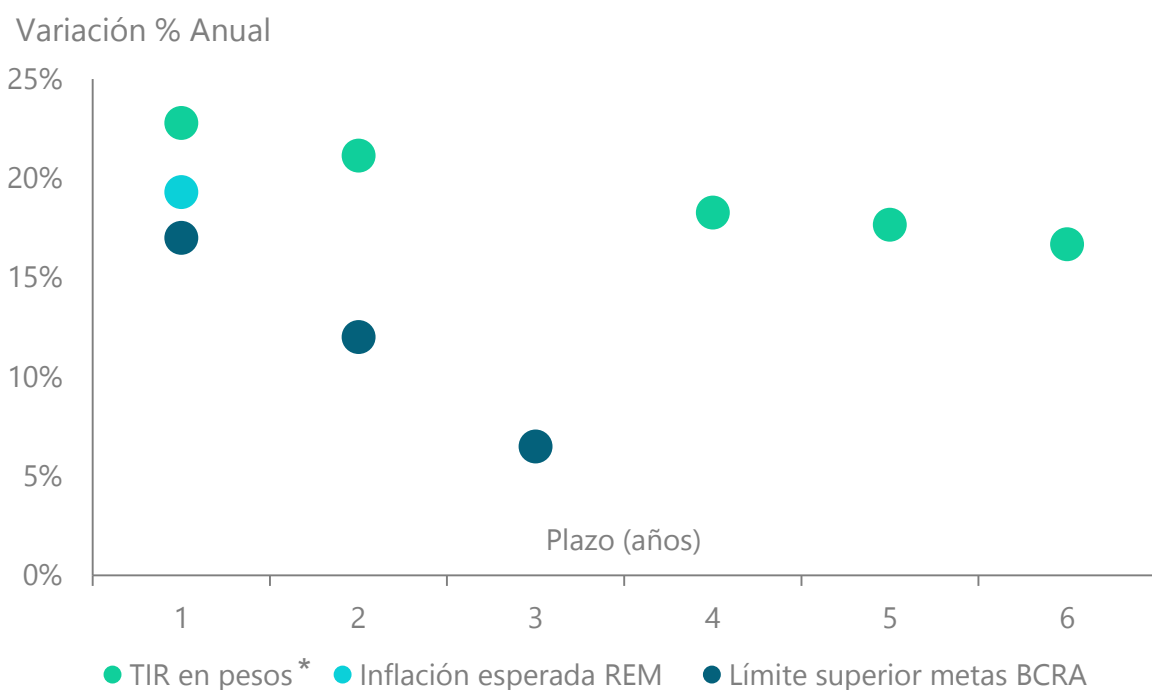


Fuente: Elaboración propia en base a BCRA e ITE.

La variedad de explicaciones ensayadas por el BCRA indica la inexistencia de reglas claras en la determinación de la tasa de interés, y una fuerte voluntad de mostrar una preocupación permanente por la dinámica inflacionaria, al margen de las señales de precio enviadas por la política monetaria.

El año que viene se pondrá nuevamente a prueba la capacidad del BCRA de cumplir con sus metas de inflación, después de un año en el cual sus objetivos estuvieron lejos de cumplirse. Por ahora, el REM muestra una inflación esperada por encima del techo de la meta de inflación para el 2017 (17%). A su vez, el tramo corto de la curva de bonos en pesos muestra una expectativa de inflación que incluso es superior a la que surge del REM.

Tasas de Interés y Metas Inflación



* TIR según cotización al 15/12 de los bonos del tesoro a tasa fija en \$ (Bontes).

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA.

En los primeros meses del año, los aumentos programados en combustibles, prepagas y tarifas de electricidad impactarán en el nivel de precios. Sin embargo, la pregunta clave de cara a los próximos meses es como se va a comportar la inflación si la actividad comienza recuperarse.

La profundización en el tiempo de la baja de tasas, en un contexto de apertura irrestricta del mercado de cambios, puede terminar impactando en la dinámica del tipo de cambio, sobre todo en un contexto en el cual el BCRA tiene poca vocación de intervenir en el mercado cambiario y el Tesoro puede tener más dificultades para financiar el déficit vía deuda externa.