

# INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

5° | Octubre 2016

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

## CLAVES DE LECTURA

**El gobierno cerró el frente fiscal y externo 2016.** Las colocaciones de deuda por 44.000 millones de dólares alcanzaron para el pago a buitres, los pagos de capital y el déficit fiscal proyectado de 2016.

Las emisiones de deuda en pesos contaron con participación sustancial de inversores extranjeros, lo que implicó un mayor influjo de divisas. De esta forma, las reservas internacionales superaron los USD 40.000 millones y **la gestión de Cambiemos se aseguró tranquilidad en el plano cambiario** para lo que resta de año.

A pesar de la holgura externa, **la actividad, que pareciera haber tocado un piso en agosto, continúa sin repuntar.** En agosto el IMA se contrajo 3,6% i.a. y si bien desaceleró su tasa de caída, los primeros datos de septiembre son poco alentadores. En particular, **el consumo cayó -4,3% anual** y registró una nueva baja en términos desestacionalizados.

La debilidad de la actividad económica se encuentra en parte explicada por la política monetaria y fiscal aplicadas para conservar la estabilidad cambiaria y la falta de recuperación de los salarios y el empleo.

**La tasa de referencia de la política monetaria- cuando se tiene en cuenta la inflación proyectada- resulta positiva en términos reales** y aunque incentiva el ingreso de divisas financieras, puede estar teniendo efectos contractivos en el crédito al consumo y la inversión.

Por otra parte, si bien el déficit fiscal no se redujo, **cayeron tanto los ingresos como los gastos en términos reales.** La baja de los primeros se vincula a la política impositiva y la merma en la actividad económica. En relación a los segundos, los gastos no automáticos como la obra pública se recortaron significativamente, deprimiendo a la construcción y las actividades vinculadas.

La caída del consumo y otros indicadores en septiembre refuerza el argumento que la reactivación no será posible únicamente con una moderación en los precios, sino que son necesarias políticas concretas para recomponer los salarios de los trabajadores, y mejorar las expectativas de mediano plazo en cuanto a **empleo e ingresos.** Aún con el prometido bono, el año finalizará con una caída del salario real y será difícil un repunte del consumo en lo que queda de 2016.

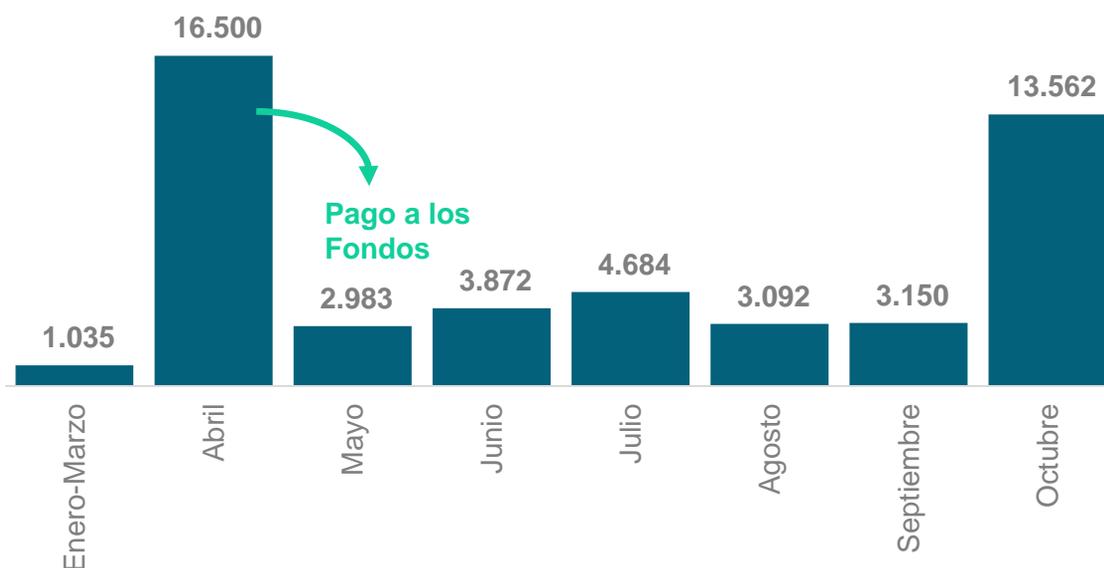
# DEUDA: Cerrando el año fiscal (y cambiario)

En los últimos dos meses, se ha producido un nuevo quiebre en materia de endeudamiento público. En septiembre el gobierno nacional emitió deuda por un total de USD 3.200 millones, mientras que a los 24 días de octubre, llevaba lanzados al mercado USD 13.600 millones. Esto significa que **la Deuda Pública Nacional se incrementó en estos dos meses en una magnitud similar a la que significó la cancelación de los juicios llevados adelante por los Fondos Buitre**. Una novedad importante es que gran parte de las colocaciones en pesos efectuadas en este último período contaron con participación significativa de inversores externos, lo que implicó un fuerte ingreso de divisas en un período de tiempo muy corto<sup>1</sup>.

Estas colocaciones de deuda tuvieron dos implicancias muy importantes. En primer término, **el gobierno logró cerrar anticipadamente el Programa Financiero 2016**, es decir, ha resuelto sus necesidades de caja de aquí a fin de año. Esto quiere decir que Cambiemos también se ha hecho de espalda política para poder afrontar el pago del bono de fin de año, para hacer concesiones en materia de impuesto a las ganancias, o para asistir financieramente a las provincias, entre otros.

## Emisiones del Sector Público Nacional

En millones de dólares



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala

1. En septiembre, el Tesoro innovó con dos series de bonos en pesos a tasa fija con vencimiento en marzo y septiembre de 2018, consiguiendo tasas del 22,75 y 21,20%, respectivamente. En vista de dichos resultados, el Tesoro emitió tres títulos públicos más a tasa fija en pesos. En conjunto, estos títulos recaudaron \$166.600 millones, y las tasas obtenidas por las series a 2021, 2023 y 2026 fueron 18,20%, 16% y 15,5%, respectivamente.

En segundo término, **las divisas ingresadas incrementaron las reservas internacionales en USD 10.000 millones, llevándolas por encima de USD 40.000 millones.** Con esto se logró enviar una fuerte señal al mercado de cambios, con un tipo de cambio que desde fines de junio oscila en torno a \$/USD 15. La estabilidad cambiaria resulta clave para reforzar la estrategia antinflacionaria del gobierno, que en gran medida está centrada en su **política de tasas de interés reales positivas.** En tanto, los dólares del sector privado siguen sin ingresar y los pagos de intereses, giros de utilidades y compras de activos externos siguen superando con creces las inversiones de no residentes y las colocaciones del sector privado (ver Observatorio de Deuda).

Según la Ley de Presupuesto 2017, el déficit financiero de sector público nacional será de \$ 405.000 millones (5% del PIB) en 2016. Como correlato de esto último, en lo que va del año el gobierno lleva colocados USD 48.900 millones, de los cuales USD 32.400 millones están emitidos en moneda extranjera. De cara al año que viene, el propio gobierno proyecta nuevamente un déficit de 4,9% del producto, lo que implica un nuevo incremento de la deuda del orden de los USD 26.700 millones. Según nuestras **previsiones**, estas necesidades podrían ser aún mayores

**En este contexto, una pregunta clave es por cuánto tiempo más podrá el gobierno acceder al mercado de crédito internacional en la magnitud y en las condiciones en que lo viene haciendo.** Si bien hasta el momento Hacienda ha explotado al máximo los niveles de deuda históricamente bajos que tiene la Argentina (54,6% del PIB con cierre al 1° trimestre de 2016), a raíz de la deuda que ya se colocó, los pagos de intereses se vieron incrementados en más de USD 2.000 millones por año en los próximos 10 años.

**Según el FMI solo dos países de la región finalizarían 2017 con una deuda pública superior a la de Argentina: Brasil y Uruguay.** Esta situación, sumada a la ausencia de reducción del déficit fiscal y a la inestabilidad típica de los mercados globales (no debe descartarse de plano la posibilidad de recrudescimiento del Brexit, o el alza de tasas de interés de la FED), no garantiza que esta política pueda mantenerse sin cambios a lo largo del tiempo.

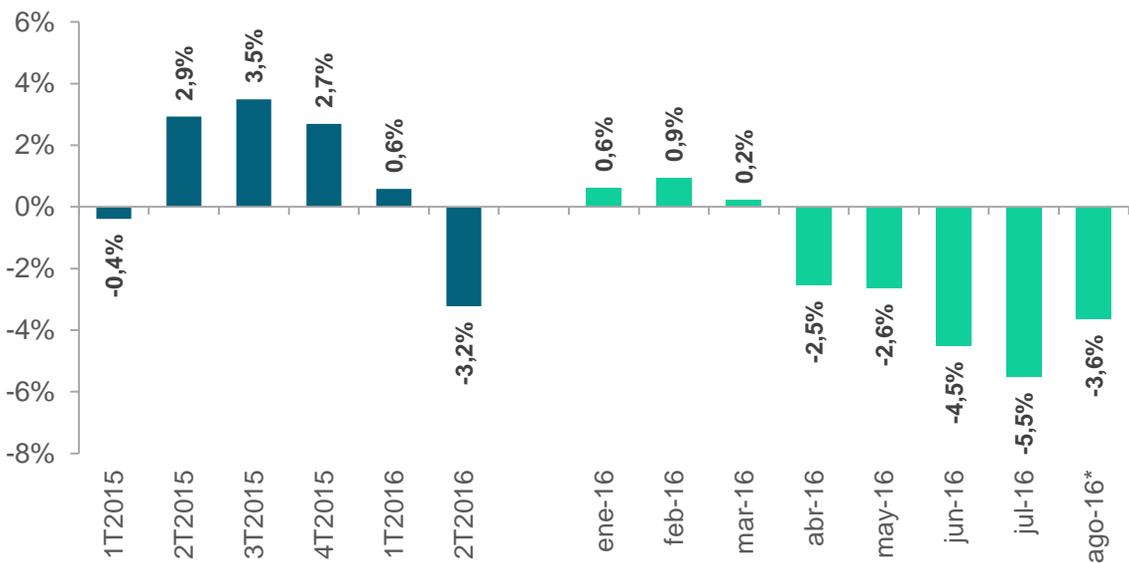
## ACTIVIDAD: Se secan los “brotes verdes”

**En agosto el IMA se contrajo 3,6% i.a. y acumula cinco meses de caída ininterrumpida.** Si bien desaceleró su tasa de caída en relación a la de los últimos meses, aún se encuentra en niveles elevados.

La particularidad del mes de agosto fue que la serie sin estacionalidad presentó el primer crecimiento luego de cuatro meses en baja (1,4% mensual), debido a que algunos indicadores vinculados con la actividad económica mostraron crecimiento. Si bien esto podría sugerir un piso para la recesión, el diagnóstico continúa siendo el mismo que el mes pasado: se debe ser cauto, ya que resulta apresurado pensar en un cambio de tendencia en función de un solo mes. De hecho, **los primeros datos disponibles de septiembre volvieron a ser negativos, reforzando la idea de que aún parece temprano hablar de recuperación.**

### Indicador de Actividad Económica (IMA)

Variación % Interanual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala

Nota: (\*) Datos provisorios

La dinámica del IMA de agosto también se verificó en otros indicadores. El consumo, medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC), cayó -4,0% anual en el octavo mes del año y se muestra en baja desde enero. Pero la serie sin estacionalidad creció 0,9% mensual luego de cuatro meses contractivos.

La caída del consumo en el mes se vio limitada por la moderación de la inflación, ante el efecto temporario de la reversión del aumento de las tarifas de gas, y la entrada en vigencia de las últimas cuotas paritarias negociadas en el primer semestre.

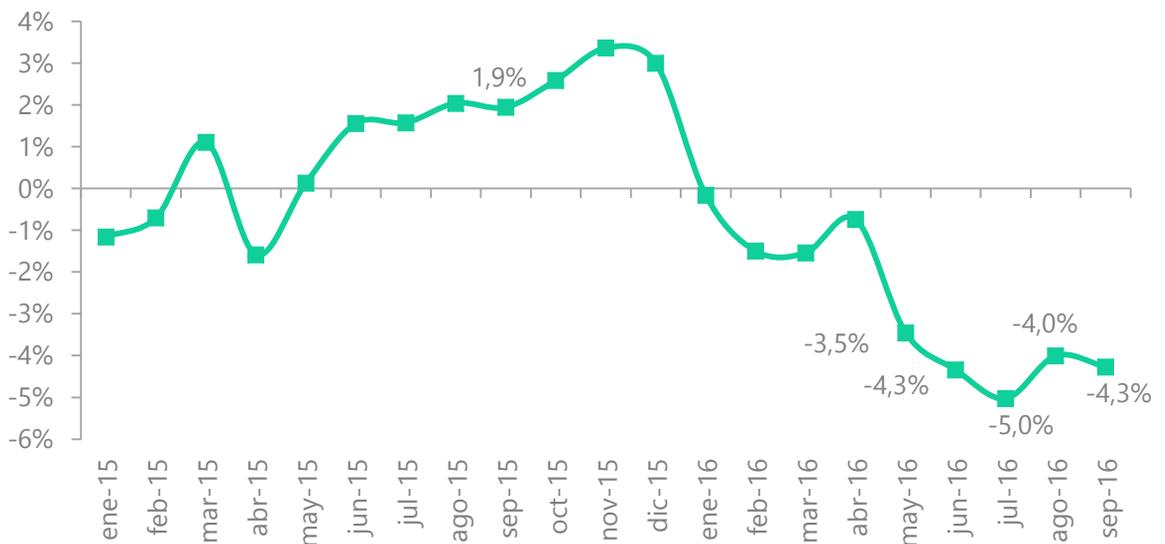
Por su parte, el Indicador Mensual de Inversión (IMI) creció 1,7% anual en agosto, el primer crecimiento en ocho meses. A diferencia de los últimos cuatro meses cuando la construcción promedió una caída del -20,0%, en agosto se contrajo sólo -3,7% anual gracias al crecimiento de los despachos de cemento, lo que llevó a morigerar su aporte negativo al IMI. Además, la inversión en Equipos Durables de Producción registró un incremento de 8,6% anual y se recuperó de la caída del mes pasado.

**Los datos de agosto mostraron que la recesión encontró un piso y parecían haber manifestado puntos de recuperación en algunos sectores. Sin embargo, los datos disponibles de septiembre dejaron en evidencia que en realidad todavía no hubo brotes verdes en la economía.**

En esta línea, en septiembre el IMC cayó -4,3% anual y se contrajo un -0,2% en términos desestacionalizados. A pesar de la desaceleración de la inflación, el consumo continúa deprimido y aún no muestra señales de recuperación.

## Indicador Mensual de Consumo (IMC)

Variación % Interanual



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala

En cuanto al mercado automotriz, **si bien las ventas de autos se incrementaron 12,2% i.a., este crecimiento se explica sólo por los autos importados, que volvieron a presentar altas tasas de crecimiento (37,1% i.a.)**. En cambio, las ventas autos nacionales se desplomaron -13,5%, con claros efectos sobre la producción y el empleo. Además, es importante resaltar que en septiembre tanto las menores exportaciones como el retroceso en las ventas nacionales aportaron por igual a la caída de la producción automotriz. En tanto las ventas de motos, más asociadas al poder adquisitivo de los trabajadores, volvieron a caer -3,5% anual, lo que deja ver, junto con el incremento de autos importados, un mayor consumo de sectores con mayor poder adquisitivo.

Por último, **en la actividad de la construcción, los despachos de cemento cayeron -11,3% anual** luego de haber crecido 6,7% en agosto pasado. Si bien se encuentran en niveles por encima de los registrados en la primera parte del año, continúan en una fase recesiva al igual que la mayoría de los indicadores. **Esta variable, que había constituido el principal elemento positivo en favor de la recuperación de agosto, muestra que aún habrá que esperar algún tiempo más para la recuperación productiva y analizar con cautela la posible aparición de nuevos datos positivos, por ahora esporádicos, en los próximos meses.**

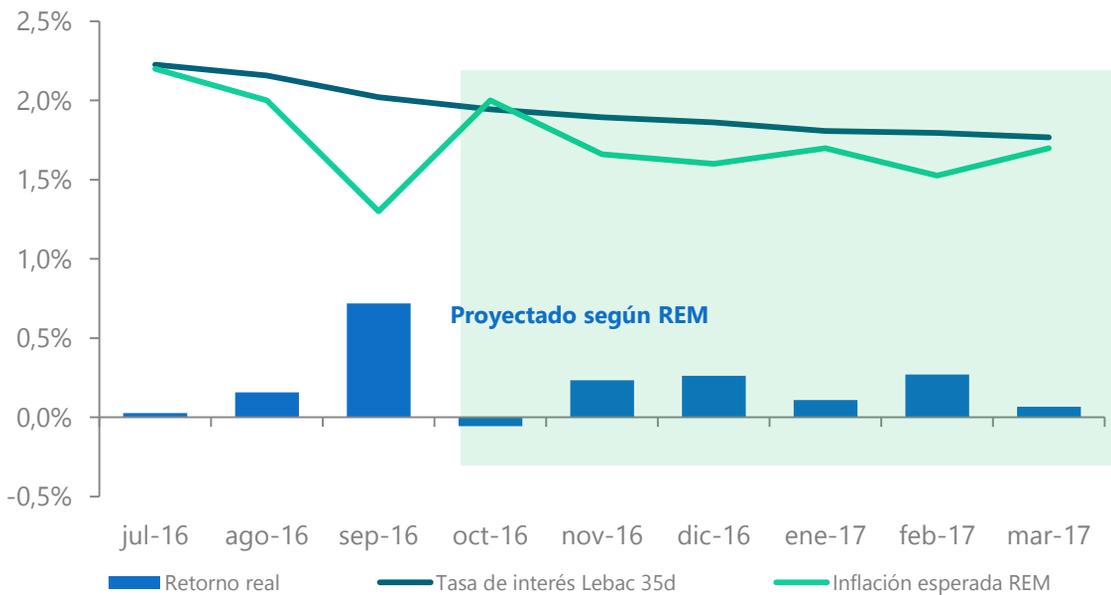
# DETRÁS DE LA RECESIÓN

## POLÍTICA MONETARIA: Estabilidad cambiaria vs caída del crédito

El sesgo antiinflacionario de la política monetaria ha mantenido la tasa de Lebac en niveles que garantizan un rendimiento positivo con respecto a las expectativas de inflación (según el Relevamiento de Expectativas del Mercado del BCRA).

### Tasa de interés e inflación esperada

En % mensual



Fuente: Elaboración propia en base al BCRA

**Los retornos reales positivos pueden contribuir a una apreciación del tipo de cambio real favoreciendo el ingreso de divisas - que de no ser absorbidas por el BCRA provocan apreciación cambiaria.**

En efecto, dado que por el momento el ingreso de capitales por fuera del endeudamiento es una porción menor de la cuenta capital, el principal aporte de las tasas altas ha sido la mitigación de las expectativas devaluatorias en un contexto de alta inflación, colaborando entonces con la estrategia de endeudamiento del Poder Ejecutivo Nacional que, como ya se comentó, logró colocar deuda denominada en pesos a inversores extranjeros. Este mecanismo se retroalimenta, y la consecuencia es un tipo de cambio real más bajo.

**Pero esta orientación de la política monetaria podría a su vez dificultar el sendero hacia la recuperación económica.** Existen diversos canales por los cuales se puede manifestar esta inhibición del crecimiento. El más directo es el encarecimiento del crédito, lo cual desincentiva la inversión y el consumo (efecto sobre las cantidades) e incrementa los costos de la actividad productiva y comercial (efecto sobre los precios).

Esta situación se ha verificado en los últimos meses. El crédito real en pesos al sector privado exhibió un desempeño negativo de -14,1% anual en septiembre, y aunque registró una leve recuperación respecto del mes previo, acumula una baja de 7% anual en los primeros nueve meses. La caídas en ciertos rubros de bienes durables tales como en las ventas de electrodomésticos, donde las altas tasas de interés dificultan la posibilidad de financiamiento en cuotas, también sostiene esta hipótesis.

## POLÍTICA FISCAL: Las consecuencias de no ajustar, pero gastar menos

**Aun cuando las fuertes emisiones de deuda permiten mantener el déficit fiscal en niveles similares a los de 2015 (medido en términos del PIB), esto no se traduce en un sostenimiento del gasto público.** En lo que va del año el gasto primario se incrementó 29,8% anual, lo que en términos reales significa una contracción de -4,4%<sup>2</sup>. Al analizar las principales partidas, **esta dinámica se explica casi en su totalidad por el ajuste en los gastos de capital**, que muestran una caída en términos nominales de -1,4% (-27,7% descontada la inflación).

	Participación en 2015	Var. anual acum.	Var. anual Sep-16
<b>GASTO PRIMARIO</b>	<b>100,0%</b>	<b>29,8%</b>	<b>36,7%</b>
SEGURIDAD SOCIAL	36,3%	38,0%	35,5%
TRANSF. CORR. SPRIV.	23,1%	36,6%	77,2%
REMUNERACIONES	13,6%	33,4%	39,4%
Gastos de Capital	12,4%	-1,4%	-9,0%

2. A partir de una variación promedio de 35,8% anual en el acumulado enero-septiembre (que tiene descontado el efecto del fallo judicial sobre las tarifas de los servicios públicos).

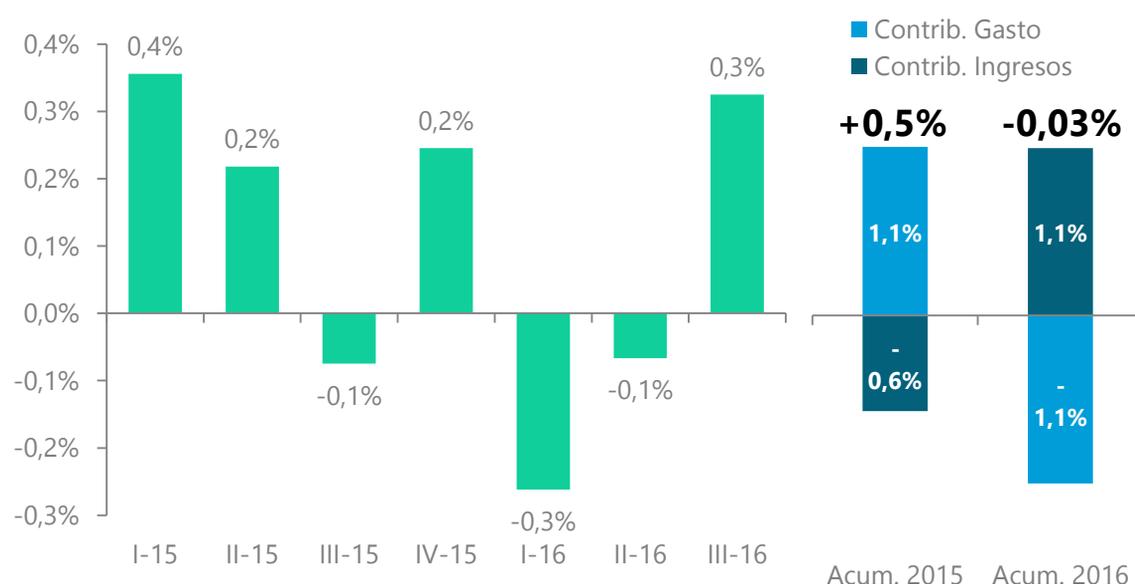
El resto de las partidas principales aumentaron por encima del gasto primario: Prestaciones de la Seguridad Social (38,0%); Transferencias Corrientes al Sector Privado (36,6%); Remuneraciones (33,4%). Los datos de septiembre acentúan esta característica dual del gasto, con una aceleración en aquellos corrientes y una profundización de la caída en los gastos de capital<sup>3</sup>.

## Impulso fiscal

**El escaso dinamismo que el sector público aporta a la economía se ve confirmado cuando se analiza el impulso fiscal<sup>4</sup>**, que fue negativo durante los primeros seis meses del año y luego se revirtió en el tercer trimestre. En el acumulado del año, el impulso fiscal fue nulo y la explicación radica en que, si bien durante este año hubo una marcada desaceleración de la recaudación, esto no alcanzó a compensar el menor dinamismo en el gasto primario.

### Impulso fiscal del SPNNF

Trimestral y acumulado anual, en % del PBI



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y Secretaría de Hacienda, MECON

**En relación con su efecto sobre la actividad, la política fiscal no solo estaría impactando negativamente por el menor nivel del impulso sino también por el cambio en su composición, ya que el multiplicador fiscal de la política tributaria es menor que el del gasto.**

3. El notable aumento de las Transferencias Corrientes al Sector Privado se debe más que nada a una baja base de comparación.

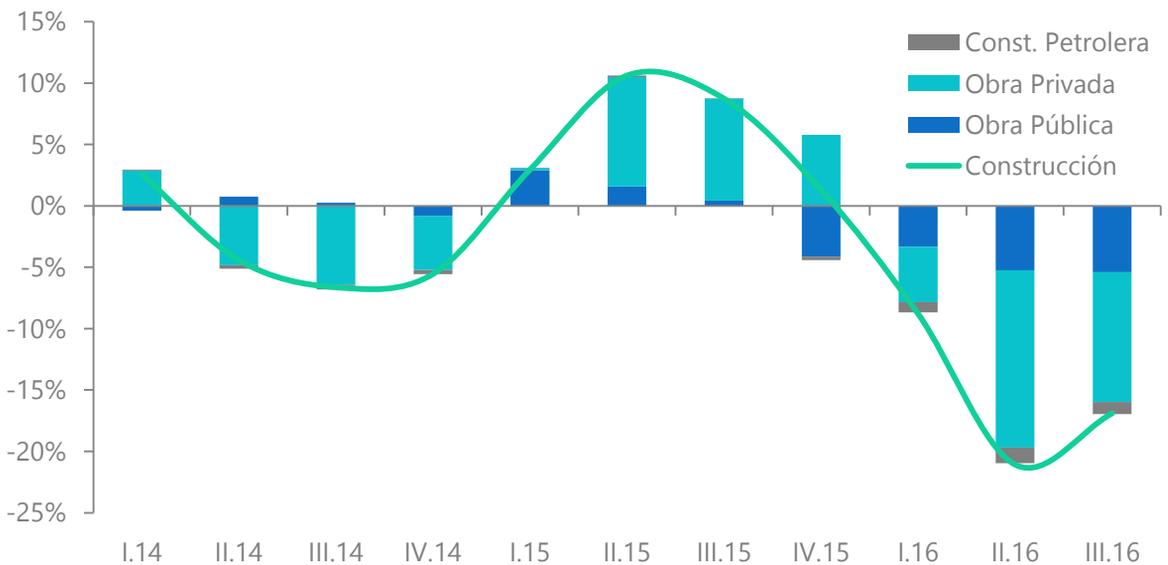
4. El impulso fiscal mide la inyección neta que realiza el SPN y se calcula como la diferencia en los últimos 12 meses entre el gasto primario y los ingresos totales en relación al PBI (en términos matemático,  $IF = \Delta G/PBI - \Delta I/PBI$ ).

A pesar del bajo impulso fiscal, se observa un leve aumento del déficit primario (+0,2 p.p. del PBI en el acumulado de los primeros nueve meses). No obstante, **al analizar las diferentes partidas del gasto de acuerdo a su flexibilidad se observa que aquellos que cuentan con mayor discrecionalidad están siendo recortados significativamente.** Además de la contracción en los gastos de capital, también se verifica una marcada desaceleración en Bienes y servicios y en Otros gastos corrientes, con variaciones nominales acumuladas de +2,8% y -43,0%, respectivamente.

Por su parte, los gastos más inflexibles a la baja son los que sostienen el nivel del gasto público (Seguridad Social, Transferencias Corrientes al Sector Privado y Remuneraciones). La única excepción está dada por las Transferencias Corrientes a Municipios y Provincias, que se expandieron 115,3%, explicado en parte por la devolución de los recursos de la coparticipación destinados a la ANSES. **En definitiva, lo que se observa hasta ahora es que el Sector Público no ha jugado preponderantemente un rol contracíclico en la recesión actual.** Esto se debe más que nada a un cambio en la composición de la política fiscal (tanto en la contribución global, medida por el impulso fiscal, como en la composición del gasto), más que a la clásica implementación de una política contractiva. De todos modos, **el sector en el que sí tuvo un comportamiento contractivo fue en la obra pública.**

## Construcción por destino

Variación % Interanual



Fuente: Elaboración propia

La ausencia de la obra pública impacta de lleno en los indicadores de construcción. Se debe tener en cuenta que la obra pública es alrededor del 20% de la construcción total y, si bien en general aporta al ciclo en menor medida que la construcción privada, este año su desempeño resulta determinante. Asimismo, en el interior del país, a diferencia de CABA y Gran Buenos Aires donde el sector privado es el más importante, el impacto de la obra pública en la dinámica económica es significativo.

## PRECIOS: La inflación en baja, pero sin apuro

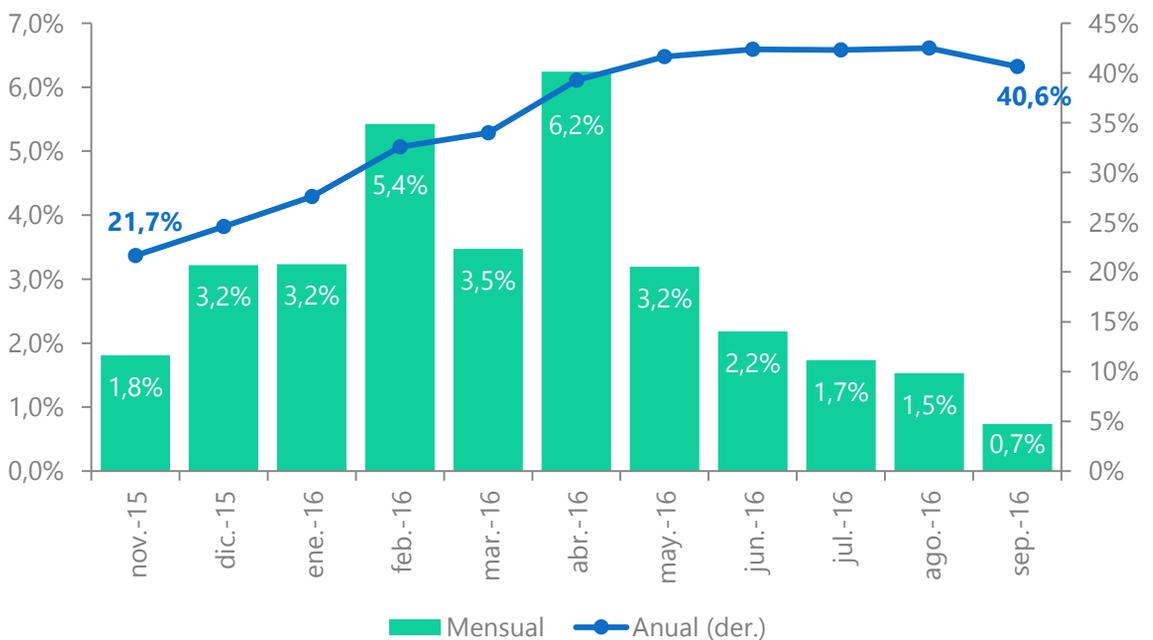
**En septiembre, el Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró una suba de 0,7% mensual**, todavía afectado por la retracción de las tarifas de gas efectuada en agosto, que impactó de lleno en el mes. En términos anuales, el alza es de 40,6%, el menor registro en los últimos cinco meses.

**Alimentos y Bebidas subió un 2,7% mensual**, por encima del nivel general, impulsado por alzas en Carnes, Aceites y Bebidas en general.

La inflación núcleo se ubicó por encima del nivel general y alcanzó un 1,6% en el mes. En términos anuales registró un crecimiento de 34,3%.

### Índice de Relevamiento de Precios

Variación % mensual y anual



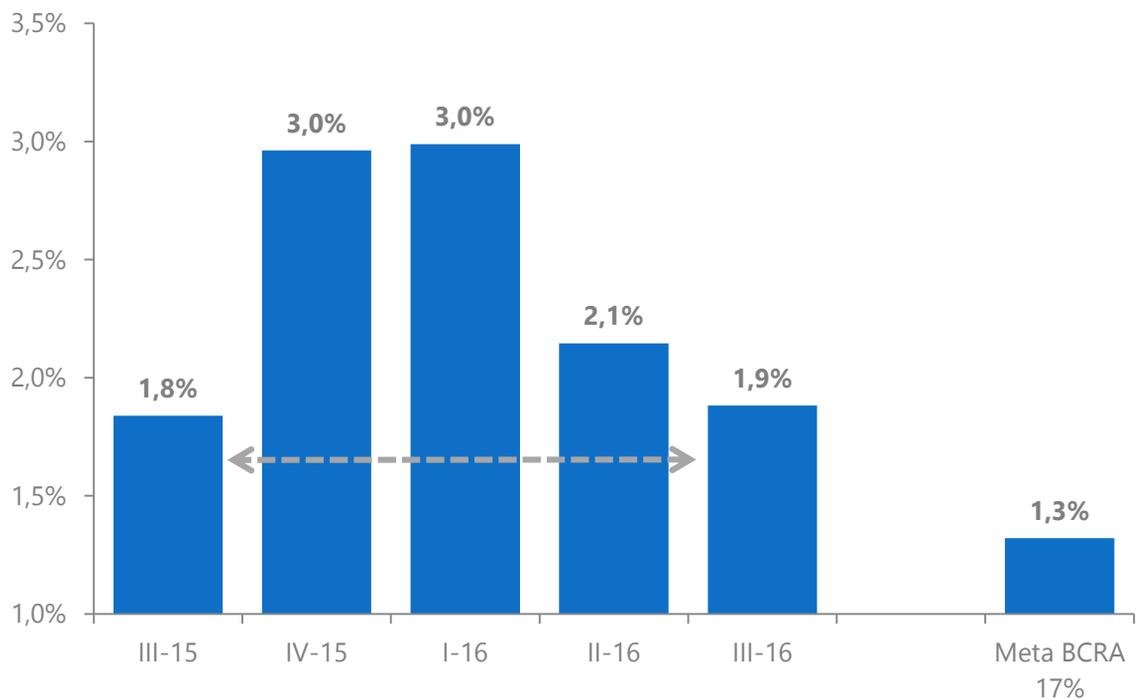
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala

El dato preliminar de agosto (-1,3%) resultó bajo en cualquier escenario, por lo que se procedió a realizar una actualización metodológica. Se incorporaron nuevos precios, al mismo tiempo que la baja de la tarifa de gas pasó a computarse a partir del 18 del mes (al igual que INDEC), en lugar del primero de mes (como realizó el IPC CABA).

**Si bien la desaceleración de la inflación representa una buena noticia para los asalariados, la misma aún muestra resistencia a la baja.** En efecto, la inflación núcleo (que no incluye el efecto de las tarifas de servicios públicos) promedió en el tercer trimestre del año un 1,9%, lo que implica un nivel similar al observado en idéntico trimestre del año pasado.

## Índice de Relevamiento de Precios Núcleo

Variación % mensual promedio



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala

De esta forma, la inflación aún se encuentra por encima de los valores necesarios que permitan una recuperación sostenida de los salarios. Asimismo, es necesario destacar que **para el mes de octubre se esperan incrementos en bienes y servicios que ocasionarían una renovada aceleración de la inflación headline.**

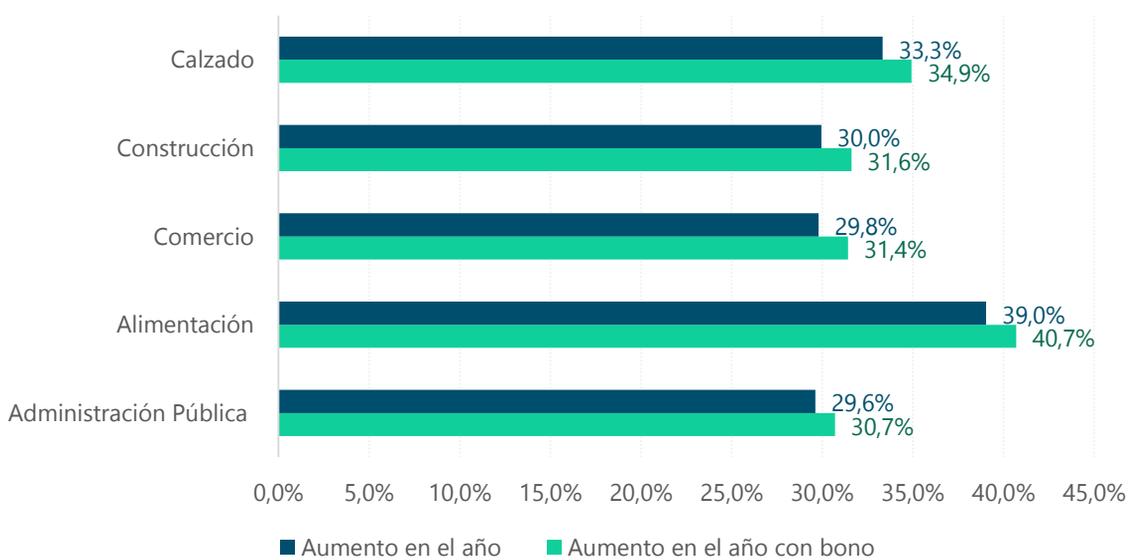
En materia de tarifas, a partir del día 6 el ENARGAS efectivizó las subas de gas en red, mientras que el Ministerio de Salud autorizó un alza de 9% en las prepagas.

## SALARIOS: El salario real no se recupera

A pesar de la moderación de la inflación en los últimos meses, **prácticamente ningún sector de la economía logrará un aumento real de sus ingresos en 2016**. En promedio, el salario real habrá caído en 2016 entre un 4,4% y un 5,8% de acuerdo al índice de precios que se considere y a la inflación proyectada. Con el bono de fin de año, **diciembre podría ser positivo en términos de consumo** respecto al año pasado si los trabajadores deciden gastarlo. Pero esto no compensará la pérdida salarial del año frente a una inflación promedio estimada cercana al 40% anual.

### Aumento por paritarias con y sin bono

Variación promedio del año en gremios seleccionados. Categoría representativa. Incluye sumas fijas otorgadas en 2015 y 2016 y bono estimado en \$2.000



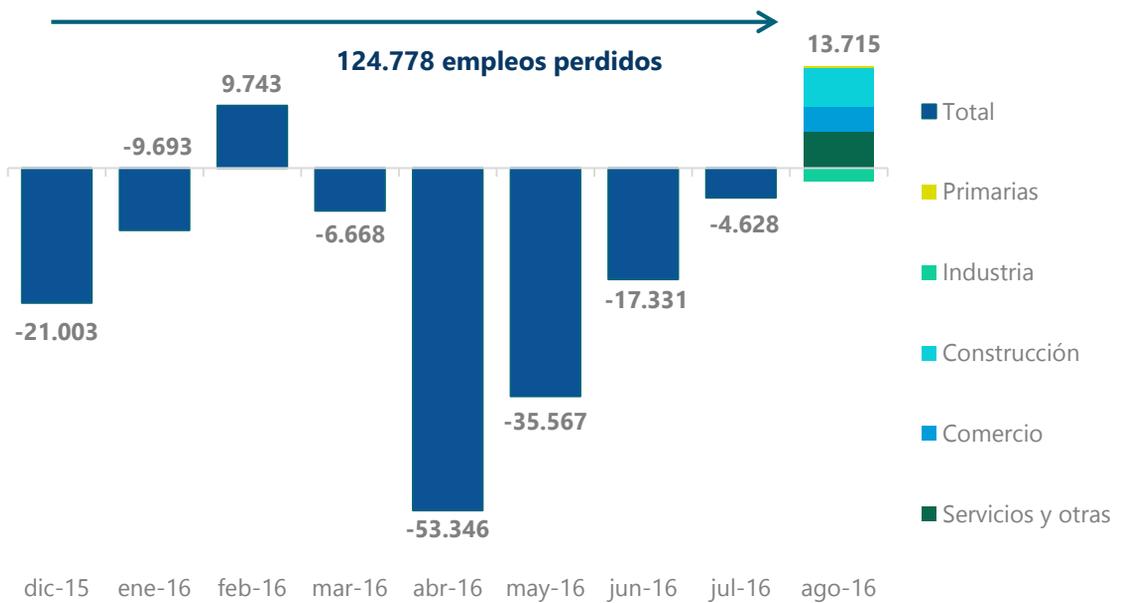
Fuente: Instituto de Trabajo y Economía - Fundación Germán Abdala

**No obstante, esta situación comenzaría a revertirse a principios de año, siempre y cuando la inflación no vuelva a acelerarse.** Varios gremios pactaron aumentos para los primeros meses de 2017, ya sea porque es lo habitual en su convenio (Calzado) o como novedad por los acuerdos cortos, como es el caso de Comercio, que comenzará enero con un nuevo aumento.

Por otra parte, el empleo registrado dio una leve señal de haber tocado un piso en agosto, con una ligera recuperación del 0,1% mensual (sin estacionalidad). No obstante, el saldo desde noviembre del año pasado es de 124 mil puestos perdidos en el sector privado registrado. **Casi la mitad de los puestos creados en agosto los explica el sector de la construcción**, pero este es justamente uno de los sectores donde actividad creció en agosto, aunque la caída de los despachos de cemento en septiembre pronostica que esta recuperación no se consolida.

## Evolución del empleo registrado en el sector privado

Variación mensual en cantidad de empleos.



Fuente: MTEySS

En conclusión, la caída del consumo en septiembre refuerza que la reactivación no se logrará sólo con una moderación en los precios, sino que son necesarias políticas concretas para recomponer los salarios reales de los trabajadores, y mejorar las expectativas de mediano plazo en cuanto a empleo e ingresos.