

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

2° | Julio 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 del segundo trimestre ratificaron el fin del impulso que le había dado el agro a la actividad económica en los primeros meses del año. El deterioro del poder adquisitivo derrumbó las ventas y toda actividad relacionada con el mercado interno.

En este contexto, **el gobierno de Cambiemos decidió atenuar el freno fiscal-monetario.** En relación a la política monetaria, el BCRA redujo agresivamente la tasa de interés alegando una desaceleración de la inflación (a nuestro juicio, aún poco clara) y en un contexto de volatilidad financiera internacional. Por el lado de la política fiscal se aprobó un paquete de medidas expansivas (devolución de IVA, pago de sentencias y diferencias de haberes para jubilados), que aseguran un resultado fiscal cuando menos, igual de deficitario que 2015. Las provincias obtuvieron adelantos de coparticipación y alto financiamiento externo, por lo que no se espera un menor déficit para este año.

En relación al sector externo, la cuenta corriente sigue siendo deficitaria y las importaciones crecen a pesar de la menor actividad económica. Partiendo de una sólida posición financiera, **el endeudamiento externo ha sido la herramienta utilizada por la gestión de Cambiemos para sortear el déficit externo y financiar su plan de incentivo a la actividad.** La pregunta es hasta dónde esta capacidad de endeudamiento no se verá condicionada por la magnitud del propio déficit fiscal que el gobierno busca financiar, en un mundo convulsionado que busca menores riesgos.

En este sentido, si bien el Brexit todavía no condicionó la emisión de deuda, claramente puso una alerta en el mercado de cambios. El peso se depreció 6,03% en dos días, evidenciando la sensibilidad del mercado cambiario a eventos externos negativos.

La flexibilidad de los mercados, que el oficialismo celebra y propone como amortiguador ante turbulencias financieras, **puede tener consecuencias sobre el tipo de cambio y sobre el nivel de precios, afectando los ingresos de los asalariados.** Los próximos meses pondrán a prueba la nueva arquitectura económico-financiera argentina frente a un mundo adverso e impredecible.

ACTIVIDAD

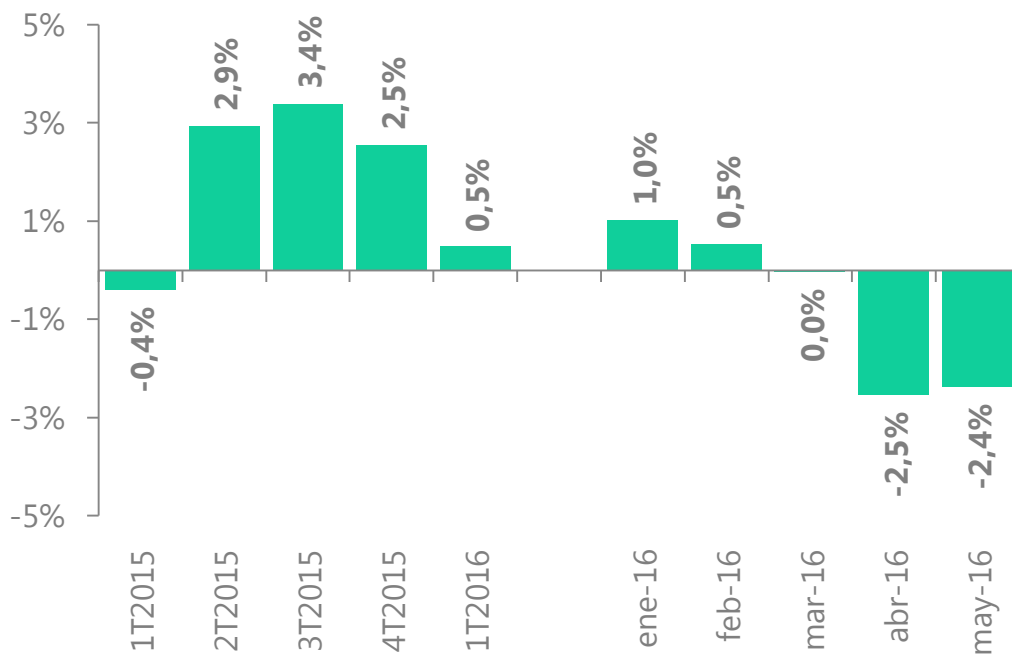
El primer trimestre del año se caracterizó por una fuerte caída en el ingreso real asalariado, producto del salto inflacionario causado por la devaluación del tipo de cambio. El menor poder de compra, sin embargo, no redundó en una caída aguda del nivel de actividad, **en tanto fue parcialmente compensada por el impulso del sector agropecuario**, favorecido además por la quita/disminución de los derechos de exportación.

Así, ciertos sectores como el inmobiliario, el transporte, la venta de maquinaria agrícola y la producción industrial vinculada al campo (agroquímicos, molienda) tuvieron un excepcional desempeño, que mitigó los efectos contractivos de la devaluación.

Sin embargo, **en el segundo trimestre del año la mayoría de las variables convergieron a la baja, con un menor impulso del agro, al mismo tiempo que continuaron bajos los ingresos salariales reales. Las primeras cuotas de las paritarias sirvieron, en la mayor parte de los casos, para amortiguar la caída del poder adquisitivo pero no para detenerla.**

Indicador de Actividad Económica (IMA)

En % de var. anual



Fuente: elaboración propia.

De esta manera, **el segundo trimestre sería el más contractivo de 2016 en términos de demanda, teniendo en cuenta que durante la segunda mitad del año, una vez que se efectivicen el total de las cuotas de aumento de las paritarias, se recompondrá parte del poder adquisitivo del salario.**

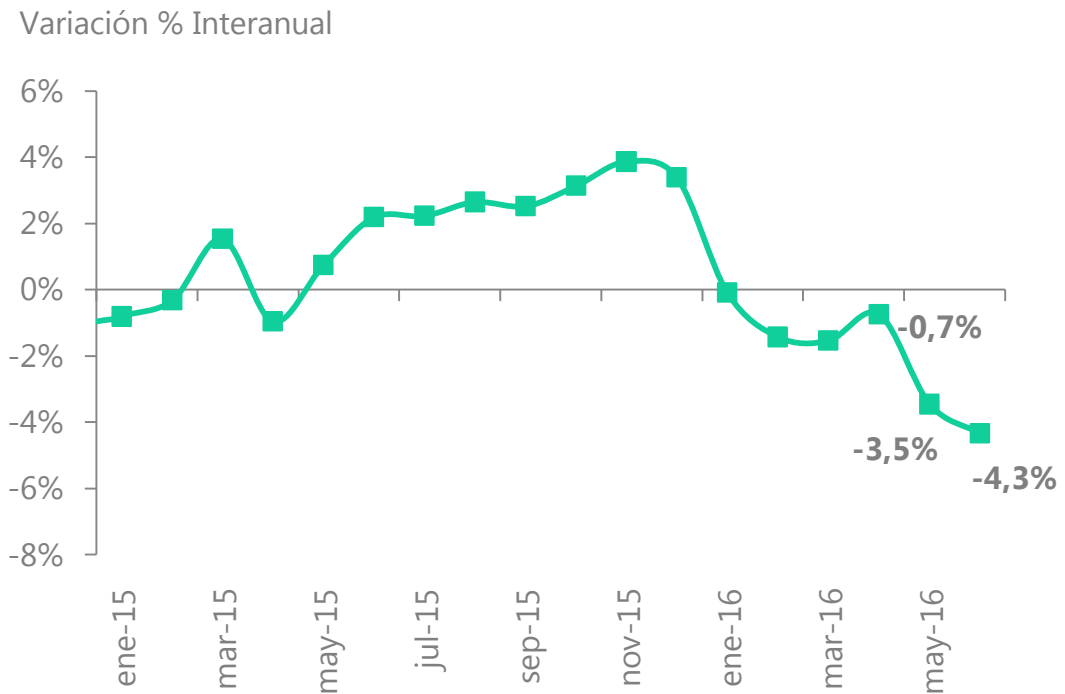
Luego de haber observado un primer trimestre de 2016 con desaceleración en el crecimiento (0,5% i.a.), **la actividad económica cayó -2,5% en abril por primera vez en catorce meses**, de acuerdo a nuestro Indicador Mensual de la Actividad (IMA). **En mayo** se produjo la segunda contracción en lo que va del año, con **-2,4% anual**.

Al observar el indicador sin estacionalidad se advierte que durante mayo (-0,5% mensual) se consolida el escenario recesivo que, según datos del PIB de INDEC, se inició hacia finales de 2015 y se confirmó en el primer trimestre de 2016 luego de presentarse dos trimestres consecutivos de caídas en la serie sin estacionalidad. Esta dinámica se vio reflejada en las contracciones en Despachos de Cemento (-11,2%), IVA-DGI Real (-4,5%), Ventas minoristas (-9,2%) y la Industria (-3,6%).

Las condiciones de oferta de los sectores productores de bienes como la Construcción o la Industria siguen empeorando. La industria continúa con una dinámica negativa, sobre todo en los sectores exportadores vinculados a Brasil (en plena crisis económica) y al Petróleo (caída del precio internacional). Por otro lado, **los sectores agroindustriales perdieron el dinamismo que impulsó a la Industria en el primer trimestre del año, debido a que se agotó el efecto positivo de la liquidación de los stocks retenidos de oleaginosas y cereales.** Por su parte, la Construcción continúa siendo uno de los sectores más golpeados en 2016, con un comportamiento negativo tanto en la obra pública como privada, que viene presentando en los últimos dos meses caídas de dos dígitos.

En junio, el consumo medido por el Indicador Mensual de Consumo (IMC) se contrajo un -4,3% anual, lo que implica la sexta caída consecutiva y la más importante del año. La serie sin estacionalidad registró una merma de -0,3% mensual. Si bien se trata de la menor en los últimos tres meses, el consumo acumula una caída de -7,6% en relación a diciembre.

Indicador Mensual de Consumo



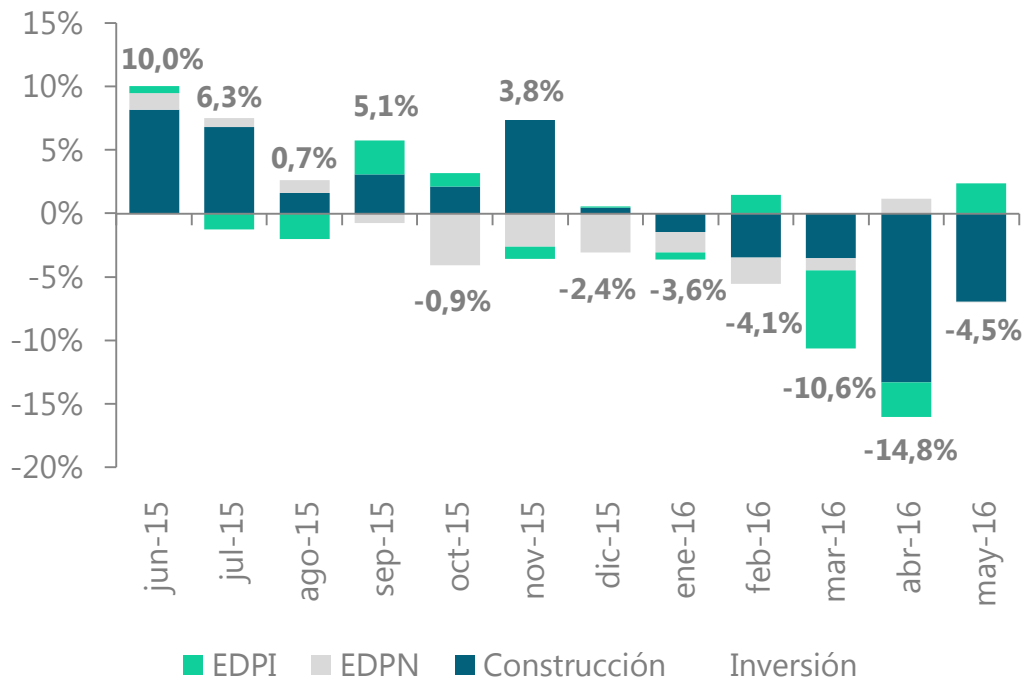
Fuente: elaboración propia

De acuerdo a CAME, las ventas minoristas se contrajeron un -9,8% anual, con caídas en todos los rubros relevados a excepción de Farmacia. En tanto, las ventas de autos nacionales tuvieron un desempeño negativo y bajaron un -8,2% anual, luego de tres meses de crecimiento. Por su parte, el crédito en pesos al sector privado se contrajo un -11,1% anual, siendo los Adelantos, Documentos e Hipotecarios los de peor desempeño.

El menor nivel de actividad económica se condice con una importante caída de la inversión. En mayo, el Indicador Mensual de la Inversión (IMI) registró una contracción de -4,5% anual, moderándose en comparación al mes anterior. En términos mensuales desestacionalizados la inversión tuvo un incremento de 7,0%, aunque dicho repunte obedece exclusivamente a una baja base de comparación de la construcción, la cual tuvo un mal desempeño en abril en parte vinculado a cuestiones climáticas.

Indicador Mensual de Inversión

Variación % Interanual



Fuente: elaboración propia

La caída en la inversión fue explicada principalmente por el descenso en la Construcción (-12,9% i.a.) contrarrestado por el Equipo Durable de Producción que tuvo un crecimiento de 5,2% anual. La inversión en Equipo Durable de Producción Nacional (EDPN) exhibió una leve caída de -0,1% pero se mantiene con respecto al mes pasado.

El Equipo Durable de Producción Importado (EDPI) presentó un crecimiento de 8,5% anual. Se observa un gran crecimiento de Equipos de Transporte Industriales (23,9%). No obstante, **deberá monitorearse en los próximos meses si este crecimiento resulta sostenible.**

En los primeros cuatro meses del año el empleo se vio fuertemente golpeado. Los datos oficiales del Ministerio de Trabajo de abril dan cuenta de 84 mil trabajadores registrados menos desde noviembre (62 mil en la serie sin estacionalidad) y una **caída mensual de casi 10 mil trabajadores en abril (sin estacionalidad).** La profundización de la caída de la actividad en mayo y junio augura que continuarán las caídas en el empleo.

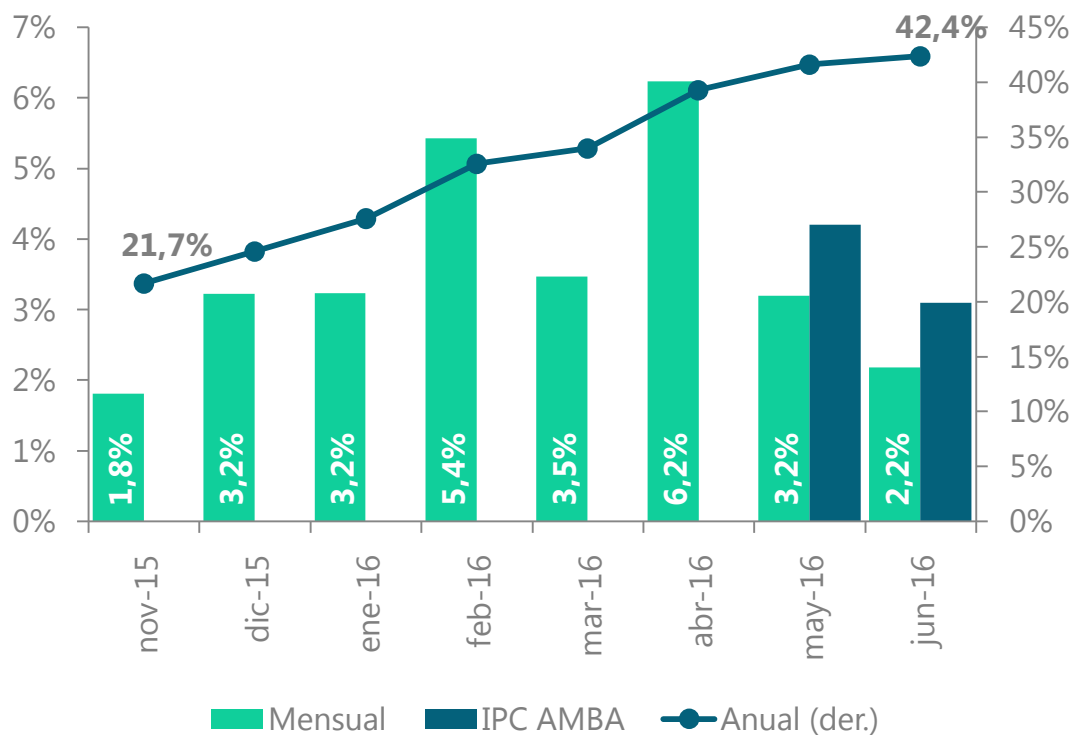
PRECIOS

La inflación continúa en niveles elevados. En junio, **el Índice de Relevamiento de Precios (IRP) registró un alza de 2,2% mensual**, por debajo del valor registrado el mes precedente. En términos anuales, la suba es de 42,4% anual. La inflación núcleo se ubicó en 2,1% mensual.

Según INDEC (IPC relevado en AMBA), la inflación fue 3,1% mensual, por debajo del mes precedente. La inflación núcleo habría alcanzado un 3,0% mensual.

Índice de Relevamiento de Precios (IRP)

En % de var. mensual y anual



Fuente: elaboración propia e INDEC.

Para el mes de julio se espera el impacto de la suba de 5% de las prepagas, autorizadas por el Ministerio de Salud y la suba de servicios de telefonía celular. Esto agregaría cerca de 0,35 p.p. a la suba del nivel general. **Las expectativas relevadas por el BCRA (REM) indican que la inflación esperada para el mes de julio se ubicará en 2,2%.**

PANORAMA FISCAL GOBIERNO NACIONAL

En mayo el resultado primario sin rentas del FGS y BCRA alcanzó a -\$13,7 MM, mientras que el financiero fue de -\$24 MM. Durante el último mes no se realizaron transferencias del BCRA mientras que por el FGS se giraron \$8,2 MM.

Sorprende el ritmo de transferencias por parte del FGS durante los primeros cinco meses. Es habitual que esta partida reserve para el segundo semestre debido a que en los últimos meses del año la caja del sector público cuenta con menos financiamiento por factores estacionales.

Durante mayo los **ingresos tributarios crecieron un 31% respecto a igual mes de 2015** y las contribuciones a la seguridad social lo hicieron en un 43%. En ambos casos se observa una aceleración respecto de los meses previos, en parte por la aceleración de la inflación y el cierre de paritarias.

Por el lado del gasto primario se identifican dinámicas con marcada disparidad. **El gasto primario se incrementó un 39% respecto a abril de 2015**, en el marco de un crecimiento elevado en **prestaciones de la seguridad social (37%) y transferencias corrientes (67%)**, lo cual se vio compensado con un **bajo crecimiento de 25% en el gasto de capital** y crecimientos sumamente moderados en bienes y servicios (+20%) y remuneraciones (+24%).

Por otro lado, en el primer semestre la recaudación tributaria creció un 29%, principalmente impulsada por los impuestos vinculados al comercio exterior (se incrementaron 42%), mientras que **los asociados al comercio interno lo hicieron en 23%**. Frente a una inflación que alcanzó el 36% en el primer semestre, y una *core* de 32%, la recaudación evidencia una clara contracción en la actividad económica.

Mientras la recaudación no termina de recuperarse en términos reales, el gobierno nacional ha comenzado a acelerar el gasto primario. Ya sin el amortiguador de la recaudación por comercio exterior. De recuperarse el gasto durante **el segundo semestre el resultado fiscal presentará un deterioro.**

Luego de un 2015 con un resultado primario sin utilidades del BCRA ni rentas del FGS de -4,2% del PIB, el 2016 cerraría en valores similares (-4,0% del PIB), aun habiendo aplicado el "ahorro fiscal" por el recorte de subsidios.

GOBIERNOS PROVINCIALES Y CABA

En junio, las transferencias automáticas por Coparticipación Federal de Impuestos y Leyes Especiales (CFI+LE) ascendieron a \$262,3 MM, lo que implica un aumento de 35% respecto del mismo período de 2015.

El 24 de noviembre de 2015, la Corte Suprema de Justicia emitió fallos¹ en los cuales declaró inconstitucional la detracción del 15% de la masa coparticipable con destino a la ANSES y el 1,9% con destino a AFIP a Córdoba, Santa Fe y San Luis. A su vez, a fines de enero de 2016 se aumentó el coeficiente de coparticipación de la Ciudad de Buenos Aires aumentando el mismo de 1,4% a 3,75% (Decreto 399/2016). Teniendo en cuenta estas modificaciones, **si no se contemplan las cuatro jurisdicciones en cuestión (a los fines de comparar años idénticos), el aumento efectivo de las transferencias a provincias por CFI+LE es de solo 27%.**

El escenario para lo que queda del año no muestra que la recaudación, y por ende las transferencias automáticas a provincias, fueran a recuperarse. **En este sentido, las proyecciones muestran que 2016 cerrará con un incremento efectivo de 32,6% si se comparan años idénticos y de 44,1% si se considera el efecto de las mayores transferencias a las 4 jurisdicciones mencionadas.**

Sin embargo, el escenario descrito no incorpora la devolución parcial (3%) que se hará de la detracción del 15% al resto de las jurisdicciones. Aún considerándolo, las transferencias por CFI+LE se encontrarían un 36,4% por encima de 2015, variación que no alcanzaría a significar un aumento de las transferencias en términos reales.

Transferencias por Coparticipación Federal de Impuestos y Leyes Especiales

Primer semestre y proyecciones 2016

En miles de millones de pesos y en % de variación anual

CFI+LE	I Sem 2015	I Sem 2016	Var %	2015	2016(p)	Var %
24 Jurisdicciones	193,7	262,3	35%	415,4	598,5	44%
20 Jurisdicciones	151,3	192,8	27%	323,6	429,2	33%

Fuente: Elaboración propia en base a MHyF

¹ Los fallos pueden consultarse en <http://sjconsulta.csjn.gov.ar/sjconsulta/fallos/buscar.html#>

En este contexto, con provincias que estructuralmente presentan baja autonomía fiscal (altamente dependientes de los recursos nacionales), se evidencian problemas de financiamiento mes a mes que deben ser cubiertos con Adelantos de Coparticipación.

Entre enero y abril, se otorgaron a las provincias \$12.431 millones en concepto de Adelantos de Coparticipación². Entre las provincias que más recibieron se encuentran Buenos Aires, Neuquén, Mendoza y Jujuy, que en conjunto concentran más del 70% de los adelantos. Esto demuestra los problemas financieros que enfrentan algunas provincias frente al bajo crecimiento de las transferencias automáticas, situación que se agudiza en la última semana de junio y primeras semanas de julio cuando las provincias deben hacer frente al pago de la primera cuota del aguinaldo³.

Adelantos de Coparticipación por provincia y mes, 2016

En millones de pesos, variación % y en % de las transferencias por CFI+LE

Provincia	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Total	En % de CFI+LE*
Buenos Aires	3.500				3.500	41%
Chaco			400		400	23%
Chubut	250				250	37%
Córdoba	800				800	19%
Entre Ríos	300	300			600	16%
Jujuy	500	500	260		1.260	39%
Mendoza	1.000	800			1.800	55%
Neuquén	500	500	500	500	2.000	74%
Santa Fe	600				600	14%
Catamarca	200				200	18%
Santa Cruz			50		50	9%
Tucumán			150		150	9%
Salta				271	271	19%
La Rioja			150		150	21%
Total	7.650	2.100	1.510	771	12.031	32%

(*) Se toma sobre las transferencias en los meses correspondientes al Adelanto de Coparticipación

Fuente: Elaboración propia en base a Infoleg.

² Los adelantos de coparticipación no cuentan con un período específico de cancelación, por lo que puede que algunas provincias lo cancelen al mes siguiente de haberlo percibido y otras lo hagan en un período más extenso, de acuerdo con sus necesidades de financiamiento y el acuerdo al que hayan arribado con el gobierno nacional.

³ Todavía no se encuentran publicados los Decretos correspondientes a los meses de mayo y junio

En conjunto, estas provincias recibieron en Adelantos de Coparticipación el equivalente al 32% de las transferencias por CFI+LE. Las que más recibieron son Neuquén (74%), Mendoza (55%), Buenos Aires (41%) y Jujuy (39%).

DEUDA*

Durante el mes de junio el Gobierno Nacional realizó emisiones de deuda en dólares por USD 3.400 M., conformado exclusivamente por Letras del Tesoro con vencimiento entre 90 días y un año, que incluye una letra en pesos emitida al Fondo Fiduciario para la Reconstrucción de Empresas por USD 300 M.

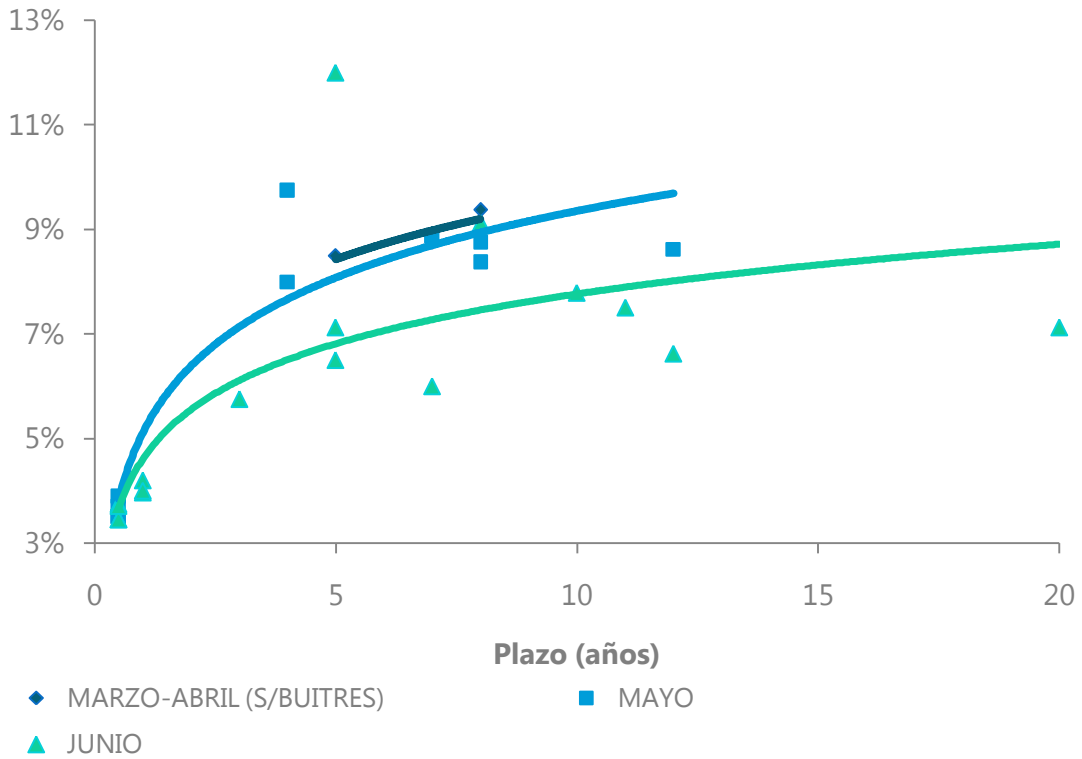
Adicionalmente, el 30 de Junio se realizó la colocación de USD 2.750 M. en dos bonos a 12 y 20 años, con el objetivo de realizar la recompra de los Cupones atados al PBI, según la propuesta anunciada por el Ministerio de Hacienda el día 28 del mismo mes. Si bien la fecha de emisión de estos títulos será el 6 de julio, el mismo 30 de junio se supo que la colocación por medio de Credit Suisse, Deutsche Bank, Merryll Linch; Pierce, Fenner & Smith y Morgan Stanley había alcanzado la mencionada cifra.

Por su parte, en junio las provincias colocaron deuda externa por un total de USD 2.900 M. a plazos entre 3 y 11 años. La que mayor financiamiento obtuvo fue la Provincia de Buenos Aires, que logró reunir USD 1.000 millones en dos colocaciones. Por su parte, la Ciudad de Buenos Aires alcanzó la suma de USD 890 M. Le siguió Córdoba con USD 725 millones y por último Salta, que logró colocar USD 300 M. a 8 años, pagando la tasa más alta del mes: 9,25% nominal anual en dólares.

* 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/deuda-2/>

Curva de Tasas en USD

Emisiones de deuda en USD nacional, provincial y privadas



Fuente: elaboración propia

Finalmente, el sector privado salió a los mercados externos con tres Obligaciones Negociables por la suma acumulada de USD 900 millones. Las empresas que utilizaron este instrumento para financiarse fueron Cablevisión (USD 500 M.), Arcor (USD 350 M.) y EDESA (Empresa Distribuidora de Electricidad de Salta; USD 64 M.), con títulos entre 5 y 7 años de plazo.

De esta manera, las emisiones en moneda extranjera acumulan en lo que va de 2016 USD 32.300 M., de los cuales USD 25.000 corresponden al Estado Nacional, USD 4.900 a las Provincias, y USD 2.400 al sector Privado.

SECTOR EXTERNO

Las exportaciones en mayo subieron un 2,7% anual, impulsadas por un crecimiento en Productos Primarios (+1,1%) y Manufacturas de Origen Agropecuario (+22,1%). Por su parte las manufacturas industriales cayeron -11,5% y los productos energéticos -44,9%.

La suba de cantidades (+10% anual) más que compensó la caída en los precios (-6,7%). Para MOI y Combustibles se observa contracción de precios y cantidades.

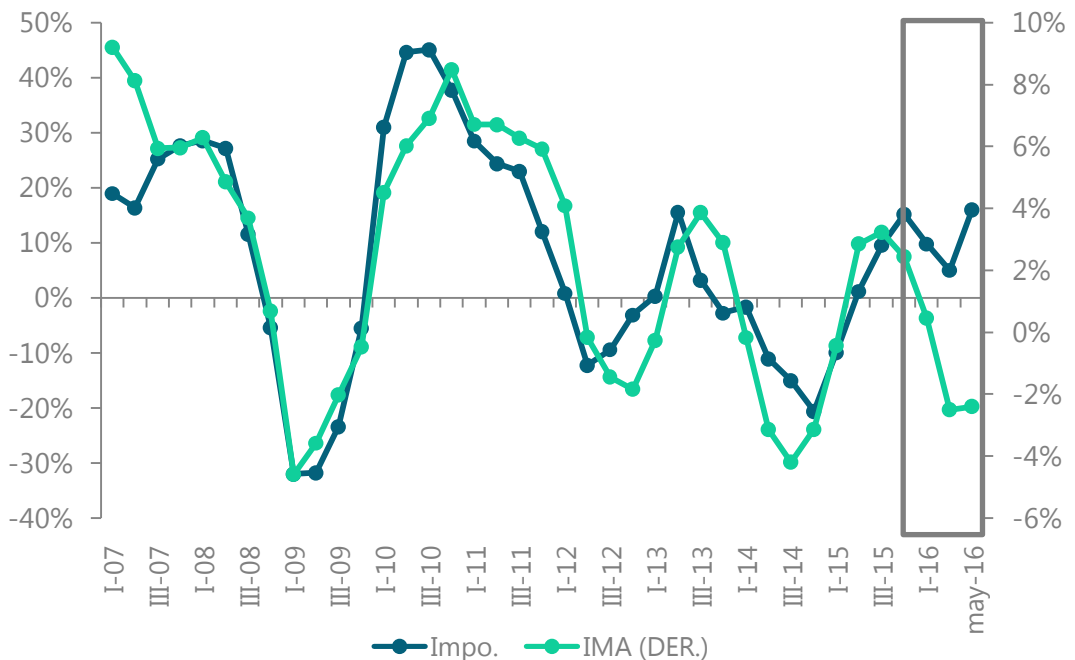
Las importaciones en valor cayeron un -1,8%, aunque las cantidades subieron un 16% anual. En los primeros cinco meses del año, todos los usos registran una suba de cantidades importadas, destacándose los bienes de consumo (+21,3% anual).

Las mayores cantidades importadas contrastan con la caída de la actividad económica local, y obedecería a un doble efecto de normalización de importaciones reprimidas y mayor apertura comercial (caída de LNA).

El saldo comercial totalizó USD 332 millones **y en los primeros cinco meses acumula un déficit de USD 116 millones** (vs USD -1.965 de mismo periodo 2015).

Importaciones e IMA

En % de var. Anual real

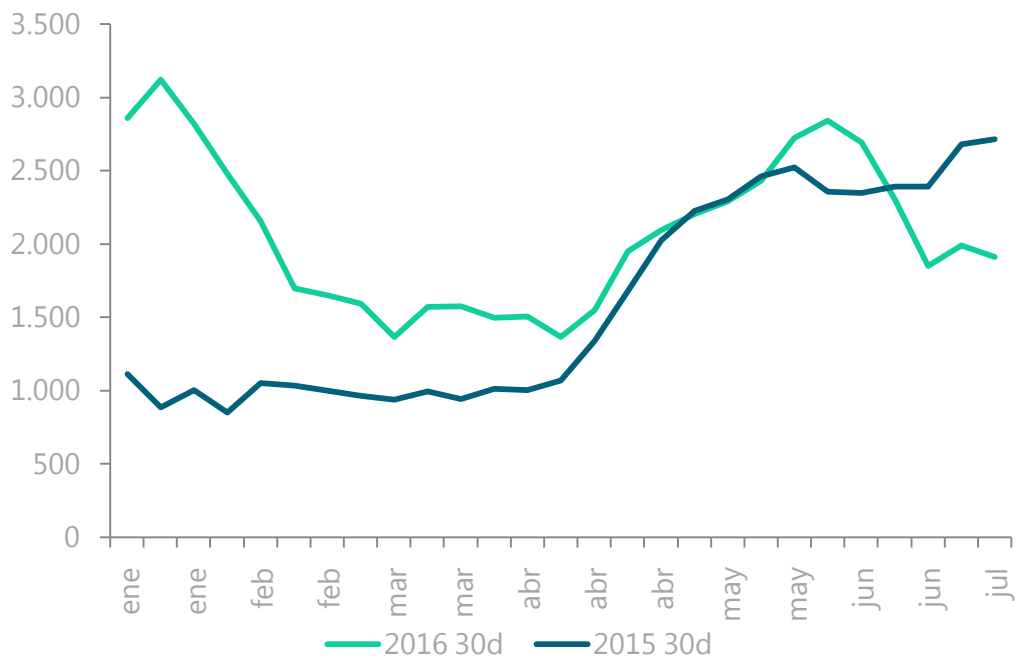


Fuente: INDEC

Por su parte, el impulso del sector agropecuario se extinguió en el segundo trimestre. Las liquidaciones de divisas de CIARA se ubicaron en niveles similares a los observados el año anterior y para junio ya se ubicaban por debajo.

Liquidaciones de divisas CIARA

En USD millones- acumulado 30 días



Fuente: CIARA

MONETARIO Y FINANCIERO

El BCRA continuó bajando su tasa de política a lo largo del mes, en el marco de una profundización de la caída en la actividad económica. De esta forma, la autoridad monetaria ubicó la tasa 30,25% anual, y apuntó a que “el proceso de desinflación se mantiene en línea con el sendero planteado por el BCRA”.

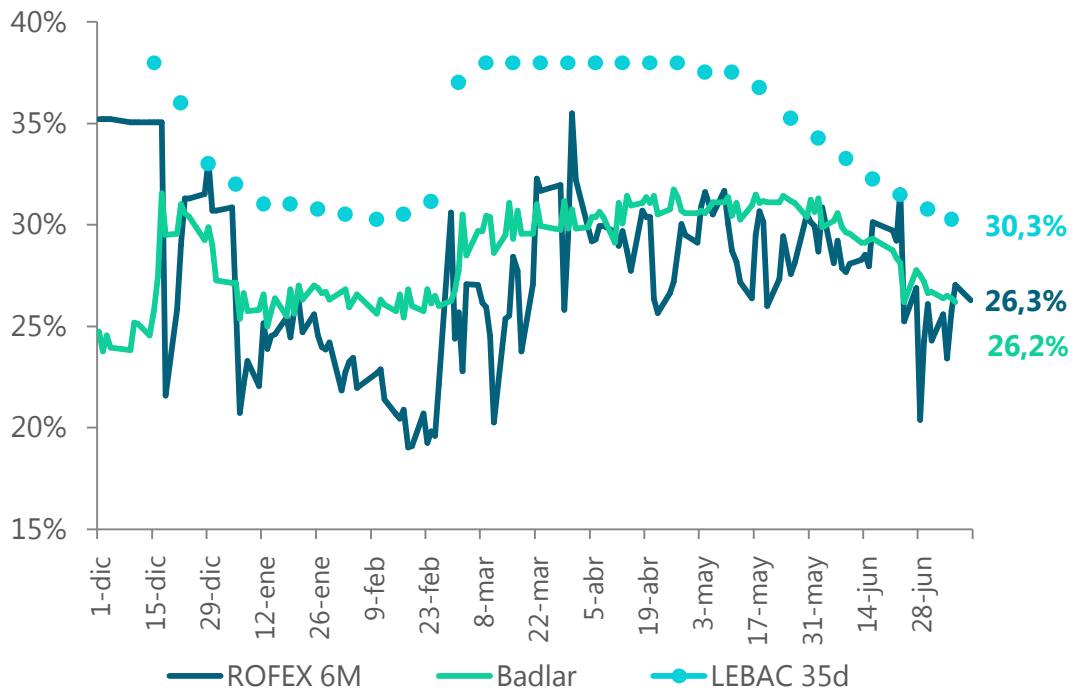
Sin embargo el ciclo de disminución pareciera haberse detenido, en tanto en la licitación del 12 de julio el BCRA decidió mantenerla sin cambios por primera vez desde la segunda semana de mayo.

Con el movimiento del tipo de cambio acompañado por el Brexit, los futuros a 6 meses cayeron a 25% luego de que desde abril se habían estabilizado en torno al 30%.

Las tasas de interés continuaron retrocediendo, lo que se manifestó en menores tasas para plazo fijo, Badlar y pases. Asimismo, esta disminución en las tasas pasivas comenzó a trasladarse a las tasas activas.

Tasas de interés y Futuros

En % nominal anual



Fuente: BCRA-ROFEX

En este contexto, **el BCRA continuó flexibilizando los requisitos para el flujo de capitales financieros**, mediante la Comunicación A 6011 del 11 de julio. **Las modificaciones introducidas significan un mayor acceso al Mercado de Cambios para la salida de capitales.**

Para los argentinos que quieren invertir en el exterior, se eliminó el límite de monto para compra de paquete accionario o aportes de capital a empresas que operen fuera de Argentina.

En este contexto, el tipo de cambio quebró la tendencia a la apreciación observada desde febrero, y ante la volatilidad financiera originada por el Brexit quebró la barrera de los \$ 15. Asimismo, a diferencia de otras monedas de la región, el TCN sigue sin retornar a los niveles pre-Brexit

Tipo de cambio nominal

En \$ por USD



Fuente: BCRA

Las colocaciones de deuda provinciales y del estado nacional han permitido que las reservas se mantengan por encima de los USD 30,000 millones.

La liberalización irrestricta del sistema financiero y cambiario llevada a cabo por la gestión de Cambiemos, sitúan a la Argentina en una situación de mayor vulnerabilidad ante episodios de stress financiero global, tal como lo demostró el Brexit. Por el momento, y debido al bajo nivel de endeudamiento de la Argentina, las colocaciones de deuda pública han permitido financiar el déficit externo y evitar episodios de mayor tensión.