

INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

17° | Octubre 2017

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La actividad alcanzó, luego de dos años, los niveles máximos que se registraron a mediados de 2015. La inversión continúa siendo el componente más dinámico, aunque exhibe cierto estancamiento en los últimos meses. Esto plantea dudas sobre el impacto que tendrá en la economía el ajuste del gasto de capital, que comenzará en los próximos meses según las propias previsiones del presupuesto.

El consumo de los hogares sigue siendo el flanco más débil, sobre todo en el terreno del consumo masivo, en un contexto en el cual los salarios reales todavía no logran alcanzar los niveles de 2015. La recuperación de la economía, de tornarse más robusta, plantea nuevos desafíos: **el déficit de cuenta corriente es el más elevado en una década**, y hay pocas expectativas de que esta situación se revierta en el corto plazo.

En el plano fiscal, es posible que haya novedades importantes en varios frentes antes de fin de año: la reforma tributaria en ciernes, junto con los acuerdos post-electorales con las provincias y la discusión sobre el Fondo del Conurbano, van a configurar el escenario sobre el cual el gobierno deberá maniobrar para cumplir con sus metas fiscales.

Octubre trajo como novedad el incumplimiento formal, por segundo año consecutivo, de las Metas de Inflación del BCRA. Si bien la respuesta inmediata de la autoridad monetaria fue un nuevo endurecimiento de la política monetaria, las dudas sobre la efectividad de este régimen de política ya están sobre la mesa.

Aún es prematuro estimar el impacto del incumplimiento de las Metas de Inflación en las paritarias que cerraron con las llamadas "cláusulas gatillo". No obstante, tomando en cuenta los variados aumentos de precios regulados que se vienen entre fines de 2017 y principios de 2018, **los próximos meses prometen ser cruciales para delinear el entorno de las negociaciones salariales del año entrante**.

Actividad: sin novedades en el frente

La actividad económica creció 0,3% mensual en septiembre y registró una suba de 4,5% anual en el tercer trimestre. **Luego de casi dos años, la actividad logró recuperar los niveles máximos que se registraron a mediados de 2015.**

La construcción sigue siendo un componente importante de este crecimiento, mientras que la industria también comienza a traccionar. Dentro del consumo, los indicadores de crédito y de impuestos a las ventas también muestran solidez, aunque **el consumo masivo, reflejado en las ventas minoristas de CAME (y en sintonía con los datos de super y centros de compras del INDEC) sigue presentando altibajos.** Nuestro indicador de consumo mostró una baja mensual (sin estacionalidad) de -0,3% en septiembre. También en este indicador se observa un marcado dinamismo del crédito, a lo que se suma una persistente suba de las importaciones. En cambio, el consumo minorista y las ventas de autos nacionales cayeron en septiembre.

La inversión, que ya desde marzo de este año supera los niveles de 2015, mostró en los últimos dos meses cierto estancamiento, con tasas de crecimiento mensuales negativas (-0,6% en septiembre, sin estacionalidad). La construcción sigue creciendo a tasas elevadas, pero a medida que finaliza el ciclo electoral, la construcción pública –que se reactivó a fines de 2016- va perdiendo espacio frente a la privada, que por ahora compensa. Esto permite también mantener el gasto en equipo de capital nacional, donde los componentes relacionados con la construcción muestran mayor dinamismo. Por su parte, se observó una fuerte desaceleración del crecimiento de equipo durable importado en septiembre.

Dada la volatilidad propia de la inversión, habrá que monitorear con atención la tendencia para los próximos meses. **Las previsiones del presupuesto 2018 llevan a esperar un fuerte ajuste del gasto de capital para fin de año.** Para cumplir con el cierre presentado para 2017, los gastos de capital deberían caer un 45% en términos nominales respecto al último trimestre de 2016. Sobre esos menores niveles, el gasto de capital crecería en 2018 apenas un 1,4% real (tomando nuestras proyecciones de inflación). Esto podría ser compensado por los programas de Participación Público-Privada (PPP). No obstante, y a pesar de que la Ley sobre PPP fue

sancionada en 2016, todavía no hay ningún proyecto avanzado, ni tampoco están establecidas las fechas de llamado a licitación.

Aún con un parate de la obra pública, el año 2018 comenzará con un importante arrastre estadístico que le permitiría a la economía argentina volver a crecer. No obstante, este patrón de crecimiento sigue presentando los mismos problemas de sostenibilidad, que podrían acentuarse si el consumo mejora aún más. La apertura de la economía es aprovechada por los sectores del campo (vehículos, maquinaria agrícola), y por aquellos que no perdieron tanto poder de compra. Pero también colaboró en la destrucción del empleo industrial, algo que explica en parte la falta de dinamismo del consumo y la baja creación de empleo. **En el mediano plazo, la cuenta corriente podría empezar a poner palos en la rueda del modelo económico.**

Con la mirada puesta en el saldo comercial

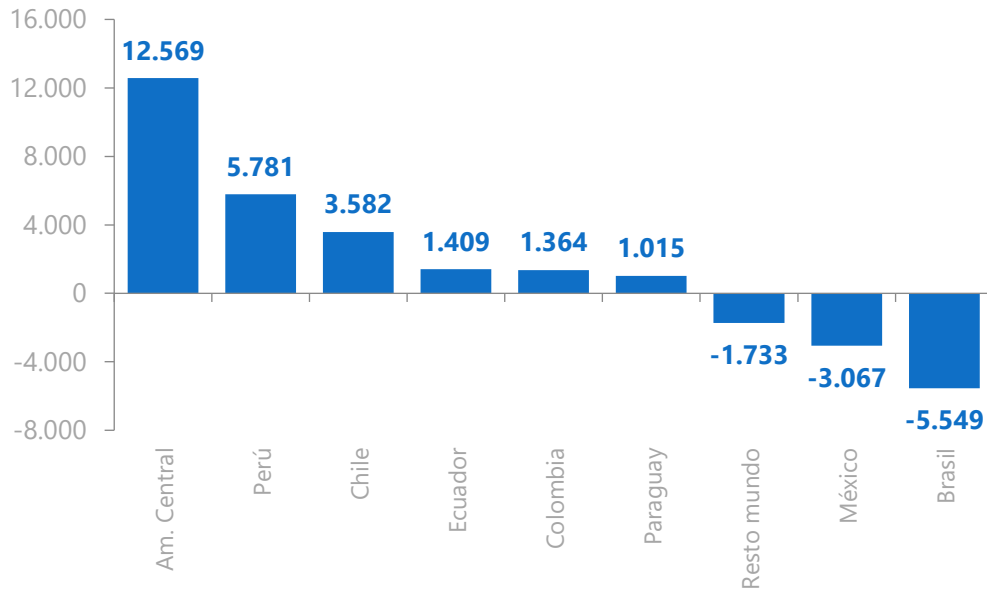
En los primeros nueve meses del año, la balanza comercial arrojó un déficit de USD -5.200 millones, contra un superávit de USD 1.865 registrado en idéntico periodo de 2016. Este resultado se explica debido a que **las exportaciones se encuentran estancadas, mientras que las importaciones continúan creciendo a tasas elevadas.**

En efecto, las ventas al exterior subieron un 0,7% anual en los primeros nueve meses, aunque descartando el efecto precios se registra una caída de -0,6%. A nivel desagregado, se observó una caída de las cantidades exportadas de Productos Primarios, Manufacturas de Origen Agropecuario y Combustibles, compensadas parcialmente por una mejora en las MOI.

Al analizar estas últimas, se observa que gran parte de la mejora se explica por una suba de las exportaciones en concepto de Metales comunes y Vehículos de transporte terrestre. En efecto, **las ventas de automóviles (cerca de 30% del total de las MOI), acumulan un alza mayor al 11% anual en los primeros nueve meses del año, lo cual se explica por el fortalecimiento de mercados no tradicionales.** Si bien la prolongada recesión en Brasil continúa afectando las ventas argentinas a dicho mercado, esto es más que compensado por el crecimiento de otros socios no convencionales, entre los cuales se destaca América Central (+1500%), Perú (+400%), Chile (+90%), Ecuador (+1100%), Colombia (50%) y Paraguay (60%).

Los destinos no tradicionales explican el repunte de las MOI

Variación anual de las unidades vendidas, 9 meses de 2017



Fuente: elaboración propia en base a INDEC

En lo que respecta a las perspectivas para 2018, es esperable un leve repunte de las exportaciones totales, vinculado a una cierta mejora de la economía brasileña y a un mejor (aunque desigual) desempeño de las ventas de MOA y PP. En relación a estas últimas, si bien se espera un crecimiento de las exportaciones de maíz, aceite y poroto de soja, las ventas de trigo, cebada y harina y pellets de soja (principal producto de exportación), exhibirían una renovada caída.

Desempeño mixto de las exportaciones de bienes primarios

En millones de toneladas

Producto	2016/2017	2017/2018	Var. %
Trigo y Harina	12,3	12	-2,2%
Poroto soja	6,9	8	15,9%
Harinas y Pellets	31,6	31,2	-1,3%
Aceite Soja	5,5	5,9	7,3%
Maíz	23,5	27	14,9%
Cebada	2,7	1,7	-37,0%

Fuente: elaboración propia en base a USDA

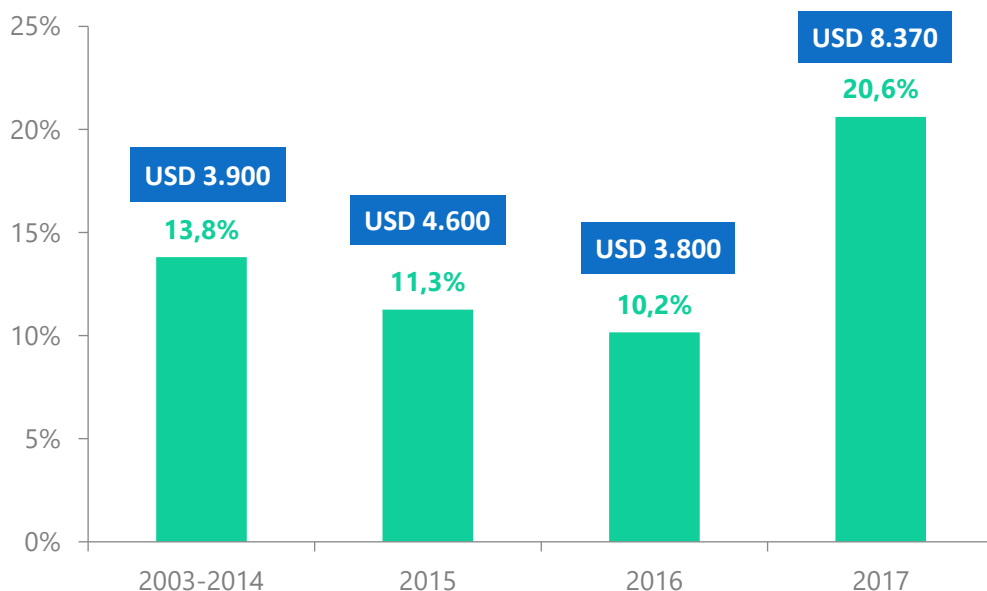
De esta forma, y tal como mencionamos [acá](#), **la eventual mejora de las exportaciones no sería suficiente para evitar un nuevo deterioro de la balanza comercial**, debido al crecimiento robusto de las importaciones.

En los primeros nueve meses, las importaciones registraron una suba de 17,7% anual en valores y de 11% en cantidades, destacándose Vehículos para pasajeros con un alza superior al 40%. Con la excepción de Combustibles, todos los usos crecen significativamente en cantidades.

El impacto del déficit de la balanza comercial se ve reducido cuando se observa en términos de disponibilidad y uso de divisas. En efecto, en el MULC la balanza de bienes registró un superávit de USD 4.400 millones entre enero y septiembre, lo que contrasta con el ya mencionado déficit de USD 5.200 millones que reporta el ICA. La diferencia entre ambas mediciones radica en que el ICA se confecciona con un criterio devengado, mientras que el MULC registra el movimiento efectivo de las divisas (base caja).

Aumenta la deuda por importaciones de bienes

En USD millones y en %



Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA

Si bien estas dos mediciones han convivido independientemente desde el 2003, a lo largo de 2017 se ha incrementado la diferencia entre ambas, en especial en lo que respecta a las importaciones. Finalizado el tercer trimestre del año, las importaciones del MULC resultaron inferiores a las

registradas por el ICA en USD 8.370 millones, lo que implica una diferencia superior al 20% y muy por encima del promedio observado en los últimos años. **Esta situación es reflejo de un importante incremento de la deuda por importaciones en lo que va del año.**

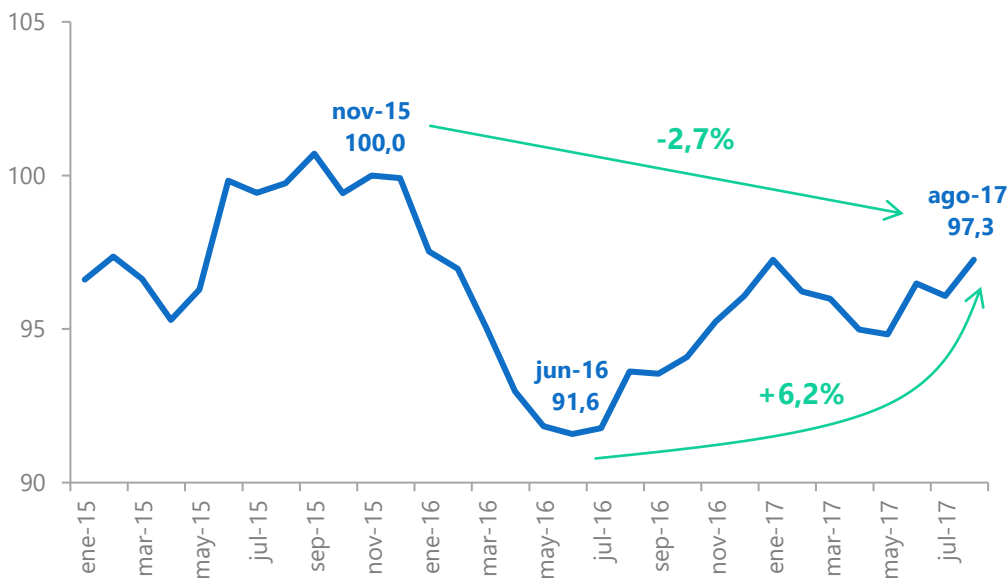
Independientemente de este efecto, el resultado de la balanza comercial continuará deteriorándose, lo que incrementará la presión por incrementar la oferta de divisas a través de la cuenta capital y financiera.

Cláusulas Gatillo ¿la fórmula secreta para poner en ritmo el consumo?

En lo que va de 2017, los salarios reales crecen con respecto a 2016. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre con la actividad económica en general, **los salarios en términos reales todavía están un 2,7% por debajo de noviembre 2015.**

El salario real crece, pero sigue por debajo de 2015

Base Nov-15 = 100, sin estacionalidad



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a MTEySS e indicadores propios

Con la inflación por encima de la banda superior establecida por el BCRA (ver sección Política Monetaria), ¿qué pasará con las paritarias que acordaron una "cláusula gatillo"? Esto dependerá en gran medida del modo en que fue redactada esta cláusula y los parámetros (en caso de que haya alguno) que se hayan establecido en cada rama de actividad.

Cabe destacar, además, que en casi todos los casos la revisión no refiere a la meta de inflación del BCRA, sino al momento en que la inflación supere los aumentos pactados, que fueron ligeramente superiores a la meta.

Uno de los convenios con parámetros más claros es el de bancarios.

Los bancarios acordaron una recomposición del 4% por lo perdido el año pasado y un aumento de 19,5% con cláusula gatillo. Si la inflación medida por el INDEC, supera este valor (que es mayor a la banda superior de la meta de 17%), se adiciona automáticamente un aumento que compense la diferencia, que además es retroactivo a enero. Al momento de firmar el acuerdo, el INDEC solo publicaba el IPC-GBA, que acumula un aumento de 18,0% y superaría el 19,5% si la inflación de octubre es mayor al 1,3% mensual. En cambio, si se utiliza el IPC-Nacional (publicado posteriormente, pero con valores a partir de diciembre 2016), la inflación acumulada alcanza el 17,6% y sería necesario una suba mayor a 1,5% en octubre para que se active la cláusula. De cualquier forma, tampoco queda claro si el aumento se da a partir del momento en que se supera el 19,5% y se vuelve a ajustar mes a mes o si a fin de año se revisan los números finales y se paga el retroactivo todo junto.

Otro de los acuerdos con actualización automática es el de la provincia de Buenos Aires.

En ese caso, se acordaron aumentos de 4,5% trimestrales (no acumulativos), arrojando un total de 18%. Los reajustes son automáticos y trimestrales. En el primer trimestre, la inflación según el IPC GBA fue de 6,3% y los estatales recibieron un aumento de 1,8% adicional. El tercer trimestre, ya cerrado con el dato de septiembre, también tendría un reajuste, pero sería el menor de la serie (0,8%).

En cambio, algunos gremios cerraron acuerdos que publicitaron “con cláusula gatillo” pero que no incluyen otra cosa que la ya tradicional cláusula de posibilidad de revisión “si cambian las condiciones económicas”. Tal es el caso de **Comercio y Construcción** (20%), donde el acuerdo compromete a juntarse en octubre y enero de 2018, pero sin ningún parámetro ni indicación. El caso de **UPCN** (estatales nacionales) es similar. Aquí se abre una negociación en enero en el caso que la inflación de 2017 supere el incremento pactado, pero no hay aumentos automáticos. Por último, algunos gremios, como es el caso de la **UOM**, no incluyeron este tipo de cláusulas.

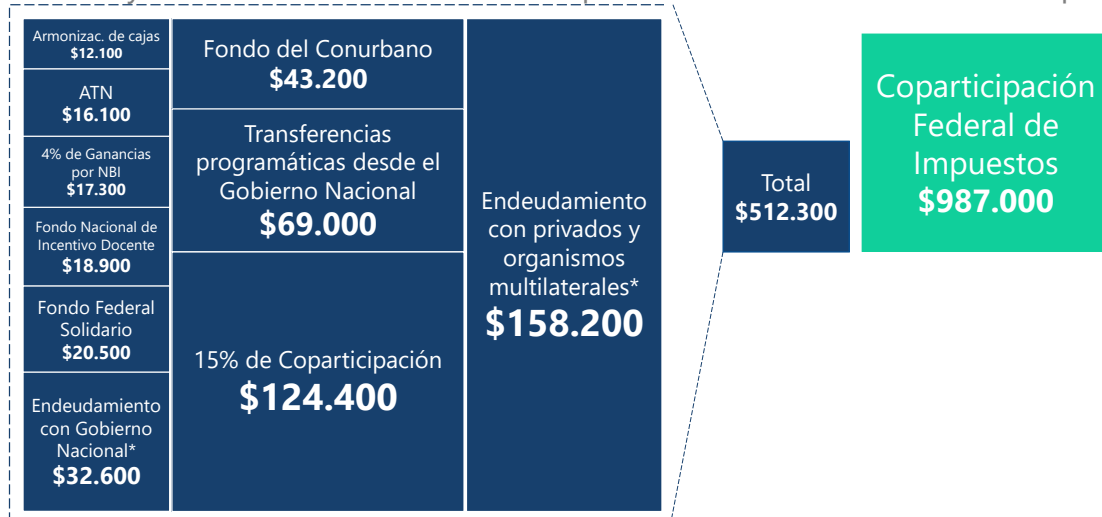
En conclusión, **en algunos casos falta poco para que se active la renegociación**. Sin embargo, como los gremios más grandes pactaron una revisión sin parámetros, resta saber si efectivamente habrá alguna compensación, y de qué magnitud será. En este sentido, no se esperan en el corto plazo revisiones que aumenten significativamente la masa salarial.

Los juegos del hambre del federalismo fiscal

Luego del triunfo de Cambiemos en las legislativas, una de las primeras iniciativas que tomó el gobierno fue aprovechar el viento favorable para intentar enderezar el rumbo del federalismo fiscal. Entendiendo que se trata de un terreno inestable, en el que se libran batallas por múltiples frentes a la vez, **habrá que ver cómo resultan las negociaciones con los gobernadores y, en particular, las réplicas que puedan tener las reformas tributarias que se buscan en la provincia de Buenos Aires**.

Relación Nación-Provincias: la relevancia de cada discusión

Fuentes y alternativas de financiamiento provincial en 2016 en millones de pesos



Nota: (*) Medido en variación de stock de deuda total provincial respecto a 2015

Fuente: Elaboración en base a Secretaría de Hacienda

Como hemos mencionado en una de nuestras últimas [Notas de Economía](#), estas negociaciones son solo derivaciones laterales de la madre de todas las batallas: la Coparticipación Federal de Impuestos. La incapacidad política de avanzar en una reforma de este régimen en las últimas décadas,

implicó la emergencia de los frentes de conflicto que hoy, de manera más o menos explícita, están sobre la mesa de negociación. Es por esta razón que resulta dificultoso definir quién gana y pierde en términos globales ante cada nueva batalla, sea entre el gobierno nacional y las provincias, como también entre estas últimas.

Sin embargo, la nueva ronda de negociaciones que se abre luego de las legislativas parece avanzar en otros frentes. En particular **se destaca la demanda de la provincia de Buenos Aires por el Fondo del Conurbano Bonaerense, la cual viene avanzando en la justicia**. Un fallo favorable para la provincia implicaría un importante desequilibrio para el resto de las jurisdicciones, que difícilmente pueda compensar el gobierno nacional con mayores fondos, si es que quiere mantener su meta de reducción de déficit fiscal. Nuevamente, las inconsistencias de un esquema de política económica que parece sobredeterminado vuelven a tornar inestable e incierta la solución a estos conflictos.

Las intenciones de las provincias de Buenos Aires de redefinir su sistema tributario, reduciendo la incidencia de Ingresos Brutos parece ser también un movimiento en tándem con el gobierno nacional, facilitándole el terreno para discutir una reforma tributaria con alcance sobre el conflictivo mundo de los impuestos provinciales. En caso de ser así, provincias con estructuras productivas similares a la bonaerense podrían verse forzadas a imitar la conducta, aunque sin espalda para afrontar la pérdida de recaudación.

Es aquí que aparece la zanahoria que ofrece el gobierno nacional: una reforma a la ley de responsabilidad fiscal que flexibiliza notablemente los márgenes de endeudamiento provincial, y ayudará a compensar la eventual pérdida de ingresos tributarios. La deuda externa provincial podrá ser la llave para abrir la puerta de una nueva devaluación fiscal, con la que el gobierno pretende ganar competitividad y morigerar el déficit comercial.

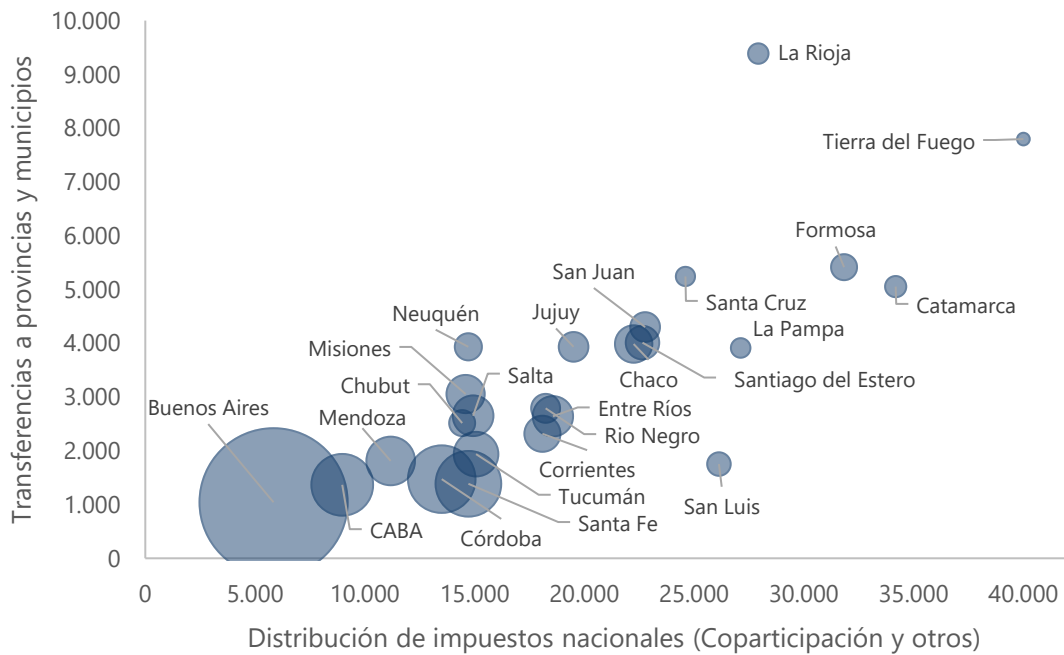
Es en medio de estas tensiones que va a comenzar a discutirse el proyecto de reforma tributaria en el que se está trabajando desde el Ministerio de Hacienda. Una iniciativa que, al modificar diversos impuestos nacionales que son coparticipados, posiblemente implique nuevos "desequilibrios verticales" (es decir, entre Nación y provincias). Es

muy probable que la propia imposibilidad de lograr una nueva ley de coparticipación reduzca notablemente los grados de libertad de la reforma tributaria. Consciente de esta restricción, el gobierno nacional pone en la primera fila de su línea de combate a la provincia de Buenos Aires, para disciplinar y forzar una actitud similar por parte del resto de las provincias.

Frente a este escenario, y en la medida que no se logre redefinir la coparticipación, **el gasto público nacional se erige como la única herramienta que puede contribuir a reducir las disparidades de desarrollo entre provincias.** Dentro del gasto público nacional se destacan, por su discrecionalidad en la asignación geográfica, las transferencias corrientes y de capital a provincias y municipios. Sin embargo, resulta llamativo que al comparar los fondos per cápita que se destinan a través de ellas en lo que va de 2017, lo que se observa es una reproducción de las tan cuestionadas reglas discrecionales que determinan la distribución secundaria de la coparticipación.

Las transferencias discrecionales reproducen las disparidades de la Coparticipación

Transferencias discrecionales per cápita del gobierno nacional a provincias y municipios vs distribución de impuestos nacionales per cápita
 En pesos, acumulado a septiembre de 2017



Nota: Cada esfera representa el tamaño de la población en esa provincia
 Fuente: Elaboración en base a Secretaría de Hacienda

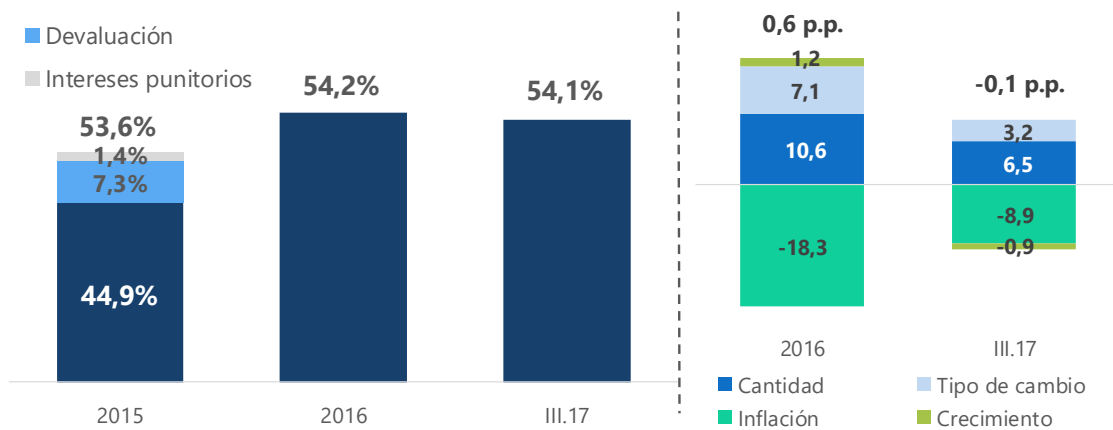
Deuda: el secreto detrás de su ratio

Según nuestro [Observatorio de Deuda](#), en los 9 meses que van del año, el Gobierno Nacional llevo emitidos USD 69.626 millones, superando las emisiones totales de todo 2016 (USD 65.622 millones).

Sin embargo, al medir el stock de deuda acumulada al tercer trimestre de 2017 en relación al PIB, se observa que el ratio se mantuvo constante. De hecho, al comparar respecto de 2015, se observa que actualmente se ubica solo 0,5 p.p. por encima de ese año. Es decir, **a pesar de que en menos de 2 años el stock de la deuda pública se incrementó más de USD 61.000 millones, en términos del PIB se mantuvo inalterado.**

Ratio deuda-PIB, estable por la apreciación cambiaria

En %, contribución por componentes



Fuente: elaboración propia en base a MIFIN y Observatorio de la Deuda ITE

¿Cómo se explica este comportamiento? Por un lado, hay dos elementos que impulsaron al alza este indicador en 2015, y de este modo elevaron el piso de comparación. Como el tipo de cambio empleado por el Ministerio de Finanzas para medirlo es el del último día hábil, **la devaluación llevada a cabo por Cambiemos ni bien asumió implicó un salto de 7,3 p.p. en el ratio** (debido a la reducción del PBI medido en dólares, que fue parcialmente compensada por la reducción de la parte de la deuda en moneda doméstica, también medida en esa moneda).

Sumado a eso, tras el arreglo con los *holdouts* llevado a cabo a principios de 2016, **el Ministerio de Finanzas agregó los intereses punitivos del acuerdo al stock de la deuda de 2015**, sumando USD 6.300 millones. Así, si bien entre 2015 y 2016 el ratio se incrementó solo 0,6 p.p., si se toman

en cuenta las consideraciones anteriores el aumento hubiese sido de 9,3 p.p. (pasando de 44,9% del PBI a 54,2%).

Por otro lado, como analizamos [acá](#), es posible descomponer la contribución al crecimiento del ratio en cuatro efectos que influyen en su comportamiento: cantidad, tipo de cambio, inflación y crecimiento. Tal como se observa en el gráfico anterior, **tanto en 2016 como en lo que va de 2017 el ratio se mantiene estable debido al aumento de los precios**, que en ambos casos prácticamente compensa al incremento en la cantidad de la deuda y al efecto que tiene el aumento del tipo de cambio.

De lo anterior se desprende que este indicador puede no resulta adecuado para analizar la dinámica de la deuda. De hecho, **dado que la apreciación real de tipo de cambio está sostenida por el endeudamiento, el ratio termina siendo endógeno a la propia política cuya sostenibilidad se desea evaluar.**

Una primera aproximación para resolver esto podría ser analizar la variación del ratio quitando estos dos efectos. Con esto se podría comparar el aumento de la deuda en relación al crecimiento real de la economía. Así, **el ratio pasaría de 53,6% en 2015 a 65,5% en 2016, para finalmente ubicarse en 71,0% en la actualidad, registrando un incremento de más de 17 p.p. en menos de 2 años¹.**

El BCRA incumplió formalmente la meta de inflación para 2017

Las tensiones sobre la política monetaria en general y sobre el esquema de Metas de Inflación en particular se siguen acumulando a medida que el BCRA no logra encauzar el proceso inflacionario dentro de los parámetros que desea. Las expectativas de consultoras y bancos señalan que todavía se esperan nuevos incumplimientos, en un marco donde además el Gobierno Nacional continúa con una política de aumento en los precios regulados de la economía.

¹ Cabe aclarar que lo que se está captando con este indicador es el incremento de la deuda, pero partiendo de un nivel dado. Con lo cual, el orden de magnitud del ratio no es relevante, lo que se debe mirar es la velocidad a la que crece.

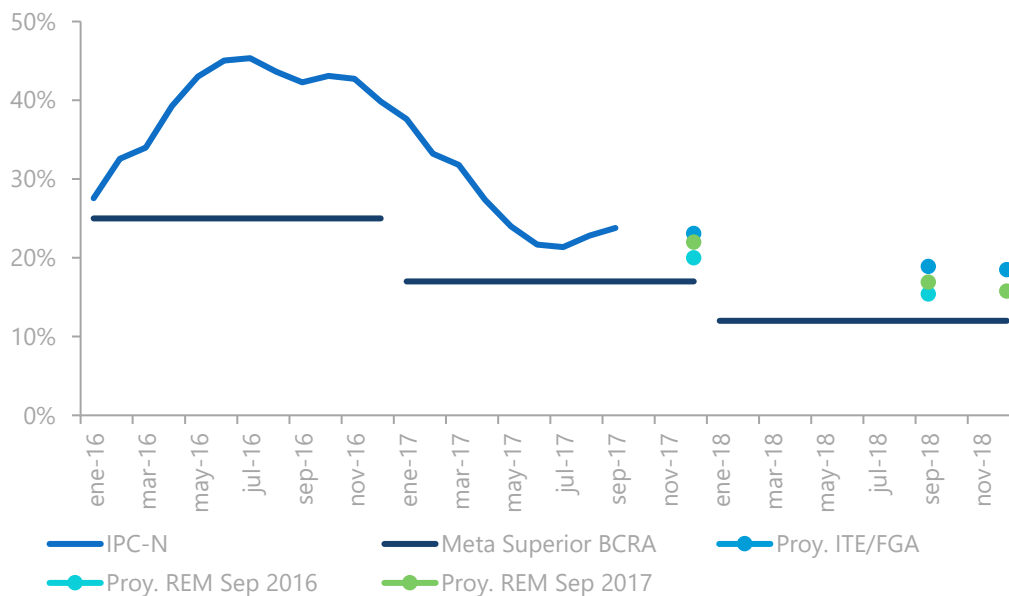
En septiembre, el IPC Nacional (IPC-N), aumentó 1,9% mensual y acumula un incremento de 17,6% desde diciembre de 2016. Así, se incumplió formalmente la meta superior de 17% que había fijado la autoridad monetaria para todo el año.

Esta dinámica en los precios se explica por un incremento en el **segmento regulado**, que asciende a 23,2% en lo que va del año, con aumentos algo inferiores en los estacionales (16,2%) y el IPC Núcleo (16,1%). Los servicios acumularon un alza de 22,8%, contra un aumento de 15,0% en los bienes, que suelen estar más afectados por la competencia importada.

Se espera que en diciembre la inflación anual se ubique en cerca de 23%, todavía por encima del 21,7% que registra nuestra serie para noviembre de 2015². Esto quiere decir que, por el momento, **la inflación no ha perforado los niveles alcanzados antes del cambio de gobierno.**

La inflación por fuera de las metas

En % anual



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

En este contexto, **el 24 de octubre el Consejo de Política Monetaria del BCRA decidió incrementar en 150 puntos básicos su tasa de política,**

² Para recuperar la serie del IPC-N hacia atrás utilizamos nuestro Índice de Precios Minoristas hasta mayo de 2016, momento a partir del cual es reemplazado por el IPC-GBA de INDEC. A su vez, a partir de enero de 2017, reemplazamos este último por la serie del IPC-N también publicada por INDEC.

llevando el centro del corredor de Pases a 7 días hasta 27,75% n.a. De este modo, la autoridad monetaria refuerza el sesgo contractivo, con tasas de interés reales que ya se ubican cerca de 11,5% anual. Así mismo, la mesa de operaciones del BCRA comenzó a operar en el mercado secundario para llevar los precios operados de la LEBAC a niveles consistentes con esta decisión de política.

En múltiples oportunidades hemos manifestado nuestro escepticismo respecto de la capacidad que tiene la tasa de interés por si sola para coordinar el sendero de desinflación, de forma que consideramos que **este cambio no altera la expectativa de nuevos incumplimientos en las metas que fijó el BCRA.**