



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 22 - Edición N° 794 – 30 de Mayo de 2013

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Marcelo Capello y Néstor Grión

Las cuentas fiscales del primer trimestre y la próxima disyuntiva para la política fiscal y monetaria

En Foco 1 – Juan Manuel Garzón y Nicolás Torre

Márgenes ajustados y futuro incierto para el complejo agrícola

En Foco 2 – Néstor Grión y Lucía Valsagna

La recaudación tributaria en las provincias aumenta a un ritmo de 40% interanual en el primer cuatrimestre

En Foco 3 – Joaquín Berro Madero

Los préstamos bancarios al sector público crecen impulsados por las financiaciones a gobiernos municipales y provinciales

En Foco 4 – Eliana Miranda

Brasil: pese al débil crecimiento, suben las tasas de interés

Selección de Indicadores – Constanza Pérez Aquino

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Editorial: 3

Las cuentas fiscales del primer trimestre y la próxima disyuntiva para la política fiscal y monetaria

- En el acumulado de doce meses, el resultado primario del sector público nacional es negativo en 0,2% del PIB, aunque el rojo asciende a 1,7% del PIB cuando se excluyen los recursos extraordinarios
- La evolución de las cuentas fiscales refleja que el gasto público se administra en relación a la marcha de la recaudación y que el uso de recursos extraordinarios se correlaciona con el tamaño del déficit de cada mes
- Bajo las actuales condiciones (“extraordinarias”, según la Carta Orgánica), el Banco Central tendría margen para emitir 62,5 mil millones de pesos en 2013 a favor del fisco, con lo que las cuentas cerrarían. Sin embargo, para 2014 el Ejecutivo tendrá que optar: o bien ajusta el gasto, o intenta volver a modificar la Carta Orgánica

En Foco 1: 13

Márgenes ajustados y futuro incierto para el complejo agrícola

- Para una explotación agrícola tipo, ubicada a poco más de 300 km del puerto, el margen neto de esta última campaña se redujo entre 39 y 47% en relación al promedio de la última década (a pesos constantes). Este fenómeno deja más vulnerable al país por riesgos climáticos y de mercado (precios)
- Con precios de los granos todavía elevados, el deterioro de la rentabilidad no se explica por factores externos sino a la suba de costos en dólares y al aumento de la presión tributaria. La incidencia por regiones no es homogénea y la diferencia de rentabilidad puede llegar a una relación de 6 a 1 según la distancia de los campos al puerto
- Considerando el peso de las retenciones y del impuesto a las ganancias (sociedad jurídica), la participación del estado nacional en las utilidades de un establecimiento agrícola típico ya alcanza al 80%, peso que asciende a 84 y 86% en establecimientos de Santiago del Estero y Salta

En Foco 2: 25

La recaudación tributaria en las provincias aumenta a un ritmo de 40% interanual en el primer cuatrimestre

- Este es el resultado de un significativo incremento de la presión tributaria, instrumento elegido por las jurisdicciones provinciales ante las dificultades fiscales
- Río Negro lidera el ranking, con un aumento de recaudación de 66,1% interanual, seguida de Tucumán con 53,2%, Neuquén con 53,1% y CABA con 46%
- En las provincias más pobladas, la recaudación por Ingresos Brutos subió un 49,8% en CABA; 44,2% en Córdoba; 42,1% en Buenos Aires y 37,2% en Santa Fe

En Foco 3: 30

Los préstamos bancarios al sector público crecen impulsados por las financiaciones a gobiernos municipales y provinciales

- Las financiaciones bancarias en pesos al sector público promediaron \$36 mil millones en el primer trimestre del año
- Los destinados a organismos sub nacionales representan el 11,4% del total, duplicando su participación respecto del guarismo de 2005
- Por su parte, los depósitos públicos en pesos alcanzaron \$214.700 millones, con gran peso del gobierno nacional y entes oficiales

En Foco 4: 33

Brasil: pese al débil crecimiento, suben las tasas de interés

- La economía parece entrampada en un escenario de variación del PIB inferior al 3% anual y presiones inflacionarias que no ceden
- Los datos de crecimiento del primer trimestre (2,4% desestacionalizado y anualizado) vinieron por debajo de lo esperado. Hubo, sin embargo, un aporte positivo de la inversión (18,4%)
- Al no haber ajustado la política fiscal en el momento adecuado, ahora Brasil se enfrenta a la paradoja de ser uno de los pocos países en el mundo con inflación elevada y tendencia alcista en la tasa de interés

Selección de Indicadores: 36

Editorial

Las cuentas fiscales del primer trimestre y la próxima disyuntiva para la política fiscal y monetaria

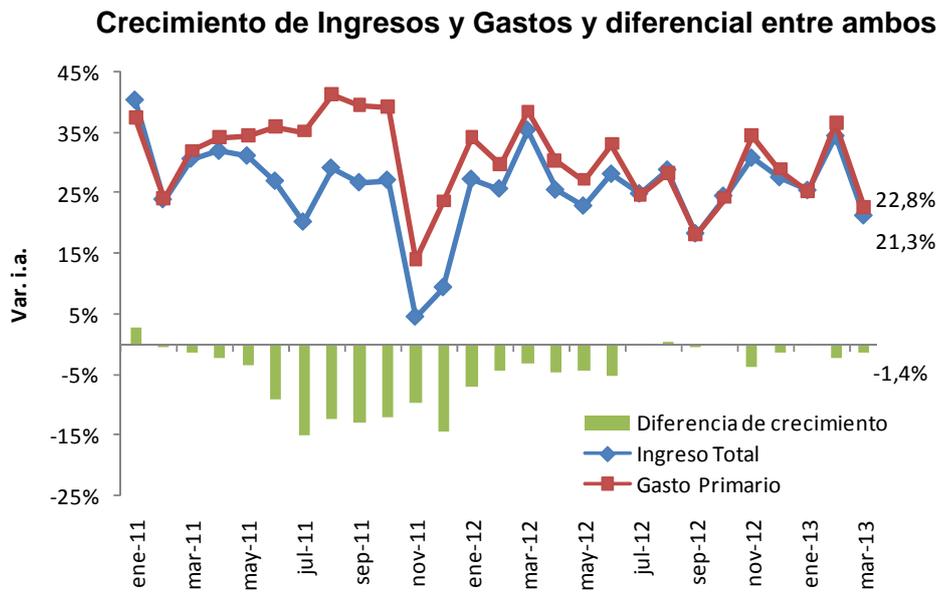
- En el acumulado de doce meses, el resultado primario del sector público nacional es negativo en 0,2% del PIB, aunque el rojo asciende a 1,7% del PIB cuando se excluyen los recursos extraordinarios
- La evolución de las cuentas fiscales refleja que el gasto público se administra en relación a la marcha de la recaudación y que el uso de recursos extraordinarios se correlaciona con el tamaño del déficit de cada mes
- Bajo las actuales condiciones (“extraordinarias”, según la Carta Orgánica), el Banco Central tendría margen para emitir 62,5 mil millones de pesos en 2013 a favor del fisco, con lo que las cuentas cerrarían. Sin embargo, para 2014 el Ejecutivo tendrá que optar: o bien ajusta el gasto, o intenta volver a modificar la Carta Orgánica

Los datos oficiales correspondientes a la ejecución presupuestaria nacional de marzo señalan que los ingresos totales crecieron un 22,8% y el Gasto Primario un 21,3%, implicando un Resultado Primario de \$ 438 millones (48,4% inferior al año pasado). Con estos datos se completa el primer trimestre del año, que también arroja un saldo primario favorable de \$1.458 millones, aunque 32,8% menor a igual lapso de 2012. En el acumulado de los últimos 12 meses, el resultado primario resulta negativo por 0,2% del PIB, y deficitario por 1,7% del PIB si no se incluyen ingresos extraordinarios del BCRA y ANSES.

Apreciando la dinámica fiscal con mayor detalle surgen dos observaciones que serán tratadas a continuación. La primera se refiere a la elevada correlación que existe entre las tasas de crecimiento de los ingresos y los gastos, esto es, que el gasto no aumenta ya muy por arriba de los ingresos. La desaparición del superávit, sin acceso a los mercados voluntarios de deuda, lleva a contabilizar ingresos extraordinarios (ANSES y el BCRA aportaron más de \$6.000 millones en marzo) y a “administrar” mensualmente la ejecución del gasto, para mantener el déficit primario a raya. En condiciones normales, sólo el saldo promedio sería relevante.

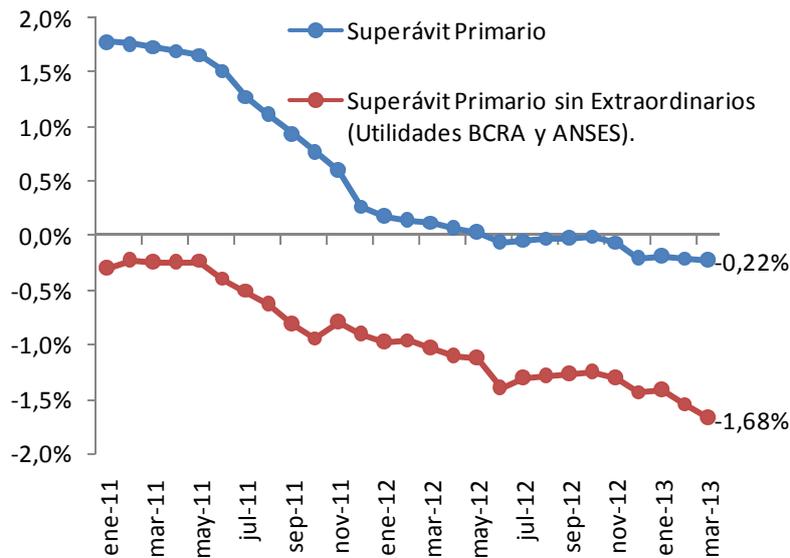
La segunda observación se refiere a la cobertura de las necesidades financieras del gobierno, en donde el BCRA es el actor central. Por un lado, las necesidades fiscales aumentarán en los próximos meses, tanto por razones estacionales como posiblemente

por efecto de las próximas elecciones legislativas. Por otra parte, la última reforma a la Carta Orgánica del BCRA permitió ampliar considerablemente el límite de Adelantos Transitorios que pueden otorgarse al Tesoro Nacional, aunque el fuerte incremento de 2012 (\$60.600 millones) deja un margen menor para este año.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Evolución del Superávit Primario En porcentaje del PIB – Acumulado 12 meses

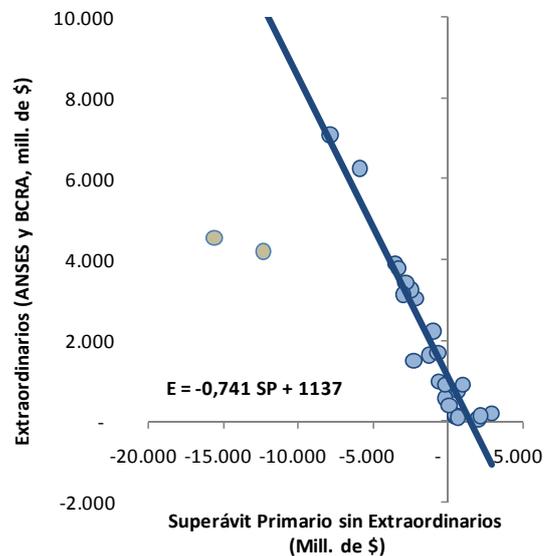
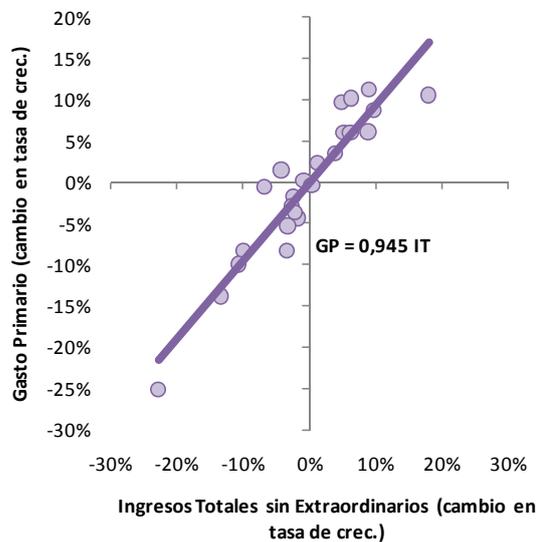


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Contabilización de ingresos extraordinarios y control del gasto

Los ingresos fiscales están constituidos en más de un 90% por recursos tributarios (impuestos, comercio exterior, seguridad social) y presentan una variabilidad en su ritmo de crecimiento que es en gran medida exógena a las políticas públicas. En cambio, ciertas partidas del gasto (obra pública, por ejemplo) presentan mayor discrecionalidad y pueden adecuarse si existen limitaciones financieras. Los siguientes gráficos explican de qué manera el gobierno administra ciertas partidas para lograr que las tasas de ingresos y gastos marchen a la par. Se aprecia que cuando los ingresos totales (excluyendo ingresos extraordinarios) se aceleran un punto porcentual, el gasto primario se acelera en 0,95 punto porcentual. Por ejemplo, si por menores ingresos por retenciones, los recursos totales pasan de crecer del 30% al 25% interanual, la caída esperada en la tasa de crecimiento del gasto primario será de 4,75 (5x0.95) puntos porcentuales.

Contabilización de extraordinarios y control del gasto como función de los Ingresos Totales Ordinarios (2011-2013)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

En el gráfico de la derecha se observa otra regularidad. A mayor Déficit Primario (neto de extraordinarios) mayor es la contabilización de rentas de la propiedad del Tesoro (incluyen remisión de utilidades del BCRA y de la ANSES). Por ejemplo, si en un mes se produce un Déficit Primario de \$5.000, en promedio se espera que se imputen rentas por \$4.842 millones ($5000 \times 0.741 + 1137$), resultando el déficit observado de apenas \$158 millones.

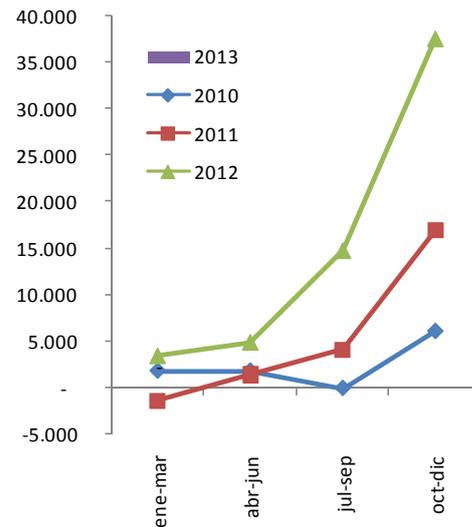
Financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional

Desde hace algunos años el BCRA es el principal responsable de financiar al gobierno nacional. En particular, los dos gráficos que siguen muestran cómo aumentan en magnitud el déficit primario y los Adelantos del Tesoro en la parte final del año.

Superávit Primario Trimestral



Aumento de Adelantos Transitorios según trimestre



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Como se aprecia en el siguiente cuadro, en el primer trimestre de este año no se incrementó el stock de Adelantos al Tesoro, luego de haberse incrementado en \$60.600 millones durante 2012.

Financiamiento del BCRA al Tesoro Nacional

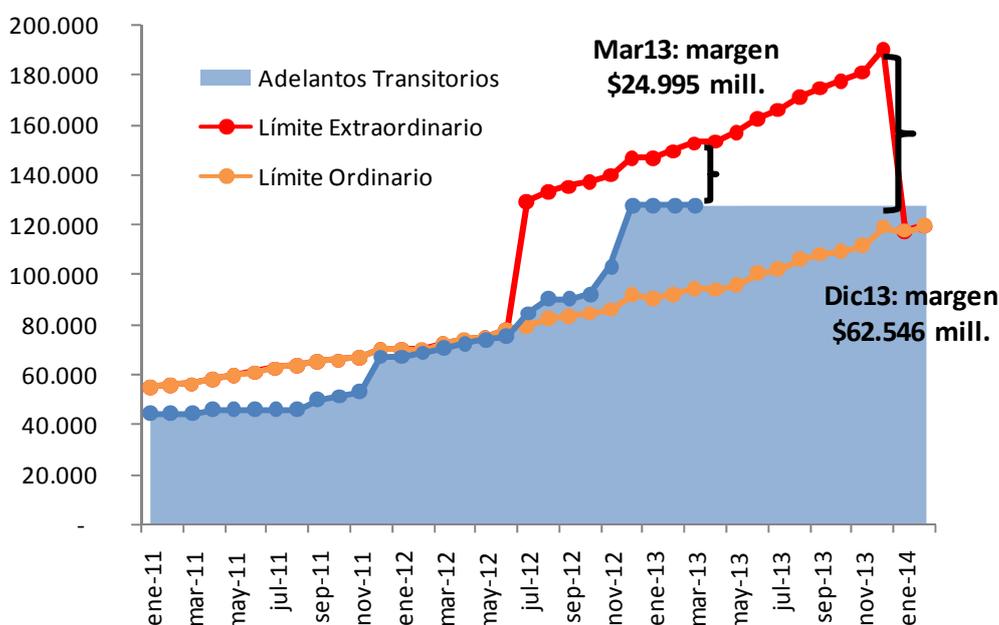
	dic-11	mar-12	dic-12	mar-13
Stock				
Adelantos del Tesoro (mill. \$)	67.130	70.580	127.730	127.730
Títulos Públicos (mill. u\$s)	29.563	30.976	38.771	39.115
Variación				
Adelantos del Tesoro (mill. \$)		3.450	57.150	-
Títulos Públicos (mill. u\$s)		1.412	7.795	345

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Para evaluar cuál es el margen excedente que dispone el gobierno para recibir adelantos del BCRA durante el presente año, hay que recordar que el monto total no debe superar el 12% de la Base Monetaria y el 10% de los recursos en efectivo del gobierno nacional (acumulado doce meses). Hay que añadir la excepción introducida en la última reforma a la Carta Orgánica del BCRA (marzo de 2012), que define la posibilidad de un escenario "extraordinario", en donde el límite establecido sobre los

recursos pasa del 10% al 20%¹. El siguiente gráfico muestra la evolución de estas variables. Desde julio del año pasado los adelantos se sitúan en el rango extraordinario. En marzo de este año existe un margen excedente de \$24.995 millones, cifra que se incrementará a fin de año hasta los \$62.546 millones², similar al incremento de 2012. Por lo tanto, el margen parece suficiente para cubrir las necesidades de financiamiento de este año en un escenario de expansión moderada del gasto público (el fuerte crecimiento de los subsidios económicos constituye un factor de riesgo). Si los ingresos crecen al 30% y el gasto primario al 32,6% se espera un déficit primario de \$20.100 millones.

Evolución de los Adelantos Transitorios del BCRA



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Sin embargo, como el periodo extraordinario (18 meses) vence a fin de año, al empezar el 2014 casi con seguridad se encontrará excedido del límite ordinario (en enero de 2014 el límite sería de \$119.600 millones, inferior al stock actual). Por lo

¹ La Carta Orgánica en su artículo 20 establece: "Con carácter de excepcional y si la situación o las perspectivas de la economía nacional o internacional así lo justificara, podrán otorgarse adelantos transitorios por una suma adicional equivalente a, como máximo, el diez por ciento (10%) de los recursos en efectivo que el Gobierno nacional haya obtenido en los últimos doce (12) meses. Esta facultad excepcional podrá ejercerse durante un plazo máximo de dieciocho (18) meses."

² Suponiendo que los ingresos fiscales y la base monetaria crecen al 30% durante 2013.

tanto el gobierno no podrá incrementar el stocks de adelantos hasta que el crecimiento nominal de la economía (dada su relación con los ingresos fiscales y la base monetaria) haga crecer el límite ordinario.

Para entonces, el gobierno nacional enfrentará la disyuntiva de moderar la expansión del gasto fiscal, dado que estará limitado en la posibilidad de obtener nuevos adelantos del BCRA, o modificar nuevamente la normativa para ampliar las posibilidades de asistencia del BCRA al Tesoro. Lo primero debilitaría la demanda agregada pero posiblemente ayudaría a morigerar la presión sobre los precios, la segunda alternativa deterioraría aún más la confianza hacia la política monetaria, y probablemente avivaría la inflación.

Ejecución Presupuestaria del Sector Público Nacional

Considerando los componentes de los ingresos, tal como se mencionó anteriormente, las Rentas de la Propiedad se destacaron en marzo último con un crecimiento interanual del 81,2%. Las Contribuciones a la seguridad social se incrementaron interanualmente un 28,1%, mientras que los Ingresos Tributarios experimentaron un moderado aumento de 10,7%. Dentro de estos últimos, los derechos que recaen sobre el Comercio Exterior disminuyeron un 17,1% respecto a marzo de 2012.

Ejecución Presupuestaria del Sector Público Nacional en Enero 2013

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	mar-12	mar-13	\$	Var %
Ingreso Total	42.546	51.622	9.076	21,3%
Ingresos Tributarios	24.561	27.200	2.639	10,7%
Comercio Exterior	6.810	5.648	-1.162	-17,1%
Resto	17.752	21.552	3.800	21,4%
Contribuciones a la Seg. Social	12.903	16.526	3.623	28,1%
Rentas de la Propiedad	3.515	6.370	2.855	81,2%
Tesoro (Utilidades del BCRA)	2.308	4.146	1.838	79,6%
Anses	945	2.097	1.152	121,8%
Resto	262	127	-135	-51,7%
Resto de Ingresos	1.566	1.526	-40	-2,6%
Gasto Total	44.938	55.198	10.259	22,8%
Gastos Corrientes	39.848	49.557	9.710	24,4%
Remuneraciones	5.965	6.931	966	16,2%
Bienes y Servicios	2.017	2.308	291	14,4%
Intereses	3.241	4.014	773	23,9%
Prest. de la Seguridad Social	15.695	20.084	4.388	28,0%
Transf. ctes al Sector Privado	8.913	10.529	1.617	18,1%
Transf. ctes al Sector Público	2.392	3.175	784	32,8%
Resto de Gastos Corrientes	1.625	2.516	892	54,9%
Gastos de Capital	5.091	5.640	550	10,8%
Inversión Real Directa	2.502	2.666	164	6,5%
Transferencias de Capital	2.586	2.958	372	14,4%
Fondo Federal Solidario	693	505	-188	-27,2%
Resto	1.893	2.453	560	29,6%
Inversión Financiera	2	16	14	736,8%
Gasto Primario	41.697	51.184	9.486	22,8%
Superávit Primario	849	438	-410	-48,4%
Superávit Financiero	-2.392	-3.576	-1.183	-49,5%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Dentro del Gasto Primario se destaca el crecimiento de las Transferencias Corrientes al Sector Público (32,8% i.a.), las prestaciones de la seguridad social (28% i.a.) y el pago de Intereses (23,9%). Tanto las erogaciones en Remuneraciones y en Bienes y Servicios experimentaron un crecimiento interanual moderado, del 16,2% y 14,4% respectivamente. Por otro lado, los Gastos de Capital aumentaron solamente un 10,8% respecto a marzo del año previo, dentro del cual la Inversión Real Directa creció un 6,5% y las Transferencias de capital lo hicieron en un 14,4%.

Transcurrido los tres primeros meses del año, se aprecia un mayor incremento interanual en el gasto primario (27,9%) con relación a los ingresos totales (26,7%), cayendo el superávit primario un 32,8%. Dentro de los ingresos se destaca el

crecimiento del 147,3% de las Rentas de la Propiedad, donde las Utilidades del Banco Central crecieron un 176,1% y los fondos de Anses lo hicieron en un 157,3%. Le siguen las Contribuciones a la Seguridad Social con un incremento interanual del 31,1%. El aumento de los Ingresos tributarios respecto al primer trimestre de 2012 fue del 16,9%, dentro de los cuales, los derechos al Comercio Exterior disminuyeron un 16,9%.

Ejecución Presupuestaria del Sector Público Nacional en el primer trimestre de 2013

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	Ene-mar12	Ene-mar13	\$	Var %
Ingreso Total	119.227	151.119	31.892	26,7%
Ingresos Tributarios	70.519	82.451	11.932	16,9%
Comercio Exterior	17.901	14.879	-3.022	-16,9%
Resto	52.618	67.572	14.954	28,4%
Contribuciones a la Seg. Social	41.294	54.143	12.849	31,1%
Rentas de la Propiedad	3.962	9.800	5.838	147,3%
Tesoro (Utilidades del BCRA)	2.408	6.647	4.239	176,1%
Anses	1.093	2.812	1.719	157,3%
Resto	462	341	-121	-26,1%
Resto de Ingresos	3.452	4.726	1.274	36,9%
Gasto Total	124.339	156.804	32.465	26,1%
Gastos Corrientes	110.136	139.469	29.333	26,6%
Remuneraciones	17.560	21.959	4.398	25,0%
Bienes y Servicios	5.793	7.387	1.594	27,5%
Intereses	7.281	7.143	-139	-1,9%
Prest. de la Seguridad Social	42.317	55.824	13.507	31,9%
Transf. ctes al Sector Privado	24.880	29.870	4.990	20,1%
Transf. ctes al Sector Público	7.837	9.358	1.521	19,4%
Resto de Gastos Corrientes	4.468	7.930	3.463	77,5%
Gastos de Capital	14.203	17.334	3.132	22,0%
Inversión Real Directa	7.326	8.733	1.407	19,2%
Transferencias de Capital	6.810	8.328	1.518	22,3%
Fondo Federal Solidario	1.595	953	-642	-40,2%
Resto	5.214	7.375	2.160	41,4%
Inversión Financiera	67	274	207	308,5%
Gasto Primario	117.058	149.661	32.604	27,9%
Superávit Primario	2.169	1.458	-711	-32,8%
Superávit Financiero	-5.112	-5.684	-573	-11,2%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Por el lado del gasto, en el acumulado del año lideran las Prestaciones a la Seguridad social con un crecimiento interanual del 31,9%, seguidas por las erogaciones en Bienes y Servicios y en Remuneraciones (27,5% i.a. y 25% i.a. respectivamente). El pago de Intereses disminuyó un 1,9% en el primer trimestre del año. Los Gastos de Capital se incrementaron un 22% interanual, donde tanto la Inversión Real Directa y

las Transferencias de Capital se movieron en el mismo sentido (19,2% y 22,3% respectivamente).

Las Transferencias a Provincias

Dentro de las erogaciones que realiza el gobierno nacional están las transferencias corrientes y de capital que tienen como destino las jurisdicciones subnacionales, y son en gran parte de naturaleza discrecional. En el primer trimestre de 2013, las transferencias corrientes aumentaron en un 9,8% interanual, mientras que las de capital lo hicieron en un 12,3%. Si se le añaden los recursos transferidos automáticamente (Coparticipación y Leyes Especiales), se tiene que el total de recursos transferidos a las provincias creció un 27,5% en los tres primeros meses de 2013.

Transferencias a Provincias y CABA en el primer trimestre de 2013

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	Ene-mar12	Ene-mar13	\$	Var %
Coparticipación y Leyes Especiales	35.735	46.909	11.174	31,3%
Transferencias Corrientes	2.819	3.096	278	9,8%
Transferencias de Capital	5.635	6.326	692	12,3%
FFS	1.595	953	-642	-40,2%
Resto	4.039	5.373	1.334	33,0%
Total	44.188	56.332	12.144	27,5%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

En Foco 1

Márgenes ajustados y futuro incierto para el complejo agrícola

- Para una explotación agrícola tipo, ubicada a poco más de 300 km del puerto, el margen neto de esta última campaña se redujo entre 39 y 47% en relación al promedio de la última década (a pesos constantes). Este fenómeno deja mas vulnerable al país por riesgos climáticos y de mercado (precios)
- Con precios de los granos todavía elevados, el deterioro de la rentabilidad no se explica por factores externos sino a la suba de costos en dólares y al aumento de la presión tributaria. La incidencia por regiones no es homogénea y la diferencia de rentabilidad puede llegar a una relación de 6 a 1 según la distancia de los campos al puerto
- Considerando el peso de las retenciones y del impuesto a las ganancias (sociedad jurídica), la participación del estado nacional en las utilidades de un establecimiento agrícola típico ya alcanza al 80%, peso que asciende a 84 y 86% en establecimientos de Santiago del Estero y Salta

En esta columna se hace un análisis comparativo de los márgenes agrícolas logrados en el ciclo que está cerrando en estas semanas en relación a los resultados obtenidos en campañas anteriores.

Las principales conclusiones que surgen del análisis son las siguientes:

- a) La campaña 2012/2013 cerrará con márgenes agrícolas que son bajos en relación a los observados en los últimos años, de los más bajos de la última década, y lo que es notable es que esto sucede a pesar de los elevados precios internacionales.
- b) Para un establecimiento agrícola tipo del norte de Córdoba se encuentra que el margen neto de la campaña 2012/2013 se ha reducido un 47% respecto del margen promedio del período post convertibilidad, siendo además junto con el margen de la campaña 2004/2005 el más bajo de todo este período.
- c) La situación resulta más desfavorable para las zonas de producción más alejadas de los puertos de embarque del país, casos de Santiago del Estero, Tucumán o Salta; los márgenes se han achicado relativamente más en estas

regiones, en función del mayor impacto que tienen las erogaciones asociadas al transporte de los granos hasta sus respectivos destinos finales.

Márgenes Teóricos (Netos) de una Explotación Agrícola localizada en distintas zonas de producción del país *

- En pesos constantes por ha -**

	Promedio 2002/03- 2011/12	Campaña 2012/13	Variación
Arroyito (Córdoba) (330km)	1122,2	686,0	-39%
Jesús María (Córdoba) (450km)	996,6	523,7	-47%
Las Cejas (Sgo Estero) (850km)	792,5	267,2	-66%
Las Lajitas (Salta) (1100km)	664,9	111,1	-83%

(*) Producción en campo propio. Agricultura en Secano. Rinde de la soja de primera 25qq (50% del área), del maíz 67qq (25% del área), del trigo 21 qq. y de la soja de segunda 22 qq (25% del área). Se consideran precios promedio de mercado observados en los meses de cosecha.

(**) Pesos constantes de Junio de 2010.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Revista Márgenes Agropecuarios, Bolsas de Cereales (Rosario y Buenos Aires) y otras fuentes.

- d) Un establecimiento productivo similar al caracterizado para el norte de Córdoba pero ubicado en las Lajitas/Salta habría logrado en esta campaña un margen teórico que es un 83% menor al promedio en las últimas diez campañas. De estar localizado en Las Cejas / Santiago del Estero, el margen sería un 66% menor al histórico.
- e) Las causas de este deterioro residen en un contexto macroeconómico y tributario que resulta adverso para la actividad, en el que se combinan una pérdida creciente de poder de compra de los granos respecto de otros bienes y servicios de la economía, con elevados impuestos directos sobre la producción y el comercio exterior de materias primas agrícolas.
- f) La participación del Estado en las ganancias "teóricas" de un establecimiento puramente "sojero", ubicado en el norte de Córdoba e instituido legalmente como sociedad jurídica, ha subido de un nivel cercano al 65% en la campaña 2002/03 hasta casi un 80% en la campaña 2012/2013. En otras palabras, esta empresa agrícola tributa una tasa del 80% sobre sus ganancias si se considera la carga que le significan los Derechos de Exportación (35% del precio de venta externo) y el Impuesto a las Ganancias (35% de las ganancias en el caso de sociedades jurídicas).
- g) Esta tasa efectiva sobre ganancias se incrementa a medida que se amplía la distancia que media entre el establecimiento y los puertos. En efecto, el mismo establecimiento de Jesús María / Córdoba pero localizado en Las Cejas / Santiago del Estero debe ceder el 84% de sus ganancias al Estado Nacional en la campaña 2012/2013 o el 86% de estar localizado en Las Lajitas / Salta.

- h) Dado que las zonas alejadas de los puertos son el futuro de la actividad agrícola del país, donde no sólo puede crecer la superficie implantada sino donde se pueden aprovechar mejor las nuevas tecnologías adaptadas para ambientes más adversos, la continuidad del actual contexto macroeconómico / tributario levanta una barrera muy elevada, casi infranqueable, para toda pretensión de superar nuevos records de producción en los próximos años.
- i) Debe advertirse también que una baja en los precios internacionales de los granos en el 2014, situación que tiene probabilidad de ocurrencia, puede acelerar en forma abrupta el proceso de deterioro de márgenes, dejando al sector mucho más vulnerable frente a cualquier eventualidad climática y al país mucho más limitado para generar las divisas que requiere el normal funcionamiento de su economía.

Se cuantifican los excedentes que en teoría (bajo condiciones climáticas normales) puede lograr una explotación localizada en el norte de la provincia de Córdoba con determinadas características productivas / tecnológicas. Luego se amplía la cobertura del análisis y se aproxima, bajo determinados supuestos y consideraciones, lo que estaría ocurriendo con los márgenes agrícolas en otras regiones del país, en particular en aquellas zonas más alejadas de los puertos y centros formadores de precios internos de los granos.

¿Qué ha pasado con los márgenes agrícolas?

Para poder responder esta pregunta se realizan estimaciones de rentabilidad según modelos de *rentabilidad teórica* ¹

¹ La modelización teórica establece como supuesto que las condiciones productivas de la campaña son las de la media histórica; esto permite aislar el efecto del clima sobre la rentabilidad de la actividad.

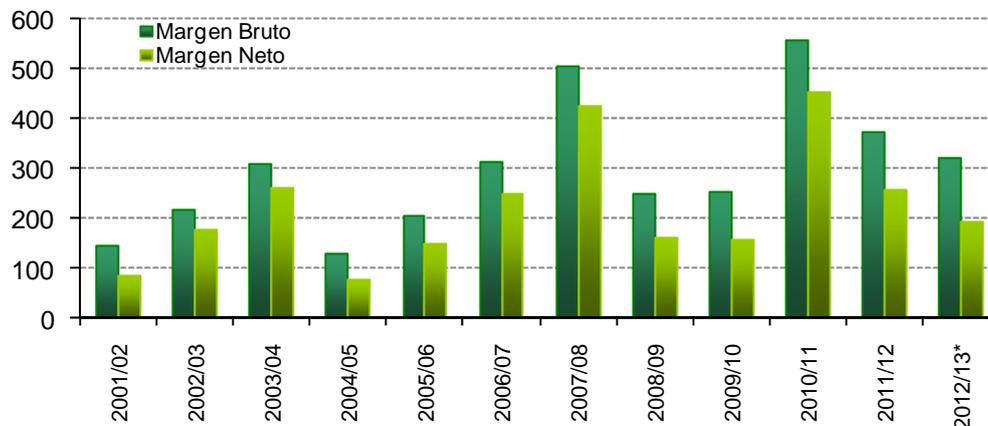
que aproximan los márgenes de los distintos cultivos implantados en un establecimiento de determinadas características productivas, tecnológicas, de ubicación geográfica, etc.

Se utiliza como caso base un establecimiento netamente agrícola ubicado en el norte cordobés (zona próxima a Jesús María), que trabaja en secano y destina el 50% de su superficie a la producción de soja de primera, un 25% a la producción de maíz grano, y el restante 25% para realizar el doble cultivo trigo-soja. El modelo supone la aplicación de un determinado paquete tecnológico-productivo que permite obtener rindes promedio de 25qq/ha para soja de primera, 67qq/ha para maíz, 21,5qq/ha para trigo y 22qq/ha para soja de segunda. El "margen neto" de la actividad supone el resultado económico logrado luego de afrontar los costos directos, los costos de cosecha y transporte y los gastos de estructura; este margen neto no incluye retribución a la tierra (se asemeja entonces al resultado que logra quien produce sobre campo propio) y es previo al pago de Impuesto a las Ganancias.

Nótese que los márgenes estimados y presentados a continuación serán válidos sólo para este establecimiento cordobés y/o para establecimientos cordobeses de similares características productivas y ubicación. Lo que sí es extrapolable para establecimientos diferentes, incluso ubicados en otras provincias, es la tendencia que muestran los márgenes del establecimiento cordobés, dado que ésta queda definida fundamentalmente por los niveles de precios internacionales, las relaciones domésticas que prevalecen entre el valor de los insumos y el valor de los granos, los impuestos y las restricciones a la exportación que impone el gobierno nacional, todos factores que influyen sobre la actividad agrícola independientemente de la provincia o región donde ésta se lleva adelante.

Bajo las condiciones antes definidas el establecimiento del noroeste cordobés habría alcanzado un margen neto de US\$194 por hectárea en la campaña 2012/2013. La evolución histórica de este margen indica que los mayores valores se lograron en las campañas 2007/2008 y 2010/2011, cuando se superaron niveles de US\$ 400 por hectárea.

Márgenes Teóricos (Bruto y Neto) de una Explotación Agrícola del Norte de Córdoba*
En US\$ por ha



(*) Producción en campo propio. Agricultura en Secano. Rinde de la soja de primera 25qq (50% del área), del maíz 67qq (25% del área), del trigo 21 qq. y de la soja de segunda 22 qq (25% del área). Se consideran precios promedio de mercado observados en los meses de cosecha.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Revista Márgenes Agropecuarios, Bolsas de Cereales (Rosario y Buenos Aires) y otras fuentes.

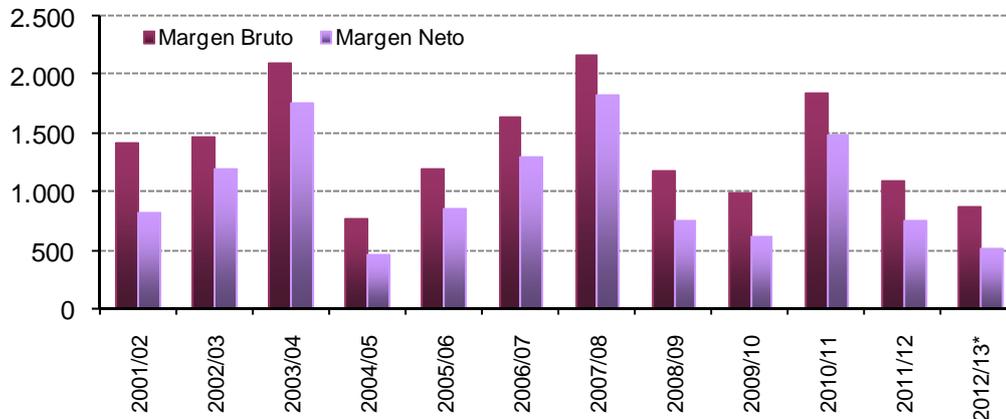
Ahora bien, en función que el poder de compra del dólar en el mercado interno argentino ha ido sufriendo modificaciones durante el período bajo análisis, resulta clave incorporar este fenómeno en las estimaciones de rentabilidad agrícola a los efectos de una correcta evaluación del retorno económico de la actividad.

A tal efecto se re-expresan en primer lugar los márgenes esta vez en pesos corrientes y luego se corrigen por la inflación de los últimos años; lo que se hace es garantizar igual poder de compra de los pesos recibidos en el mercado interno en cualquier momento del período. Se toma como mes base el mes de junio de 2010 (mes cierre de la campaña 2009/10) y se utiliza para la corrección la evolución del valor de una canasta básica de bienes de consumo.¹

A pesos constantes del 2010, el margen neto de la campaña 2012/2013 es de \$524 por hectárea. Considerando que en las últimas diez campañas este mismo resultado promedió los 997 pesos por hectárea, se tiene que el margen se ha reducido un 47% respecto del promedio del período post convertibilidad, siendo además junto con el margen de la campaña 2004/2005 el más bajo de todo este período.

² Se utiliza el IPC INDEC hasta 2005 y luego una estimación basada en IPC Santa Fe e IPC San Luis.

Márgenes Teóricos (Bruto y Neto) de una Explotación Agrícola del Norte de Córdoba*
- En pesos constantes por ha -**



(*) Producción en campo propio. Agricultura en Secano. Rinde de la soja de primera 25qq (50% del área), del maíz 67qq (25% del área), del trigo 21 qq. y de la soja de segunda 22 qq (25% del área). Se consideran precios promedio de mercado observados en los meses de cosecha.

(**) Pesos constantes de Junio de 2010.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Revista Márgenes Agropecuarios, Bolsas de Cereales (Rosario y Buenos Aires) y otras fuentes.

A mayor distancia del puerto mayor el ajuste

En el análisis de los márgenes del establecimiento cordobés se incluyen costos de transporte de los granos asociados a una distancia entre la producción y el puerto Rosario, distante unos 450 km.

¿Qué habrá sucedido con los márgenes de un establecimiento localizado en regiones más alejadas de los puertos, casos de Santiago del Estero o Salta, por nombrar sólo algunas provincias productoras del norte argentino?

A los efectos de aproximar alguna respuesta se hace un ejercicio de estimación que consiste en determinar los márgenes teóricos de una explotación de similares características productivas / tecnológicas a la del norte cordobés pero con diferente ubicación geográfica. Se definen dos regiones de producción, Las Cejas en Santiago del Estero (noroeste de la provincia, 850 km del puerto Rosario) y Las Lajitas en Salta (centro de la provincia, 1.100 km del puerto).

En un gráfico adjunto se presenta la evolución de los márgenes teóricos alcanzados por este establecimiento tipo en distintas zonas de producción del país, incluyendo una cuarta localización, la localidad de Arroyito en Córdoba (330 km del Puerto).

La lectura de los resultados obtenidos permite llegar a ciertas conclusiones que eran de esperar y también a otras a priori no tan evidentes: a) los márgenes se reducen a

medida que el establecimiento se aleja del puerto; b) la diferencia de márgenes es muy significativa entre zonas próximas y zonas alejadas de los embarques, por caso, el margen teórico que se logra en Arroyito / Córdoba en la campaña 2012/2013 es seis veces el que se logra en Las Lajitas/Salta; c) las zonas muy alejadas del puerto se están aproximando a una situación donde quedarían prácticamente sin márgenes (lo que obtienen de la venta de los granos alcanzaría a cubrir costos directos, gastos de cosecha y de transporte, pero no a remunerar al factor tierra ni generar excedentes por el riesgo asumido); d) los márgenes se han achicado relativamente más en las zonas más alejadas de los puertos.

Márgenes Teóricos (Netos) de una Explotación Agrícola localizada en distintas zonas de producción del país *

- En pesos constantes por ha -**



(*) Producción en campo propio. Agricultura en Secano. Rinde de la soja de primera 25qq (50% del área), del maíz 67qq (25% del área), del trigo 21 qq. y de la soja de segunda 22 qq (25% del área). Se consideran precios promedio de mercado observados en los meses de cosecha.

(**) Pesos constantes de Junio de 2010.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Revista Márgenes Agropecuarios, Bolsas de Cereales (Rosario y Buenos Aires) y otras fuentes.

Los últimos dos puntos referidos son muy importantes: hay regiones del país que están quedando con márgenes muy reducidos, a pesar de un contexto de precios internacionales muy favorable para la actividad. Estas regiones alejadas de los puertos están sufriendo relativamente más el deterioro de aquellas condiciones económicas que son claves para el negocio agrícola. Nótese la relevancia del tema, ya que es en estas zonas más alejadas del núcleo pampeano donde residen las mayores expectativas de crecimiento productivo en el futuro. En un cuadro adjunto puede apreciarse que un establecimiento de las Lajitas ha reducido su margen neto un 83% respecto del que lograra tener en promedio en las últimas diez campañas, mientras que

ese mismo establecimiento localizado en Córdoba si bien también ha visto reducirse su excedente de explotación, el achique ha sido sensiblemente menor (39% en Arroyito y 47% en Jesús María).

Márgenes Teóricos (Netos) de una Explotación Agrícola localizada en distintas zonas de producción del país *

- En pesos constantes por ha -**

	Promedio 2002/03- 2011/12	Campaña 2012/13	Variación
Arroyito (Córdoba) (330km)	1122,2	686,0	-39%
Jesús María (Córdoba) (450km)	996,6	523,7	-47%
Las Cejas (Sgo Estero) (850km)	792,5	267,2	-66%
Las Lajitas (Salta) (1100km)	664,9	111,1	-83%

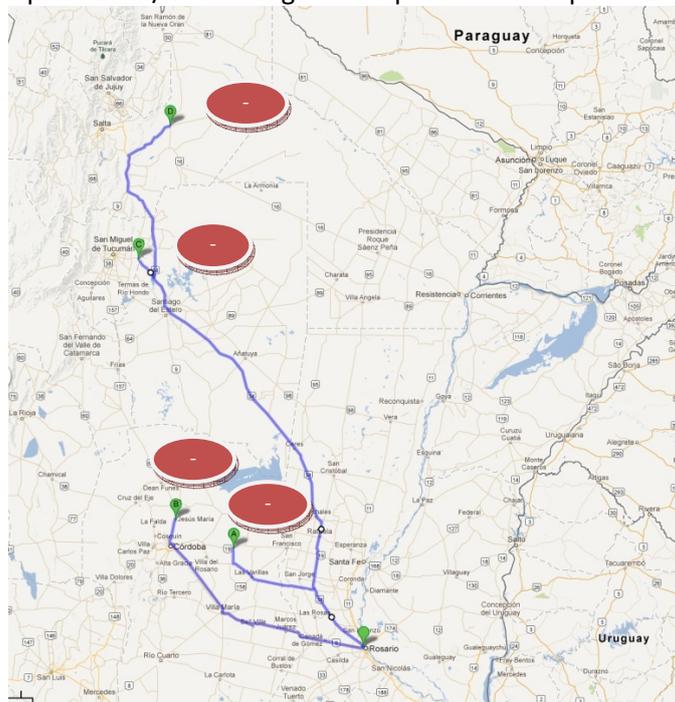
(*) Producción en campo propio. Agricultura en Secano. Rinde de la soja de primera 25qq (50% del área), del maíz 67qq (25% del área), del trigo 21 qq. y de la soja de segunda 22 qq (25% del área). Se consideran precios promedio de mercado observados en los meses de cosecha.

(**) Pesos constantes de Junio de 2010.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterranea sobre la base de Revista Márgenes Agropecuarios, Bolsas de Cereales (Rosario y Buenos Aires) y otras fuentes.

Ajuste de márgenes teóricos de una Explotación Agrícola localizada en distintas zonas de producción del país *

Margen neto Campaña 2012/13 vs Margen neto promedio campañas 2002/03 a 2011/12.



(*) Producción en campo propio. Agricultura en Secano. Rinde de la soja de primera 25qq (50% del área), del maíz 67qq (25% del área), del trigo 21 qq. y de la soja de segunda 22 qq (25% del área). Se toman precios promedio de mercado de meses de cosecha. Pesos constantes de Junio de 2010.

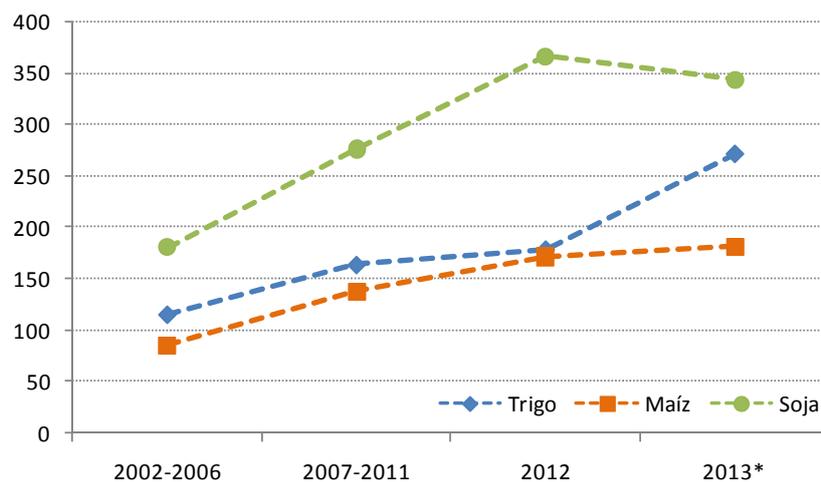
Fuente: IERAL de Fundación Mediterranea sobre la base de Revista Márgenes Agropecuarios, Bolsas de Cereales (Rosario y Buenos Aires) y otras fuentes.

¿Tienen que ver los precios de los granos?

El ajuste en la rentabilidad del campo agrícola se produce, paradójicamente, en un contexto de altísimos precios internacionales y de precios internos crecientes medidos éstos en dólares corrientes.

En efecto, el valor de la soja y el maíz en dólares en el mercado interno se ubica este año entre un 90% y un 110%, respectivamente, por encima del promedio 2002-2006 y entre un 25% y 31%, respectivamente, por encima de los valores promedio del período 2008-2011. Adicionalmente, los valores actuales no se alejan tanto de los promediados durante 2012; se observa una pequeña baja en soja, un leve repunte en maíz y una importante revalorización del trigo.

Precios de los Granos en Mercado Interno. US\$ / Tonelada. Valores de Referencia Rosario



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de Revista Márgenes Agropecuarios, Bolsas de Cereales (Rosario y Buenos Aires) y otras fuentes.

¿Quién se está llevando una tajada extra?

El deterioro de los márgenes agrícolas está muy vinculado a la macroeconomía y a la política tributaria.

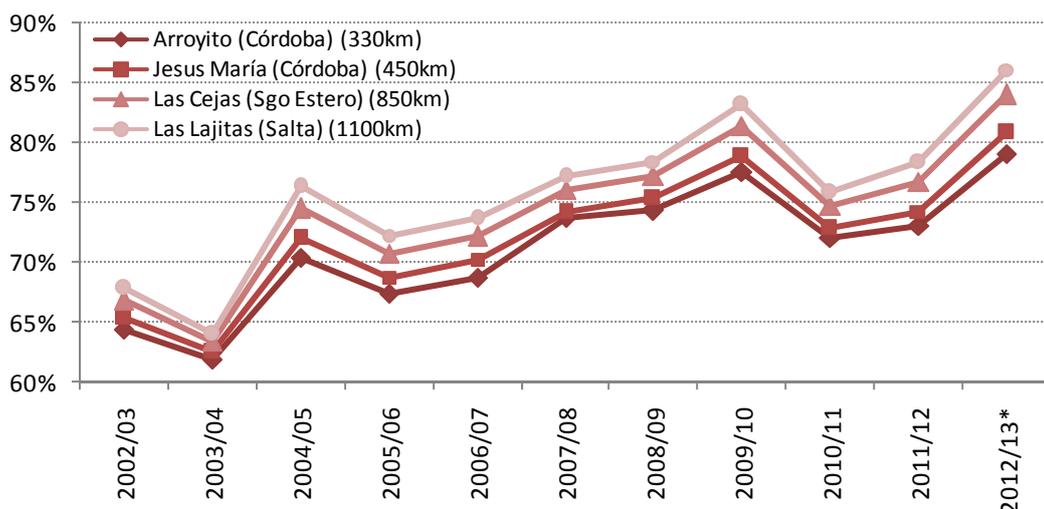
Respecto del segundo punto, resulta evidente el avance que ha tenido el Estado nacional sobre el negocio agrícola a partir de la reimplantación de los Derechos de Exportación y su convivencia con el Impuesto a las Ganancias.

Por ejemplo, si se analiza la evolución desde la campaña 2002/03 hasta la campaña actual se observa que la participación del Estado en las ganancias "teóricas" de un

establecimiento puramente "sojero" ha subido del 65% al 80%. El ejemplo surge de un campo ubicado en el norte de Córdoba de características productivas similares a las definidas en una sección previa de esta columna, instituido legalmente como sociedad jurídica. En otras palabras, esta empresa agrícola tributa actualmente una tasa del 80% sobre sus ganancias si se considera la carga que le significan los Derechos de Exportación (35% del precio de venta externo) y el Impuesto a las Ganancias (35% de las ganancias en el caso de sociedades jurídicas).

Nótese que esta tasa efectiva sobre ganancias se incrementa a medida que se amplía la distancia que media entre el establecimiento y los puertos. En efecto, el mismo establecimiento de Jesús María / Córdoba pero localizado en Las Cejas / Santiago del Estero debe ceder el 84% de sus ganancias al Estado Nacional en la campaña 2012/2013 o el 86% de estar localizado en Las Lajitas / Salta.

Participación del Estado Nacional en las ganancias del cultivo de Soja. Distintas localizaciones.*



*Incluye solamente dos impuestos: Derechos de Exportaciones y Impuesto a las Ganancias (alícuota del 35%).

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

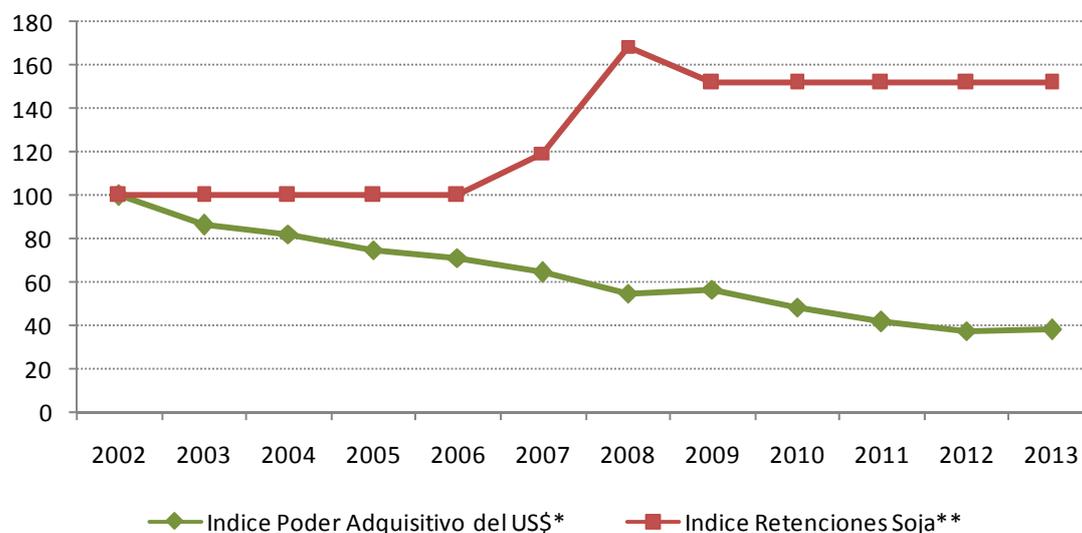
Además de la mayor presión tributaria, asociada a la suba que han tenido los derechos de exportación durante el período bajo análisis, aparece un segundo factor muy relevante, que tiene que ver con la importante reducción del poder adquisitivo del dólar en el mercado interno, a consecuencia de un desfase entre la tasa a la que han crecido los precios de los bienes y servicios domésticos (mayor) y la tasa a la que ha evolucionado el tipo de cambio oficial (menor).

Nótese que el poder de compra más alto que logra el dólar durante la última década en el mercado interno argentino se alcanza con la devaluación a inicios del 2002; a

partir de esa fecha empieza un proceso de ajuste sostenido, a consecuencia en una primera etapa del reacomodamiento natural que tienen los precios de bienes y servicios domésticos y luego, en una segunda etapa, al proceso de suba sostenida (inflación) en el nivel general de precios que se observa desde el período 2006/2007.

Entre el año de máximo poder adquisitivo (2002) y la actualidad, el dólar ha perdido un 62% de su capacidad para comprar bienes y servicios de consumo en Argentina.

Dos variables claves en el ajuste de márgenes agrícolas: caída en el poder adquisitivo del dólar y suba de presión tributaria sobre la exportación



(*) Evolución del poder adquisitivo del dólar en términos de una canasta de bienes y servicios de consumo (medida ésta última según relevamientos del INDEC hasta el 2006 y según relevamientos de direcciones de estadísticas de San Luis y Santa Fe desde el 2007 al 2013).

(**) Evolución del derecho de exportación que rige sobre las ventas externas de soja. Índices Base 2002=100.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Algunas reflexiones finales

Las estadísticas indican que la campaña 2012/2013 cerrará con márgenes agrícolas que son bajos en relación a los observados en los últimos años, de los más bajos de la última década, y lo que es notable es que esto sucede a pesar de los elevados precios internacionales.

Dado que esta tendencia no se explica por factores externos, las causas deben residir en aspectos domésticos.

En este último plano aparecen dos cuestiones que penalizan la actividad: a) un contexto macroeconómico dominado por una tasa significativa de inflación (de niveles

que sitúan al país en el grupo de países de mayor inflación del mundo), que afecta particularmente a aquellos productos cuyo precio está vinculado al tipo de cambio (productos de exportación) y donde no existe posibilidad de trasladar hacia adelante aumentos de costos domésticos en moneda dura; b) elevados impuestos directos sobre la producción y el comercio exterior de materias primas agrícolas.

La situación resulta más desfavorable para las zonas de producción más alejadas de los puertos de embarque del país, casos de Santiago del Estero, Tucumán o Salta; los márgenes se han achicado relativamente más en estas regiones, en función del mayor y gran impacto que tienen sobre los costos económicos de las explotaciones las erogaciones que están asociadas al transporte de los granos hasta sus respectivos destinos finales.

Estas zonas alejadas de los puertos son el futuro de la actividad agrícola del país, ya que no sólo puede crecerse en superficie sino donde las nuevas tecnologías pueden generar mayores impactos en términos productivos. Sin embargo, el actual contexto macroeconómico / tributario levanta una barrera muy elevada, casi infranqueable, para toda política sectorial bienintencionada (pública o privada) que defina objetivos de producción creciente de granos en los próximos años.

Debe advertirse también que una baja en los precios internacionales de los granos en el 2014, situación que tiene probabilidad de ocurrencia, puede acelerar en forma abrupta el proceso de deterioro de márgenes, dejando al sector mucho más vulnerable frente a cualquier eventualidad climática y al país mucho más limitado para generar las divisas que requiere el normal funcionamiento de la economía.

En Foco 2

La recaudación tributaria en las provincias aumenta a un ritmo de 40% interanual en el primer cuatrimestre

- Este es el resultado de un significativo incremento de la presión tributaria, instrumento elegido por las jurisdicciones provinciales ante las dificultades fiscales
- Río Negro lidera el ranking, con un aumento de recaudación de 66,1% interanual, seguida de Tucumán con 53,2%, Neuquén con 53,1% y CABA con 46%
- En las provincias más pobladas, la recaudación por Ingresos Brutos subió un 49,8% en CABA; 44,2% en Córdoba; 42,1% en Buenos Aires y 37,2% en Santa Fe

En base a la información disponible, se estima que los recursos tributarios propios de los gobiernos provinciales relevados crecieron un 40,7% en los primeros cuatro meses de 2013.¹ Este guarismo resulta claramente superior a la variación observada en igual periodo en el gobierno nacional (28,6%) y al crecimiento de los recursos que perciben las provincias en concepto de coparticipación y otras leyes especiales de reparto automático (32,2%). La suba de la recaudación de provincias en 2013, claramente por arriba de la tasa de inflación, muestra los efectos del aumento en la presión impositiva instrumentada en varias provincias.

¹ Se estima en base a las 16 jurisdicciones de las cuales se disponen datos (representan el 93% del total de recaudación), ponderando por su recaudación en 2011

Crecimiento de la Recaudación Provincial Total

Var. i.a. – Promedio 3 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a gobiernos provinciales.

Analizando la situación por provincia, se observa que aquellas que lideran el crecimiento interanual de los recursos impositivos son Río Negro (66,1%), Tucumán (53,2%) y Neuquén (53,1%). En el otro extremo se encuentra Salta (28,8%), Formosa (26,4%), Misiones (16,9%) y Catamarca (16,6%). Por su parte, jurisdicciones altamente pobladas como CABA (46%), Córdoba (43,4%), Mendoza (42,4%), Buenos Aires (42%) y Santa Fe (38,7%) mostraron fuertes subas en la evolución de sus recursos tributarios, aunque en posiciones intermedias de crecimiento con relación a otras jurisdicciones subnacionales.

La Recaudación Tributaria Provincial en 2013

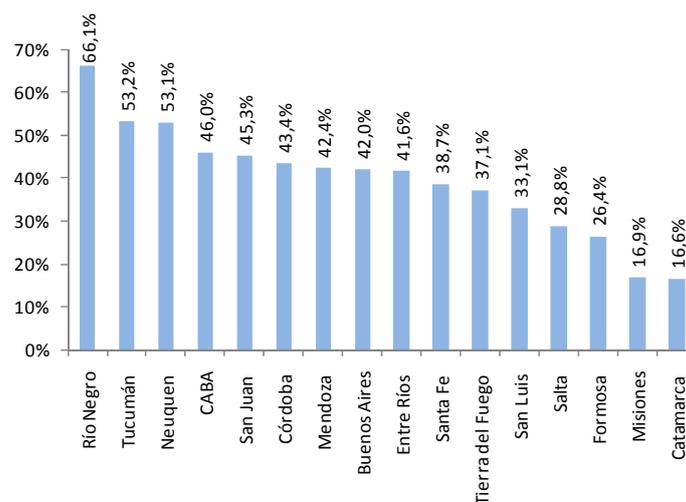
Total Recaudación

Provincias	Período	2012	2013	Var %
CABA	ene-abr	8.575	12.521	46,0%
Buenos Aires	ene-mar	10.602	15.058	42,0%
Catamarca	ene-abr	185	216	16,6%
Córdoba	ene-abr	2.710	3.885	43,4%
Entre Ríos	ene-abr	841	1.191	41,6%
Formosa	ene-abr	143	181	26,4%
Mendoza	ene-mar	1.064	1.514	42,4%
Misiones	ene-feb	304	355	16,9%
Neuquen	ene-abr	721	1.104	53,1%
Río Negro	ene-abr	428	712	66,1%
Salta	ene-mar	395	509	28,8%
San Juan	ene-abr	369	536	45,3%
San Luis	ene-abr	356	474	33,1%
Santa Fe	ene-mar	2.032	2.818	38,7%
Tierra del Fuego	ene-mar	169	232	37,1%
Tucumán	ene-abr	830	1.271	53,2%
Total (est.)	ene-abr	34.410	48.416	40,7%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a gobiernos provinciales.

La Recaudación Tributaria Provincial en 2013

Total Recaudación – Variación acumulada



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a gobiernos provinciales.

El Impuesto a los Ingresos Brutos

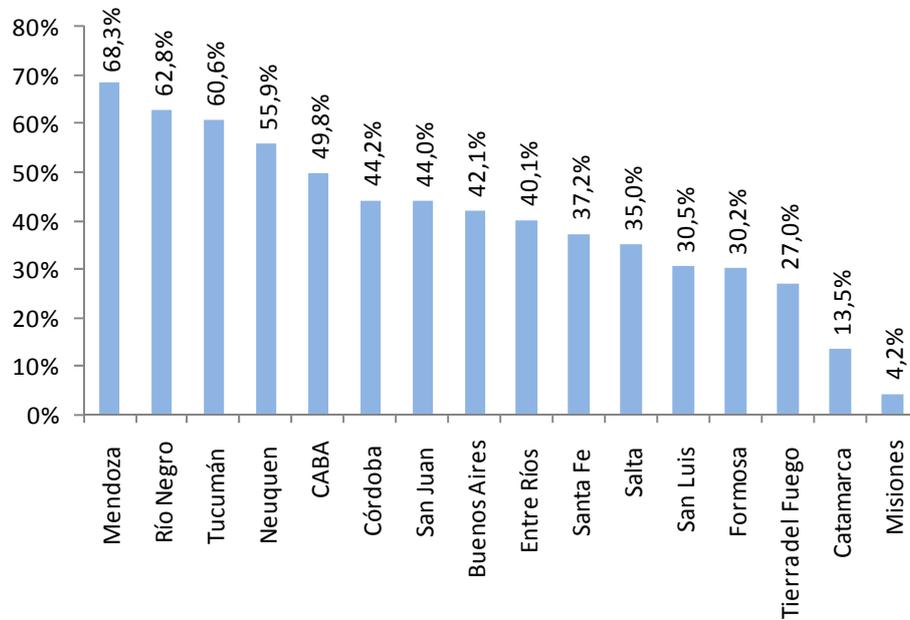
El impuesto a los ingresos brutos representa más del 70% de lo recaudado, por lo cual es el de mayor influencia en la recaudación provincial. En los cuatro primeros meses de 2013, el crecimiento interanual de los ingresos por dicho gravamen fue del 42,4%. Al realizar el análisis por provincia se observa que las que presentan un mayor crecimiento en Ingresos Brutos son Mendoza (68,3%), Río Negro (62,8%), Tucumán (60,6%) y Neuquén (55,9%). En el extremo opuesto se sitúan Tierra del Fuego (27%), Catamarca (13,5%) y Misiones (4,2%). Por su parte, la recaudación del Impuesto a los Ingresos Brutos creció de manera significativa en CABA (49,8%), Córdoba (44,2%), Buenos Aires (42,1%) y Santa Fe (37,2%), provincias que se caracterizan por tener las recaudaciones más altas del país. Se debe advertir que la evolución en la recaudación no refleja sólo variaciones en la actividad económica e inflación, y en la eficiencia para recaudar, sino que también puede estar reflejando subas en la presión legal (alícuotas, montos fijos, modificación en exenciones, etc.).

La Recaudación Provincial en 2013 Ingresos Brutos

Provincias	Período	2012	2013	Var %
CABA	ene-abr	6.133	9.186	49,8%
Buenos Aires	ene-mar	7.316	10.397	42,1%
Catamarca	ene-abr	152	172	13,5%
Córdoba	ene-abr	2.050	2.957	44,2%
Entre Ríos	ene-abr	413	579	40,1%
Formosa	ene-abr	113	147	30,2%
Mendoza	ene-mar	691	1.163	68,3%
Misiones	ene-feb	193	201	4,2%
Neuquen	ene-abr	611	953	55,9%
Río Negro	ene-abr	313	510	62,8%
Salta	ene-mar	309	416	35,0%
San Juan	ene-abr	229	330	44,0%
San Luis	ene-abr	271	353	30,5%
Santa Fe	ene-mar	1.457	2.000	37,2%
Tierra del Fuego	ene-mar	46	59	27,0%
Tucumán	ene-abr	601	966	60,6%
Total (est.)	ene-abr	24.435	34.800	42,4%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a gobiernos provinciales.

La Recaudación Provincial en 2013
Ingresos Brutos



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a gobiernos provinciales.

En Foco 3

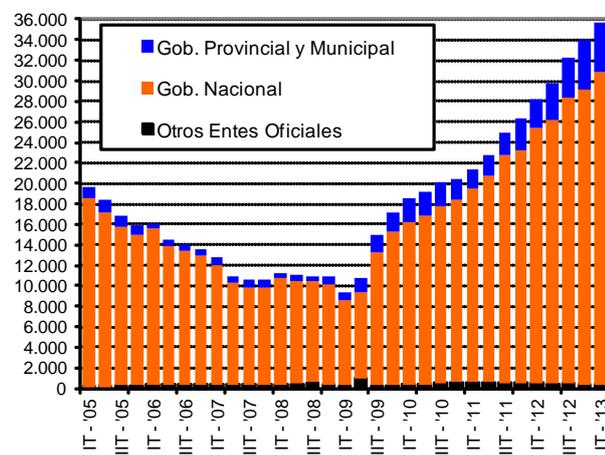
Los préstamos bancarios al sector público crecen impulsados por las financiaciones a gobiernos municipales y provinciales

- Las financiaciones bancarias en pesos al sector público promediaron \$36 mil millones en el primer trimestre del año
- Los destinados a organismos sub nacionales representan el 11,4% del total, duplicando su participación respecto del guarismo de 2005
- Por su parte, los depósitos públicos en pesos alcanzaron \$214.700 millones, con gran peso del gobierno nacional y entes oficiales

La presente nota intentará describir el comportamiento que han tenido tanto los préstamos como los depósitos en pesos del sector público. En este sentido, los créditos bancarios destinados a financiar al sector público han aumentado notablemente desde principios de 2009, aunque en los últimos trimestres su ritmo de expansión se ha ubicado en torno al nivel de la inflación. Por su parte, las colocaciones bancarias del sector público han tenido un comportamiento similar, crecieron significativamente a partir de 2010, aunque en los últimos trimestres han ajustado su crecimiento al ritmo de crecimiento de los precios.

Como refleja el gráfico, se registran dos etapas claramente diferenciadas. Entre 2005 y 2009, los préstamos en pesos al sector público muestran una merma desde casi \$20.000 millones a \$10.000, para el promedio trimestral. A partir de allí, el stock de créditos creció notablemente hasta alcanzar en el primer trimestre de este año los \$36.000 millones. Pero las dos etapas demarcada anteriormente también muestra un factor que las caracteriza: su composición. La diferencia se explica por la

Préstamos al Sector Público en Pesos
en millones de pesos



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

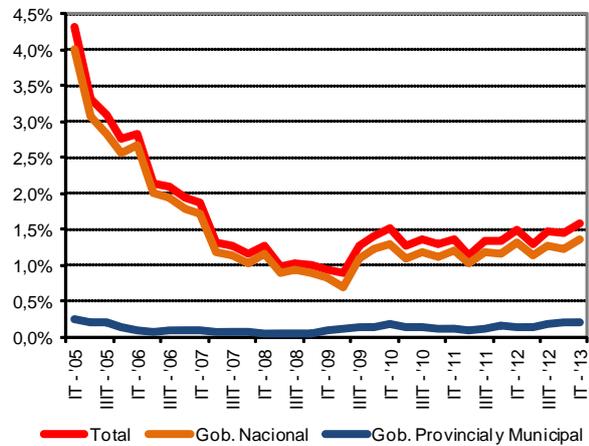
preponderancia que han adquirido en la etapa más reciente los préstamos destinados a las jurisdicciones Provinciales y Municipales por sobre los destinados al gobierno Nacional; que pasaron de representar en promedio el 5,7% del total entre 2005 y principios de 2009, a 11,4% desde esa época a esta parte.

Como se mencionara al inicio, en términos de la variación interanual, la expansión de los préstamos en pesos al sector público totales luego de alcanzar tasas cercanas al 100% entre fines de 2009 y principios de 2010, hoy convergen a 27% interanual. Con la salvedad que los préstamos destinados a jurisdicciones Provinciales y Municipales crecen al 70% interanual, de ahí su mayor participación.

Ahora bien, en términos del PIB, los préstamos al sector público reflejan una significativa caída entre 2005 y mediados de 2009, pasando de 4,3% del PIB a un piso de 1% en ese lapso. A partir de allí, han crecido en representación en términos reales pero en forma más moderada. Como muestra el gráfico, hacia el primer trimestre del corriente año, los créditos bancarios en pesos alcanzaron el 1,6% del producto. En línea con los expuesto anteriormente, los préstamos a jurisdicciones sub nacionales han visto duplicar su participación sobre el producto desde 0,11% a 0,22%, entre 2009 y 2013.

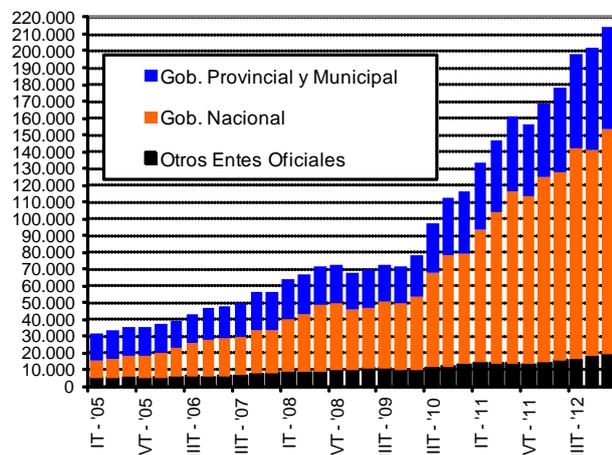
Por otro lado el sector público también cuenta con depósitos bancarios en pesos. Como muestra el gráfico, los mismos vienen creciendo ininterrumpidamente desde 2005, pasando de poco más de \$30.000 a un pico de \$214.700 millones en el primer trimestre de este año. Aquí también se observan dos etapas bien marcadas. La primera, desde inicios de 2005 hasta fines de 2010, cuando los

Préstamos al Sector Público en Pesos
En % del PIB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

Depósitos del Sector Público en Pesos
en millones de pesos

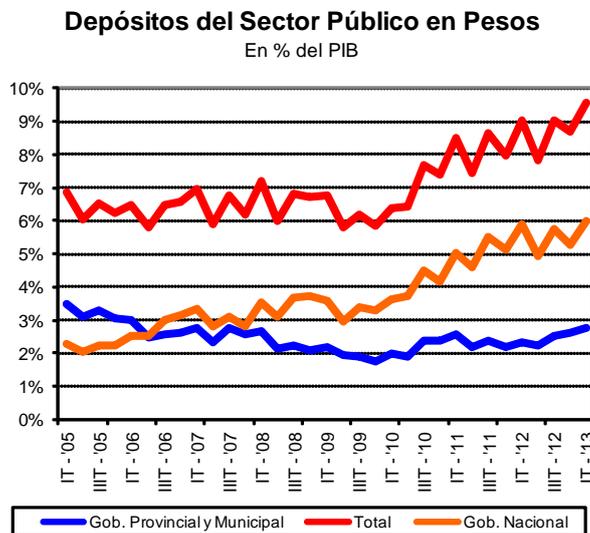


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

depósitos crecían a una tasa de 25,2% interanual promedio. Luego, el ritmo de expansión se aceleró significativamente, promediando 36,4% interanual. Sin embargo, cabe destacar que en los últimos trimestres la tasa de crecimiento se ha moderado ostensiblemente hasta ubicarse en 27% interanual durante el primer trimestre del año.

Respecto de la composición de los depósitos, se observa que los correspondientes al gobierno Nacional han ganado terreno significativamente pasando de representar un 34,5% del total en 2005 a 62,5% para el promedio de los últimos cuatro trimestres disponibles. Mientras que, por el lado de las jurisdicciones municipales los depósitos en pesos perdieron lugar, pasando de significar 50,2% en 2005 a 29% en el último año.

En este contexto, en relación al PIB, los depósitos en pesos totales del sector público pasaron de equivaler 6,5% del producto en 2005 a 9,5% en el primer trimestre de 2013. A su vez, los correspondientes al gobierno Nacional pasaron de 2% a 6% del PIB en ese lapso, mientras que los de jurisdicciones Provinciales y Municipales se movieron dentro de una banda entre 1,5% y 3,5% del PIB.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

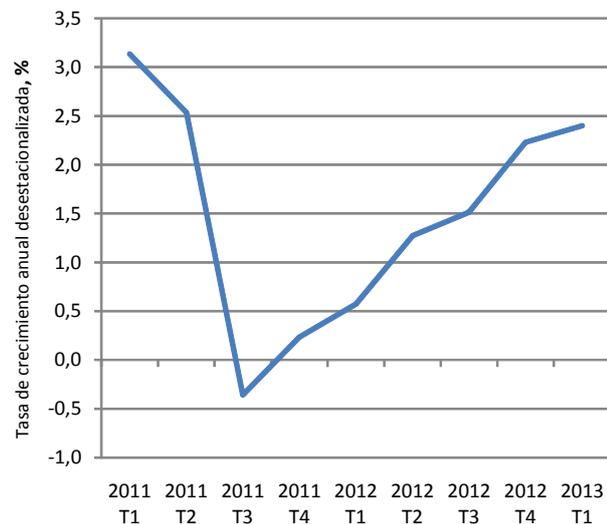
En Foco 4

Brasil: pese al débil crecimiento, suben las tasas de interés

- La economía parece entrampada en un escenario de variación del PIB inferior al 3% anual y presiones inflacionarias que no ceden
- Los datos de crecimiento del primer trimestre (2,4% desestacionalizado y anualizado) vinieron por debajo de lo esperado. Hubo, sin embargo, un aporte positivo de la inversión (18,4%)
- Al no haber ajustado la política fiscal en el momento adecuado, ahora Brasil se enfrenta a la paradoja de ser uno de los pocos países en el mundo con inflación elevada y tendencia alcista en la tasa de interés

La economía brasileña creció menos de lo esperado en el primer trimestre de 2013, a una tasa anualizada de 2,4%. Esta no es una buena noticia, porque ya se anticipaba que el nivel de actividad reduciría su ritmo luego del primer trimestre. La moderación de la actividad económica se da aún cuando el sector agropecuario registró una tasa de crecimiento anualizada de 38,8%, gracias a una cosecha récord, con un aumento significativo en la cosecha de soja. El sector servicios decepcionó con un incremento del 2%, mientras que la industria cayó al 1,2% anual desestacionalizado. Este resultado negativo en la industria se debe, particularmente, a la caída de la industria extractiva mineral, mientras que la industria manufacturera creció al 1,2% anual.

Brasil: El PIB crece al 2,4% anual desestacionalizado en el primer trimestre del año



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE

Por el lado de la demanda, todo el crecimiento del primer trimestre puede asignarse a la inversión en determinados sectores; el consumo y gasto público prácticamente se mantuvieron estables respecto al cuarto trimestre de 2012. La tasa de inversión se ubicó así en 18,3% del PIB en el primer trimestre. Importaciones creciendo al 25% anualizado y exportaciones cayendo a esa misma tasa, dieron como saldo un impacto negativo en el crecimiento del primer trimestre. Las menores ventas hacia la Argentina (tercer mayor comprador de manufacturas de Brasil), originado en restricciones de nuestro país, viene incidiendo fuertemente en los resultados de comercio exterior del vecino país desde el año pasado. La confianza de consumidores y empresarios brasileños no repunta: aumento de los costos de producción, constantes cambios en materia tributaria, presiones inflacionarias, son algunos de los factores que lo explican.

Crecimiento de la economía en el 1º Trimestre 2013

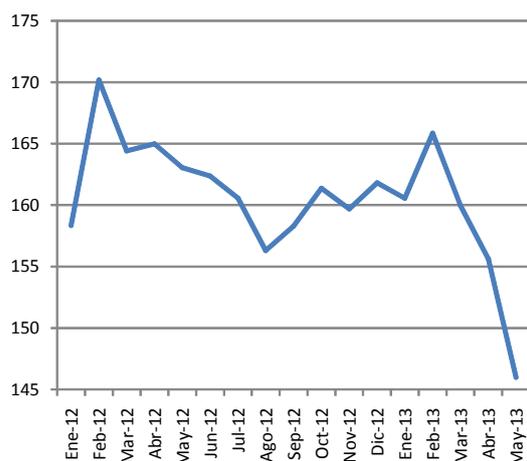
	Tasa desestacionalizada anualizada, en %
PIB	2.4
Oferta	
Agropecuario	38.8
Industria	-1.2
Servicios	2.0
Demanda	
Consumo	0.4
Inversión	18.4
Gasto Público	0.0
Exportaciones	-25.6
Importaciones	25.2

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE

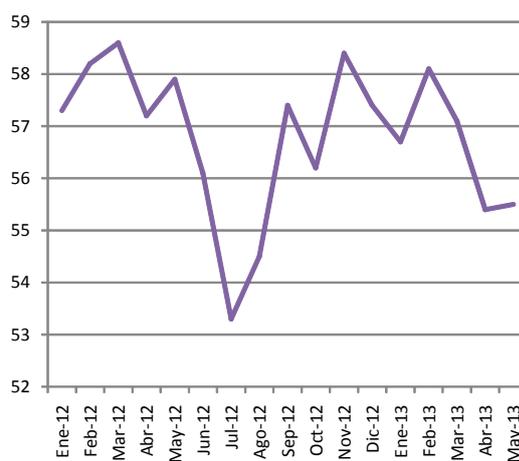
El consumo viene siendo sostenido por recalentamiento del mercado laboral, con ingresos que crecen por encima de la inflación. Pero, a pesar de ello, el consumo se ha desacelerado en el primer trimestre y como puede observarse en el gráfico de abajo a la izquierda, la confianza del consumidor cae en forma ininterrumpida desde marzo de este año.

Brasil

Confianza del Consumidor



Confianza del Empresario Industrial



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Fecomercio SP

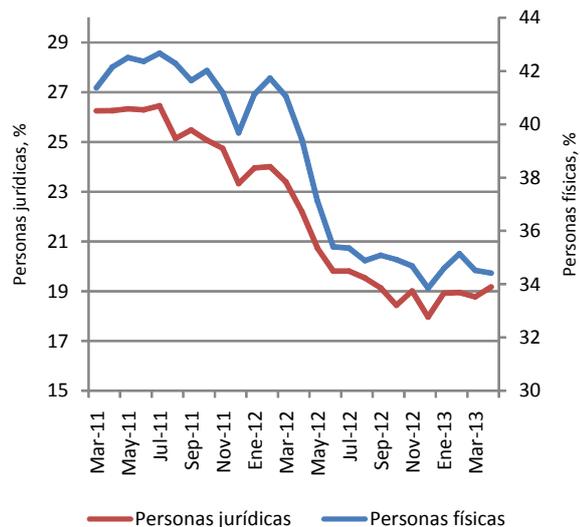
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CNI

El ingreso promedio de los ocupados aumentó 8,3% interanual en el mes de abril mientras que la inflación se ubicó en 6,5% interanual. En el caso del salario mínimo, el

aumento del mes de enero reflejó un incremento interanual del 9%, mostrando también una mejora en el poder adquisitivo. El aumento de los costos de producción está impactando negativamente en las decisiones de los empresarios.

Dentro de la industria manufacturera, el sector más dinámico es el automotriz, que sigue fogoneado por la prórroga de la reducción del IPI (impuesto sobre productos industrializados) y la expansión del crédito. Esto genera, en cierta forma, la percepción de que el crecimiento hoy depende fuertemente de los estímulos que pueda aplicar el gobierno.

Brasil: Tasa de interés promedio créditos a personas físicas y jurídicas



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Banco Central de Brasil

Brasil es uno de los pocos países del mundo con presiones inflacionarias. Como consecuencia, será uno de los pocos países con una política monetaria restrictiva durante este año. En el mes de abril, el Banco Central aumentó la tasa de referencia en 25 puntos básicos, para llevarla hasta 7,5%, sin impacto, hasta la fecha, sobre las tasas que financian a las personas: como se observa en el gráfico, la tasa promedio de los créditos a personas físicas se mantuvo en 34,4%, mientras que para las empresas registró un leve repunte, hasta 19,2%. Esta semana, la autoridad monetaria volvió a incrementar la tasa, pero en esta oportunidad en 50 puntos básicos, para ubicarla en 8%. Este no sería el último incremento durante este año y, a pesar de que todavía no se observe un impacto directo sobre el resto de las tasas, ya está afectando las expectativas.

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 1993 (\$ mm)	2012 IV	484.212,6	1,3%	2,1%	1,9%
PIB en US\$ (\$ mm)	2012 IV	483.027,9	-	5,6%	6,9%
EMAE	mar-13	204,5	0,7%	2,6%	2,7%
IGA-OJF (1993=100)	abr-13	175,8	-0,4%	3,2%	1,2%
EMI (2006=100)	mar-13	133,0	1,5%	0,2%	1,3%
IPI-OJF (1993=100)	abr-13	177,0	-1,7%	1,9%	0,2%
Servicios Públicos	mar-13	239,3	2,1%	6,8%	6,7%
Patentes	abr-13	82.436,0	-	34,9%	-1,6%
Recaudación IVA (\$ mm)	abr-13	18.509,2	-	0,0%	31,4%
ISAC	mar-13	183,5	2,2%	-2,9%	-1,3%
Importación Bienes de Capital (volumen)	abr-13	-	-	48,0%	10,0%
IBIF en \$ 1993 (\$ mm)	2012 IV	113.856,3	-3,1%	-1,9%	-4,9%
		2012 IV	2012 III	2011 IV	2011 IV
IBIF como % del PIB		23,5%	25,1%	24,5%	24,5%

* La variación con respecto al último período toma datos desestacionalizados

** La variación acumulada toma la variación desde enero hasta el último dato contra igual período del año anterior

MERCADO DE TRABAJO	Fecha	Dato	var	var a/a	Acumulado
PEA (en miles de personas)	2013 I	11.673	-0,8%	1,6%	1,6%
PEA (% de la población total)	2013 I	45,8%	-0,50 pp	0,30 pp	0,30 pp
Desempleo (% de la PEA)	2013 I	7,9%	1,00 pp	0,80 pp	0,80 pp
Empleo Total (% de la población total)	2013 I	42,2%	-0,90 pp	-0,10 pp	-0,10 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2012 IV	34,6%	-0,90 pp	0,40 pp	0,08 pp
Recaudación de la Seguridad Social	abr-13	18.594	-	39,4%	33,1%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2013 I	159,3	4,2%	8,4%	8,4%
Brasil	2013 I	121,8	-0,2%	-4,0%	-4,0%
México	2012 IV	128,1	9,3%	7,9%	-3,1%
Estados Unidos	2013 I	108,6	-0,1%	1,6%	1,6%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	abr-13	67.630,3	-	36,8%	28,6%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	abr-13	15.223,9	3,2%	38,3%	30,9%
Gasto (\$ mm)	feb-13	48.190,5	-4,2%	36,6%	30,7%
		feb-13	ene-dic 12	feb-12	ene-dic 11
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-526,3	-55.563,4	95,5	-30.662,9
Pago de Intereses (\$ mm)		730,3	51.189,8	602,9	35.583,5
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		633,4	10.609,9	49,9	10.455,3
ANSES (\$ mm) *		0,0	16.266,1	93,0	11.154,2
		abr-13	ene-abr 13	abr-12	ene-abr 12
Adelantos Transitorios BCRA *		50,0	50,0	1.900,0	3.450,0
		2012 IV	2012 III	2012 II	2012 I
Recaudación Tributaria (% PIB) **		31,5%	32,8%	29,8%	31,7%
Gasto (% PIB) **		27,8%	26,0%	23,6%	25,0%

* Los datos hacen referencia al flujo mensual

** El ratio toma el PIB publicado por las estadísticas oficiales

PRECIOS	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Inflación (San Luis, 2003=100)	abr-13	462,2	1,6%	23,3%	23,9%
Salarios (abril 2012=100)*	mar-13	121,1	2,6%	0,3%	-0,3%
TCR Bilateral (1997=100)	abr-13	118,3	-0,7%	-4,3%	-5,1%
TCR Multilateral (1997=100)	abr-13	133,2	-0,3%	-4,5%	-6,2%
	28-may-13	abr-13	31-dic-12	may-12	
TCN Oficial (\$/US\$)	5,28	5,16	4,93	4,47	
TCN Brecha	68,2%	67,9%	31,4%	22,8%	
TCN Real (R\$/US\$)	2,07	2,00	2,05	1,98	
TCN Euro (US\$/€)	1,29	1,30	1,32	1,28	

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	may-13	303.191,0	1,0%	36,7%	36,4%
Depósitos (\$ mm)	may-13	684.284,1	1,2%	27,9%	28,0%
Sector Público No Financiero	may-13	240.051,1	9,9%	35,3%	28,1%
Sector Privado No Financiero	may-13	442.518,1	-3,0%	24,7%	28,4%
Créditos (\$ mm)	may-13	454.402,6	0,4%	31,5%	30,2%
Sector Público No Financiero	may-13	37.139,9	3,5%	24,1%	25,5%
Sector Privado No Financiero	may-13	406.669,0	0,0%	32,6%	31,2%
	Fecha	Dato	Apr-13	31-dic-12	May-12
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	17-may-13	38.819,0	40.035,5	43.290,0	47.386,2
Ratio de cobertura de las reservas	17-may-13	67,0%	69,5%	69,3%	94,6%
Tasa de interés Badlar PF	27-may-13	16,5%	15,2%	15,4%	11,7%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	27-mar-13	33,7%	33,9%	34,2%	35,1%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	27-mar-13	19,5%	19,8%	19,3%	19,7%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	28-may-13	280	281	248	363
EMBI+ Argentina	28-may-13	1.128	1.221	991	1.092
EMBI+ Brasil	28-may-13	197	176	142	212
Tasa LIBOR	29-may-13	0,19%	0,20%	0,21%	0,24%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	24-may-13	0,08%	0,15%	0,09%	0,16%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	24-may-13	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
SELIC (Brasil)	28-may-13	7,40%	7,26%	8,87%	7,29%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ***	Acumulado
Índice Merval	28-may-13	3.421,6	6,66%	33,41%	30,83%
Índice Bovespa	28-may-13	56.036,0	1,78%	-2,56%	-8,49%

* La variación se hace contra el dato registrado una semana antes

** Para el cálculo del último dato se toma un promedio ponderado de los últimos 5 días hábiles. Los acumulados son de marzo 2013 y abril 2012

*** La variación toma los últimos 20 días hábiles contra el mismo período inmediatamente anterior

**** La variación interanual toma los últimos 20 días hábiles contra el mismo período del año anterior

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	abr-13	7.565,0	26,8%	13,1%	0,2%
Primarios	abr-13	2.415,0	43,1%	40,0%	15,0%
MOA	abr-13	2.568,0	57,3%	19,6%	-1,7%
MOI	abr-13	2.297,0	4,6%	5,9%	2,4%
Combustibles	abr-13	286,0	-36,6%	-55,7%	-37,0%
Exportaciones (volumen)	abr-13	-	-	12,0%	1,0%
Importaciones (US\$ mm)	abr-13	6.414,0	17,5%	31,9%	11,4%
Bienes Intermedios	abr-13	1.694,0	16,0%	21,4%	2,4%
Bienes de Consumo	abr-13	633,0	2,9%	43,5%	17,9%
Bienes de Capital	abr-13	960,0	10,7%	32,8%	15,3%
Combustibles	abr-13	1.075,0	32,4%	23,1%	43,4%
Importaciones (volumen)	abr-13	-	-	12,0%	1,0%
Términos de Intercambio (1993=100)	2013 I	172,2	-5,6%	-0,8%	-0,8%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	abr-13	168,9	-1,8%	-3,7%	0,0%
Índice Commodities Banco Mundial (2005=100)					
Alimentos	abr-13	193,3	-3,7%	-8,2%	-2,0%
Energía	abr-13	178,3	-2,9%	-11,4%	-7,7%
Petróleo (US\$/barril)	abr-13	92,0	-1,0%	-10,9%	-9,0%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2013 I	16.010,2	0,6%	1,8%	1,8%
Brasil	2013 I	2.216,2	0,6%	1,9%	1,9%
Unión Europea	2012 IV	17.274,7	-0,5%	-0,6%	-0,6%
China	2013 I	7.639,2	1,6%	7,9%	1,6%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	mar-13	128,3	-0,7%	1,0%	1,8%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	mar-13	121,1	0,4%	1,7%	1,5%

* Se toma la variación real desestacionalizada

** La variación interanual toma el PIB constante

DATOS REGIONALES	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Patentes					
CABA y Buenos Aires	abr-13	41.526,0	-	38,8%	8,6%
Región Pampeana	abr-13	17.839,0	-	34,8%	5,5%
NOA	abr-13	5.380,0	-	25,9%	-1,5%
NEA	abr-13	5.891,0	-	26,6%	-0,8%
Cuyo	abr-13	5.465,0	-	35,0%	7,2%
Región Patagónica	abr-13	6.335,0	-	27,5%	2,0%
Consumo de Cemento (tn)					
CABA y Buenos Aires	2013 I	1.092,4	1,2%	4,2%	-5,7%
Región Pampeana	2013 I	594,8	-1,8%	3,2%	-11,2%
NOA	2013 I	204,3	-15,8%	-2,4%	-3,8%
NEA	2013 I	256,0	-4,8%	-3,9%	-3,0%
Cuyo	2013 I	249,9	-11,2%	-4,7%	-3,0%
Región Patagónica	2013 I	200,7	-4,5%	-2,6%	-6,6%