



# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 22 - Edición N° 824 – 21 de noviembre de 2013

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Marcelo Capello y Néstor Grión**

Los desafíos fiscales que enfrenta el nuevo gabinete nacional

**En Foco 1 – Constanza Pérez Aquino**

Los precios de las materias primas que exporta Argentina caen 17% interanual, pero superan en un 59,6% el promedio 1996-2013

**En Foco 2 – Joaquín Berro Madero**

La suba de tasas pasivas comienza a impactar en el costo del financiamiento

**En Foco 3 – Eliana Miranda**

Países desarrollados: “estamos mal pero vamos bien”

**Selección de Indicadores**

**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*****Los desafíos fiscales que enfrenta el nuevo gabinete nacional***

- Sin computar ingresos extraordinarios, el sector público nacional registra un déficit primario de 1,5% del PIB, rojo que llega a 3,6% del PIB después del pago de intereses (en 2008 había superávit de 2,6% y de 0,9% del PIB, respectivamente). En 2012 los subsidios económicos alcanzaron una cifra record, equivalente a 4,8% del PIB
- El deterioro fiscal es el factor explicativo de las presiones inflacionarias, dada la falta de financiamiento genuino: en los últimos doce meses, el sector público es responsable por un aumento de 84,8 mil millones de pesos en la base monetaria
- En 2012 se derivaron 7,7 mil millones de dólares de las reservas del Banco Central para pagar vencimientos de deuda pública y en lo que va de 2013 se utilizaron 9,4 mil millones. La caída de reservas obliga a buscar fuentes alternativas de financiamiento

**En Foco 1:****9*****Los precios de las materias primas que exporta Argentina caen 17% interanual, pero superan en un 59,6% el promedio 1996-2013***

- Los precios internacionales de las materias primas exportadas por el país, si bien permanecen a niveles históricamente altos, fueron cayendo desde septiembre de 2012 y actualmente se ubican por debajo del promedio de los últimos dos años, de acuerdo al IPMP elaborado por el BCRA
- El índice supera en 59,6% el promedio de la serie que va desde 1996 a 2013 e incluso se ubica 7,7% por arriba del último quinquenio. Sin embargo, desde septiembre de 2012 cae un 17,3%
- El maíz tuvo la mayor contribución negativa, cayendo a un ritmo de 33,5% interanual en el trimestre móvil a octubre. Siguieron las tortas, aceite y granos de soja, con caídas de 11,6%, 18,9% y 18%. La carne bovina fue de los ítems más estables, con una caída de 2,8%

**En Foco 2:****13*****La suba de tasas pasivas comienza a impactar en el costo del financiamiento***

- La tasa BADLAR pasó de 18% anual en septiembre a 19% el mes pasado y la de plazos fijos minoristas de 17,7% a 16,5%
- Los depósitos privados en pesos aceleraron su marcha hasta 2,2% intermensual, mientras que los créditos se expandieron 2,7% (impulsados principalmente por financiaciones con tarjetas)
- En este contexto, se verificaron subas superiores a +1,5 puntos porcentuales en las tasas de interés de las distintas líneas de crédito

**En Foco 3:****16*****Países desarrollados: "estamos mal pero vamos bien"***

- Común a Estados Unidos, Japón y la Unión Europea, la bajísima inflación implica riesgos deflacionarios, pero también conlleva la opción de dar continuidad a las políticas monetarias extremadamente expansivas
- La recuperación de Estados Unidos está llegando mucho antes que la Eurozona, y eso se refleja en la brecha de las tasas de desempleo, que se ubican en 7,3% y 12,2%, respectivamente
- Los indicadores líderes de la OECD son auspiciosos, porque anticipan que el nivel de actividad ganará impulso en la Eurozona. El crecimiento de los países desarrollados, a su vez, es clave para la dinámica exportadora de la mayoría de los emergentes

**Selección de Indicadores:****20**

## Editorial

### Los desafíos fiscales que enfrenta el nuevo gabinete nacional

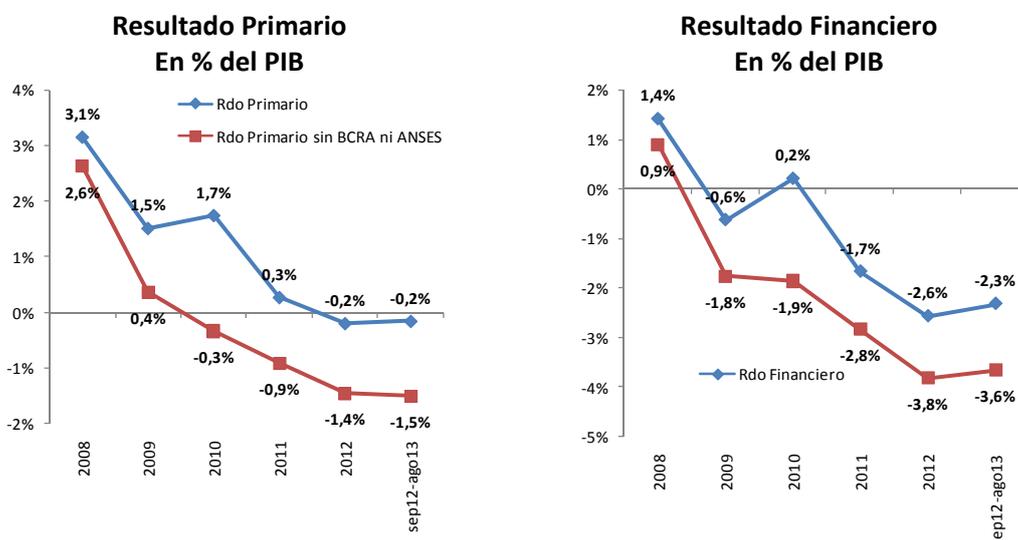
- Sin computar ingresos extraordinarios, el sector público nacional registra un déficit primario de 1,5% del PIB, rojo que llega a 3,6% del PIB después del pago de intereses (en 2008 había superávit de 2,6% y de 0,9% del PIB, respectivamente). En 2012 los subsidios económicos alcanzaron una cifra record, equivalente a 4,8% del PIB
- El deterioro fiscal es el factor explicativo de las presiones inflacionarias, dada la falta de financiamiento genuino: en los últimos doce meses, el sector público es responsable por un aumento de 84,8 mil millones de pesos en la base monetaria
- En 2012 se derivaron 7,7 mil millones de dólares de las reservas del Banco Central para pagar vencimientos de deuda pública y en lo que va de 2013 se utilizaron 9,4 mil millones. La caída de reservas obliga a buscar fuentes alternativas de financiamiento

Tras los anuncios de cambios de gabinete en el gobierno nacional, y antes que se conozcan posibles cambios en la política económica, resulta importante plantear los principales desafíos que enfrentan los nuevos funcionarios de Jefatura de Gabinete y de Economía, especialmente en materia fiscal, con derivaciones en lo monetario y energético. En primer lugar, para comenzar a controlar la inflación se deberá reducir el financiamiento del BCRA al Tesoro, que amplía la base monetaria a un ritmo bastante superior al que crece la oferta de bienes en la economía. Para lograrlo, resultará clave reducir el déficit fiscal, y para ello achicar la cuenta de subsidios económicos que se entregan para mantener los valores de las tarifas (especialmente electricidad, gas y transporte) por debajo de sus costos. Otro desafío crucial tiene que ver también con el BCRA, estabilizando el stock de reservas. Finalmente, y ligado también a lo fiscal, se debe atender al problema de pérdida de competitividad, y allí además de la cuestión cambiaria se destaca el peso de los impuestos, especialmente los más distorsivos y que complican la ecuación de costos de la producción nacional.

#### Revertir el deterioro fiscal

En el año 2008 el sector público nacional presentaba un superávit primario de 3,1% del PIB, pero el crecimiento del gasto posterior fue tan elevado que actualmente se encuentra en terreno negativo (-0,2% del PIB), y si se restan los ingresos extraordinarios (utilidades BCRA y rentas ANSES), nos encontramos con un Déficit Primario del 1,5% del PIB y un Déficit Financiero (después de pagar intereses) del 3,6% del PIB. Esta situación se ha dado a pesar

de los sucesivos records en la presión tributaria, como se ha destacado varias veces en estos informes.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON.

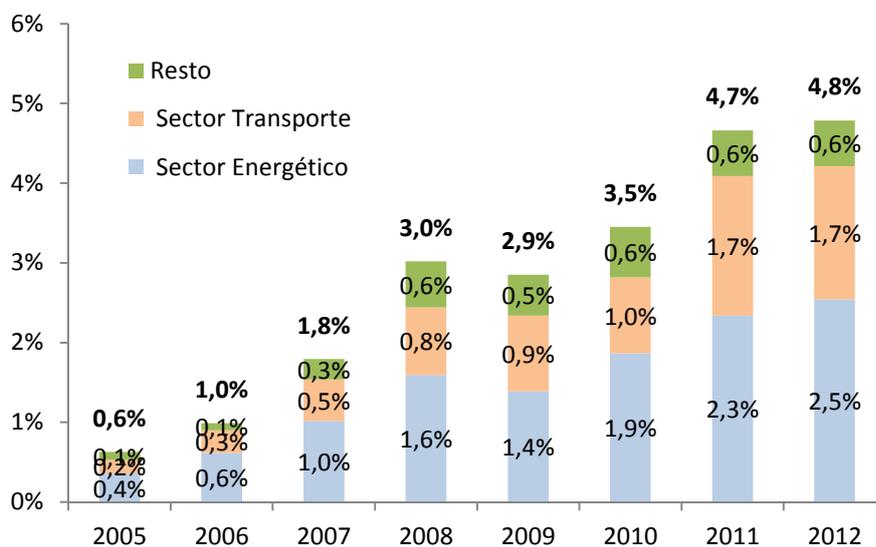
Una de las principales causas de este deterioro ha sido el crecimiento explosivo de los subsidios económicos, que pasaron de representar un 1% del PIB en 2006 a un 4,8% en 2012 (2,5% corresponde al sector energético y 1,7% al sector transporte). Y de acuerdo a cifras de ASAP, en los primeros nueve meses de 2013 los subsidios crecen al 55,2% anual, liderados por el sector energético (suba de 71,5%).

#### Subsidios Económicos en 2012 y 2013

	2012		2013 (ene-sep)	
	En mill. de \$	En % del PIB	En mill de \$	Var. i.a.
Sector Energético	55.052	2,5%	60.087	71,5%
Sector Transporte	36.132	1,7%	21.482	22,2%
Resto	12.382	0,6%	12.635	56,5%
<b>Total</b>	<b>103.566</b>	<b>4,8%</b>	<b>94.204</b>	<b>55,2%</b>

Fuente: ASAP.

### Subsidios Económicos En % del PIB



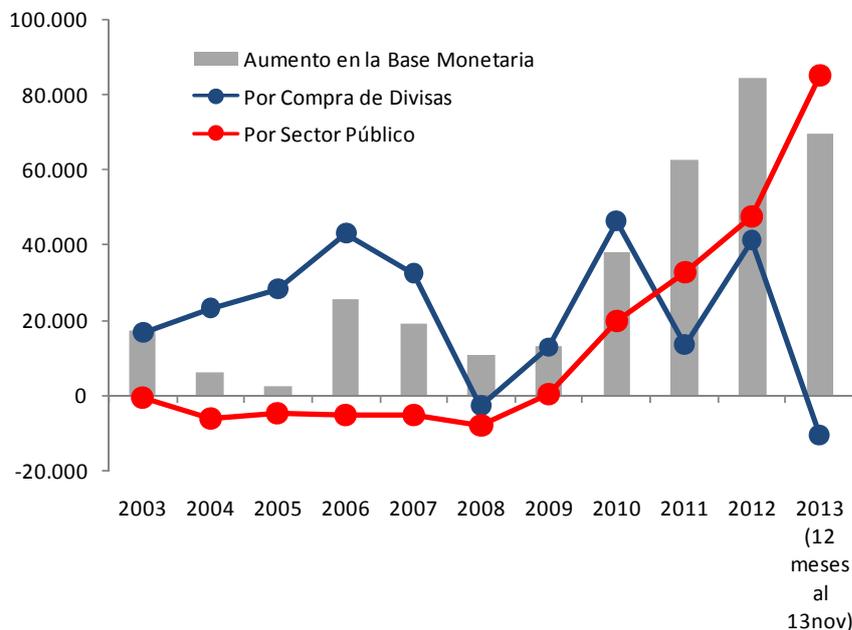
Fuente: ASAP.

### Revertir financiamiento inflacionario

Con la presión tributaria en valores record, para atender los problemas fiscales crecientes se debió recurrir a una asistencia cada vez mayor del BCRA. Claro que al costo de sus consecuencias inflacionarias (el mayor poder de gasto en términos nominales que introduce el gobierno se compensa con un deterioro en el poder de compra de los privados, ya que la mera emisión no genera riqueza).

En el gráfico siguiente se aprecia que hasta 2008 la Base Monetaria crecía principalmente por la compra de divisas y el ahorro fiscal existente era un factor que tendía a reducirla. En 2012 la situación ya era muy diferente, con un Déficit Financiero de \$55.563 millones, la Base Monetaria aumentó un 34,9%, (\$45.500) millones a causa del Sector Público. Actualmente la expansión de la Base Monetaria se ha moderado (crece al 25,7%), pero a causa de los desajustes entre demanda y oferta de divisas, que hace perder reservas al BCRA y por esta vía absorbe una porción de los pesos que se emiten para financiar al Tesoro. En los últimos doce meses, el sector público es responsable por un aumento de \$84.833 millones en la base monetaria.

### Factores Explicativos del Crecimiento de la Base Monetaria – En Mill. de \$



### Financiamiento en Pesos del Sector Público Nacional

	Resultado Financiero	Base Monetaria	Aumento Base Monetaria por Sector Público	Utilidades BCRA al Tesoro	Aumento Adelantos Transitorios
	Mill \$	Var i.a.	Mill \$	Mill \$	Mill \$
<b>2008</b>	14.655	18,6%	-8.250	4.400	5.250
<b>2009</b>	-7.131	5,1%	204	4.400	10.000
<b>2010</b>	3.068	25,1%	19.478	20.300	9.600
<b>2011</b>	-30.663	37,1%	32.575	8.700	20.950
<b>2012</b>	-55.563	34,9%	47.495	7.800	60.600
<b>2013</b>	-59.328	25,7%	84.833	15.000	61.500
<b>parcial</b>	12m a ago	07-nov	12m a nov	12m a ago	12m a nov
<b>2013p</b>	-60.000	29,0%	90.000	32.000	52.000

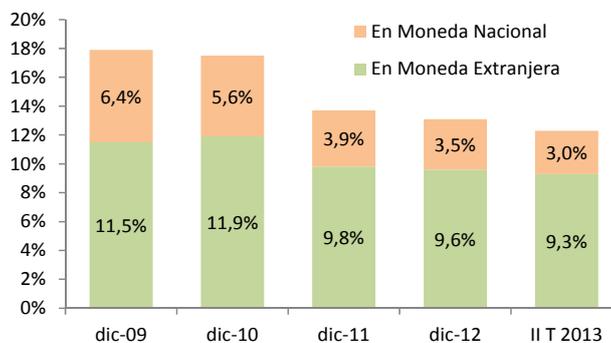
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

### Revertir pérdida de reservas

El pago de los servicios de deuda con el uso de reservas resultó una opción no tan preocupante mientras estas crecían y se situaban en valores relativos elevados. Un beneficio de esta política fue la caída en el endeudamiento con privados en moneda extranjera (9,3%

del PIB en el 2T de 2013), aunque se debe aclarar se logró compensando con una caída en los activos en divisas del BCRA.

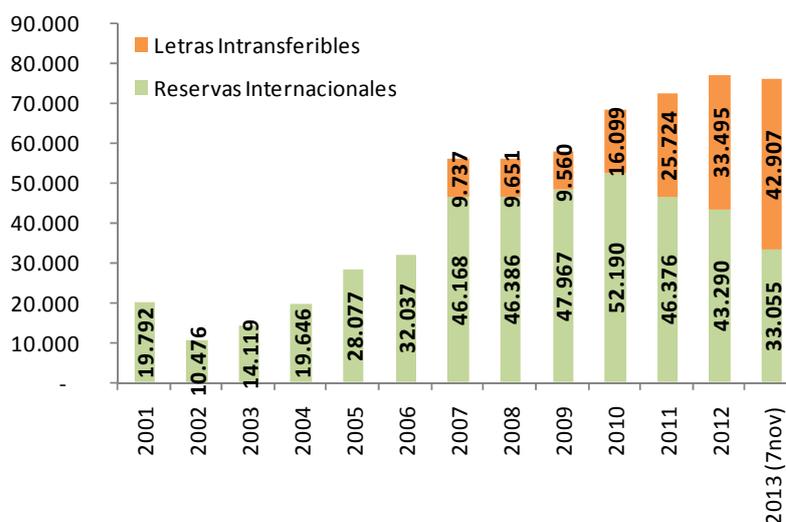
### Deuda Pública con Privados en % PIB



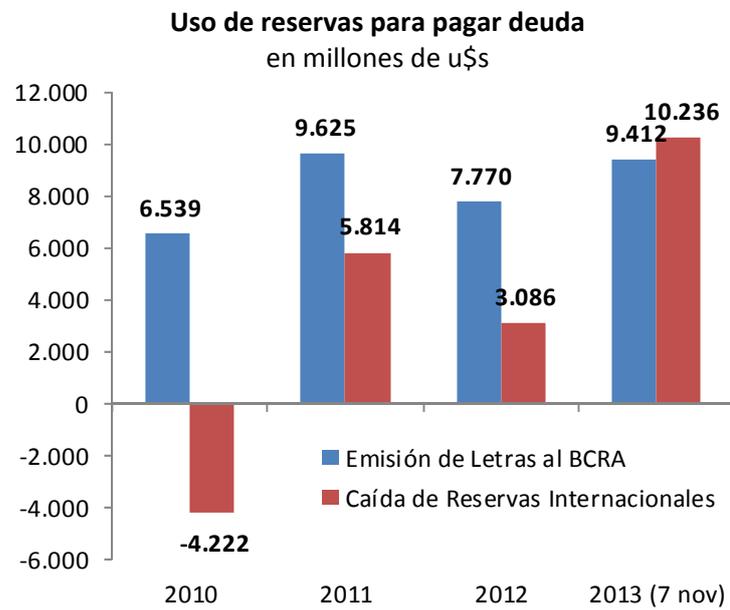
Fuente: MECON.

En aquellos momentos no se aprovechó la oportunidad para intentar normalizar la situación con Club de Paris, CIADI y otros que permitirían acceder ahora a financiamiento internacional voluntario, a bajas tasas de interés. La situación actual es muy diferente, pues aún con cepo cambiario las reservas del BCRA caen todos los meses, a causa de la falta de competitividad de la economía nacional, el déficit energético, turístico y el pago de la deuda. Urge poner cartas en el asunto, en cada uno de los mencionados factores desencadenantes de la caída de reservas, con una visión de largo plazo, evitando poner la mira sólo en el año 2015.

### Efectos del Uso de Reservas para pagar Deuda– En Mill. de u\$s



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.



*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.*

## En Foco 1

### **Los precios de las materias primas que exporta Argentina caen 17% interanual, pero superan en un 59,6% el promedio 1996-2013**

- Los precios internacionales de las materias primas exportadas por el país, si bien permanecen a niveles históricamente altos, fueron cayendo desde septiembre de 2012 y actualmente se ubican por debajo del promedio de los últimos dos años, de acuerdo al IPMP elaborado por el BCRA
- El índice supera en 59,6% el promedio de la serie que va desde 1996 a 2013 e incluso se ubica 7,7% por arriba del último quinquenio. Sin embargo, desde setiembre de 2012 cae un 17,3%
- El maíz tuvo la mayor contribución negativa, cayendo a un ritmo de 33,5% interanual en el trimestre móvil a octubre. Siguió las tortas, aceite y granos de soja, con caídas de 11,6%, 18,9% y 18%. La carne bovina fue de los ítems más estables, con una caída de 2,8%

El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) elaborado por el BCRA permite observar la dinámica de los términos de intercambio del país, dado que los precios de productos manufacturados, así como de importaciones, son relativamente estables en el corto plazo. Para la elaboración del índice se toman los commodities de exportación más representativos: maíz, trigo, porotos de soja, aceite de soja, tortas de soja, carne bovina, aluminio, cobre, acero y petróleo crudo. En conjunto, estos productos representaron un 40,6% de las exportaciones totales argentinas en 2012.

Luego de alcanzar un máximo histórico de 228,2 puntos en junio de 2008 desde el inicio de la serie en 1996 (con base 100 en diciembre de 1995), el IPMP alcanzó un nuevo máximo en septiembre del año pasado, al ubicarse en los 234,8 puntos, es decir, 6,6 puntos sobre el anterior record de 2008. En meses recientes y luego de este nivel máximo, se evidenció una tendencia decreciente en el índice. Si bien los precios de las materias primas comerciadas por el país permanecen en niveles altos en comparación con el promedio del período 1996/2013 (59,8% por arriba), e incluso de los últimos 5 años (7,7% por arriba), en tiempos recientes

muestran una desaceleración. En octubre estuvieron un 4,7% por debajo del promedio de los últimos 2 años y 17,3% por debajo del pico del año pasado.

### Índice de Precios de Materias Primas

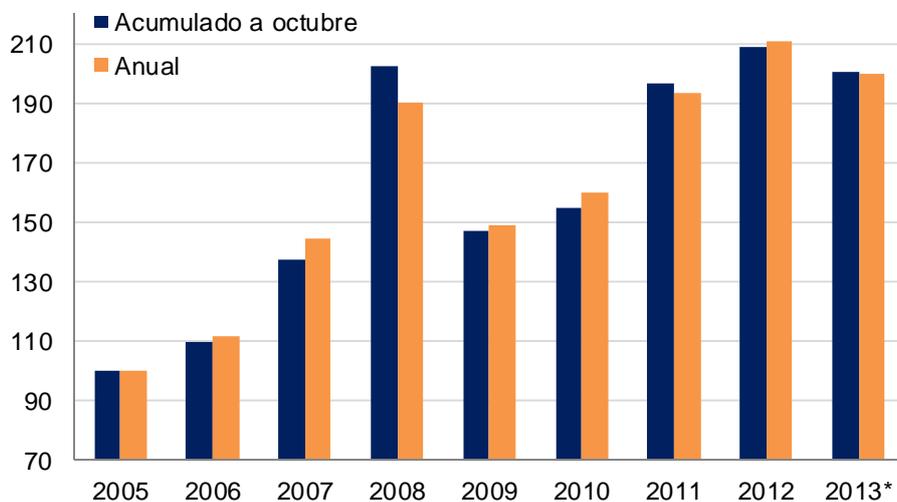
Base diciembre 1995=100



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Así, luego de la tendencia creciente ininterrumpida año a año de 2009 a 2012, en 2013 el conjunto de precios que forman el IPMP estarían retornando a los niveles de 2011. En los diez meses que van de 2013, el índice, se ubicó un 3,96% por debajo del mismo período de 2012. Suponiendo que permaneciera estable el nivel de octubre en lo que resta del año, habría una caída respecto del año pasado de 5,23%, y 5,76% si se excluye la variación en los precios de petróleo crudo. Esto último es relevante de analizar, dado que, desde mediados de 2011, el país es importador neto de combustibles, por lo que la variación en el precio del petróleo afectaría los términos de intercambio más significativamente por el lado de las importaciones. El resultado se deriva de una performance del petróleo crudo que, si bien fue negativa en la primera mitad del año (en la comparación interanual), se recupera en la segunda mitad.

### Índice de Precios de Materias Primas Base 2005=100



\* el dato para 2013 supone estabilidad del nivel de octubre

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

### Performance de los commodities

Exceptuando el acero (que de todas formas tiene una participación muy baja en el índice, de 1,2%), todos los commodities que forman el IPMP sin petróleo tuvieron un comportamiento de precios deteriorado en el trimestre móvil a octubre, si se los compara con los resultados acumulados en lo que va del año. El precio del petróleo crudo, en tanto, muestra una recuperación, pasando de caer 1,6% interanual en el acumulado a octubre, a aumentar 2,3% en el trimestre móvil a ese mes.

El precio del maíz fue el de mayor contribución negativa al índice (de 5,16 puntos porcentuales), que pasó de caer a un ritmo interanual de 7,9% en el acumulado, a hacerlo al 33,5% en el trimestre móvil a octubre, por caídas que se comienzan a ver a partir de julio y mes a mes se fueron acentuando. Algunas de las causas de la baja fueron: la presión de la cosecha histórica en Estados Unidos; la propuesta de la Agencia de Protección Ambiental de Estados Unidos de recortar el uso de agrocombustibles en 2014, entre ellos el etanol derivado del maíz y el rechazo de un embarque de maíz estadounidense en China por contener una variedad transgénica.

Siguió al maíz el precio de las tortas de soja (-3,7 pp), que si bien había aumentado 5,6% interanual en el acumulado de diez meses, en el trimestre móvil a octubre cae al 11,6%. El aceite y los protos de soja siguieron, con caídas de 18,9% y 18%, respectivamente, en los tres meses a octubre.

Si bien ninguno de los commodities tuvo una suba en el trimestre móvil a octubre, destaca la estabilidad en el precio internacional de la carne, con variaciones que no superaron el 3,5% en el último año. Si se compara con el año base 2005, la carne fue el único producto cuyo precio hoy está por debajo del nivel de ese año.

<b>Precios de los Commodities</b>				
	Índice octubre (base 2005=100)	Variación acumulada a octubre	Var. Trim móvil a oct	Contribución (pp) trim a oct
IPMP s/ petróleo	193,1	-4,3%	-17,4%	
Petróleo crudo	197,5	-1,6%	2,3%	
Maíz	204,4	-7,9%	-33,5%	-5,16
Tortas soja	270,6	5,6%	-11,6%	-3,72
Aceite soja	181,1	-13,9%	-18,9%	-2,68
Porotos soja	198,0	-9,5%	-18,0%	-1,88
Oro	296,0	-13,1%	-21,6%	-1,57
Trigo	213,8	3,2%	-11,5%	-1,12
Cobre	195,8	-7,7%	-8,9%	-0,42
Aluminio	95,6	-7,8%	-8,3%	-0,14
Carne bovina	150,1	-1,0%	-2,8%	-0,09
Índice acero	133,9	-3,0%	-0,6%	-0,01

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA y Banco Mundial

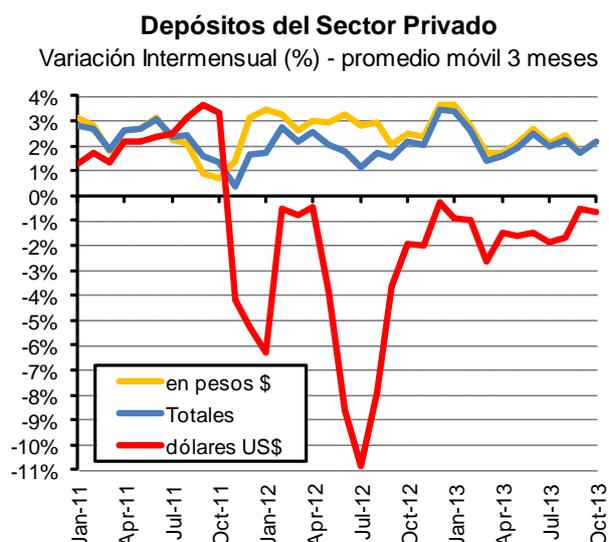
## En Foco 2

### La suba de tasas pasivas comienza a impactar en el costo del financiamiento

- La tasa BADLAR pasó de 18% anual en septiembre a 19% el mes pasado y la de plazos fijos minoristas de 17,7% a 16,5%
- Los depósitos privados en pesos aceleraron su marcha hasta 2,2% intermensual, mientras que los créditos se expandieron 2,7% (impulsados principalmente por financiaciones con tarjetas)
- En este contexto, se verificaron subas superiores a +1,5 puntos porcentuales en las tasas de interés de las distintas líneas de crédito

Los últimos datos disponibles sobre el mercado financiero, reflejan que la aceleración en la suba que se viene registrando sobre las tasas de interés pasivas, ya comienza a impactar sobre las tasa activas. Esto es, si bien los mejores rendimientos de los depósitos permitieron, durante el último mes, acelerar la marcha de los depósitos y de los créditos. Para estos últimos se verifica un encarecimiento.

Como muestra el gráfico adjunto, en octubre se registró un crecimiento intermensual de los depósitos del sector privado de 2,1%, impulsados por los denominados en moneda nacional que se expandieron 2,2%, siempre tomando el promedio móvil de tres meses de las variaciones intermensuales. Por su parte, las colocaciones en dólares continúan en terreno negativo y cayeron 0,6% intermensual en octubre. En detalle, se observa una significativa aceleración de los depósitos en pesos en Cuenta Corriente - que representan el 24% del total de colocaciones en pesos- que pasaron de crecer 1,2% intermensual en septiembre a 2,3% el



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

mes pasado. Por su parte, los depósitos en pesos a Plazo Fijo -que significan el 46% del volumen total de colocaciones en pesos crecen a un ritmo de 2,8% en octubre, superando en más de medio punto porcentual al ritmo promedio. Por último, los depósitos en Caja de Ahorro se recuperaron 1% intermensual el mes pasado, luego de caer 0,6% en septiembre.

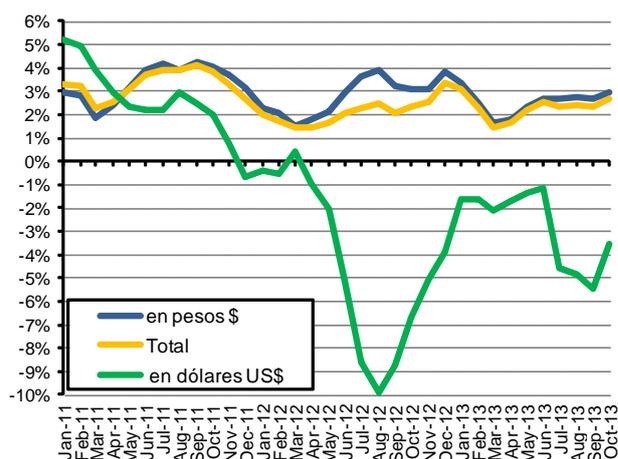
Los cambios mencionados obedecen, en gran parte, a la intensificación de la suba que se viene registrando en las tasa de interés pasivas desde mayo de este año. Esto es, tomando el promedio móvil de veinte días, la tasa nominal anual que se paga por los depósitos en pesos a plazo fijo minoristas pasó de 15,7% en noviembre a 16,5% en octubre y; en los primeros días de septiembre, ya se ubica en 16,7%. En el caso del rendimiento de los depósitos a plazo mayoristas (más de un millón de pesos), la tasa nominal anual pasó de 18,1% en septiembre a 18,9% el mes pasado; tasa que se mantiene en los primeros días del corriente mes.

En un contexto de aumento del ritmo de crecimiento del fondeo del sistema (depósitos), los créditos destinados al sector privado también registraron una aceleración en octubre. Otra vez, tomando el promedio de tres meses de las variaciones intermensuales, se tiene que el total de préstamos al sector privado creció 2,7% en octubre, dato que comprara con el 2,4% registrado en los tres meses anteriores. Principalmente, la expansión obedece a la tracción de las financiaciones en pesos que se expandieron 2,9% el mes pasado luego de crecer 2,7% durante los meses del tercer trimestre del año (los créditos en dólares continúan decreciendo 3,5% intermensual).

En detalle, si se analiza el incremento por tipo de línea, se tiene que la expansión de los préstamos en pesos, fue motorizada por la aceleración de las financiaciones al consumo (Personales y con Tarjeta de Crédito), que pasaron de crecer 2,3% intermensual en

### Préstamos al Sector Privado

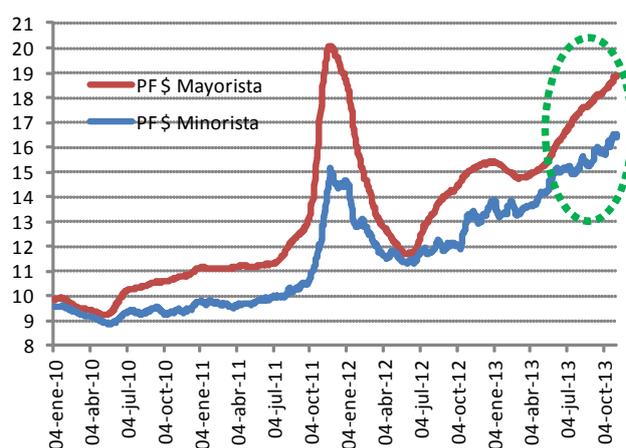
Variación Intermensual (%) - promedio móvil 3 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

### Tasas de Interés Pasivas

t.n.a. (%) - promedio móvil de 20d



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

septiembre a 3,5% en octubre, principalmente a raíz del incremento de 4,3% registrado en las financiaciones con tarjeta. Por su parte, las financiaciones comerciales (Adelantos en Cta. Cte., Documentos a sola firma, Documentos Descontados, Documentos Comprados y otros) morigeraron su expansión pasando de 3,4% en septiembre a 2,7% el mes pasado. Por último, los préstamos con garantía real (Prendarios e Hipotecarios) continúan siendo los menos dinámicos y crecieron 2,2% intermensual en octubre.

Como se hiciera referencia en informes anteriores, la suba que se viene registrando en las tasa de interés pasivas implica un costo creciente para los bancos comerciales; que han comenzado a contrarrestar con incrementos en las tasa activas. En este sentido, se observa que la tasas promedio del sistema en Adelantos en Cta. Cte. pasó de 23,6% anual en septiembre a 25% en octubre. En el caso de los Documentos a sola firma, la tasa pasó de 20,7% a 21,1% anual entre uno y otro mes. Para créditos Prendarios, la variación fue desde 21,7% en septiembre a 22,4% en octubre y; en créditos Personales se tiene un aumento de la tasa desde 36,3% a 38,2% anual durante el mismo lapso.

## En Foco 3

### Países desarrollados: “estamos mal pero vamos bien”

- Común a Estados Unidos, Japón y la Unión Europea, la bajísima inflación implica riesgos deflacionarios, pero también conlleva la opción de dar continuidad a las políticas monetarias extremadamente expansivas
- La recuperación de Estados Unidos está llegando mucho antes que la Eurozona, y eso se refleja en la brecha de las tasas de desempleo, que se ubican en 7,3% y 12,2%, respectivamente
- Los indicadores líderes de la OECD son auspiciosos, porque anticipan que el nivel de actividad ganará impulso en la Eurozona. El crecimiento de los países desarrollados, a su vez, es clave para la dinámica exportadora de la mayoría de los emergentes

Redoblando esfuerzos para empujar la economía y alejar lo más posible los fantasmas de la deflación, el Banco Central Europeo bajó la tasa de interés al nivel más bajo de la historia de la unión monetaria, hasta 0,25%. El PIB de la región ya en el segundo trimestre del año había dejado atrás el terreno negativo, al crecer al 1,2% anual desestacionalizado y en el tercer trimestre también creció, aunque a un ritmo menor, de 0,4% anual. La inflación muestra una marcada desaceleración: luego de ubicarse en 3% interanual a fines de 2011, comenzó a desacelerar hasta el 0,7% actual, muy por debajo de la meta del 2%, y la tendencia continúa. Mario Draghi, presidente de la autoridad monetaria anticipó “un período prolongado de baja inflación”. Con restricciones por el lado fiscal por los abultados déficits públicos que aún conserva la mayor parte de los países de la región, y una tasa de desempleo en 12,2%, no hay dudas de que las políticas monetarias expansivas deberán ser sostenidas por el BCE por mucho tiempo más. E incluso puede ser necesario que éstas pasen a más agresivas.

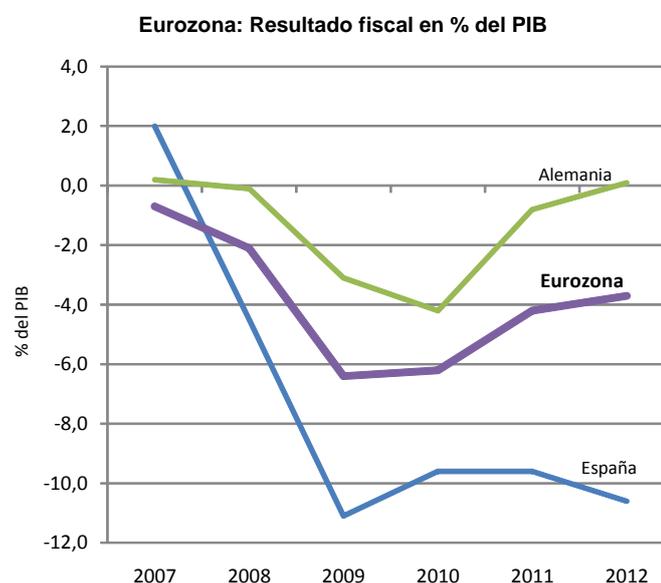


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

En el segundo trimestre del año la economía creció casi exclusivamente motorizada por el sector externo, por lo que hoy la recuperación de la región depende en gran parte del dinamismo del resto del mundo. Sus principales compradores son Reino Unido, Estados Unidos, China, Suiza y Rusia, que representan, entre todos, más de un tercio de las exportaciones de la región, y, en general, presentan buenas perspectivas de crecimiento para los próximos meses. Aún no han sido informados en forma desagregada los datos de crecimiento del PIB del tercer trimestre, pero no habría grandes cambios respecto del segundo trimestre: la demanda doméstica no repunta, por lo que las medidas deberían estar orientadas a impulsar el consumo privado y la inversión.

El lado fiscal impone restricciones: el déficit es abultado, y en todo el proceso de salida de la crisis los países mejor posicionados, liderados por Alemania, han presionado a la periferia para que realice ajustes en el sector público. El rojo fiscal se recortó en los últimos años, desde 6,4% del PIB en 2009 hasta un 3,7% en 2012 para la región en su conjunto. Al interior de la región hay situaciones muy dispares: en un extremo Alemania, con sus cuentas públicas prácticamente balanceadas (+0,1% del PIB) y en el otro extremo España, con un déficit en 10,6% de su Producto,

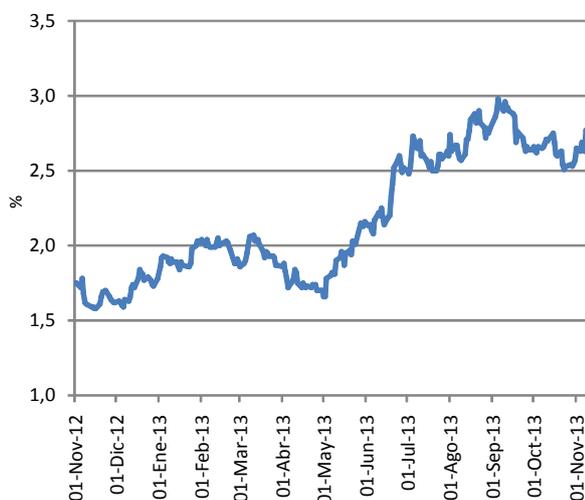
prácticamente el mismo nivel desde 2009. Más allá de las excepciones como España y Portugal (y algunos otros con déficits sustancialmente menores), en líneas generales, los países han ajustado sus cuentas, lo que queda demostrado en el consolidado de la región. Hacia delante se espera un menor nivel de ajuste.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

Estados Unidos, con más instrumentos a su alcance y habiendo hecho un uso más intensivo de los mismos, ha logrado sacarle varios cuerpos de ventaja a la Eurozona. En el tercer trimestre creció al 2,8% anual desestacionalizado y, a comienzos de 2014, comenzaría ya a revertir su política monetaria expansiva, por lo que, en el mediano plazo, debe esperarse un dólar más fuerte y tasas de interés más elevadas. Desde el anuncio de la Reserva Federal en mayo de este año, de que comenzaría a reducir el ritmo de compra de activos, las tasas de largo plazo comenzaron a aumentar, dejando atrás el rango entre 1,5% y 2%, para pasar a ubicarse entre 2,5% y 3%.

**Estados Unidos: Tasa bonos del Tesoro a 10 años**

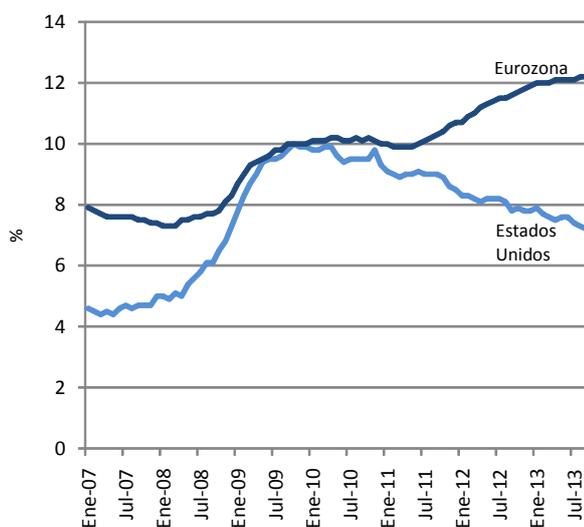


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

Por el lado fiscal encuentra, al igual que Europa, restricciones: no sólo por el abultado nivel de déficit y el elevado nivel de deuda sino además por condicionamientos de índole político. Pero hay una diferencia fundamental entre Estados Unidos y Europa: la tasa de desempleo de Estados Unidos se encuentra en 7,3%, descendiendo en forma consistente desde fines de 2009 (el dato de empleo de octubre mostró una creación neta de 204 mil puestos, recuperando la tendencia al alza); Europa, por el contrario, exhibe una tasa de 12,2%, que además se encuentra en carrera ascendente desde mediados de 2011.

A pesar de las grandes diferencias subyacentes en el mercado laboral, hoy no puede hablarse de desacople entre ambas economías, dado que la Eurozona ha dejado de caer. Sin embargo, hay que ver si las incipientes tasas de crecimiento positivas pueden ser sostenidas. Al respecto, los indicadores líderes de la OECD son auspiciosos, porque anticipan que el crecimiento de la Eurozona ganará impulso en los próximos meses. Estos indicadores, que anticipan puntos de inflexión de la actividad económica para los países que integran la OECD y también para los BRICs, muestran a Estados Unidos creciendo en torno a su tendencia en los próximos meses, a Alemania creciendo con firmeza, y cambios

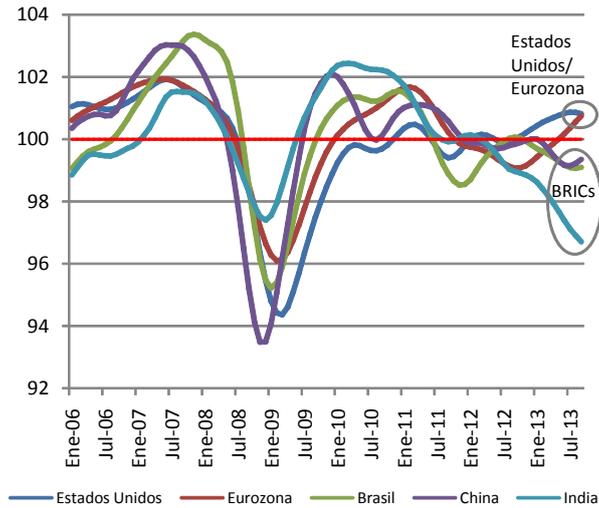
**Tasas de desempleo, divergentes**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat y Freelunch

positivos en el impulso de las economías de Francia e Italia. Para los BRICs las proyecciones son menos alentadoras: existe la posibilidad de un cambio positivo en el impulso de China, pero muestran a Brasil y a la India creciendo por debajo de su tendencia.

Indicadores líderes de OECD



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OECD

## Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **	
PIB en \$ 1993 (\$ mm)	2013 II	519.608,8	3,2%	8,3%	-24,9%	
PIB en US\$ (\$ mm)	2013 II	554.736,9	22,2%	9,0%	7,4%	
EMAE	sep-13	203,3	-0,1%	4,7%	5,4%	
IGA-OJF (1993=100)	sep-13	177,1	1,0%	5,1%	3,3%	
EMI (2006=100)	sep-13	133,4	-1,1%	-0,1%	1,0%	
IPI-OJF (1993=100)	sep-13	190,2	1,7%	5,2%	1,0%	
Servicios Públicos	sep-13	246,0	0,4%	8,3%	7,6%	
Patentes	oct-13	88.190,0	-	25,0%	10,5%	
Recaudación IVA (\$ mm)	oct-13	23.077,3	-	31,4%	31,6%	
ISAC	sep-13	189,8	0,2%	6,8%	4,5%	
Importación Bienes de Capital (volumen)	sep-13	-	-	-13,0%	9,0%	
IBIF en \$ 1993 (\$ mm)	2013 II	118.207,0	23,4%	16,2%	9,0%	
			<b>2013 II</b>	<b>2013 I</b>	<b>2012 IV</b>	<b>2012 III</b>
IBIF como % del PIB			22,7%	21,1%	23,5%	25,1%

\* La variación con respecto al último período toma datos desestacionalizados

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

MERCADO DE TRABAJO	Fecha	Dato	var	var a/a	Acumulado
PEA (en miles de personas)	2013 II	11.843	1,5%	1,4%	1,5%
PEA (% de la población total)	2013 II	46,4%	0,60 pp	0,20 pp	-0,01 pp
Desempleo (% de la PEA)	2013 II	7,2%	-0,70 pp	0,00 pp	0,06 pp
Empleo Total (% de la población total)	2013 II	43,1%	0,90 pp	0,30 pp	0,00 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2013 II	34,5%	2,50 pp	0,00 pp	-0,40 pp
Recaudación de la Seguridad Social	oct-13	19.424	4,3%	26,9%	32,1%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2013 III	163,4	2,6%	5,0%	5,9%
Brasil	2013 III	94,5	-10,9%	-5,6%	-2,5%
México	2013 II	126,3	-2,1%	10,5%	9,5%
Estados Unidos	2013 III	108,3	1,0%	-0,8%	-0,3%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado	
Recaudación Tributaria (\$ mm)	oct-13	74.292,1	3,5%	23,6%	27,3%	
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	oct-13	19.269,0	7,7%	21,8%	31,1%	
Gasto (\$ mm)	ago-13	61.484,1	-8,5%	33,3%	31,2%	
			<b>ago-13</b>	<b>ene-ago 13</b>	<b>ago-12</b>	<b>ene-ago 12</b>
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-750,5	-17.264,8	17,6	-13.500,3	
Pago de Intereses (\$ mm)		1.663,0	23.708,0	759,6	19.700,5	
Rentas de la Propiedad						
Tesoro Nacional (\$ mm) *		1.700,7	14.991,7	135,4	5.014,8	
ANSES (\$ mm) *		2.874,2	10.315,4	767,4	8.677,4	
			<b>oct-13</b>	<b>ene-oct 13</b>	<b>oct-12</b>	<b>ene-oct 12</b>
Adelantos Transitorios BCRA *		50,0	26.050,0	2.000,0	25.100,0	
			<b>2013 II</b>	<b>2013 I</b>	<b>2012 IV</b>	<b>2012 III</b>
Recaudación Tributaria (% PIB) **		30,3%	32,8%	31,5%	32,8%	
Gasto (% PIB) **		24,1%	26,3%	27,8%	26,0%	

\* 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)	sep-13	511,9	1,9%	25,8%	24,5%	
Salarios (abril 2012=100)*	sep-13	139,7	2,4%	1,2%	0,8%	
TCR Bilateral (1997=100)	sep-13	121,2	1,0%	-0,2%	-3,3%	
TCR Multilateral (1997=100)	sep-13	130,9	2,6%	-1,3%	-3,8%	
			<b>21-nov-13</b>	<b>oct-13</b>	<b>31-dic-12</b>	<b>nov-12</b>
TCN Oficial (\$/US\$)		6,06	5,85	4,93	4,81	
TCN Brecha		63,5%	67,1%	31,4%	32,0%	
TCN Real (R\$/US\$)		2,27	2,19	2,05	2,07	
TCN Euro (US\$/€)		1,35	1,36	1,32	1,28	

\* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	nov-13	341.477,0	6,8%	25,1%	31,3%
Depósitos (\$ mm)	nov-13	765.229,3	-0,1%	26,6%	27,8%
Sector Público No Financiero	nov-13	247.545,5	-6,3%	21,6%	25,8%
Sector Privado No Financiero	nov-13	515.731,0	3,3%	29,4%	29,3%
Créditos (\$ mm)	nov-13	519.507,8	0,9%	30,9%	30,8%
Sector Público No Financiero	nov-13	37.432,8	-1,0%	12,6%	21,4%
Sector Privado No Financiero	nov-13	470.491,0	1,0%	32,9%	32,2%
	<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>oct-13</b>	<b>31-dic-12</b>	<b>nov-12</b>
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	08-nov-13	32.966,0	34.221,2	43.290,0	45.314,9
Ratio de cobertura de las reservas	08-nov-13	57,6%	59,9%	69,3%	80,0%
Tasa de interés Badlar PF	19-nov-13	19,7%	18,9%	15,4%	15,2%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	31-oct-13	35,8%	36,3%	34,2%	33,6%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	31-oct-13	23,8%	23,3%	19,3%	19,8%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	20-nov-13	339	331	248	277
EMBI+ Argentina	20-nov-13	793	922	991	1.195
EMBI+ Brasil	20-nov-13	227	218	142	155
Tasa LIBOR	21-nov-13	0,17%	0,17%	0,21%	0,21%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	18-nov-13	0,09%	0,09%	0,09%	0,16%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	18-nov-13	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
SELIC (Brasil)	20-nov-13	9,40%	9,25%	7,29%	7,14%
	<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>var% ***</b>	<b>var% a/a ****</b>	<b>Acumulado</b>
Índice Merval	20-nov-13	5.362,0	5,68%	138,14%	53,96%
Índice Bovespa	19-nov-13	53.033,0	0,14%	-8,76%	-9,55%

\* 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.

\*\*\* 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)	sep-13	6.995,0	-9,6%	3,0%	3,9%
Primarios	sep-13	1.411,0	-30,3%	-4,8%	9,7%
MOA	sep-13	2.864,0	-2,8%	21,5%	5,2%
MOI	sep-13	2.317,0	-4,1%	-2,5%	2,0%
Combustibles	sep-13	403,0	15,5%	-30,0%	-22,0%
Exportaciones (volumen)	sep-13	-	-	9,0%	3,0%
Importaciones (US\$ mm)	sep-13	6.146,0	-14,2%	4,1%	10,7%
Bienes Intermedios	sep-13	1.697,0	1,4%	2,8%	-0,5%
Bienes de Consumo	sep-13	646,0	1,4%	4,0%	7,8%
Bienes de Capital	sep-13	1.171,0	8,8%	-5,1%	8,8%
Combustibles	sep-13	610,0	-60,6%	-8,7%	28,6%
Importaciones (volumen)	sep-13	-	-	1,0%	0,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2013 III	134,8	1,6%	-9,5%	-4,2%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	oct-13	163,9	0,8%	-3,5%	-1,0%
Índice Commodities Banco Mundial (2005=100)					
Alimentos	oct-13	188,5	1,1%	-12,1%	-12,5%
Energía	oct-13	187,3	-2,5%	2,0%	-1,6%
Petróleo (US\$/baril)	oct-13	100,5	-5,4%	12,3%	3,0%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2013 III	16.857,6	0,7%	1,6%	1,5%
Brasil	2013 II	2.323,2	1,5%	3,3%	2,6%
Unión Europea	2013 II	16.955,9	0,4%	-0,2%	-0,8%
China	2013 III	9.060,4	2,2%	7,8%	7,7%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	ago-13	131,4	-0,8%	2,5%	2,1%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	ago-13	122,2	0,3%	2,6%	1,8%

\* 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	oct-13	45.857,0	-	27,7%	16,1%
Región Pampeana	oct-13	18.994,0	-	28,9%	12,1%
NOA	oct-13	5.628,0	-	27,6%	6,3%
NEA	oct-13	6.165,0	-	23,6%	7,9%
Cuyo	oct-13	5.628,0	-	19,7%	13,4%
Región Patagónica	oct-13	7.010,0	-	20,6%	9,1%
Consumo de Cemento (tn)					
CABA y Buenos Aires	2013 III	1.241,8	8,1%	19,2%	10,7%
Región Pampeana	2013 III	756,4	12,1%	24,0%	13,8%
NOA	2013 III	281,1	13,5%	14,2%	11,3%
NEA	2013 III	331,9	15,0%	16,3%	9,2%
Cuyo	2013 III	306,4	6,6%	15,4%	8,2%
Región Patagónica	2013 III	192,9	-2,9%	6,3%	4,7%