

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 23 - Edición N° 855 - 29 de mayo de 2014

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Day

La mayoría de las regiones sufre la contracción de la economía, excepto algunas zonas de la Patagonia

En Foco 1 – Marcelo Capello y Néstor Grión

El esperado acuerdo con el Club de Paris aumenta un 22% los servicios de deuda en moneda extranjera

En Foco 2 – Luis Vicien

¿Cuánto mejoró la competitividad Argentina desde la devaluación de enero?

En Foco 3 – Inés Butler

Balance de pagos: lenta corrección del déficit de servicios

En Foco 4 – Patricio Vimberg

El comercio mundial medido por importaciones aumenta 3,2% en el primer trimestre: 2,1% en las economías avanzadas y 4,4% en las emergentes

En Foco 5 – Eliana Miranda

Estados Unidos: Un mal primer trimestre opacará las estadísticas anuales, pero el empleo y el PIB ya muestran fuerte crecimiento

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: **4**

La mayoría de las regiones sufre la contracción de la economía, excepto algunas zonas de la Patagonia

- A diferencia de la crisis de 2009, cuando el impacto sobre las provincias fue heterogéneo, ahora la caída del nivel de actividad es generalizado, dominado por la contracción del mercado interno
- Entre las provincias más afectadas se encuentran Corrientes, Santiago del Estero, San Luis, San Juan, Río Negro y Buenos Aires. El menor impacto se registra en Santa Cruz, Chubut y Misiones
- Considerando un horizonte más amplio (los últimos cuatro años), se tiene que las provincias del NEA y el NOA han registrado un desempeño superior al del promedio nacional, fenómeno en parte explicado por la recepción de transferencias fiscales. Otros casos de performance positiva respecto del promedio (caso de San Juan y Tierra del Fuego), presentan riesgos de vulnerabilidad

En Foco 1: **11**

El esperado acuerdo con el Club de París aumenta un 22% los servicios de deuda en moneda extranjera

- La Argentina enfrenta necesidades de financiamiento en moneda extranjera por 7,9 mil millones de dólares en promedio anual para el período 2014-2019
- El esperado acuerdo con el Club de París reconoce deudas por 9,7 mil millones de dólares, un período de amortización de 5 a 7 años, un pago inicial de 650 millones de dólares e intereses que arrancan en 3% anual
- Bajo estos supuestos, puede estimarse que las necesidades de financiamiento en moneda extranjera se habrán de incrementar un 22% en el período considerado, hasta un promedio anual de 9,6 mil millones de dólares

En Foco 2: **13**

¿Cuánto mejoró la competitividad Argentina desde la devaluación de enero?

- El índice del tipo de cambio real multilateral del Banco Central evidencia en Marzo una depreciación del 16% respecto a Diciembre del 2013
- De mantenerse estables las paridades cambiarias y con una inflación mensual menor al 2%, el tipo de cambio real volvería al nivel de diciembre de 2013 hacia fin de año
- De 2006 a 2012, el Costo Laboral industrial medido por BLS aumentó un 184,6% en la Argentina, 87,2% en Brasil y 38,8% en el promedio de países considerados. Desde entonces, la Argentina redujo una fracción de ese desfase

En Foco 3: **17**

Balance de pagos: lenta corrección del déficit de servicios

- El mercado cambiario del primer trimestre refleja sólo en parte el impacto de las nuevas medidas (normativa cambiaria, mayor nivel del tipo de cambio oficial, tasas de interés más elevadas)
- La corrección en el balance de servicios se explica casi en su totalidad por menores pagos en el exterior en concepto de turismo, pero también caen los ingresos por ese concepto
- La acumulación de activos externos refleja la flexibilización en la restricción para compras de moneda extranjera para ahorro, pero también autorizaciones para otros fines

En Foco 4: **22**

El comercio mundial medido por importaciones aumenta 3,2% en el primer trimestre: 2,1% en las economías avanzadas y 4,4% en las emergentes

- El comercio mundial crece en la comparación interanual (2,43% en el primer trimestre), pero con leve desaceleración respecto del 2013 (2,67%)
- El repunte de los Estados Unidos y una leve recuperación de la Eurozona se ve reflejada en un ascenso sostenido de las importaciones de las economías avanzadas. Las exportaciones, en cambio, pierden fuerza y

crecen al 1,5% interanual en el primer trimestre del año, luego de haberlo hecho a una tasa de 3,2% el trimestre pasado

- Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes se traduce en una pérdida de dinamismo de su comercio exterior, con importaciones que en el primer trimestre aumentaron 4,4% interanual y exportaciones que lo hicieron 1,8%

En Foco 5: **25**

Estados Unidos: Un mal primer trimestre opacará las estadísticas anuales, pero el empleo y el PIB ya muestran fuerte crecimiento

- La economía norteamericana se contrae al 1% anual en el primer trimestre del año; pero los buenos datos de abril despejan dudas respecto del carácter transitorio de esa pérdida de dinamismo.
- La creación de empleo al mes de abril asciende a los 2,37 millones de puestos anuales, y la tasa de desempleo descendió hasta 6,3%.
- El dólar se fortalece frente al euro, tomando nota de los buenos resultados y de la proximidad de una política monetaria más expansiva por parte del Banco Central Europeo.

Selección de Indicadores: **28**

Editorial

La mayoría de las regiones sufre la contracción de la economía, excepto algunas zonas de la Patagonia

- A diferencia de la crisis de 2009, cuando el impacto sobre las provincias fue heterogéneo, ahora la caída del nivel de actividad es generalizado, dominado por la contracción del mercado interno
- Entre las provincias más afectadas se encuentran Corrientes, Santiago del Estero, San Luis, San Juan, Río Negro y Buenos Aires. El menor impacto se registra en Santa Cruz, Chubut y Misiones
- Considerando un horizonte más amplio (los últimos cuatro años), se tiene que las provincias del NEA y el NOA han registrado un desempeño superior al del promedio nacional, fenómeno en parte explicado por la recepción de transferencias fiscales. Otros casos de performance positiva respecto del promedio (caso de San Juan y Tierra del Fuego), presentan riesgos de vulnerabilidad

Si el país no anda bien económicamente, lo mismo acontece con la mayoría de las provincias. A nivel regional lo relevante es detectar las diferencias entre las mismas. Para ello se recurre a un indicador global de actividad para las regiones (MP – Monitor de Provincias)¹.

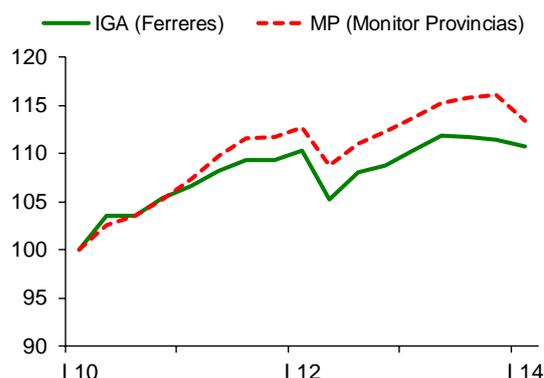
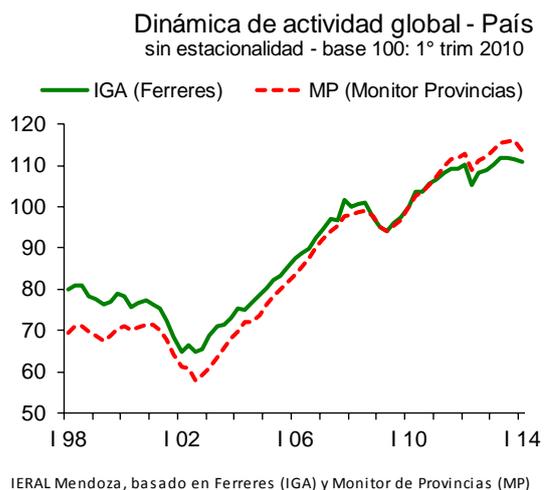
Llamativamente, en el primer trimestre de este año este indicador muestra una caída mayor que la del estimador privado del PBI nacional (denominado IGA)². Una explicación es que el indicador MP, por su composición, tiene un sesgo hacia el mercado interno. Y como actualmente el ajuste se nota más en dicho mercado, el indicador MP muestra una mayor contracción que el IGA en el primer trimestre de este año (ver anexo).

¹ Este indicador constituye un promedio ponderado de distintos indicadores (ventas, uso de energía, financieros, etc.) que se llevan para todas (o casi todas) las provincias argentinas. No es el PBG de cada una, pero da una buena idea del nivel de actividad en cada jurisdicción.

² Debido a los problemas del INDEC, se lo reemplaza por el Indicador Global de Actividad, IGA, de Ferreres.

Últimos dieciséis años

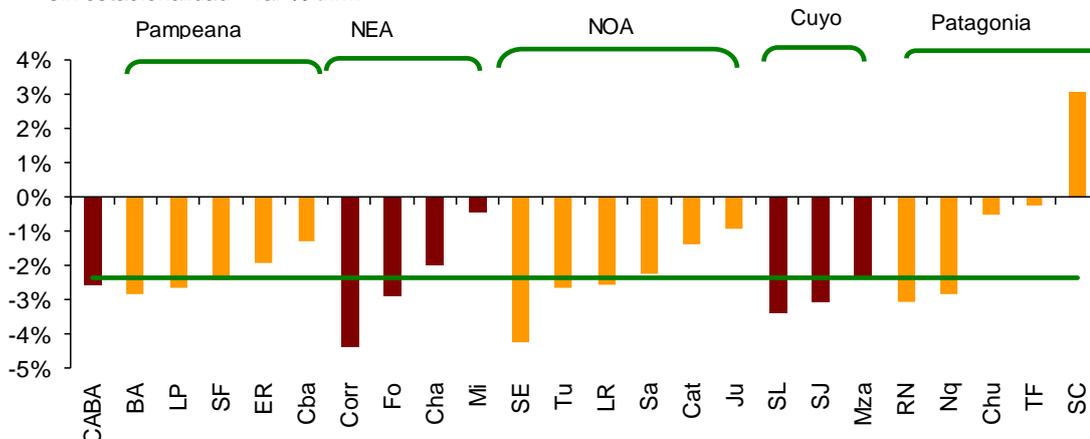
Últimos cuatro



Con esta aclaración, se presenta primero un ranking de la menor actividad en las provincias, ordenado por regiones. ¿Qué llama la atención?

- Todas caen, salvo Santa Cruz. Se explica por la demanda eléctrica. Fue muy baja en el primer trimestre del año pasado, y luego fue aumentando en forma significativa. En principio, no marca una tendencia, sino que se trataría de un hecho eventual.
- Cuando se inició la crisis financiera internacional (4° trimestre de 2008), impactó sobre la economía nacional, principalmente sobre las provincias grandes, y también sobre otras, aunque fue bastante heterogéneo (varias presentaron menores caídas o se mantuvieron estables en la primera parte de esa crisis). En cambio, actualmente la caída de la actividad es más homogénea. Además de Santa Cruz, las menos afectadas son otras dos de la región patagónica (Chubut y Tierra del Fuego)

Caída de actividad - I trim 2014
sin estacionalidad - var % trim.

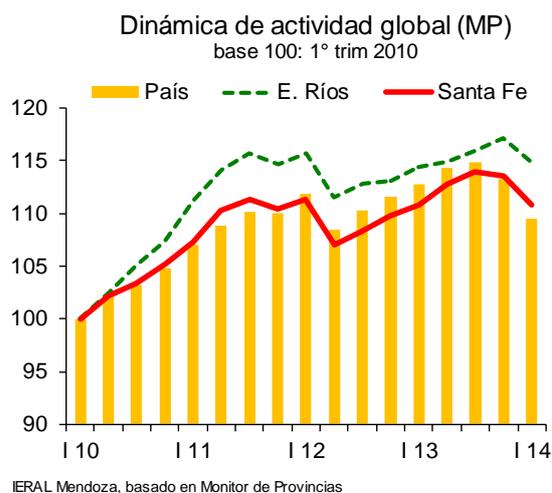
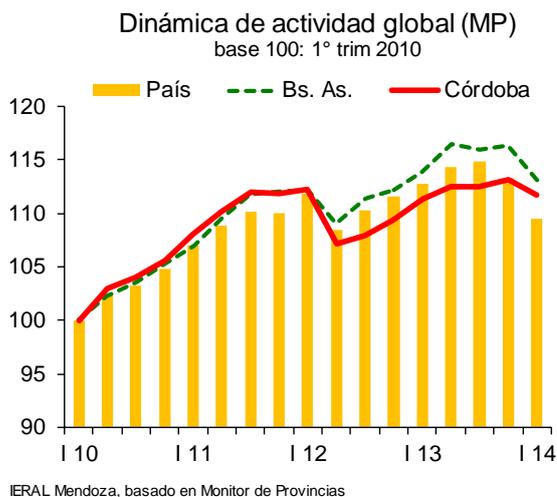


IERAL Mendoza, basado en Monitor de Provincias

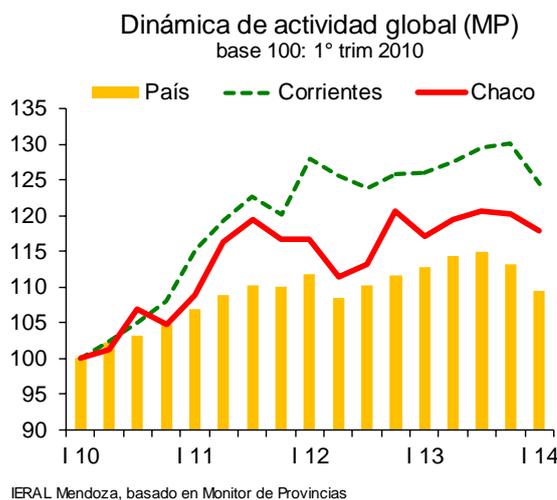
El gráfico anterior sólo muestra lo ocurrido al inicio de este año. Para ver una película más larga, se analizará el desempeño económico en distintas provincias, agrupadas por regiones, durante los últimos cuatro años (post crisis internacional). Sabiendo que tienen distintas magnitudes, se tomará como base 100 el primer trimestre del 2010, para observar la dinámica en cada región.

- **Región pampeana** (excluyendo la Ciudad de Buenos Aires). Genera más de la mitad de PBI nacional³. En el periodo de los últimos cuatro años considerados, Santa Fe y Córdoba son las jurisdicciones que han mostrado un desempeño más flojo que el promedio nacional. Buenos Aires presentaba mejor performance, pero se había estancado desde mediados del año pasado. Y en todas las provincias de esta región, presentan una caída de la actividad en el primer trimestre de 2014 (como se había señalado anteriormente).

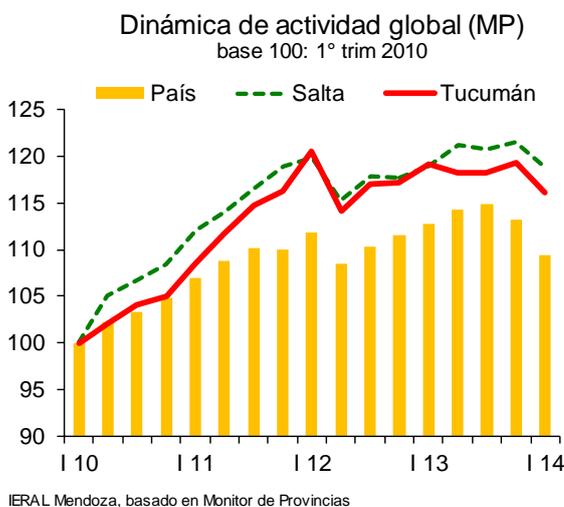
³ Las tres provincias más importantes de esta región (Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe), captan el 53% del PBI nacional. La Ciudad de Buenos Aires genera el 24%.



- **Región NEA⁴**: un primer punto es que sus provincias integrantes han tenido un mejor desempeño que el promedio nacional. Entre las mismas, Corriente es la que había presentado una mejor dinámica... hasta inicios del año 2012. Con sus oscilaciones, se ha mantenido en los mismos niveles de esa fecha (para luego caer fuerte en el inicio de este año).



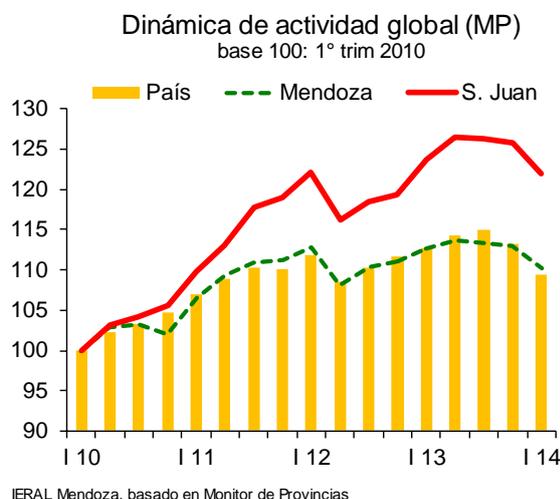
- **Región NOA⁵**: como en el caso anterior, las provincias de esta región también presentan un mejor desempeño que el promedio nacional. Y también permanece casi estancada desde inicios del 2012, con la caída a inicios de este año.



⁴ NEA: Nor Este Argentino, compuesto por Chaco, Corrientes, Misiones y Formosa.

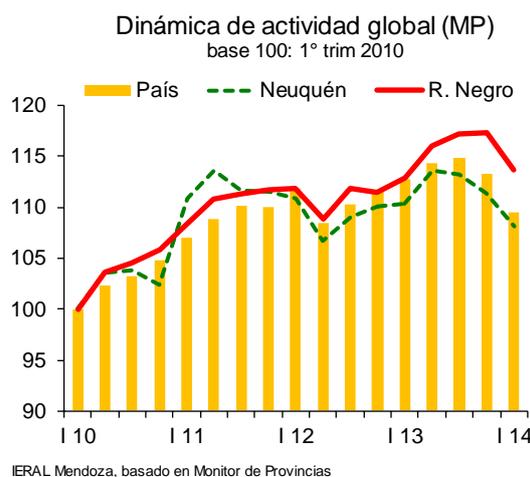
⁵ NOA: Nor Oeste Argentino, compuesto por Catamarca, Jujuy, La Rioja, Santiago del Estero y Tucumán.

- Región Cuyo:** desde hace un tiempo había sido noticia la buena performance en San Juan, vinculada a la minería (se había notado en empleo y salarios, particularmente en el sector construcción). A mediados del año pasado, con los menores precios internacionales del oro y otras contingencias, dicha provincia ha mostrado una menor actividad. Por otro lado, Mendoza sigue una evolución similar al promedio nacional.



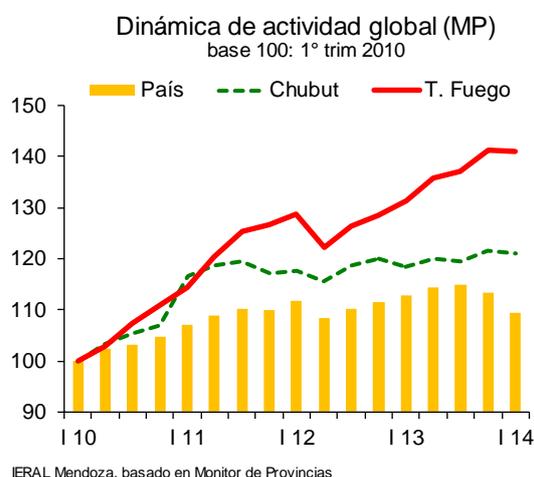
IERAL Mendoza, basado en Monitor de Provincias

- Patagonia Norte:** a diferencia de las provincias nortenas, las de Neuquén y Río Negro tuvieron un comportamiento similar al promedio nacional. La economía neuquina ha presentado mayores variaciones. El proyecto de Vaca Muerta abre una posibilidad para que tenga un mejor desempeño relativo en los próximos años.



IERAL Mendoza, basado en Monitor de Provincias

- Patagonia Sur:** Tierra del Fuego ha tenido un mejor desempeño, luego del beneficio de las restricciones para importar. En el caso de Chubut, su buen desempeño se mantuvo hasta inicios de 2011, y luego se ha quedado relativamente estancada.



IERAL Mendoza, basado en Monitor de Provincias

¿Qué se rescata de estos datos?

- En los últimos cuatro años, las regiones norteñas (NEA y NOA) han presentado un mejor desempeño que el promedio nacional (también había ocurrido años atrás). Salvo excepciones (como Catamarca con el cobre), son regiones con exportaciones relativamente pequeñas (en relación a su producción). Al ser economías pequeñas, su mejor desempeño estaría más vinculado con la recepción de fondos nacionales.
- La menor actividad de inicios en 2014, con mayor impacto en el mercado interno, resulta más homogénea que la generada por la crisis financiera internacional (casi todas las provincias se ven afectadas en similar porcentaje).
- Las provincias que tienen ciertas ventajas, como contar con algún producto exportado que genere dinamismo (San Juan) o con algún privilegio fiscal (Tierra del Fuego), tienen el riesgo de vulnerabilidad (puesto que dependen fuertemente de la evolución del precio internacional de aquel producto, o del mantenimiento de aquella ventaja. Al menos, eso se está visualizando en la provincia cuyana.

Anexo sobre el Monitor de Provincias

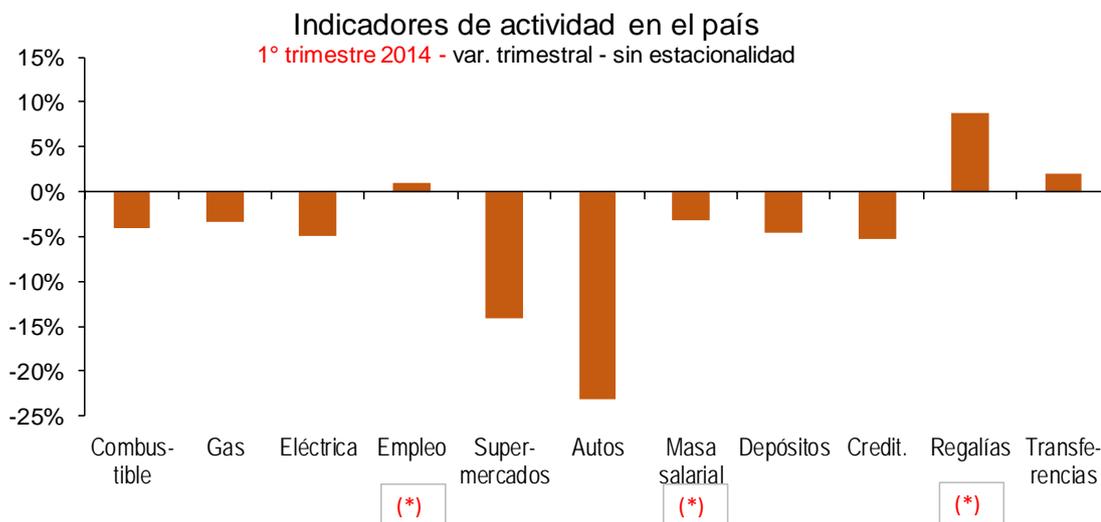
Como se mencionó inicialmente, este indicador global está más sesgado al mercado interno. Para visualizar dicho sesgo, a continuación se presenta el desempeño de los distintos indicadores que componen el Monitor de Provincias, durante el primer trimestre de este año. En la mayoría muestra caída, algunas fuertes como la venta de autos nuevos, y en otras la caída es superior al 1% trimestral.

Las excepciones son tres: el empleo⁶, las regalías petrolíferas⁷ y las transferencias nacionales automáticas (hacia las provincias), estas dos últimas en moneda constante (sin inflación). Lo de las regalías es razonable. Aunque continúa disminuyendo la extracción de crudo, la devaluación de enero mejoró dichas regalías. Sorprende lo de las transferencias nacionales, y su explicación es la baja de las mismas en el primer trimestre del año pasado.

⁶ En empleo se considera el empleo privado formal. Como no se cuentan con los datos del primer trimestre, se tuvieron en cuenta los del empleo total provistos por el INDEC. Cae la tasa de empleo en un año, pero se compensa con la mayor población.

⁷ Como no están los datos disponibles del primer trimestre, se las estiman sobre la base de las cantidades extraídas de petróleo crudo.

Dado el poco peso de las regalías y las transferencias en el Indicador del Monitor de Provincias, queda claro por qué tuvo una mayor contracción que el estimador privado del PBI nacional (IGA).



Variables como ventas en supermercados y depósitos y créditos están sin inflación.

(*) Indicadores estimados.

IERAL Mendoza, basado en S. Energía, Enargas, Cammesa, M. Trabajo, Indec, Acara, BCRA, M. Economía.

En Foco 1

El esperado acuerdo con el Club de Paris aumenta un 22% los servicios de deuda en moneda extranjera

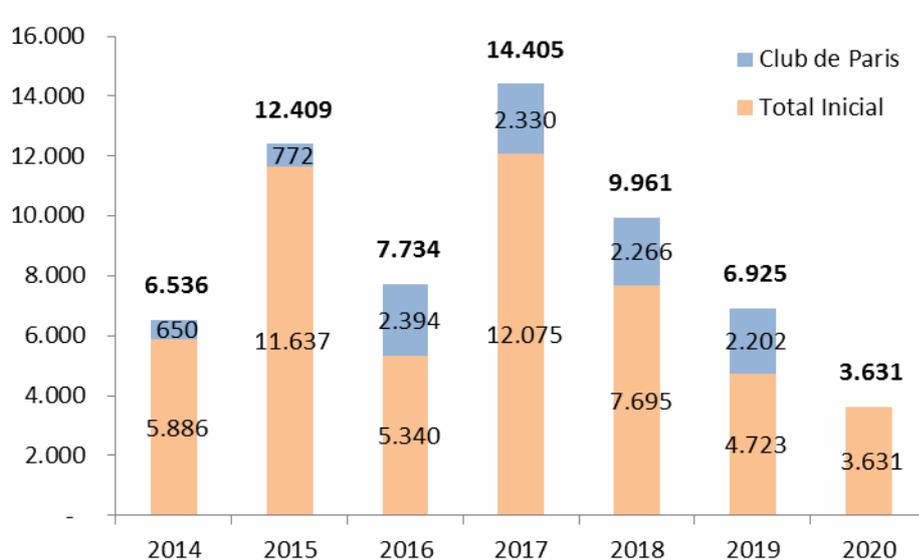
- La Argentina enfrenta necesidades de financiamiento en moneda extranjera por 7,9 mil millones de dólares en promedio anual para el período 2014-2019
- El esperado acuerdo con el Club de París reconoce deudas por 9,7 mil millones de dólares, un período de amortización de 5 a 7 años, un pago inicial de 650 millones de dólares e intereses que arrancan en 3% anual
- Bajo estos supuestos, puede estimarse que las necesidades de financiamiento en moneda extranjera se habrán de incrementar un 22% en el período considerado, hasta un promedio anual de 9,6 mil millones de dólares

El gobierno anunció el alcance de un acuerdo con el Club de Paris, una de las principales asignaturas pendientes para normalizar el acceso a los mercados voluntarios de crédito, tanto para el sector público como para el privado. El esperado acuerdo establece el monto consolidado de la deuda en 9.700 millones de dólares (al 30 de abril de 2014). El periodo de pago tiene un mínimo de 5 años y un máximo de 7 años, dependiendo del monto de inversiones provenientes de los países miembros del Club.

En lo inmediato se ha comprometido un pago inicial en concepto de capital de 650 millones de dólares en julio de 2014 y de 500 millones de dólares en mayo de 2015, más intereses. Se establece un interés sobre saldo del 3% durante los primeros 5 años (si el periodo se extiende puede incrementarse el costo financiero en un 1%).

Para evaluar el impacto del acuerdo sobre las necesidades de financiamiento en moneda extranjera en los próximos años se realiza el siguiente ejercicio. En 2014 y 2015 se amortiza lo ya anunciado y el saldo paga en cuotas iguales en 4 cuotas anuales iguales. El siguiente gráfico muestra el impacto. Para el periodo 2014-2019 los actuales servicios promedian u\$s 7.893 millones (u\$s 2.080 millones corresponde a Organismos Multilaterales), y el acuerdo con el Club de Paris implica un pago adicional de \$1.769 millones. Esto implicando un aumento del 22,4% para totalizar servicios por un promedio anual de \$9.662 millones.

Servicios de deuda en moneda extranjera tras el acuerdo con el Club de Paris



Fuente: En base a Mecon (datos al 30/9/13).

Nota: No se incluyen Letras del Tesoro ni Letras Intransferibles en poder del BCRA. Tampoco una estimación de los pagos por cupón PIB.

En Foco 2

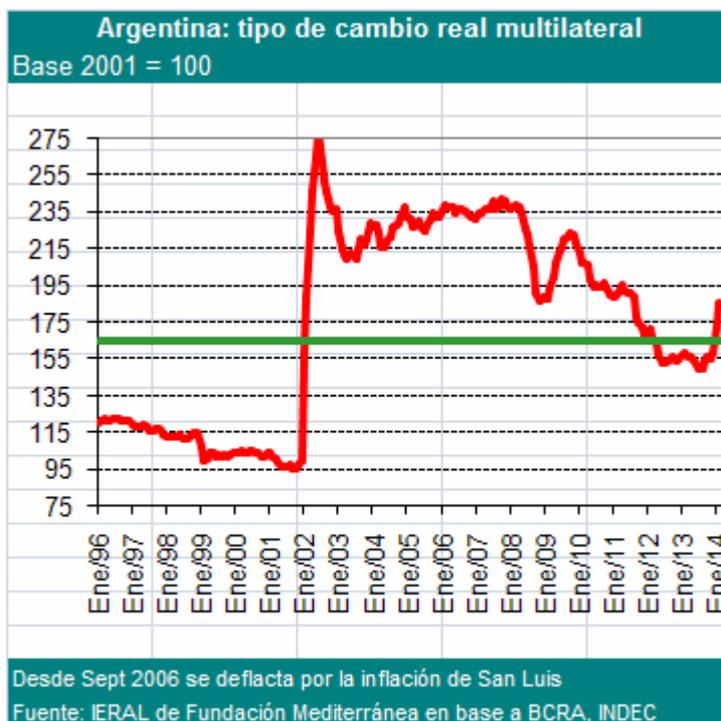
¿Cuánto mejoró la competitividad Argentina desde la devaluación de enero?

- El índice del tipo de cambio real multilateral del Banco Central evidencia en Marzo una depreciación del 16% respecto a Diciembre del 2013
- De mantenerse estables las paridades cambiarias y con una inflación mensual menor al 2%, el tipo de cambio real volvería al nivel de diciembre de 2013 hacia fin de año
- De 2006 a 2012, el Costo Laboral industrial medido por BLS aumentó un 184,6% en la Argentina, 87,2% en Brasil y 38,8% en el promedio de países considerados. Desde entonces, la Argentina redujo una fracción de ese desfasaje

La comparación de la productividad de distintas empresas, sectores o países es a lo que se llama competitividad, concepto estrechamente ligado al primero. Para un país, ser competitivo en los mercados internacionales genera una dinámica virtuosa en términos de producción e ingresos por un lado, y de inversión e innovación, por el otro. Si bien la competencia por productividad es la más genuina, los costos de los recursos que se utilizan para producir y el tipo de cambio real también juegan un rol fundamental.

Índice de tipo de Cambio real Multilateral

El Índice Tipo de Cambio Real Multilateral del Banco Central de la República Argentina (ITCRM) mide el precio relativo de los bienes y servicios de nuestra economía con respecto a los de un grupo de países con los cuales se realizan transacciones comerciales. El tipo de cambio real multilateral mide el valor real del peso en relación a las monedas de sus principales socios comerciales y por lo tanto es un indicador relevante de la competitividad.



El grafico adjunto muestra la Evolución del ITCRM deflactada por la inflación de San Luis desde enero de 2007 en adelante.

Luego de la devaluación de enero y con datos a marzo, el Índice de tipo de cambio real multilateral presenta una depreciación del 16% respecto a diciembre del 2013. En términos nominales al mes de marzo de 2014 el peso muestra una depreciación nominal frente al dólar (25%), el euro (26%) y el real (26%) en todos los casos respecto de diciembre de 2013.

En caso de que, de aquí en mas el tipo de cambio nominal se mantuviera estable y supusiéramos que la inflación mensual en Argentina fuese levemente menor al 2% y teniendo en cuenta la inflación promedio mensual de los principales países que componen la canasta del ITCRM; con estos supuestos hacia diciembre de este año el tipo de cambio real estaría volviendo al nivel de diciembre 2013

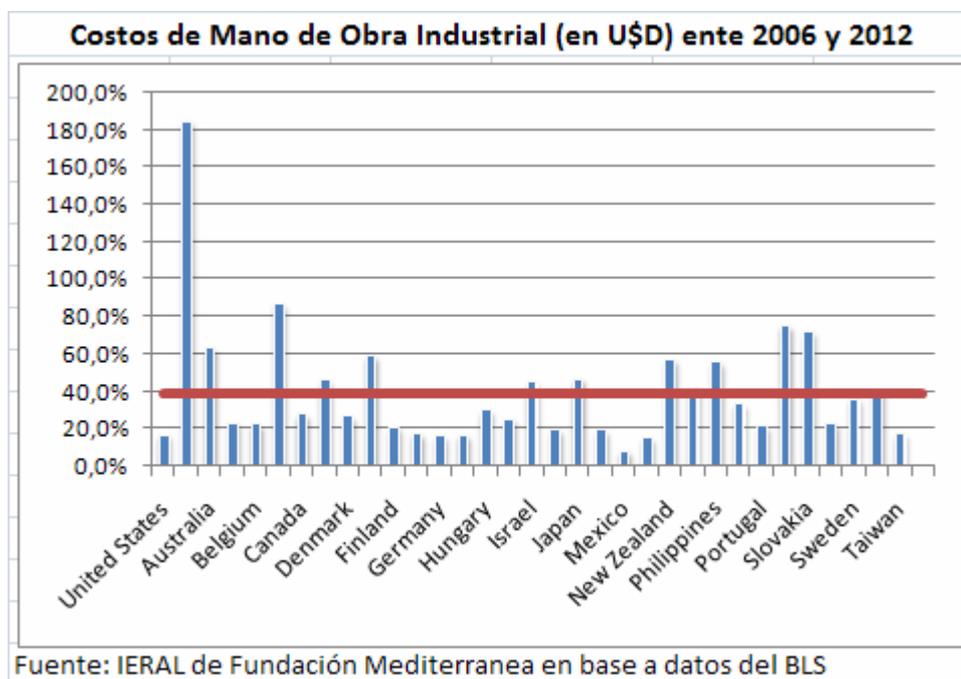
Es importante tener en cuenta que esto no es una proyección ya que dentro de la canasta de monedas hay divisas como el real que, en caso de devaluarse recortarían en el tiempo el retorno al nivel de 2013. Obviamente, esto también ocurriría si la inflación en la Argentina se ubicara en un nivel superior al de este ejercicio.

Vale la pena destacar que las variaciones en el tipo de cambio real pueden tener diversos efectos sobre la competitividad de la economía nacional. Una depreciación real mejorara la balanza comercial siempre y cuando se cumpla con la condición de Marshall-Lerner (la suma

de las elasticidades precio de las exportaciones e importaciones sea mayor a 1), esta mejora rara vez es instantánea.

Costo laboral

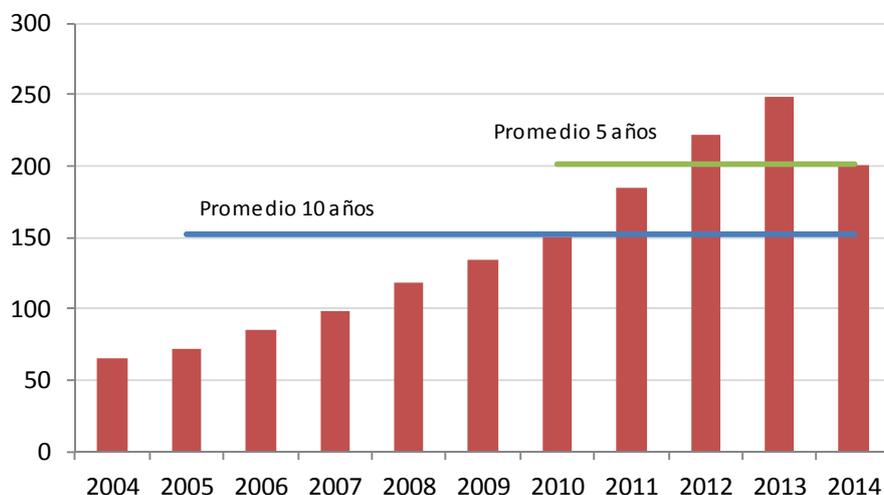
El Bureau de estadísticas laborales de los Estados Unidos (BLS) daba cuenta en su programa de comparación internacional de la variación del costo de mano de obra de industrial entre 2006 y 2012. El aumento de dichos costos fue para la Argentina del 184.6% guarismo que supera casi 5 veces al promedio de variación que fue del 38,8% y duplica el crecimiento experimentado por Brasil (87,2%).



Sin embargo entre 2012 y el primer trimestre del 2014 El Costo Laboral Unitario en la Argentina cayó un 19,3% corrigiendo en el margen el desfasaje observado hasta 2012 con el resto de los países de la muestra.

Costo Laboral Unitario en dólares

Índice base 2007=100, primer trimestre de cada año



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Indec, BCRA y OJF

Comparando los datos del Costo Laboral Unitario en Argentina, el valor alcanzado en el primer trimestre de este año fue similar al promedio de los últimos cinco años, en tanto superó en 32,3% el promedio de los últimos diez años. Esta caída en el nivel del CLU implica una mejora en la competitividad. El efecto de la devaluación en los salarios en dólares, que cayeron 20,3% interanual, habría explicado el aumento en la competitividad medida por el indicador.

En Foco 3

Balance de pagos: lenta corrección del déficit de servicios

- El mercado cambiario del primer trimestre refleja sólo en parte el impacto de las nuevas medidas (normativa cambiaria, mayor nivel del tipo de cambio oficial, tasas de interés más elevadas)
- La corrección en el balance de servicios se explica casi en su totalidad por menores pagos en el exterior en concepto de turismo, pero también caen los ingresos por ese concepto
- La acumulación de activos externos refleja la flexibilización en la restricción para compras de moneda extranjera para ahorro, pero también autorizaciones para otros fines

El impacto de la devaluación cambiaria y aumentos de tasas de interés de comienzos de año sobre el balance de bienes y, sobre todo, el de servicios, no logró compensar deterioros en otros frentes y el primer trimestre cerró con una pérdida sustancial de reservas, por US\$3732 millones. Este resultado negativo debería moderarse debido al efecto rezagado de estos cambios de política, por la inercia de las decisiones tomadas antes de conocerse las modificaciones en la política cambiaria. De hecho, el nivel de las Reservas se encuentra estable desde marzo, incluso se ha registrado un pequeño incremento hasta US\$28.391 millones el 16 del corriente, desde los US\$27.001 millones con que cerró el trimestre.

El Balance Cambiario en el primer trimestre

Millones de dólares	2014	2013	2012
Cuenta Corriente cambiaria	(2.103)	(2.261)	(1.683)
Cuenta Financiera cambiaria	(1.628)	(323)	(337)
C. corriente + C. Financiera	(3.732)	(2.583)	(2.021)
Variación de Reservas	(3.732)	(2.583)	(2.021)

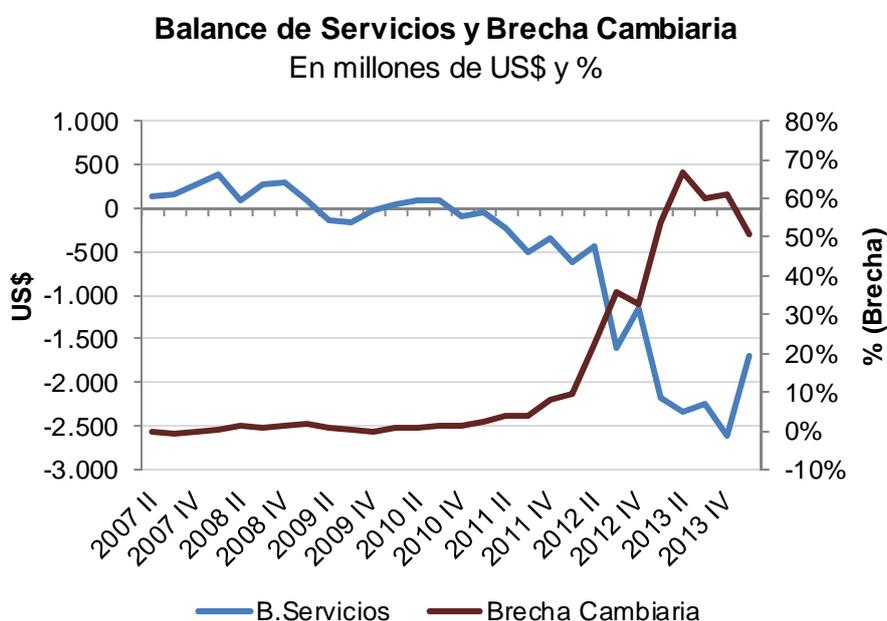
Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

El mercado cambiario se vio afectado en el primer trimestre por cambios en la normativa que lo regula como por cambios en la política del BCRA. Específicamente, en diciembre de 2013 se incrementó la percepción que se cobra al turismo y las compras con tarjeta de crédito en el exterior de 20% a 35%, encareciendo los gastos en el exterior. A esto se sumó a fin de

enero una flexibilización en las restricciones a la compra de moneda extranjera, al permitir compras para atesorar. Simultáneamente a esta última modificación, implementada a fines de enero, se devaluó el tipo de cambio oficial y se incrementaron las tasas de interés. Estos cambios afectaron principalmente el resultado del Balance de Servicios en la Cuenta Corriente cambiaria y la dinámica de acumulación de Activos Externos por parte del Sector Privado no Financiero, dentro de la Cuenta Capital.

El balance de Servicios

El encarecimiento de los pagos en el exterior, resultado de la devaluación del tipo de cambio oficial de algo más de 20%, más el incremento de 20% a 35% de la alícuota cobrada por gastos el exterior, produjo un aumento en el dólar turista de 47%. De este modo, se logró mejorar el balance de servicios en US\$496 millones. Prácticamente todo el ajuste en servicios fue resultado de la caída en los gastos en el exterior en concepto de turismo, que fue de US\$906 millones, compensado en parte por menores ingresos por ese concepto por US\$175 millones, generando un ajuste neto de US\$ 736 millones. Habrá que qué ocurre en los próximos trimestres, cuando la inercia de las contrataciones realizadas el año pasado se reduzca.



Aún persiste un déficit de US\$1690 millones para servicios en general y de US\$1.549 en el Balance de Turismo. De todas formas, con este ajuste el año podría cerrar con un déficit de servicios por debajo de los US\$6.000 millones, lo que implica una reducción en la demanda

de divisas para pagos de servicios del orden de medio punto porcentual del PIB en relación al 2013.

Balance cambiario, primer trimestre: mejoras en el primer trimestre 2014

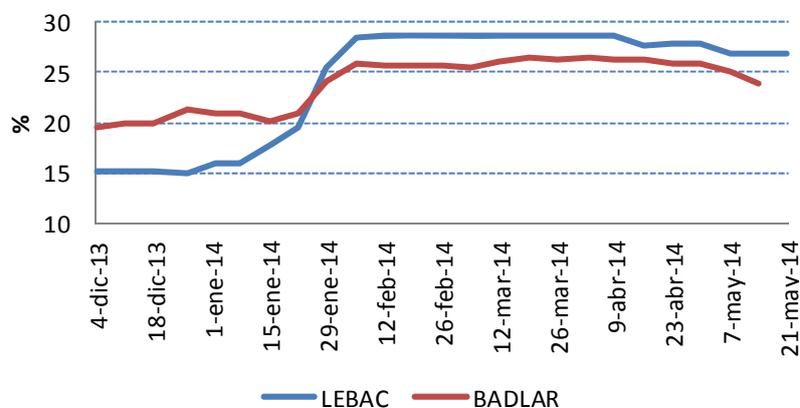
<i>Millones de dólares</i>	Dif. 2014 - 2013	2014	2013
Intereses	212	(727)	(938)
Servicios	496	(1.690)	(2.186)
Turismo	731	(1.549)	(2.281)
Otras Operaciones del Sector Público	(736)	129	865
Prestamos	881	(99)	(980)
Ingresos	860	1.850	990
Egresos	(22)	1.949	1.970
Otros Movimientos netos	308	(732)	(1.039)
Subtotal	852,8	(2.387,3)	(3.240,2)

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

Formación de Activos Externos

Por otra parte se permitió nuevamente la compra de moneda extranjera para ahorro por parte de personas físicas, con validación fiscal, y pagando una alícuota de 20% en caso de retiro inmediato o antes de cumplirse un año. A partir del 27 de enero las personas físicas del sector privado pudieron volver a comprar divisas para atesorar si cumplían con los requisitos. Esta flexibilización a las restricciones vigentes en 2013 se hizo en un contexto de devaluación del tipo de cambio oficial de 23% durante enero, devaluación que sumada a la percepción del 20%, incrementaron el valor del dólar ahorro en 47% (esto, si previo a la devaluación y la percepción se hubieran permitidos compras para ahorro). Simultáneamente, se aumentaron la tasa de interés del BCRA que pasó, para las LEBAC, de 15% a casi el doble.

Evolución de las tasas de interés



Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea

Durante el primer trimestre se efectivizaron 716.110 operaciones de compra de moneda extranjera por un monto total de US\$410,5 millones, esto es un monto promedio de US\$513 por operación. A esto se sumaron autorizaciones de compras de divisas para fines preestablecidos, totalizando un deterioro en la cuenta capital debido a la salida de divisas en concepto de formación de activos externos del Sector Privado no financiero por US\$ 1.791 millones, compensado por un ingreso de US\$ 788, esto resultó en un déficit de US\$1.002, resultado que en igual período del 2013 había sido superavitario.

Este ítem, junto con menores préstamos internacionales, menor Inversión extranjera directa y un leve deterioro de la Balanza Comercial explican un incremento en la demanda de divisas del primer trimestre por US\$2816 millones.

Balance cambiario: Items que aceleran salida de divisas en el primer trimestre de 2014

	Dif. 2014 - 2013	2014	2013	2012
Balance Comercial	(368)	569	937	2.930
Exportaciones	(1.507)	15.133	16.639	19.268
Importaciones	(1.139)	14.564	15.703	16.338
Utilidades	(151)	(306)	(155)	(1.166)
Inversión Directa	(444)	207	651	1.354
Ingresos	(429)	239	668	1.454
Prestamos de Organismos internacionales	(742)	(1.289)	(548)	2.576
Ingresos	(5.933)	904	6.837	13.393
Egresos	(5.191)	2.193	7.385	10.817
Formación de activos externos (egresos)	(1.112)	(1.002)	110	(3.260)
Ingresos	619	788	169	3.723
Egresos	1.731	1.791	59	6.983
	-			
Subtotal	(2.816,8)	(1.821,8)	995,0	2.435,9

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

En Foco 4

El comercio mundial medido por importaciones aumenta 3,2% en el primer trimestre: 2,1% en las economías avanzadas y 4,4% en las emergentes

- El comercio mundial crece en la comparación interanual (2,43% en el primer trimestre), pero con leve desaceleración respecto del 2013 (2,67%)
- El repunte de los Estados Unidos y una leve recuperación de la Eurozona se ve reflejada en un ascenso sostenido de las importaciones de las economías avanzadas. Las exportaciones, en cambio, pierden fuerza y crecen al 1,5% interanual en el primer trimestre del año, luego de haberlo hecho a una tasa de 3,2% el trimestre pasado
- Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes se traduce en una pérdida de dinamismo de su comercio exterior, con importaciones que en el primer trimestre aumentaron 4,4% interanual y exportaciones que lo hicieron 1,8%

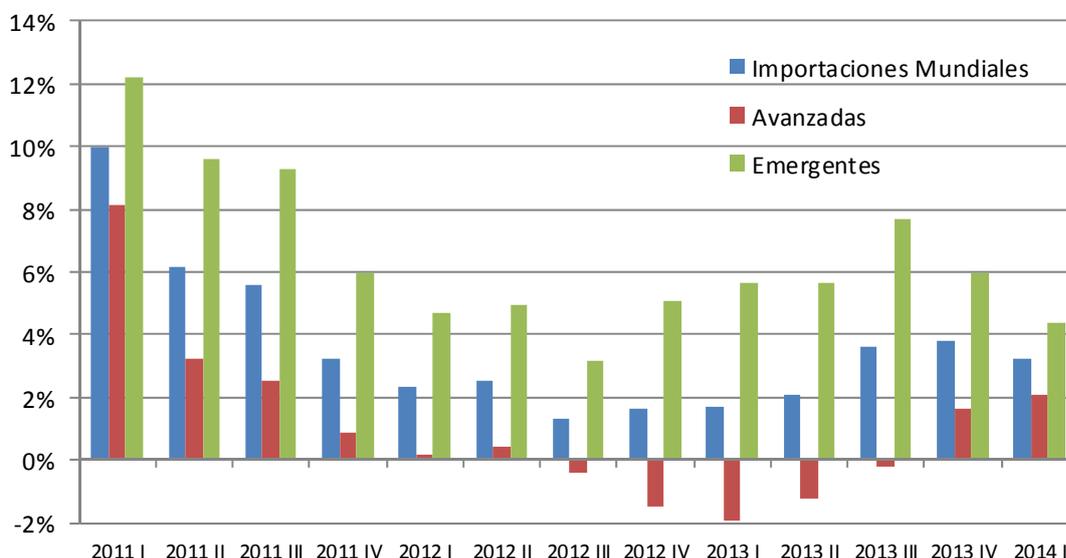
Comparado con el primer trimestre del año pasado, el comercio mundial aumenta 2,43% interanual, cuando en 2013 lo había hecho un 2,67%.

Las importaciones a nivel mundial, que venían recuperándose en forma sostenida desde el tercer trimestre de 2012, crecieron en el primer trimestre del año pero a un ritmo más acotado del que venía haciéndolo, apuntando un valor de 3,22% en la comparación interanual, que se descompone en un alza de 2,06% para los países avanzados y de 4,4% para los emergentes.

La recuperación de los países desarrollados, que había comenzado ya en el último trimestre del año pasado, continuó con su dinamismo mientras que las importaciones desde las economías emergentes vienen perdiendo fuerza a partir del mismo trimestre, lo que resulta en una suerte de convergencia en el corto plazo entre las tasas de crecimiento de las importaciones para estos 2 grupos de países.

Comercio mundial medido por importaciones

Variación interanual (%)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CPB World Trade Monitor

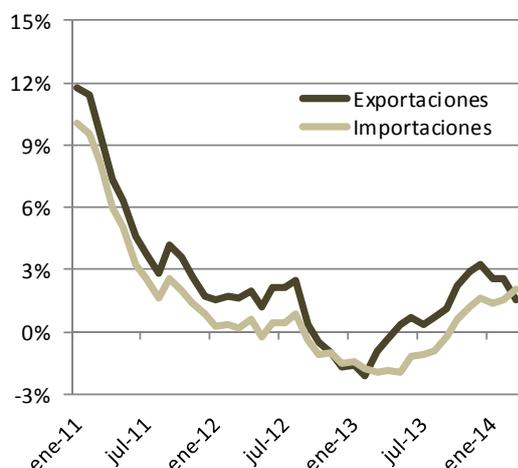
Según proyecciones del World Trade Organization (WTO), se espera que el comercio mundial crezca este año un 4,7% y un 5,3% en 2015, luego de haberlo hecho a tasa promedio para los últimos 2 años de 2,2%. A pesar de que la situación actual en muchas economías siga siendo frágil, incluso en algunos de los emergentes más dinámicos que habían sido los que sostuvieron la demanda mundial en el último tiempo, estas proyecciones surgen a partir de la recuperación que está mostrando Estados Unidos y del repunte esperado de la Eurozona.

A pesar de la desaceleración sufrida por algunas economías emergentes debido a razones internas y externas, se espera que éstas sigan siendo las que empujen el comercio mundial este año, sobre todo desde la región asiática. De hecho, se calcula que el aumento del comercio exterior del 2014 en los países en desarrollo duplique el de los desarrollados: 6,4% y 3,6%, respectivamente.

Avanzados y emergentes

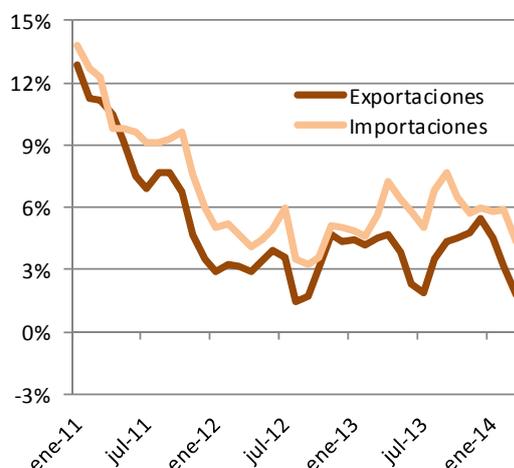
El comportamiento heterogéneo de los países emergentes y avanzados se observa también mediante el promedio móvil de 3 meses para las variaciones interanuales. Como se puede observar en el siguiente gráfico, las economías emergentes siguen mostrando tasas de crecimiento mayores tanto en exportaciones como importaciones aunque están perdiendo dinamismo, mientras que las economías avanzadas muestran una sostenida recuperación en las importaciones pero con una desaceleración en el crecimiento de las exportaciones.

Comercio mundial: Economías avanzadas
(Promedio móvil 3 meses de variación interanual)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CPB World Monitor

Comercio mundial: Economías emergentes
(Promedio móvil 3 meses de variación interanual)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CPB World Monitor

Las compras al exterior de las economías avanzadas continuaron con su ritmo creciente apuntando una suba de 2,1% en los 3 meses a marzo contrastando con caídas de casi 2% en los meses del primer trimestre de 2012. Por otro lado, las ventas al exterior aumentaron a una tasa de 1,5% principalmente por las exportaciones de Estados Unidos y Japón, que alcanzaron aumentos mayores a 2,5% mientras que las exportaciones de la eurozona crecieron sólo 0,7%.

Con respecto a las economías emergentes, si bien con valores mayores a los de las economías avanzadas y empujando el comercio global, el promedio móvil para los últimos 3 meses de las variaciones interanuales muestra una marcada disminución con respecto a los que se evidenciaron durante todo el año 2013.

Las importaciones, que habían mostrado un crecimiento estable alrededor del 6% durante los últimos 5 meses, pasaron a crecer 4,4% en los tres meses a marzo. Las exportaciones, por otro lado, aumentaron sólo 1,8%, cuando el promedio para todo el año 2013 había estado en 4%.

En Foco 5

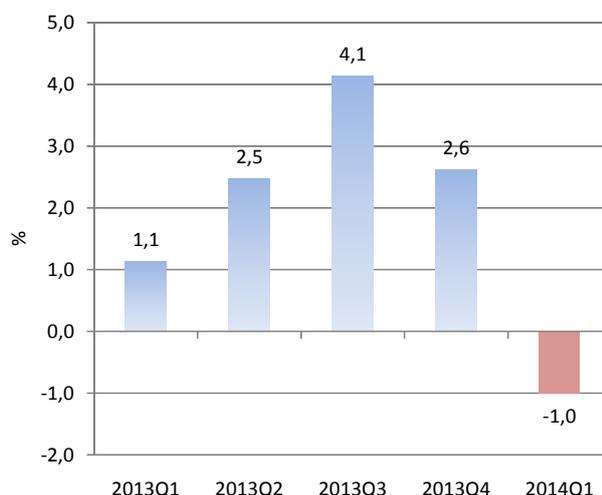
Estados Unidos: Un mal primer trimestre opacará las estadísticas anuales, pero el empleo y el PIB ya muestran fuerte crecimiento

- La economía norteamericana se contrae al 1% anual en el primer trimestre del año; pero los buenos datos de abril despejan dudas respecto del carácter transitorio de esa pérdida de dinamismo
- La creación de empleo al mes de abril asciende a los 2,37 millones de puestos anuales, y la tasa de desempleo descendió hasta 6,3%
- El dólar se fortalece frente al euro, tomando nota de los buenos resultados y de la proximidad de una política monetaria más expansiva por parte del Banco Central Europeo

La economía norteamericana estrena el segundo trimestre dejando atrás los magros resultados del primero. Una revisión a la baja ubicó al crecimiento del primer trimestre en terreno negativo, -1% anual desestacionalizado, la primera contracción de los últimos tres años. El consumo personal no pudo contrarrestar las contribuciones negativas de la inversión fija y en inventarios, de las exportaciones y del gasto público de los gobiernos estatales y locales. Pero los datos de nivel de actividad y del mercado laboral parecen no dejar dudas respecto al carácter transitorio de esa pérdida de

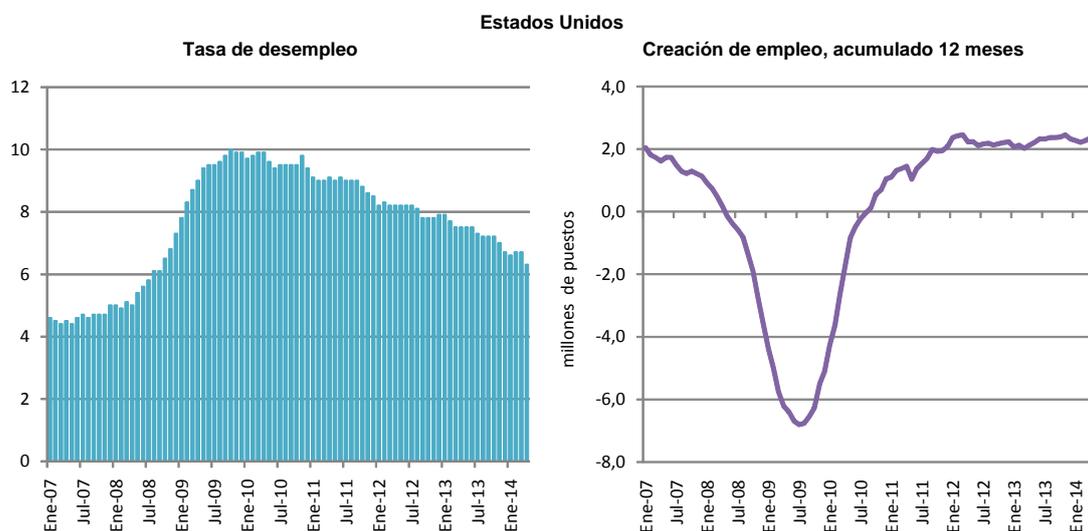
dinamismo. En el mes de abril la creación de empleo anotó 2,37 millones de puestos anuales, y la tasa de desempleo descendió hasta 6,3%. Más allá de que todavía es alta si se la compara con los niveles históricos, y de que la tasa de participación permanece baja, reflejando alguna debilidad del mercado de trabajo, no hay duda de cuál es la tendencia. El

Estados Unidos: crecimiento de la economía
Variación del PIB anual desestacionalizada



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

mercado inmobiliario, que en el primer trimestre había desacelerado con fuerza, parece retomar el camino de expansión, aunque la presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen, expuso públicamente sus dudas respecto a la evolución futura del sector.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

Tanto la industria manufacturera como el sector servicios apuntan a una fuerte expansión de la economía en el segundo trimestre: la industria norteamericana se encuentra en un sendero de expansión, con marcado repunte desde el mes de febrero. El gráfico de abajo a la izquierda muestra su evolución: una medición mensual por encima de 50 significa que el sector se expande; por debajo, que se contrae. El índice que elabora el *Institute of Supply Management* muestra que el dato del mes de abril, anualizado, se corresponde con un aumento del PIB del 3,3% real anual. En el gráfico de la derecha se puede apreciar la evolución del sector servicios y como puede observarse, continúa en expansión.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Institute for Supply Management

El dólar comienza a fortalecerse, reflejando estas tendencias y sus implicancias: mientras el Banco Central Europeo se prepara para anunciar una serie de medidas expansivas (que podrían incluir tasas de interés negativas) para evitar el riesgo de deflación, la Reserva Federal comienza a hablar de “estrategias de normalización” de política monetaria, con una tasa de interés que fue mantenida en 0% desde fines de 2008. Así el tipo de cambio se ubica por estos días en 1,36 dólares por euro (nivel que no alcanzaba desde principios de febrero), mientras que a comienzos de este mes anotaba 1,39. En contraste, la tasa de los bonos del Tesoro a 10 años ha verificado un descenso a pesar de los buenos datos, para ubicarse en 2,5%, algo que debiera ser transitorio si la economía continuara mostrando, como se espera, buenos resultados. Aunque también aquí aparecen señales tranquilizadoras: a pesar de la previsible suba de tasas en términos reales, el aumento sería moderado. Según el reciente informe de Perspectivas de la economía mundial elaborado por el FMI, no hay motivos contundentes para prever que las tasas de interés reales a largo plazo regresarán rápidamente al nivel promedio de 2% observado a mediados de la década del 2000.

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2013 IV	899.832,7	3,1%	1,4%	3,0%
PIB en US\$ (\$ mm)	2013 IV	598.199,7	-	-5,5%	1,9%
EMAE	dic-13	211,7	0,1%	2,7%	4,9%
IGA-OJF (1993=100)	abr-14	174,0	0,5%	-1,7%	0,5%
EMI (2006=100)	mar-14	125,1	-1,8%	-5,9%	-3,1%
IPI-OJF (1993=100)	abr-14	174,9	1,3%	-6,0%	-2,4%
Servicios Públicos	mar-14	248,6	0,2%	4,5%	5,1%
Patentes	may-14	24.410,0	-	-73,7%	-5,7%
Recaudación IVA (\$ mm)	abr-14	27.293,8	-	47,5%	41,1%
ISAC	mar-14	175,8	2,0%	-4,2%	-2,6%
Importación Bienes de Capital (volumen)	abr-14	-	-	7,0%	5,0%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2013 IV	192.455,1	0,6%	1,9%	3,0%
		2013 IV	2013 III	2013 II	2013 I
IBIF como % del PIB		21,4%	21,9%	20,0%	20,4%

* La variación con respecto al último periodo 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)	2014 I	11.831	-0,3%	1,4%	1,7%
PEA (% de la población total)	2014 I	45,0%	-0,60 pp	-0,80 pp	-0,37 pp
Desempleo (% de la PEA)	2014 I	7,1%	0,70 pp	-0,80 pp	-0,26 pp
Empleo Total (% de la población total)	2014 I	41,8%	-0,90 pp	-0,40 pp	-0,20 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2013 IV	33,5%	-1,10 pp	-1,10 pp	-0,70 pp
Recaudación de la Seguridad Social	abr-14	22.207	6,35%	19,4%	26,2%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2014 I	67,6	-46,3%	-19,3%	-0,6%
Brasil	2013 IV	110,2	15,8%	-9,6%	-4,2%
México	2013 IV	157,6	10,4%	4,8%	10,7%
Estados Unidos	2013 IV	103,2	-0,2%	-0,9%	-0,8%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	abr-14	92.737,3	17,8%	37,1%	34,8%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	abr-14	20.875,4	5,7%	37,1%	38,1%
Gasto (\$ mm)	feb-14	68.501,2	-5,6%	42,1%	35,1%
		feb-14	ene-feb 14	feb-13	ene-feb 13
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-7.761,6	-10.813,7	-526,3	-2.108,8
Pago de Intereses (\$ mm)		2.134,5	5.985,1	730,3	3.128,5
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		128,9	184,7	2.448,1	2.501,1
ANSES (\$ mm) *		1.501,6	4.444,3	679,9	714,2
		abr-14	ene-abr 14	abr-13	ene-abr 13
Adelantos Transitorios BCRA *		-250,0	6.200,0	50,0	50,0
		2013 IV	2013 III	2013 II	2013 I
Recaudación Tributaria (% PIB) **		24,7%	26,3%	26,3%	25,3%
Gasto (% PIB) **		24,2%	22,7%	21,0%	20,2%

* 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 (IPCNu, IV 2013=100)	abr-14	115,1	1,8%	-	-
Inflación (San Luis, 2003=100)	abr-14	665,9	2,1%	44,1%	41,1%
Salarios (abril 2012=100) *	mar-14	156,8	2,9%	-3,6%	0,0%
TCR Bilateral (1997=100)	mar-14	145,4	-1,8%	22,2%	20,4%
TCR Multilateral (1997=100)	mar-14	157,3	-0,5%	17,7%	0,9%
		28-may-14	abr-14	31-dic-13	may-13
TCN Oficial (\$/US\$)		8,09	8,01	6,53	5,25
TCN Brecha		45,9%	31,5%	53,3%	77,9%
TCN Real (R\$/US\$)		2,24	2,23	2,36	2,04
TCN Euro (US\$/€)		1,36	1,38	1,38	1,30

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	may-14	353.321,0	-2,0%	16,7%	19,9%
Depósitos (\$ mm)	may-14	850.658,5	0,9%	23,7%	24,0%
Sector Público No Financiero	may-14	263.792,8	9,4%	8,1%	14,6%
Sector Privado No Financiero	may-14	583.772,2	-2,6%	32,1%	28,7%
Créditos (\$ mm)	may-14	569.060,8	0,0%	25,2%	29,0%
Sector Público No Financiero	may-14	42.396,8	-1,8%	14,2%	18,9%
Sector Privado No Financiero	may-14	514.179,1	0,0%	26,4%	30,1%
	Fecha	Dato	abr-14	31-dic-13	may-13
Reservas Internacionales BCRA (us\$ mm)	16-may-14	28.391,0	27.686,1	30.599,0	38.977,0
Ratio de cobertura de las reservas	16-may-14	64,5%	62,8%	52,9%	67,8%
Tasa de interés Badlar PF	26-may-14	24,3%	26,3%	21,6%	15,7%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	30-abr-14	45,0%	46,2%	39,2%	34,3%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	30-abr-14	32,4%	32,2%	24,8%	20,3%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	27-may-14	305	319	334	271
EMBI+ Argentina	27-may-14	846	787	808	1.173
EMBI+ Brasil	27-may-14	216	219	224	176
Tasa LIBOR	28-may-14	0,15%	0,15%	0,17%	0,20%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	28-may-14	0,09%	0,09%	0,07%	0,11%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	28-may-14	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
SELIC (Brasil)	28-may-14	10,90%	10,88%	9,90%	7,42%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	27-may-14	7.571,6	9,12%	196,91%	81,51%
Índice Bovespa	27-may-14	52.172,0	3,59%	-8,16%	-13,02%

* 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)	abr-14	6.398,0	21,8%	-13,2%	-10,3%
Primarios	abr-14	1.619,0	62,7%	-29,4%	-35,7%
MOA	abr-14	2.731,0	63,4%	10,7%	8,5%
MOI	abr-14	1.725,0	-16,4%	-24,4%	-12,7%
Combustibles	abr-14	322,0	-38,4%	-2,7%	6,2%
Exportaciones (volumen)	abr-14	-	-	-13,0%	-8,0%
Importaciones (US\$ mm)	abr-14	5.471,7	5,0%	-14,2%	-5,0%
Bienes Intermedios	abr-14	1.577,0	5,1%	-6,5%	-1,6%
Bienes de Consumo	abr-14	546,0	8,1%	-12,9%	-9,7%
Bienes de Capital	abr-14	966,0	16,4%	5,3%	3,1%
Combustibles	abr-14	932,0	-1,8%	-12,5%	3,1%
Importaciones (volumen)	abr-14	-	-	-13,0%	-5,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2013 IV	138,1	2,3%	-9,4%	-5,5%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	abr-14	172,0	1,4%	1,3%	-3,0%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	abr-14	112,5	-1,3%	-2,4%	-6,1%
Energía	abr-14	128,3	0,3%	4,2%	0,8%
Petróleo (US\$/barril)	abr-14	102,1	1,5%	10,9%	6,2%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2014 I	17.149,6	0,0%	2,3%	2,0%
Brasil	2013 IV	2.265,7	0,7%	1,9%	2,3%
Unión Europea	2013 IV	18.439,6	0,4%	1,1%	0,1%
China	2014 I	8.404,1	1,4%	7,5%	0,0%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	mar-14	132,5	-0,5%	1,8%	2,4%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	mar-14	125,1	0,3%	3,5%	3,6%

* 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	may-14	12.326,0	-	-74,3%	-32,8%
Región Pampeana	may-14	5.035,0	-	-74,2%	-29,9%
NOA	may-14	1.511,0	-	-74,2%	-27,6%
NEA	may-14	1.799,0	-	-72,2%	-23,0%
Cuyo	may-14	1.512,0	-	-74,5%	-29,8%
Región Patagónica	may-14	2.257,0	-	-67,7%	-24,4%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2014 I	1.041,6	-14,6%	-4,6%	-4,6%
Región Pampeana	2014 I	581,8	-19,1%	-2,2%	-2,2%
NOA	2014 I	221,4	-20,6%	8,3%	8,3%
NEA	2014 I	263,1	-13,5%	2,8%	2,8%
Cuyo	2014 I	246,8	-23,3%	-1,3%	-1,3%
Región Patagónica	2014 I	224,1	-6,7%	11,7%	11,7%