

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 914 – 7 de mayo de 2015

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Marcelo Capello y Alejandra Marconi

Ganancias en 2015: habrá un alivio en relación al escenario sin reforma, pero se pagará más que en 2014 o cualquier año previo

En Foco 1 – Patricio Vimberg

Nivel de actividad: un piso para la caída, que no garantiza reactivación

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

El crédito al sector privado aumentó apenas 0,7% mensual en abril

En Foco 3 – Marcelo Capello y Néstor Grión

Tres velocidades para la marcha de la recaudación tributaria nacional

En Foco 4 – Inés Butler

Será difícil recuperar la economía sin inversión, a pesar de indicadores que muestran elevada capacidad ociosa en la industria

En Foco 5 – David Antón

El costo laboral en dólares volvió a subir en el primer trimestre de 2015 y se acerca al nivel previo a la devaluación de enero de 2014

En Foco 6 – Eliana Miranda

Brasil: Mientras el mercado apuesta a una salida positiva del ajuste, la economía real todavía sufre

En Foco 7 – Alejandra Marconi y Soledad Barone

El Dato regional de la semana:

Las transferencias de autos usados muestran recuperación en la Patagonia

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

Ganancias en 2015: habrá un alivio en relación al escenario sin reforma, pero se pagará más que en 2014 o cualquier año previo

- Se anunció esta semana una reforma parcial del Impuesto a las Ganancias, instrumentada por la Resolución 3770 de la AFIP. Para la franja de asalariados contemplados, la medida implica un paliativo frente a lo que habría que haber pagado en 2015 en ausencia de cambios, pero no significa un descenso de la presión tributaria en relación a años previos, sino lo contrario
- Los trabajadores con ingresos de entre 15 y 25 mil pesos en 2013 tenían que pagar este año Impuesto a las Ganancias por el equivalente a entre 12,2 % y 19,6 % de sus salarios. Con los anuncios de esta semana, la alícuota implícita se recorta a 8,7 % y 18,7 %, respectivamente
- Aún con ese alivio, la presión tributaria será mayor a la de 2014, cuando esos mismos trabajadores pagaron entre el 4,6 % y el 12,8 % de sus salarios y muy superior a la de 2013, cuando la carga había sido de entre 0,6 % y 7,7 %

En Foco 1:

13

Nivel de actividad: un piso para la caída, que no garantiza reactivación

- La confianza del consumidor aumenta 46,6% en el trimestre a abril, que compara con la suba de 35% en los primeros tres meses del año, apuntaladas por la baja base de comparación. La recaudación de IVA real se contrae 3,9%
- Los despachos de cemento crecen 11,9% en el trimestre a abril, tras la suba de 6,7% en el primer trimestre. Además, el ISAC aumentó 5,3% en los primeros tres meses del año, mejorando con respecto al +1,8% del trimestre anterior
- Las exportaciones a Brasil profundizan el deterioro en el trimestre a abril (-20%, versus -17,9% en el primer trimestre) mientras que la producción automotriz recorta apenas un punto porcentual la caída con respecto al primer trimestre y los patentamientos lo hacen 16 puntos porcentuales

En Foco 2:

20

El crédito al sector privado aumentó apenas 0,7% mensual en abril

- Sin grandes modificaciones en las tasa de interés pasivas, los depósitos en pesos del sector privado moderaron su ritmo de expansión a 1,2% mensual en abril, aunque los plazos fijos mantienen dinamismo
- Por su parte, los créditos al sector privado, que habían mostrado cierta aceleración en los primeros meses del año, ahora se moderan
- Las financiaciones con tarjeta pasaron de crecer 4,3% intermensual en marzo a retroceder 2,1% en abril

En Foco 3:

22

Tres velocidades para la marcha de la recaudación tributaria nacional

- Los impuestos asociados al sector externo registraron un marcado descenso interanual en abril, tanto los derechos de exportación (-36 %) como los de importación (-11,5 %). Influyen factores externos (precios internacionales, apreciación del dólar) pero también internos, como el caso de las restricciones al comercio exterior
- En cambio, los tributos relacionados con la seguridad social mantienen una trayectoria positiva, vinculada con la evolución de los salarios nominales. En abril los ingresos estatales en este segmento subieron 38,9 % interanual y en el primer cuatrimestre lo hicieron un 36,2 %
- Los impuestos asociados al nivel de actividad económica lograron un incremento de recaudación de 31,4 % interanual en abril, unos 2,6 puntos porcentuales por encima de la inflación y repuntando en términos reales en relación a lo observado meses atrás

En Foco 4:

26

Será difícil recuperar la economía sin inversión, a pesar de indicadores que muestran elevada capacidad ociosa en la industria

- Según el Indec, la utilización de la capacidad instalada de la industria hizo un piso de 66,2% en el primer trimestre de este año, el más bajo desde 2003
- Comparando con 2011, en todos los sectores aumentó la capacidad ociosa, resaltando las industrias automotriz, textil y de plástico y caucho. En algunos casos puede haber problemas de oferta que no son simples de resolver (infraestructura, energía, acceso a insumos importados); en otros, se observan problemas de competitividad para acceder a mercados externos (textil, automotriz)
- Un indicador más global (la brecha de producto) muestra que si bien hay un pequeño margen de expansión sin necesidad de nuevas inversiones, este es mucho más acotado que el que surge de la encuesta industrial

En Foco 5: **30**

El costo laboral en dólares volvió a subir en el primer trimestre de 2015 y se acerca al nivel previo a la devaluación de enero de 2014

- La tendencia a la suba de los costos unitarios en dólares registrada a fin de 2014 se consolida en el primer trimestre del 2015 y marca un aumento de 17.2% respecto de igual período del año pasado
- El índice de obreros ocupados registra dos caídas interanuales consecutivas, de 1.6% y de 1.8%, en 2014 y 2015 (primer trimestre de cada año)
- Si durante el año el ritmo mensual de variación de los salarios duplica el del tipo de cambio, para el momento del recambio presidencial el CLU estará cercano al pico alcanzado en 2013

En Foco 6: **33**

Brasil: Mientras el mercado apuesta a una salida positiva del ajuste, la economía real todavía sufre

- La depreciación de la moneda se revirtió parcialmente y de 3,3 reales por dólar en marzo ahora la paridad se ubica más cerca de 3,1. Simultáneamente, el Bovespa mejoró un 20 % y el riesgo país, luego de un pico de 361 puntos, está logrando mantenerse por debajo de los 300 puntos básicos
- Sin embargo, el sector real de la economía todavía se encuentra en fase contractiva, impactado por el ajuste fiscal y la lucha más decidida contra la inflación, que ha llevado la tasa de interés de referencia (Selic) por encima de 13 % anual
- La producción industrial mostró en marzo una caída interanual de 3,5 % y la creación neta de empleos se encuentra en terreno negativo en el acumulado de doce meses (-216 mil puestos), a pesar de que el mes de marzo registró un saldo neto positivo de 19,3 mil puestos mensuales

En Foco 7: **36**

El dato regional de la semana: Las transferencias de autos usados muestran recuperación en la Patagonia

- En el primer cuatrimestre de 2015 el número de operaciones registró una leve variación negativa (-0,2%) respecto de igual período de 2014, aunque en abril hubo un repunte significativo, de 13 % interanual
- El ranking por provincias en el período enero-abril es liderado por Neuquén, con una variación positiva de 15,1 % interanual, seguida de cerca en la región por Tierra del Fuego (11,6%). En el resto del país destacan las mejoras de Tucumán (13,9 %), Chaco (12,9 %) y Entre Ríos (6,6 %)
- En cambio, permanecieron en terreno negativo en la comparación interanual las transferencias en San Juan (-14,2 %), CABA (-7,0 %), San Luis (-4,8 %) y Mendoza (-2,5 %), entre otras provincias

Selección de Indicadores: **40**

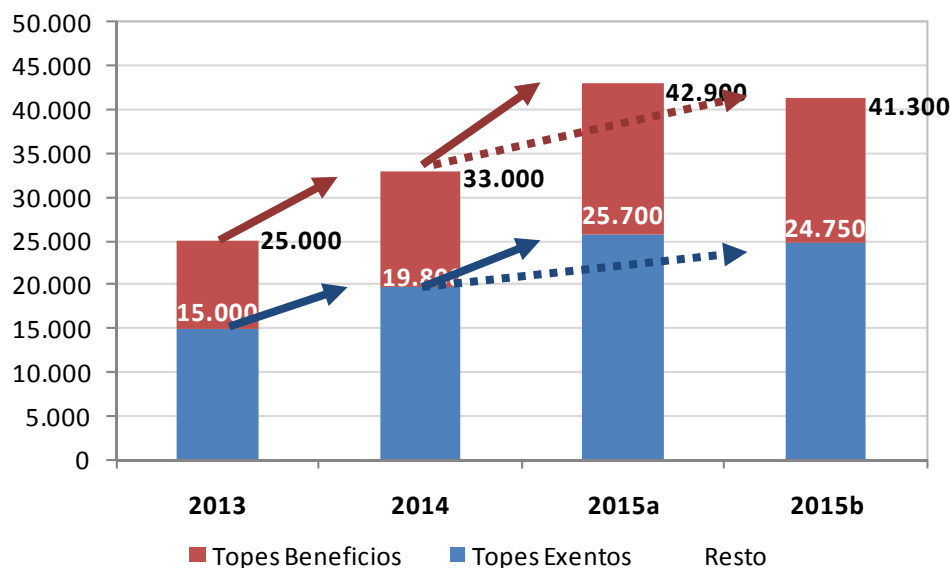
Editorial

Ganancias en 2015: habrá un alivio en relación al escenario sin reforma, pero se pagará más que en 2014 o cualquier año previo

- Se anunció esta semana una reforma parcial del Impuesto a las Ganancias, instrumentada por la Resolución 3770 de la AFIP. Para la franja de asalariados contemplados, la medida implica un paliativo frente a lo que habría que haber pagado en 2015 en ausencia de cambios, pero no significa un descenso de la presión tributaria en relación a años previos, sino lo contrario
- Los trabajadores con ingresos de entre 15 y 25 mil pesos en 2013 tenían que pagar este año Impuesto a las Ganancias por el equivalente a entre 12,2 % y 19,6 % de sus salarios. Con los anuncios de esta semana, la alícuota implícita se recorta a 8,7 % y 18,7 %, respectivamente
- Aún con ese alivio, la presión tributaria será mayor a la de 2014, cuando esos mismos trabajadores pagaron entre el 4,6 % y el 12,8 % de sus salarios y muy superior a la de 2013, cuando la carga había sido de entre 0,6 % y 7,7 %

Esta semana se dio a conocer una nueva reforma parcial al impuesto a las ganancias. La Resolución 3.770 de la AFIP contempla un esquema diferenciado de deducciones con el objetivo de (supuestamente) reducir en 2015 la presión impositiva para quienes entre enero y agosto de 2013 ganaban entre \$15.000 y \$25.000 de salario bruto mensual. Ese grupo, luego del aumento promedio del 32% obtenido por los salarios en 2014, se ubicaría a comienzos de 2015 en un rango de ingresos de entre \$19.800 y \$33.000 mensuales. Luego de las paritarias de 2015, que en la mayoría de los casos se están definiendo en estos meses, dicho rango de salarios podría ubicarse entre \$25.700 y \$42.900, aproximadamente, si el aumento promedio en paritarias resulta del 30% (caso 2015 a), o ubicarse en un rango de entre \$24.700 y \$41.300, si se impone el techo de suba del 25% supuestamente pretendido por el gobierno nacional (caso 2015 b).

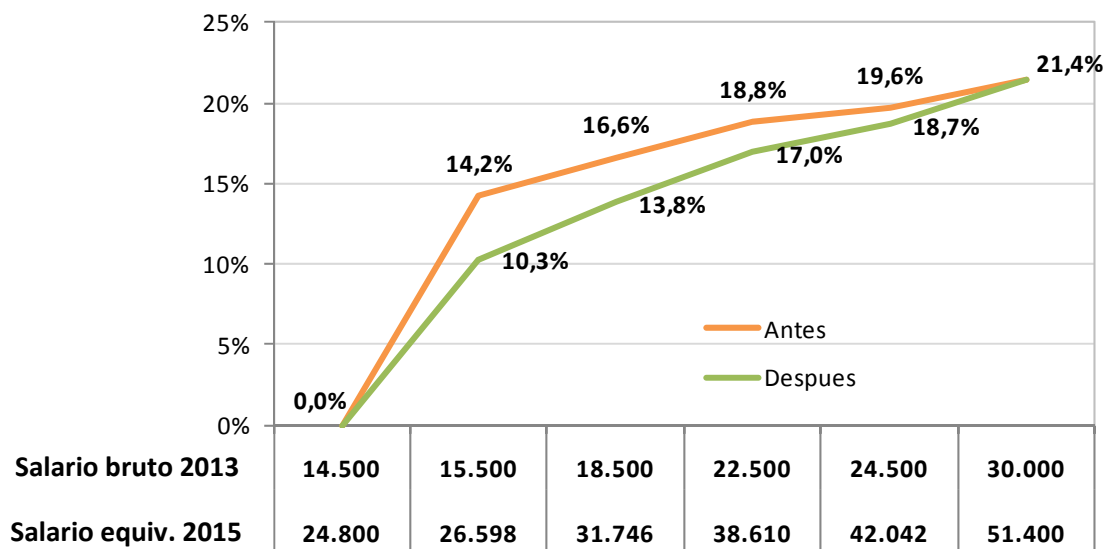
**Rango de salarios implícitos correspondientes a parámetros de la Resolución 3.770 de AFIP.
Aumento promedio de salarios: 32% en 2014 y 30% en 2015 (caso A) o 25% (caso B)**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP y MECON

El gráfico que sigue muestra para algunos niveles de ingresos iniciales en 2013, y su equivalente en 2015 bajo los supuestos explicitados, la relación entre el monto del impuesto a pagar y el salario bruto percibido para distintos niveles salariales en el rango antes mencionado. La medida señalada intenta reducir la presión tributaria dentro de ese rango, comparando con la situación que existiría sin dicha reforma.

Presión efectiva sobre el salario bruto por el pago de Ganancias en 2015, según nivel de ingresos, con y sin la Resolución 3.770 de AFIP.

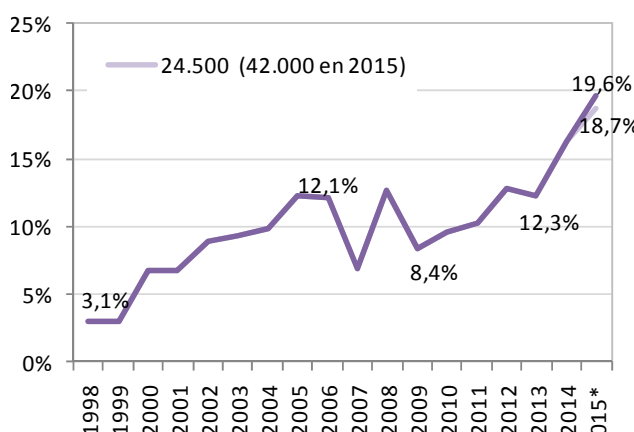
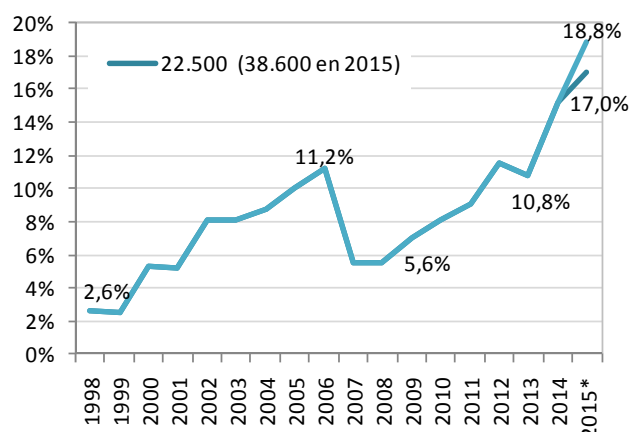
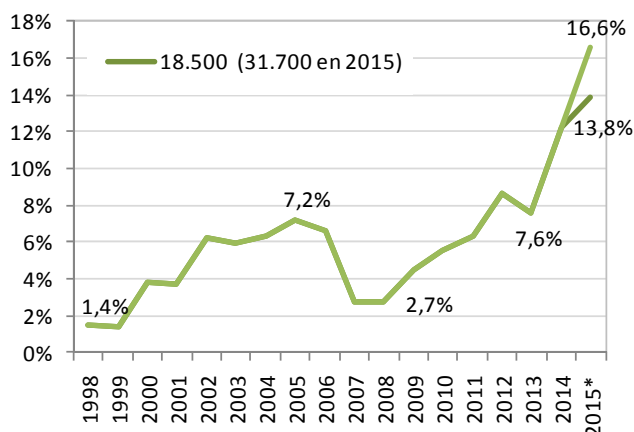
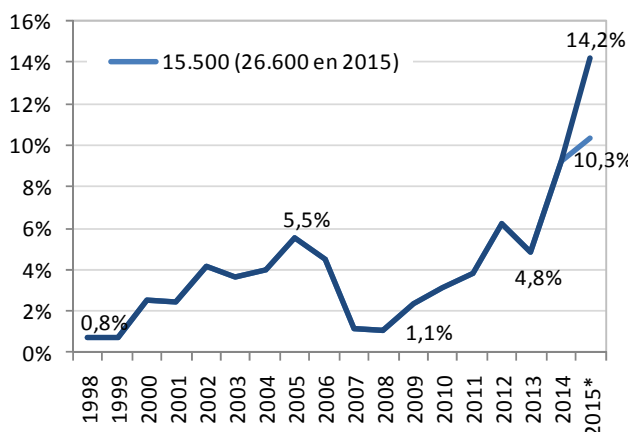


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP y MECON

No obstante, de acuerdo a la nueva resolución, la presión tributaria efectiva del impuesto a las Ganancias (en % de los salarios) se vería reducida en algunos puntos porcentuales con relación a una situación sin reforma, para aquellos asalariados que se encontraban en el rango de ingresos de \$15.000 a \$25.000 entre enero y agosto de 2013, pero implica una nueva suba en la presión tributaria con respecto a la situación de 2014, y contra cualquier año previo, aún para dichos asalariados.

Ello puede observarse en los gráficos que siguen, en que se presenta la evolución de lo pagado en concepto de Ganancias en términos del salario bruto, para un salario que mantuvo su poder adquisitivo entre 1998 y 2013, se incrementó en 2014 como el promedio de salarios (32%), y sube 30% en 2015 (caso A).

Presión Tributaria de Ganancias sobre el Salario Bruto, antes y después de la Resolución 3.770, para quien mantuvo el poder adquisitivo en el periodo 1998-2013, y un aumento de salario como el promedio formal en 2014 (32%) y supuesto del 30% en 2015



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP, MECON, INDEC e índices alternativos de precios

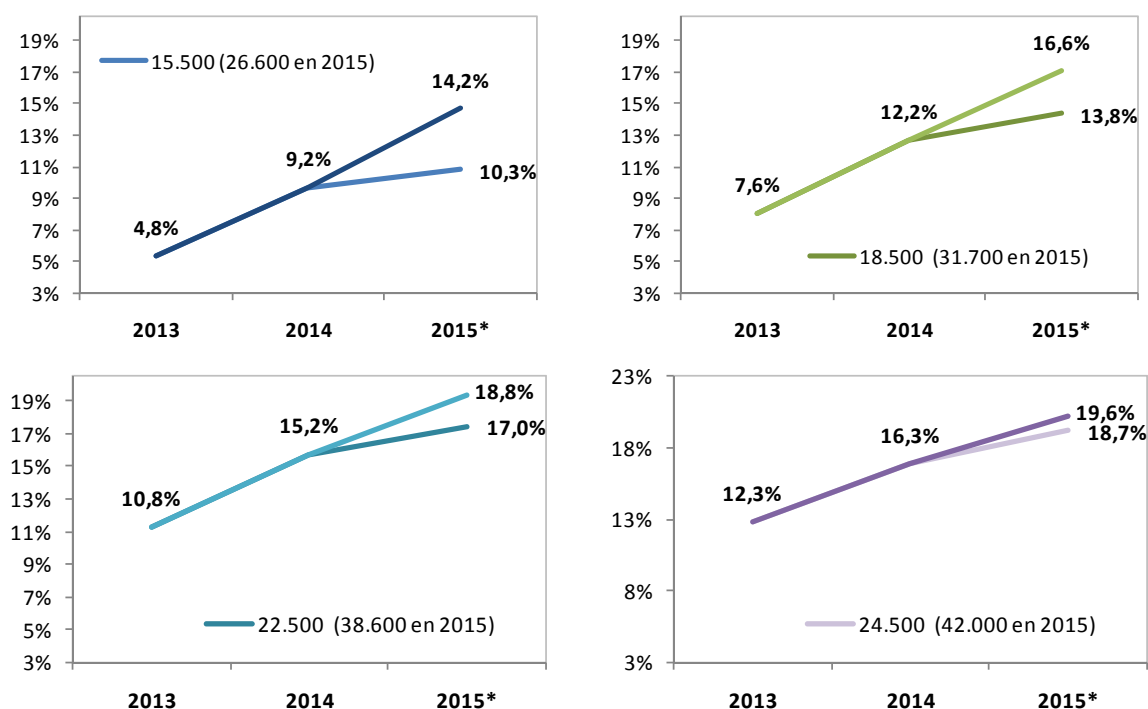
Presión Tributaria de Ganancias sobre el Salario Bruto, antes y después de la Resolución 3.770, para quien mantuvo el poder adquisitivo en el periodo 1998-2013, y un aumento de salario como el promedio formal en 2014 (32%) y supuesto del 30% en 2015

	15.500 (26.600 en 2015)	18.500 (31.700 en 2015)	22.500 (38.600 en 2015)	24.500 (42.000 en 2015)
1998	0,8%	1,4%	2,6%	3,1%
1999	0,7%	1,4%	2,5%	3,0%
2000	2,5%	3,8%	5,3%	6,8%
2001	2,4%	3,7%	5,2%	6,7%
2002	4,1%	6,2%	8,1%	9,0%
2003	3,6%	5,9%	8,1%	9,3%
2004	4,0%	6,3%	8,7%	9,9%
2005	5,5%	7,2%	10,0%	12,3%
2006	4,5%	6,6%	11,2%	12,1%
2007	1,1%	2,7%	5,5%	6,9%
2008	1,1%	2,7%	5,6%	12,6%
2009	2,3%	4,4%	7,1%	8,4%
2010	3,1%	5,5%	8,1%	9,6%
2011	3,8%	6,3%	9,1%	10,3%
2012	6,2%	8,7%	11,5%	12,8%
2013	4,8%	7,6%	10,8%	12,3%
2014	9,2%	12,2%	15,2%	16,3%
2015* (antes)	14,2%	16,6%	18,8%	19,6%
2015* (después)	10,3%	13,8%	17,0%	18,7%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP, MECON, INDEC e índices alternativos de precios

En el gráfico siguiente se muestra un análisis similar al anterior, aunque haciendo foco en los últimos dos años, y en la presión que se verificaría sin cambios, y la generada luego de la reciente resolución de AFIP. Esto muestra que si bien la presión sobre el salario va a disminuir en 2015, con la implementación del cambio anunciado respecto a no haberlo hecho, igualmente implica un incremento de la presión fiscal respecto a la verificada en 2014. Puede concluirse que, en términos netos, nuevamente subirá la presión tributaria sobre asalariados en 2015, con relación a los años previos. Esta situación ocurre porque el impuesto no ajusta automáticamente por inflación cada año, de modo que si en algún período el Gobierno no modifica los parámetros del mismo a la par de la inflación, entonces está aumentando implícitamente la presión tributaria sobre salarios, aunque no haya existido ninguna medida administrativa con ese fin

Presión Tributaria de Ganancias sobre el Salario Bruto, antes y después del cambio, con aumento de salario formal como el promedio en 2014 (32%) y supuesto de suba del 30% en 2015



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP y MECON

Finalmente, se muestra a continuación para diferentes niveles de salario bruto (en 2013 y su equivalente en 2015, suponiendo los antes mencionados aumentos salariales en 2014 y 2015), cuánto sería el monto a pagar en concepto de Ganancias y su incidencia en términos del salario, si no se hubieran producido cambios respecto a la situación del año pasado, luego de los cambios anunciados y en el caso hipotético de que todos los parámetros del impuesto se hubieran actualizado por la inflación acumulada entre el año 2000, último año en el que se realizaron ajustes integrales a las escalas, deducciones y mínimos no imponibles del impuesto, y el año 2015. Los ejemplos se presentan para el caso de un trabajador soltero, y para un casado con cónyuge y dos hijos a cargo.

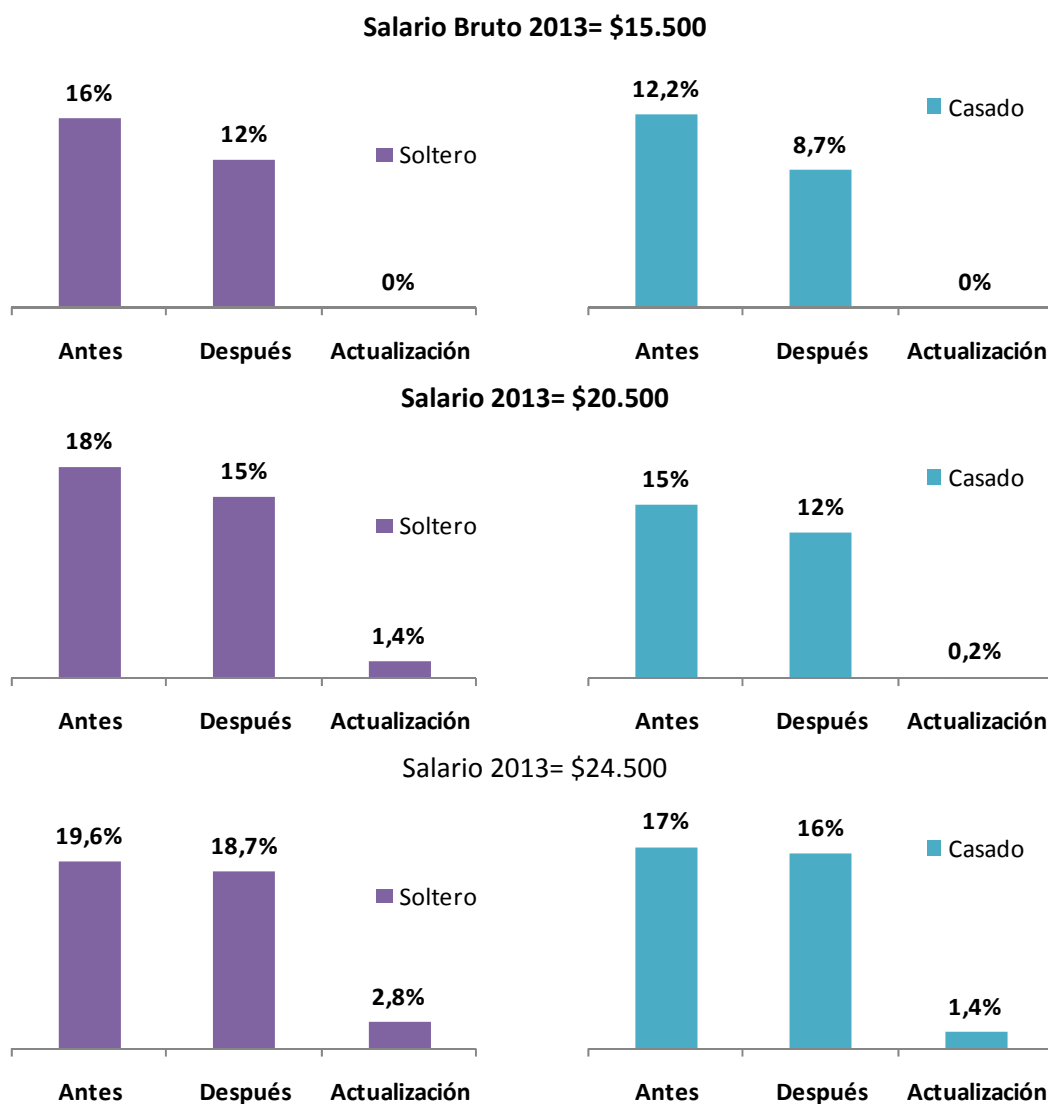
Presión Tributaria de Ganancias sobre el Sueldo Bruto en 2015*, antes y después de la Resolución 3.770 de AFIP, y bajo el supuesto de completa actualización de parámetros desde 2000

*se supone aumento salarial del 30% en 2015

Salario Bruto 2013= \$15.500				Salario 2013= \$20.500			
Salario equiv. 2015*=\$26.600				Salario equiv. 2015*=\$35.100			
	Antes	Después	Actualización		Antes	Después	Actualización
Soltero	3.774	2.742	0	Soltero	6.267	5.392	506
	16%	12%	0%		18%	15%	1,4%
Casado	2.657	1.675	0	Casado	5.150	4.304	60
	12%	9%	0%		15%	12%	0,2%
Salario 2013= \$18.500				Salario 2013= \$22.500			
Salario equiv. 2015*=\$31.700				Salario equiv. 2015*=\$38.600			
	Antes	Después	Actualización		Antes	Después	Actualización
Soltero	5.270	4.395	250	Soltero	7.264	6.547	763
	17%	14%	1%		19%	17%	2,0%
Casado	4.153	3.307	0	Casado	6.147	5.504	316
	13%	10%	0%		16%	14%	0,8%
Salario 2013= \$24.500				Salario 2013= \$24.500			
Salario equiv. 2015*=\$42.000				Salario equiv. 2015*=\$42.000			
	Antes	Después	Actualización		Antes	Después	Actualización
Soltero	8.261	7.860	1.155	Soltero	8.261	7.860	1.155
	20%	19%	2,8%		20%	19%	2,8%
Casado	7.144	6.907	573	Casado	7.144	6.907	573
	17%	16%	1,4%		17%	16%	1,4%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP y MECON

Presión Tributaria de Ganancias sobre el Sueldo Bruto en 2015*, antes y después de la Resolución 3.770 de AFIP, y bajo el supuesto de completa actualización de parámetros desde 2000 *se supone aumento salarial del 30% en 2015



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP y MECON

De esta forma queda demostrado que si bien la medida dispuesta es bienvenida como un paliativo para la presión impositiva que sobre el salario hubiera generado Ganancias en el año en curso si no se hubieran producidos cambios, deja afuera de la discusión la presión que se ha ido acumulando a lo largo de los últimos años, producto de la falta de actualización de las escalas del impuesto, por efecto de la inflación. Inclusive significa un nuevo aumento de la presión fiscal respecto a 2014.

Con los cambios anunciados esta semana, los trabajadores que obtenían salarios de entre 15 y 25 mil pesos en 2013 pagarán en 2015 un impuesto equivalente a entre 8,7% y 18,7% de su salario, cuando habían pagado el equivalente a entre el 4,6% y el 12,8% en 2014 y entre 0,6% y 7,7% en 2013. Si no se hubiese producido el cambio recientemente anunciado, dichos trabajadores hubiesen pagado el equivalente a entre 12,2% y 19,6% de sus salarios de 2015. En definitiva, para dicha franja de asalariados, los cambios anunciados evitan que el impuesto suba fuertemente su peso sobre los salarios, pero no significa que la presión tributaria sobre ellos haya caído con respecto a años previos, sino lo contrario.

En Foco 1

Nivel de actividad: un piso para la caída, que no garantiza reactivación

- La confianza del consumidor aumenta 46,6% en el trimestre a abril, que compara con la suba de 35% en los primeros tres meses del año, apuntaladas por la baja base de comparación. La recaudación de IVA real se contrae 3,9%
- Los despachos de cemento crecen 11,9% en el trimestre a abril, tras la suba de 6,7% en el primer trimestre. Además, el ISAC aumentó 5,3% en los primeros tres meses del año, mejorando con respecto al +1,8% del trimestre anterior
- Las exportaciones a Brasil profundizan el deterioro en el trimestre a abril (-20%, versus -17,9% en el primer trimestre) mientras que la producción automotriz recorta apenas un punto porcentual la caída con respecto al primer trimestre y los patentamientos lo hacen 16 puntos porcentuales

En el trimestre a abril se amplían algunas de las mejoras puntuales que se evidenciaron en los primeros tres meses del año, y se registran nuevos recortes en las tasas de caída de las principales variables. Sin embargo, la baja base de comparación sigue siendo la clave para entender una parte importante de esta dinámica que, sumado a la cuestión cambiaria y a la desaceleración de Brasil, reflejan que la economía real está lejos de encontrarse en una etapa de reactivación.

Indicadores de actividad

Variación interanual (%)

	2015 I	Trim a abr-15	Diferencia
Confianza Consumidor UTDT	35,0	46,6	11,6
Durables + Inmuebles	48,5	93,2	44,7
Despachos de cemento	6,7	11,9	5,2
ISAC	5,3		
Empleo en la construcción*	3,2		
Escrituras en CABA	-2,2		
Consumo de Gasoil	2,1		
Recaudación IVA real	-3,9	-3,9	0,1
Patentamientos	-26,7	-10,6	16,0
Producción Automotriz	-16,2	-15,2	1,0
Exportaciones a Brasil	-17,9	-20,0	-2,0

* datos hasta febrero. Variación interanual es del primer bimestre

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP, DNRPA, UTDT, IERIC, Indec, Mecon, MDIC Brasil, Adefa y datos de mercado

La confianza del consumidor acelera su tasa de expansión y crece 46,6% en el trimestre a abril, con un extraordinario aumento de 93,2% en el subíndice de bienes durables e inmuebles, que se explican principalmente por el desplome que sufrieron los índices de confianza al comienzo del año pasado, con la devaluación de enero. De hecho, la recaudación de IVA en términos reales mantiene una contracción de 3,9% en el trimestre a abril, indicando la complejidad de la coyuntura.

Los despachos de cemento crecen 11,9% en los tres meses a abril, sumando 5,2 puntos porcentuales al resultado obtenido en el primer trimestre, y apuntalado principalmente por la obra pública. Si bien la actividad de la construcción muestra cierto dinamismo -el ISAC se expandió 5,3% en el primer trimestre luego de haberlo hecho a una tasa de 1,8% en el trimestre anterior- el sector inmobiliario refleja resultados ambiguos. Por ejemplo, en el caso de CABA, aun con un buen repunte en marzo (+23,6%), los 6.100 actos escriturados en el primer trimestre significaron una contracción de 2,2%, recortando significativamente la caída contra el trimestre anterior (-13,3%) pero perforando el mínimo del año pasado (6.250 actos) y ubicándose como el peor primer trimestre de los últimos 20 años, que alcanzó un pico de más de 15 mil en 2007.

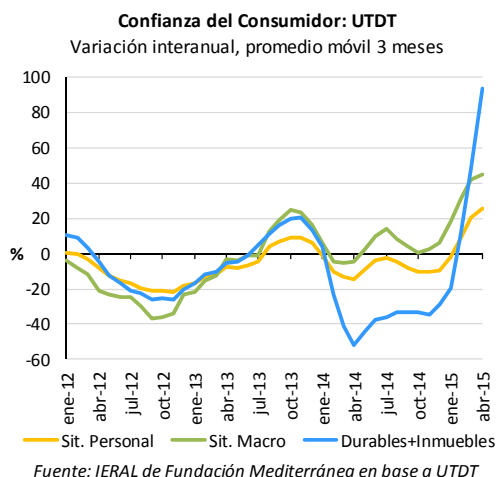
La producción automotriz mantiene el ritmo de caída y anota una baja de 15,2% interanual, mientras que los patentamientos recortan significativamente su tasa de caída y registran una merma de 10,6%, que compara con la contracción de 26,7% del primer trimestre. Por último, la pérdida de dinamismo en la actividad de Brasil profundiza la caída en las exportaciones totales al país vecino a 20% en el trimestre a abril, luego de haberlo hecho a una tasa de 17,9% en el primer trimestre.

Índices de confianza

El Índice de Confianza del Consumidor crece 46,6% en el trimestre a abril, marcando un record de mayor expansión interanual para la totalidad de la serie, relevada por la Universidad Torcuato Di Tella desde el año 2002. Este resultado eleva en casi 12 puntos porcentuales el guarismo obtenido para el primer trimestre del año (35%) y se encuentra explicado, en gran parte, por dos fenómenos complementarios: por un lado, la baja base de comparación que supone el inicio del año pasado cuando la devaluación de enero hizo que los indicadores de confianza perforaran mínimos históricos y, por el otro, una tendencia ascendente a medida que se acerca el cambio de gobierno.

Debe tenerse en cuenta que las encuestas para la realización del índice se llevaron a cabo entre el 3 y el 13 de abril, por lo que los resultados apenas reflejan cambios que puedan haber ocurrido luego de las PASO en Salta (12 de abril) y no incorporan el posible viraje en las expectativas tras las PASO en Santa Fe, Mendoza y CABA.

La mejora generalizada en el trimestre a abril ocurre con mayor ímpetu en el subíndice Bienes Durables e Inmuebles, que se expande 93,2% y casi duplica la tasa de expansión interanual registrada en el primer trimestre. Esta suba ocurre tras el desplome que había anotado este indicador para mismo período del año pasado (-23,3%). Si bien los resultados parecen favorables, la baja base de comparación puede estar influyendo, por lo que es necesario esperar a que se normalice la situación para tener una interpretación más certera.

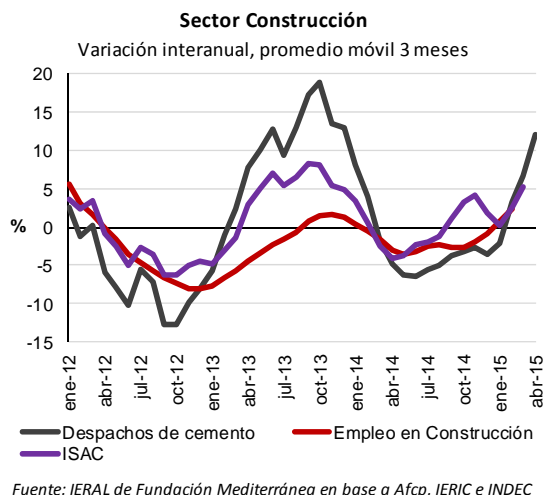


Por el otro lado, los subíndices Situación Personal y Situación Macroeconómica apuntan subas de 25,8% y 44,5% interanual en el trimestre a abril, luego de haberse expandido 20,3% y 41,8%, respectivamente, en el primer trimestre. A su vez, si se desagrega el subíndice de Situación Macroeconómica, se observa que la mejora en el período febrero-abril ocurre por un aumento de 87,1% en las expectativas a un año, mientras que las expectativas a tres años crecen 23,3%.

Actividad en la construcción

La actividad en la construcción muestra un buen desempeño en lo que va del año, aunque no debe olvidarse que la comparación interanual se hace contra el momento posterior a la devaluación del año pasado y la consiguiente deprimida base de comparación.

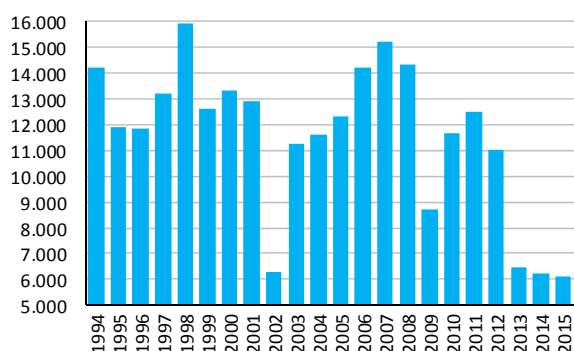
Los despachos de cemento, que permiten anticipar el nivel de actividad en el sector, aceleraron su ritmo expansivo y anotaron una suba de 11,9% interanual en el trimestre a abril, que compara con el incremento de 6,7% de los primeros tres meses



del año. El desagregado por envase, con datos disponibles hasta el primer trimestre, demuestra que la expansión responde principalmente a un aumento de 11,4% en los despachos a granel, representativos de la obra pública, aunque los despachos en bolsa también aumentan (4,2%), indicando cierto dinamismo en la construcción y remodelación de los privados.

En línea con estos resultados, el ISAC del INDEC se expandió 5,3% interanual en el primer trimestre, luego de haber anotado una suba de 1,8% interanual en el trimestre anterior. Esta dinámica se explica por dos fenómenos. Por un lado, los rubros Edificios para viviendas y Construcciones petroleras anotaron subas de 5,6% y 14,1%, respectivamente, en el primer trimestre, manteniendo la buena performance que habían mostrado en el trimestre anterior (4,1% y 15,4%). Por el otro, los subíndices Infraestructura, Otros destinos y Obras viales cortaron una racha de 10 meses en contracción y se ubicaron en terreno positivo en el primer trimestre con subas de 5,6%, 4,2% y 0,3%, respectivamente, luego de haber registrado contracciones de 3,1%, 1,5% y 4,2% en el trimestre anterior. Así, el empleo formal en la construcción creció 3,2% en el primer bimestre tras haberse contraído durante la mayor parte del año pasado y cerrar el último trimestre con una merma de 0,8%.

Actos escriturados en CABA en el primer trimestre de cada año

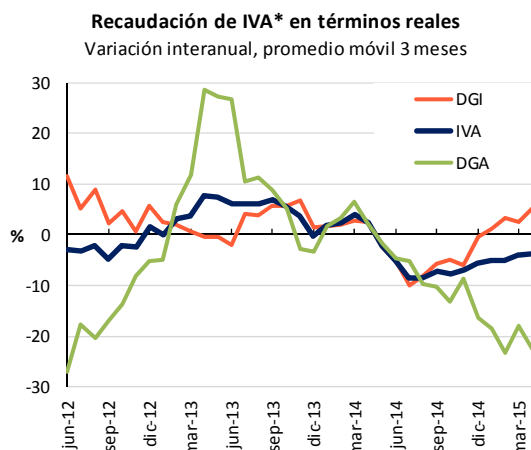


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IERIC

A pesar de que se esté recuperando el dinamismo en la construcción, subsiste la crisis que se gestó a partir del cepo cambiario en el sector inmobiliario, para el cual se encuentran resultados ambiguos. Por ejemplo, en el caso de CABA, un significativo repunte en marzo (+23,6% interanual) revirtió la tendencia luego de 8 meses en contracción y permitió un recorte en la tasa de caída a -2,2% en el primer trimestre luego de la merma de 13,3% en el trimestre anterior. Sin embargo, los 6.100 actos escriturados en el primer trimestre perforan pisos históricos, de 6.250 actos el año pasado y 6.300 en el año 2002 y lo posicionan como el peor primer trimestre de los últimos 20 años, cuando se llegaron a alcanzar picos de más de más de 15 mil actos, como ocurrió en 2007 y 1998.

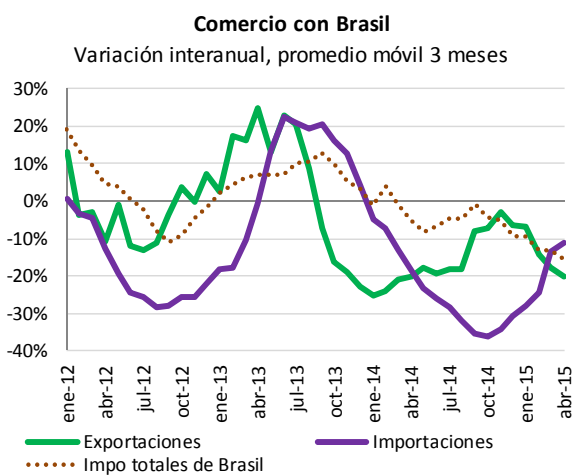
Recaudación de IVA en términos reales

La recaudación de IVA corregida por inflación, que sirve de indicador para medir el nivel de consumo, se contrajo 3,9% en el trimestre a abril, manteniendo invariante la tasa de caída con respecto al primer trimestre. Si bien la inflación se desaceleró en lo que va de 2015, producto de que la comparación interanual se efectúa contra meses en los cuales ya se incorpora el efecto inflacionario de la devaluación de principio de 2014, también pierde dinamismo la recaudación de IVA nominal.



*IVA bruto, antes de reintegros y devoluciones
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon y datos de mercado

Al desagregar por origen del impuesto, se evidencia un cambio en la composición de la recaudación, siempre en términos reales. El IVA DGI, que representa las compras internas, se expande 5,3% interanual en el trimestre a abril, acelerándose con respecto al 2,4% del primer trimestre, mientras que, por el contrario, el IVA DGA, representativo de las compras al exterior, profundiza su caída en los tres meses a abril y anota una baja de 22,6% interanual, que compara con la merma de 18% en el primer trimestre.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC Brasil

Comercio con Brasil

El comercio con Brasil continúa contrayéndose de manera significativa. Las exportaciones al vecino país profundizan la merma en el trimestre a abril y caen 20% interanual tras la merma de 17,9% en el primer trimestre del año. La devaluación del real brasileño, de 16% en lo que va del año, encarece las compras al exterior de Brasil, cuyas importaciones totales profundizan la tendencia a la baja y se contraen 15,8% en el trimestre a abril, luego de haberlo hecho a una tasa de 13,2% en el primer trimestre.

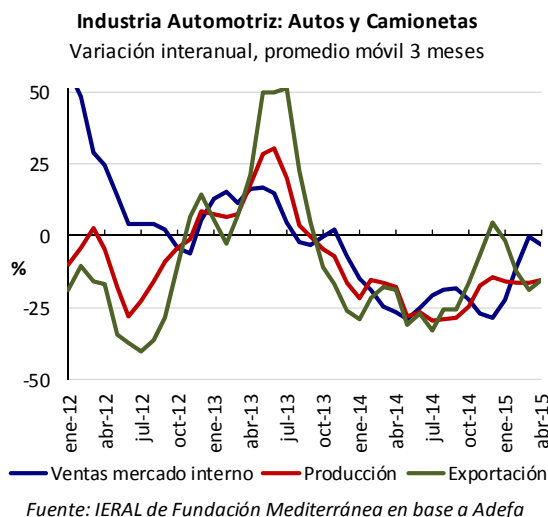
Que las exportaciones argentinas con destino a Brasil se reduzcan más que las importaciones totales del vecino país provoca una caída en la participación argentina en ese mercado. En el trimestre a abril, argentina capturó apenas 6,1% de la demanda brasilera por productos extranjeros, 0,3 puntos porcentuales por debajo del ratio para el mismo mes del año pasado y anotando un mínimo para los últimos 25 años.



Por el otro lado, las importaciones argentinas con origen brasileño recortaron levemente la tasa de caída y anotaron una merma de 11% en el trimestre a abril, que compara con la reducción de 13,6% en el primer trimestre.

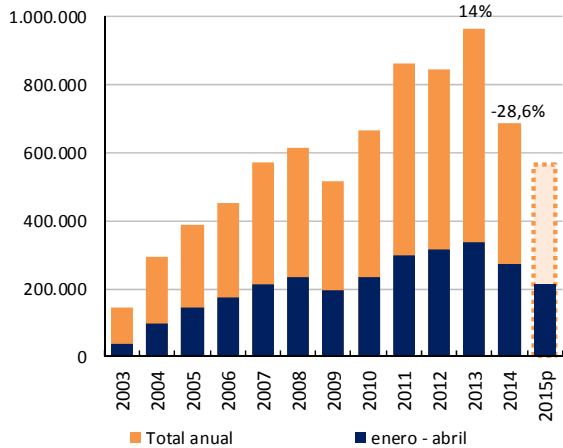
Industria automotriz

La producción automotriz anota una baja de 15,2% en el trimestre a abril, recortando levemente la merma de 16,2% del primer trimestre del año, señalando los problemas de oferta que surgen a causa de la escasez de divisas para la importación de insumos.



Por otra parte, las exportaciones de automóviles se contrajeron 15,2% en los tres meses a abril, recortando levemente la merma de 18,8% del primer trimestre aunque ubicándose por debajo de la expansión de 4,4% que había alcanzado en el último trimestre del año pasado. La caída de este indicador se encuentra fuertemente vinculada con la merma en la demanda de Brasil (destino de 85% de las exportaciones de autos de la argentina).

Patentamientos de los primeros cuatro meses y del total anual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNPR

Por el lado de la demanda, los patentamientos disminuyen 10,5% en el trimestre a abril, recortando significativamente la merma de 26,7% registrada en el primer trimestre del año. En lo que va del año, los patentamientos disminuyen 21,7%, aunque la cantidad de autos patentados no es sólo menor a la del año pasado, sino que, excluyendo al año 2009, el indicador se encuentra al mismo nivel que en el año 2007. De hecho, si se calcula cuánto representaron los patentamientos de los primeros cuatro meses del año en el total anual, en promedio, durante los últimos 10

años y se extrapola al dato de este año; 2015 finalizaría con una merma de entre 13-17%. Debe aclararse que este cálculo no es una proyección sino un simple ejercicio que se concluye de observar la evolución de las variables a través del tiempo.

En Foco 2

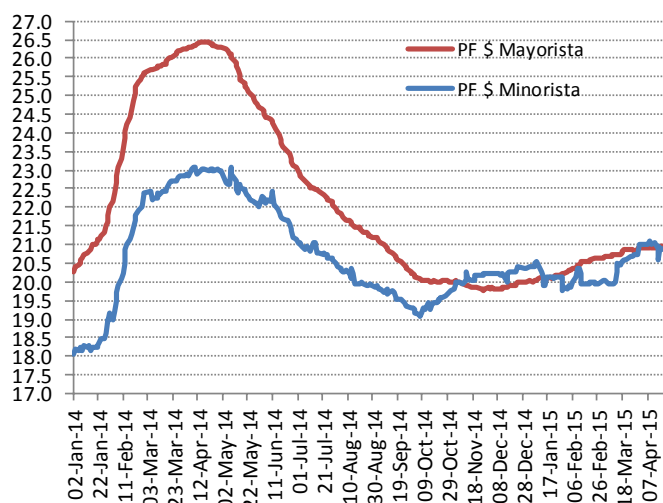
El crédito al sector privado aumentó apenas 0,7% mensual en abril

- Sin grandes modificaciones en las tasa de interés pasivas, los depósitos en pesos del sector privado moderaron su ritmo de expansión a 1,2% mensual en abril, aunque los plazos fijos mantienen dinamismo
- Por su parte, los créditos al sector privado, que habían mostrado cierta aceleración en los primeros meses del año, ahora se moderan
- Las financiaciones con tarjeta pasaron de crecer 4,3% intermensual en marzo a retroceder 2,1% en abril

Luego del repunte registrado en marzo –apoyado en la buena performance de las líneas vinculadas al financiamiento del consumo–, los datos del mes de abril prácticamente completos, reflejan una desaceleración en los créditos bancarios. Por su parte, los depósitos del sector privado en pesos, que venían creciendo con importante vigor durante el primer trimestre del año, en abril muestran un retroceso, principalmente en los depósitos a la vista pero una aceleración en los plazos fijos.

Como se mencionara en informes anteriores, el fondeo de los bancos vía depósitos del sector privado, venía creciendo en forma significativa mes a mes desde el comienzo de 2015. Esto es, los depósitos en pesos en los bancos crecieron 1,4%, 2,4% y 4,2% intermensual en enero, febrero y marzo, respectivamente. Sin embargo, durante abril, se observa una caída del 1,2% respecto del mes anterior. La misma habría estado impulsada por el retroceso de las colocaciones en Cuenta Corriente (-1,4% intermensual) y en Caja de Ahorro (-13,5%). Por su parte, los depósitos a

Tasas de Interés Pasivas
t.n.a. (%) - promedio móvil de 20d



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

plazo fijo en pesos continúan mostrando un ritmo muy superior (+6,8% intermensual).

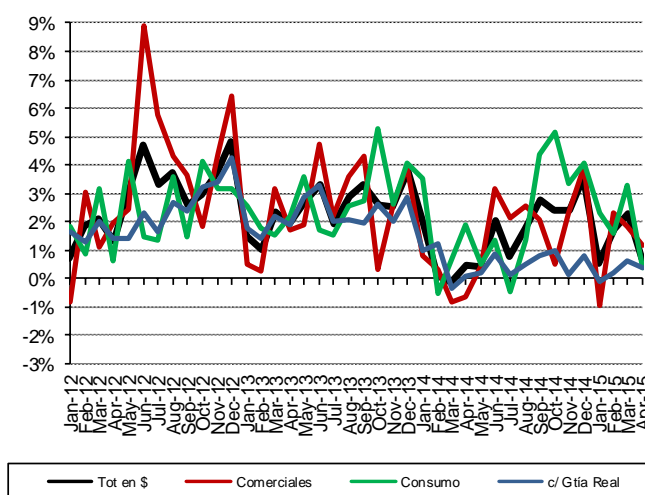
Todo esto, en un contexto en el cual las tasas de interés pasivas no han sufrido importantes modificaciones. Esto es; desde comienzos de año a esta parte, tanto la tasa pasiva minorista como la mayorista (BADLAR), se han movido en torno a 20,4% anual la primera y 20,6% anual la segunda; registrándose una leve moderación en las últimas semanas.

Del otro lado del mostrador, los bancos generaron una aceleración del crédito en pesos al sector privado durante el primer trimestre del año, aunque los datos de abril, muestran un nuevo estancamiento. Y, es que, las mismas líneas que motorizaron la expansión -las vinculadas al financiamiento del consumo- ahora se frenan.

Luego de crecer respectivamente 0,5%, 1,7% y 2,3% intermensual en enero, febrero y marzo; durante abril el total de créditos al sector privado en pesos aumentó apenas 0,7%. En detalle, las líneas comerciales (Adelantos en cuenta corriente, Documentos a sola firma, Documentos comprados, Documentos descontados, entre otras) crecieron 1,2% intermensual el mes pasados; las líneas vinculadas al consumo (Personales y con Tarjeta de crédito) prácticamente no se movieron, 0,4% y; por último, las líneas con garantía real (Hipotecarios y Prendarios) mostraron la misma magra performance que tienen desde hace meses, de 0,4% intermensual.

Préstamos al Sector Privado, en pesos

Variación Intermensual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

Así las cosas, se tiene que en el repunte experimentado en marzo el motor había sido la expansión de las financiaciones con tarjeta, que crecieron 4,3% intermensual. Sin embargo, el mes pasado esta dinámica se revirtió por completo, ya que este tipo de financiaciones retrocedió 2,1% intermensual.

Vale la pena notar que tanto los depósitos como los préstamos al sector privado, si bien no están completamente estancados, se expanden por debajo del ritmo de la inflación. Lo cual implica que el mercado de créditos en general sigue perdiendo lugar en la economía como fuente de financiamiento.

En Foco 3

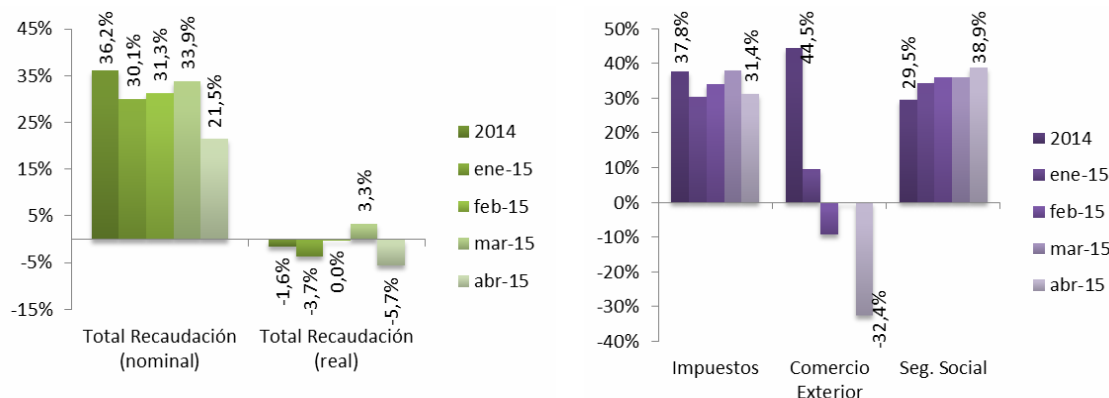
Tres velocidades para la marcha de la recaudación tributaria nacional

- Los impuestos asociados al sector externo registraron un marcado descenso interanual en abril, tanto los derechos de exportación (-36 %) como los de importación (-11,5 %). Influyen factores externos (precios internacionales, apreciación del dólar) pero también internos, como el caso de las restricciones al comercio exterior
- En cambio, los tributos relacionados con la seguridad social mantienen una trayectoria positiva, vinculada con la evolución de los salarios nominales. En abril los ingresos estatales en este segmento subieron 38,9 % interanual y en el primer cuatrimestre lo hicieron un 36,2 %
- Los impuestos asociados al nivel de actividad económica lograron un incremento de recaudación de 31,4 % interanual en abril, unos 2,6 puntos porcentuales por encima de la inflación y repuntando en términos reales en relación a lo observado meses atrás

En abril la recaudación nacional alcanzó los \$112.659 millones, lo cual significó un aumento del 21,5% respecto a igual mes de 2014, cifra 5,7 puntos porcentuales por debajo de la inflación y claramente inferior a los primeros meses del año. Lo destacable es que los distintos tipos de impuestos marchan a diferentes ritmos, reflejo de los desequilibrios macro existentes.

El gran responsable de esta desaceleración es el sector externo, pues resultó fuerte la caída en los Derechos de Exportación (-36%) e Importación (-11,5%). Factores externos (menores precios internacionales, apreciación mundial del dólar, caída en la demanda externa, especialmente de Brasil) e internos (atraso cambiario, restricciones a las importaciones, entre otras) explican esta situación.

La recaudación nacional en 2015

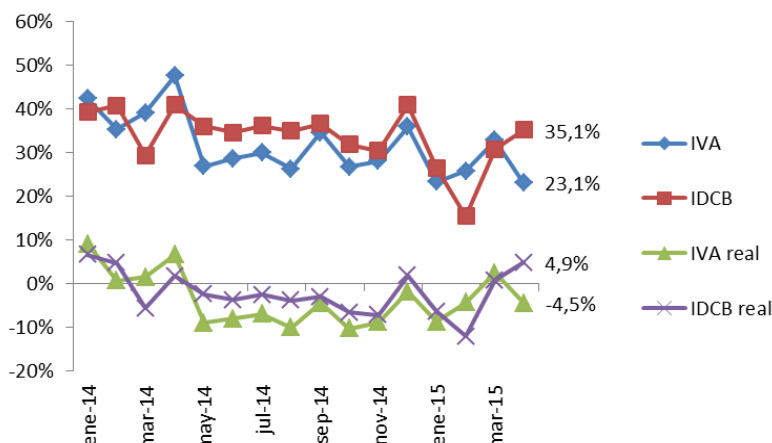


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon e IPC Congreso.

Por el contrario, los impuestos relacionados con la seguridad social siguen mostrando un buen desempeño (38,9%, cuando en 2014 crecieron 29,5%), reflejando los aumentos salariales del año pasado. Las discusiones salariales en curso junto con el control de la expansión monetaria, serán determinantes para confirmar que la inflación se sitúe en un escalón inferior al del año pasado.

Finalmente, quedan los impuestos más relacionados con el nivel de actividad económica. En abril crecieron un 31,4%, un poco por encima de la inflación (estimada en 28,8%). La recaudación por IVA, estrechamente relacionada con la actividad económica, tuvo un modesto desempeño, presentando un incremento del 23,1% (-4,5% real), donde el IVA DGI creció un 40,4% y el IVA DGA cayó 12,3%, siendo otra evidencia de la debilidad del frente externo. Por su parte, el impuesto al cheque creció un 35,1% (4,9% real). En estos dos impuestos se aprecia en los últimos meses una leve mejora real respecto a la situación recesiva de gran parte de 2014, especialmente si se atiende al IVA DGI.

Evolución de los Impuestos relacionados con la actividad económica



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon e IPC Congreso.

Ganancias es otro impuesto muy importante por su aporte a la recaudación y creció un 35% en abril. Su dinámica es también dependiente de frecuentes cambios legales y del tratamiento inadecuado de la inflación.

Recaudación Nacional en Abril de 2015

	abr-14	abr-15	Diferencia	
	En mill. \$	En mill. \$	En mill. \$	%
IVA Neto	27.294	33.590	6.296	23,1%
IVA Bruto	27.516	33.602	6.085	22,1%
IVA DGI	17.971	25.226	7.255	40,4%
IVA DGA	9.545	8.376	-1.170	-12,3%
Devoluciones (-)	223	12	-211	-94,6%
Reintegros (-)	1.050	1.350	300	28,6%
Ganancias	15.793	21.325	5.533	35,0%
Créditos y Débitos	5.675	7.666	1.991	35,1%
Combustibles	2.435	4.669	2.234	91,8%
Internos Coparticipados	1.657	2.393	736	44,4%
Otros Impuestos	1.681	1.995	314	18,7%
Exportaciones	14.514	9.290	-5.224	-36,0%
Importaciones y otros	2.531	2.240	-291	-11,5%
Seguridad Social	22.207	30.839	8.632	38,9%
Total	92.737	112.659	19.921	21,5%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

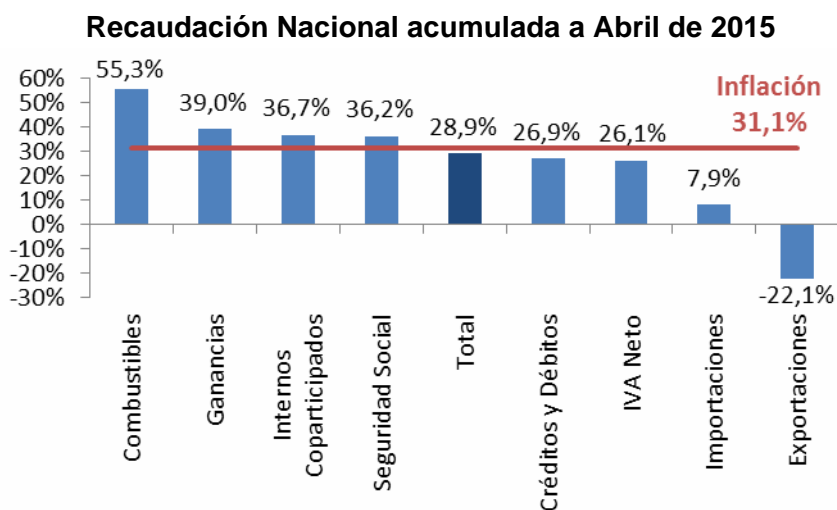
Considerando los cuatros primeros meses del año, la recaudación nacional presentó un crecimiento del 28,9% respecto al mismo período de 2014 (la inflación en este periodo fue del 31,1%). Se destacan el crecimiento de Combustibles (55,3%), Ganancias (39%) y Seguridad

Social (36,2%). En el otro extremo se sitúan los Derechos de Exportación (-22,1%) e Importación (7,9%). Por su parte, IVA crece un 26,1% y Créditos y Débitos un 26,9%.

Recaudación Nacional acumulada a Abril de 2015

	ene-abr-14	ene-abr-15	Diferencia	
	En mill. \$	En mill. \$	En mill. \$	%
IVA Neto	104.717	132.054	27.338	26,1%
IVA Bruto	106.395	133.573	27.178	25,5%
IVA DGI	72.150	98.460	26.311	36,5%
IVA DGA	34.245	35.112	867	2,5%
Devoluciones (-)	1.678	1.518	-160	-9,5%
Reintegros (-)	3.456	1.953	-1.503	-43,5%
Ganancias	67.113	93.304	26.192	39,0%
Créditos y Débitos	22.310	28.306	5.996	26,9%
Combustibles	9.871	15.333	5.463	55,3%
Internos Coparticipados	6.899	9.429	2.530	36,7%
Otros Impuestos	5.938	8.080	2.142	36,1%
Exportaciones	27.811	21.667	-6.144	-22,1%
Importaciones y otros	9.449	10.191	742	7,9%
Seguridad Social	92.275	125.662	33.387	36,2%
Total	342.927	442.075	99.148	28,9%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.



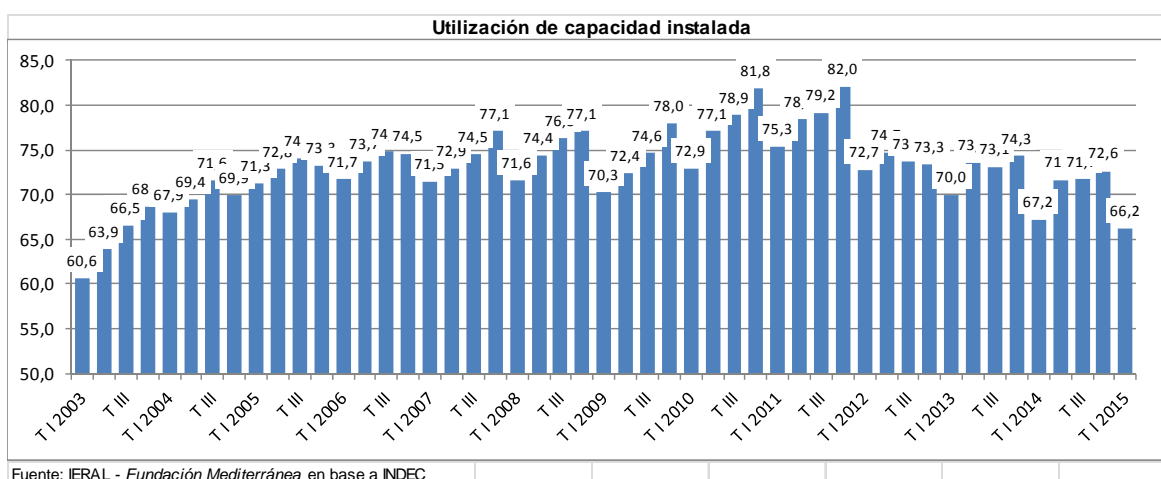
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon e IPC Congreso.

En Foco 4

Será difícil recuperar la economía sin inversión, a pesar de indicadores que muestran elevada capacidad ociosa en la industria

- Según el Indec, la utilización de la capacidad instalada de la industria hizo un piso de 66,2% en el primer trimestre de este año, el más bajo desde 2003
- Comparando con 2011, en todos los sectores aumentó la capacidad ociosa, resaltando las industrias automotriz, textil y de plástico y caucho. En algunos casos puede haber problemas de oferta que no son simples de resolver (infraestructura, energía, acceso a insumos importados); en otros, se observan problemas de competitividad para acceder a mercados externos (textil, automotriz)
- Un indicador más global (la brecha de producto) muestra que si bien hay un pequeño margen de expansión sin necesidad de nuevas inversiones, este es mucho más acotado que el que surge de la encuesta industrial

La utilización de la capacidad instalada de la industria se encontraba en marzo de este año en 67,1%, promediando 66,2% en el primer trimestre, esto es el nivel más bajo desde 2003. La mirada pesimista, la del vaso medio vacío, se concentraría en la caída en el nivel de actividad que este indicador refleja. Sin embargo, el otro mensaje es que la capacidad instalada excedente permitiría una rápida reactivación en caso de registrarse un tirón de demanda.



Ahora bien, es necesario realizar un análisis más detallado para sustentar esta lectura 'optimista' respecto a la posibilidad de expandirse sin realizar inversiones. Es que las distorsiones a las que se encuentra sujeta la economía hoy hacen que las mediciones de capacidad ociosa lleven a errores de apreciación. En el contexto inflacionario actual

hay que tener en cuenta que la capacidad ociosa, que depende de criterios de tipo técnicos, no necesariamente es económicamente viable. Por otra parte, puede haber en la estadística un reflejo de la falta de insumos y bienes intermedios importados que no permiten activar ciertas líneas de producción. Si este fuera el caso habría que ver qué políticas permiten normalizar el abastecimiento y, en ese caso, cuánta demanda existiría para los productos hoy discontinuados (en función de su tecnología, calidad y precio)

A esto se suma que para utilizar esta capacidad ociosa, es necesario utilizar otros factores que quizás no están disponibles, como energía, infraestructura de transporte o tecnológica, insumos específicos o mano de obra especializada. Tal es el caso de las industrias metálica básica y de minerales no metálicos, así como también la química y textil que hacen un uso intensivo de la energía.

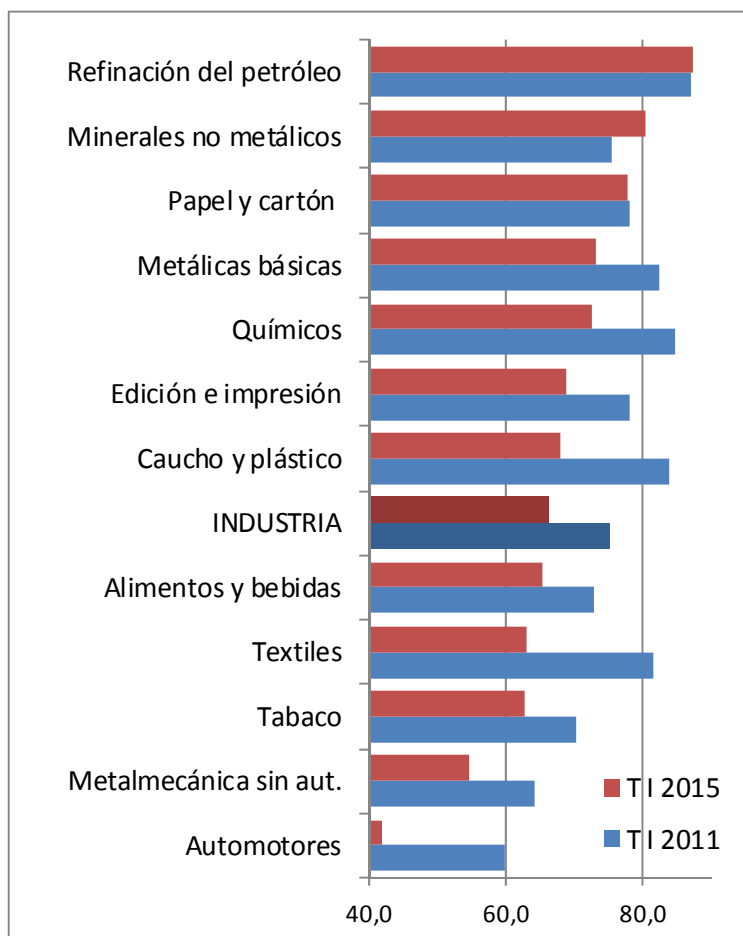
Finalmente, y asociado a la falta de competencia, la capacidad ociosa instalada puede no ser la adecuada para producir bienes que tengan mercado. Tal podría ser el caso de algunas líneas de producción de la industria automotriz o quizás la producción de equipos electrónicos.

Un análisis por sectores nos muestra que los sectores con menor utilización de su capacidad instalada es el sector automotriz, con sólo un 41,9%. Esta baja utilización refleja principalmente un problema de demanda, con las ventas externas del sector en caída por problemas en el su principal destino de exportación, Brasil, y sin éxito para lograr que otros mercados externos compren la merma del país vecino. El caso de los productos textiles pareciera ser también uno de demanda, pero mayormente doméstica. El sector registra desde 2011 una producción que cae a un ritmo de 4,4% anual, lo que llevó a una reducción de la utilización de casi 20pp (18,5).

La Industria metalmecánica, si bien presenta una nivel de utilización menor al promedio, en parte se debe a una expansión de su capacidad instalada, que se estima en 18% entre 2011 y 2015 o 55% en la década 2004-2014. De igual manera, el sector Químico registra una expansión de su capacidad del orden de 14% y 55% respectivamente. En estos casos

Por otra parte, el sector de refinación de petróleo mantiene un nivel de utilización de la capacidad instalada algo más elevados, de 87,2% en el primer trimestre, pero esto es debido a un estancamiento en la capacidad de refinación. Utilizando los datos del EMI, la capacidad instalada implícita del sector se encuentra prácticamente en los mismos niveles que en 2002, mientras que el promedio de la industria aumentó alrededor de 50%. Una situación parecida es la de la industria del Papel, cuya expansión fue muy acotada.

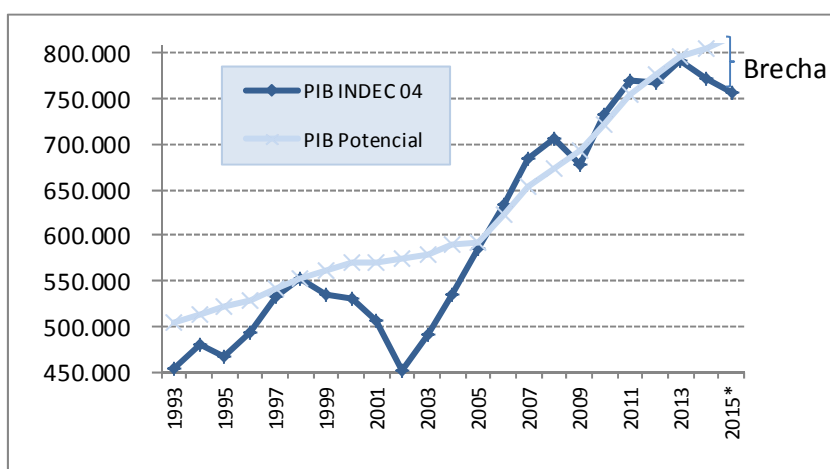
Utilización de la capacidad instalada por sector



Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC.

Una medición de tipo más estructural, que tiene en cuenta factores de mediano y largo plazo y una noción de equilibrio general de la economía es la de brecha de Producto Potencial. Las estimaciones del IERAL encuentran una brecha muy acotada para 2014 y de no más de 5/6% para 2015. Y esta medición no contempla las posibles restricciones que cuellos de botella específicos, como podría ser el de disponibilidad de energía o de infraestructura de transporte.

La brecha de producto en Argentina



Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC, OJ Ferreres y Arklems.

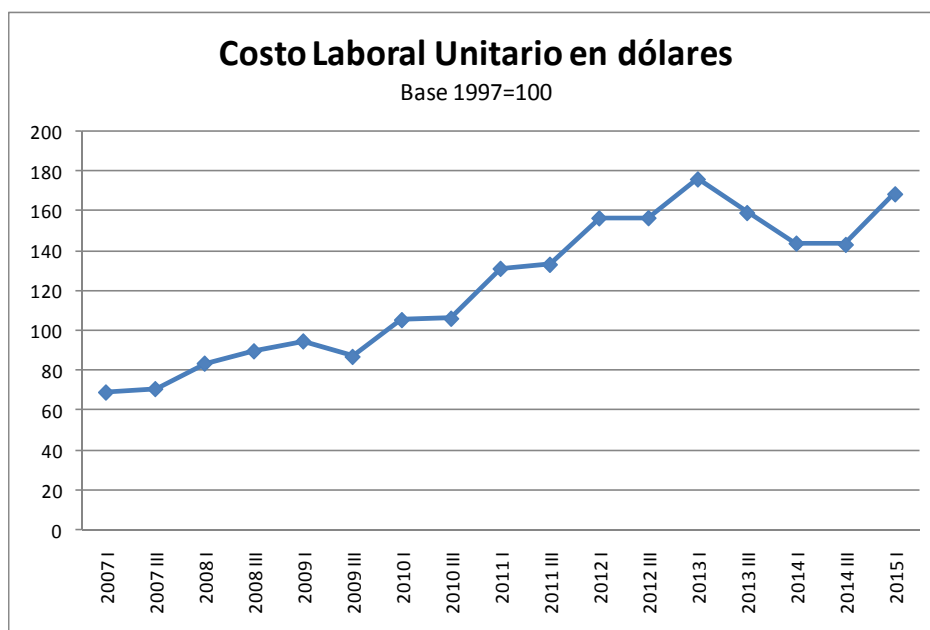
Así, con estos datos, se tiene que en caso de una recuperación de la economía, y a pesar de la baja utilización de la capacidad instalada en la industria, sería necesario realizar un esfuerzo inversor no menor para acompañar la recuperación, sobre todo en áreas en las que se registran cuellos de botella o en sectores que se ven enfrentados a cambios en sus condiciones de mercado.

En Foco 5

El costo laboral en dólares volvió a subir en el primer trimestre de 2015 y se acerca al nivel previo a la devaluación de enero de 2014

- La tendencia a la suba de los costos unitarios en dólares registrada a fin de 2014 se consolida en el primer trimestre del 2015 y marca un aumento de 17.2% respecto de igual periodo del año pasado
- El índice de obreros ocupados registra dos caídas interanuales consecutivas, de 1.6% y de 1.8%, en 2014 y 2015 (primer trimestre de cada año)
- Si durante el año el ritmo mensual de variación de los salarios duplica el del tipo de cambio, para el momento del recambio presidencial el CLU estará cercano al pico alcanzado en 2013

El aumento sostenido desde 2007 del costo laboral unitario en dólares se revirtió a principios de 2013, fenómeno acentuado por la devaluación de principios de 2014 que trajo consigo una corrección que ahora se demostró temporal. Como se observa, el costo laboral se acerca en el primer trimestre de 2015 a los niveles pre-devaluación de 2013. La caída de los salarios en dólares durante 2014, principal factor de la reducción del CLU, se revierte casi en su totalidad durante 2015. A pesar de las ideas y venidas de estas variables nominales entre 2014 y 2015, en todo el período analizado no se observan mejoras significativas en la productividad que compensen los aumentos del CLU. Al mismo tiempo, se presenta un deterioro en términos de empleo, ilustrado por las dos caídas interanuales consecutivas de 2013-2014 y 2014-2015 del índice de obreros ocupados de 1.6% y 1.8% respectivamente.



El sesgo alcista del CLU en dólares retornó a fin del año pasado y se consolida en el primer trimestre del 2015, impulsado por la vuelta del atraso cambiario y los elevados niveles de inflación. Así, tomando como base 100 al 2007, en el primer trimestre de 2014 el índice de CLU fue de 208 y de 243.8 en igual período de 2015. Éste guarismo se acerca al pico máximo registrado en 2013 antes de la devaluación del peso.

¿Qué puede ocurrir en lo que resta del año y cómo se llegaría al 10 de diciembre? Al ritmo actual, la tendencia indica que se duplicaría el ritmo mensual de variación de salarios respecto del tipo de cambio por lo que es posible que para el momento del recambio presidencial el CLU se ubique cerca del pico de 2013.

Vista desde los costos laborales en dólares, la caída en la competitividad argentina en el periodo 2007-2015 se explica básicamente a partir de la suba de los salarios en dólares y de resultados magros en términos de productividad.

Índices (base 2007=100)	2013 I	2014 I	2015 I
CLU en USD	254,5	208,0	243,8
Variaciones interanuales			
CLU en dólares		-18,3%	17,2%
Salarios en dólares		-18,7%	17,1%
Productividad (incidencia en CLU)		-0,5%	-0,1%
Actividad Industrial		-2,1%	-1,9%
Obreros Ocupados		-1,6%	-1,8%
Salarios Nominales		23,8%	33,3%
Tipo de Cambio		52,2%	13,8%

La devaluación de principios de 2014 generó una caída en el costo laboral vía reducción de los salarios en dólares de un 18.7%. Este proceso fue acompañado de una reducción en la producción y el empleo industrial. Sin embargo, durante el resto de 2014 y principios de 2015 los salarios vuelven a aumentar impulsados por el estancamiento del tipo de cambio y los elevados niveles de inflación. Esto generó una suba del CLU que casi compensa la reducción ocurrida en 2014.

En Foco 6

Brasil: Mientras el mercado apuesta a una salida positiva del ajuste, la economía real todavía sufre

- La depreciación de la moneda se revirtió parcialmente y de 3,3 reales por dólar en marzo ahora la paridad se ubica más cerca de 3,1. Simultáneamente, el Bovespa mejoró un 20 % y el riesgo país, luego de un pico de 361 puntos, está logrando mantenerse por debajo de los 300 puntos básicos
- Sin embargo, el sector real de la economía todavía se encuentra en fase contractiva, impactado por el ajuste fiscal y la lucha más decidida contra la inflación, que ha llevado la tasa de interés de referencia (Selic) por encima de 13 % anual
- La producción industrial mostró en marzo una caída interanual de 3,5 % y la creación neta de empleos se encuentra en terreno negativo en el acumulado de doce meses (-216 mil puestos), a pesar de que el mes de marzo registró un saldo neto positivo de 19,3 mil puestos mensuales

Ajustar una economía que no crece con el objetivo de evitar que se profundicen los desequilibrios, es el alto costo que está pagando Brasil por haber demorado la revisión del comportamiento pro-cíclico de sus políticas. Tiempo atrás, señalábamos que se habían dado las condiciones (crecimiento pujante e inflación contenida) para que Brasil cambiara el *mix* de políticas hacia un esquema menos contractivo en lo monetario y menos expansivo en lo fiscal, abriéndose así la posibilidad de dejar atrás las tasas de interés históricas de dos dígitos. Pero las decisiones se tomaron en otro sentido, y ante una actividad que se recalentaba a mediados de 2010, se volvió a optar por el uso de las tasas de interés para frenar la suba de precios.

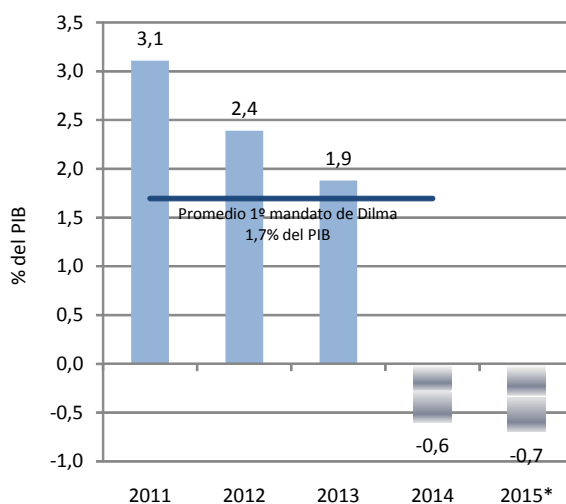
Brasil					
	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (% tasa de variación anual real)	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1
Inflación (% interanual, dic/dic)	5,9	6,5	5,8	5,9	6,4
Resultado Primario del Sector Público (en % del PIB)	2,7	3,1	2,4	1,9	-0,6
Selic (% anual)	10,0	11,8	8,5	8,4	11,0

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipeadata, IBGE y Banco Central de Brasil

Dilma asume su primer mandato con una economía creciendo al 7% anual, una inflación rozando el 6%, un superávit primario de 2,7% del Producto y una tasa de interés en 10,75%. Las medidas llevadas a cabo para frenar las presiones inflacionarias durante su mandato

fueron más de lo mismo, sumando un relajamiento aún mayor de la política fiscal (que llevó al resultado primario de superávit a déficit) y la utilización de los precios administrados como ancla inflacionaria. Hoy las proyecciones para fines de este año anticipan una contracción de la economía en el orden del 1%, la inflación ya supera el 8% anual, el resultado primario del sector público muestra en el acumulado de 12 meses a febrero un rojo equivalente a 0,7% del PIB y la tasa de interés se ubica en 13,25%. Para evitar una profundización de los desajustes, las autoridades brasileñas están implementado varios ajustes en forma simultánea, en los planos fiscal, cuasi-fiscal, monetario, tarifario y del sector externo. La reacción de los mercados es positiva, pero la economía real sufre las consecuencias y el empleo se resiente, con una creación neta que, en los 12 últimos meses, anota signo negativo.

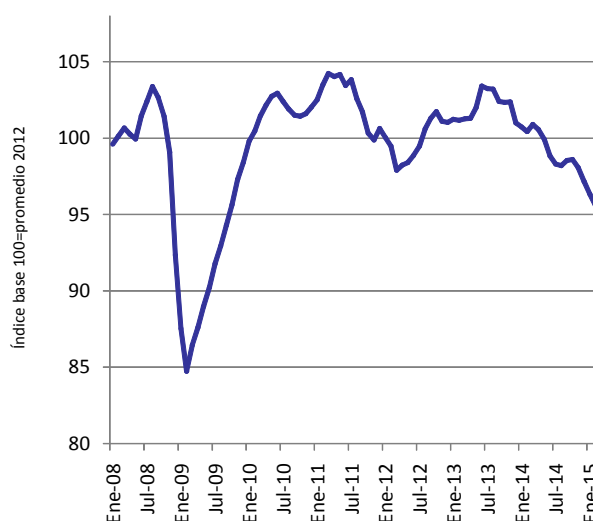
Brasil: Resultado primario en porcentaje del PIB



* Acumulado de 12 meses a febrero
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipeadata

Durante el mes de abril el real se apreció un 11%, desde R\$/US\$ 3,3 a 2,9. En mayo comenzó a depreciarse otra vez, retrocediendo un 5,8%, hasta los R\$/US\$3,1 actuales. La decisión de dejar de intervenir el mercado cambiario en un contexto de precios de *commodities* más bajos y menor disponibilidad de financiamiento externo permitirá un ajuste del déficit de cuenta corriente, hoy en 4,4% del Producto. Por su parte los mercados vienen mostrando

Brasil: Producción industrial
Promedio móvil trimestral -Serie desestacionalizada



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipeadata

optimismo, con un repunte del Bovespa del 20% en los últimos 2 meses. El riesgo país, por su parte, ha caído y ha logrado mantenerse por debajo del umbral de los 300 puntos básicos, luego del pico de 361 puntos básicos registrado a mediados de marzo.

Como contraparte de lo que se observa en los mercados, las expectativas de los agentes que toman decisiones de consumo e inversión en la economía real no repuntan, y la industria, los servicios y el consumo se resienten cada vez más. Así, la producción industrial muestra una caída mensual del 0,8% en marzo, y una contracción anual de 3,5%; mientras que los servicios sólo subieron un 0,8% mensual en febrero, anotando la menor variación desde 2012. En términos interanuales, la variación es positiva, de 4,7%.

Como indicador de consumo, se tiene el índice de ventas minoristas, que muestra en febrero una variación mensual de -0,1%, y una interanual de -3,1%. Si se toma el índice ampliado, que incluye, además, vehículos, motos, partes, piezas y material para construcción, se observa una caída más abrupta, tanto en la variación mensual (-1,1%) como en la interanual (-10,3%). Al ajuste de precios administrados, que implicará entre otras cosas un incremento del 50% en los precios de la energía eléctrica, y que disminuye el ingreso disponible de los hogares, se suma la pérdida de dinamismo en el mercado laboral. Pese a que la creación neta de puestos de trabajo volvió al terreno positivo en marzo (+19.3 mil puestos) luego de tres meses consecutivos de destrucción, el acumulado de 12 meses anota un recorte neto de 216 mil empleos.

Brasil: Ventas minoristas - Volumen
Variación promedio móvil 3 meses, en %



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE

En Foco 7

El dato regional de la semana: Las transferencias de autos usados muestran recuperación en la Patagonia

- En el primer cuatrimestre de 2015 el número de operaciones registró una leve variación negativa (-0,2%) respecto de igual período de 2014, aunque en abril hubo un repunte significativo, de 13 % interanual
- El ranking por provincias en el período enero-abril es liderado por Neuquén, con una variación positiva de 15,1 % interanual, seguida de cerca en la región por Tierra del Fuego (11,6%). En el resto del país destacan las mejoras de Tucumán (13,9 %), Chaco (12,9 %) y Entre Ríos (6,6 %)
- En cambio, permanecieron en terreno negativo en la comparación interanual las transferencias en San Juan (-14,2 %), CABA (-7,0 %), San Luis (-4,8 %) y Mendoza (-2,5 %), entre otras provincias

El primer cuatrimestre de 2015 cerró con una variación del -0,2% a nivel nacional, con un total de 548.772 unidades usadas transferidas, manteniendo así prácticamente el nivel de actividad de igual período del año anterior. Sin embargo, este guarismo esconde un comportamiento dispar a nivel provincial.

La región más afectada es **Cuyo**, que cerró el primer cuatrimestre del año con 42.796 unidades transferidas, presentando una merma de 4,9%, ocurriendo en todas las provincias que la componen una disminución, de 2,5%; 4,8% y 14,2%, para Mendoza, San Luis y San Juan, respectivamente.

En cuanto a la región **Pampeana**, que representa alrededor del 74% del total transferido en el país, verificó una caída de 1,0% en las operaciones, respecto al primer cuatrimestre de 2014. Contrarrestando esta situación negativa en la región, la provincia de Entre Ríos aumentó sus transferencias en un 6,6% con un total de 22.916 unidades negociadas. En el otro extremo, la Capital Federal presentó una disminución del 7,0%.

Transferencias de automotores. Enero-Abril 2015

Unidades transferidas en el cuatrimestre y variación interanual

Total País	548.772	-0,2%	Cuyo	42.796	-4,9%
Noroeste	28.565	4,9%	Mendoza	29.521	-2,5%
Tucumán	9.377	13,9%	San Luis	6.642	-4,8%
Santiago del Estero	3.538	4,0%	San Juan	6.633	-14,2%
La Rioja	2.300	1,0%	Noreste	28.706	4,5%
Salta	6.978	0,9%	Chaco	7.958	12,9%
Jujuy	4.298	-0,5%	Corrientes	8.958	2,4%
Catamarca	2.074	-0,8%	Misiones	9.305	1,9%
Pampeana	408.111	-1,0%	Formosa	2.485	-1,8%
Entre Ríos	22.916	6,6%	Patagónica	40.594	6,8%
Santa Fe	49.834	-0,1%	Neuquén	10.001	15,1%
Buenos Aires	213.342	-0,2%	Tierra del Fuego	3.670	11,6%
La Pampa	6.876	-0,8%	Santa Cruz	6.335	6,2%
Córdoba	62.234	-1,4%	Chubut	10.846	3,1%
CABA	52.909	-7,0%	Río Negro	9.742	2,1%

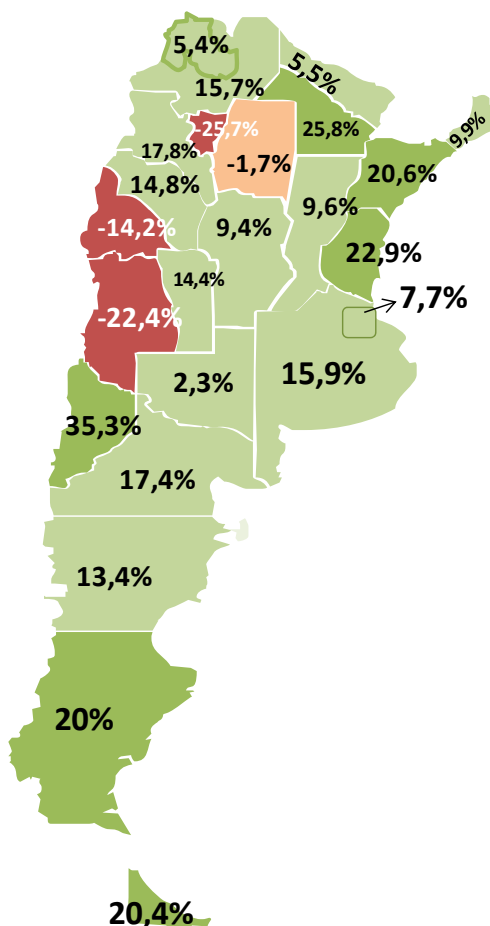
Fuente: IERAL en base a DNRPA

En el norte del país, la situación reveló un crecimiento a nivel regional, el **Noroeste** por encima del **Noreste** con variaciones del 4,9% y 4,5% respectivamente en la variable analizada. Analizando particularmente la situación entre provincias, al este se destaca la buena performance de Chaco, que alcanzó una variación positiva del 12,9%, ubicándose en el extremo opuesto Formosa con una merma del 1,8%. En relación al oeste, la situación no difiere sustancialmente de la ya descrita, ya que la provincia de Tucumán se destaca como la segunda provincia con mayor aumento en las transferencias a nivel nacional, con un total de 9.377 unidades, lo que representa un crecimiento de 13,9% respecto a los primeros cuatro meses de 2014.

Por último, la región **Patagónica** con 40.594 unidades transferidas para los primeros cuatro meses marcó un aumento del 6,8%, siendo la provincia de Neuquén la que presentó el mayor guarismo para el período analizado a nivel país, con una variación interanual positiva del 15,1% para el primer cuatrimestre. Todas las provincias ubicadas en el sur del país presentaron un aumento en sus transferencias, Tierra del Fuego por debajo de Neuquén con el 11,6%, mientras que Santa Cruz, Chubut, y Río Negro, lo hicieron en un 6,2%; 3,1% y 2,1% respectivamente.

Transferencias de automotores. Abril 2015

Unidades transferidas variación interanual



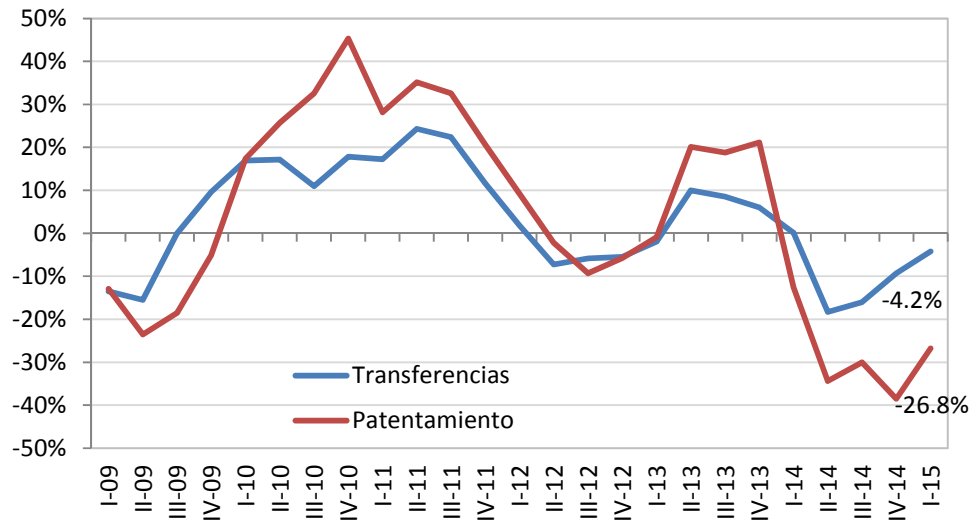
Por otro lado, en Abril de 2015 se verifica una variación positiva en la mayoría de las provincias, con muy buenas performance de algunas, superando el 20%. En este extremo se ubica Neuquén, con un incremento del 35% en las transferencias de autos. En el extremo opuesto, la región de Cuyo se ve golpeada, con dos de sus provincias (Mendoza y San Juan) con fuertes caídas. Otra provincia que verificó en el cuarto mes del año un comportamiento negativo fue Tucumán, con una merma del 25,7% en la variable analizada.

Si bien existen estas excepciones, la buena performance en general de las transferencias de autos, que en el total del país contabilizaron una suba del 13%, puede estar señalando una recuperación del segmento durante este año. La recuperación del salario real y de la confianza de las familias, combinada con el alto precio de los autos cero kilómetros pueden ser factores que influyan positivamente en el mercado de autos de segunda mano.

Entre las variables que caracterizan al sector automotriz se destacan no sólo las transferencias de automóviles sino también el patentamiento de cero kilómetros. La comparación de ambos guarismos sugiere que la recuperación de las transferencias se daría más rápido que en el patentamiento de cero kilómetros.

Transferencias y patentamiento de automóviles.

Variación interanual por trimestre



Fuente: IERAL en base a DNRPA

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2014 IV	904.525,9	3,7%	0,4%	0,5%
PIB en US\$ (\$ mm)	2014 IV	570.909,8	5,2%	-9,1%	-13,3%
EMAE	feb-15	192,4	0,9%	1,4%	0,4%
IGA-OJF (1993=100)	mar-15	161,6	-0,1%	-1,5%	-2,3%
EMI (2006=100)	mar-15	123,1	-0,6%	7,8%	-1,9%
IPI-OJF (1993=100)	mar-15	165,3	-1,4%	-1,4%	-1,9%
Servicios Públicos	mar-15	256,4	0,5%	3,3%	2,6%
Patentes	mar-15	50.326,0	-26,7%	-2,9%	-26,7%
Recaudación IVA (\$ mm)	abr-15	33.589,7	-0,9%	23,1%	26,1%
ISAC	mar-15	190,0	1,6%	8,1%	5,3%
Importación Bienes de Capital (volumen)	mar-15	-	-	39,0%	10,0%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2014 IV	173.220,1	-4,9%	-9,7%	-5,6%
		2014 IV	2014 III	2014 II	2014 I
IBIF como % del PIB		19,2%	20,9%	19,1%	19,9%

* 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 IV	12.073	1,5%	1,7%	2,4%
PEA (% de la población total)	2014 IV	45,2%	0,50 pp	-0,40 pp	-0,65 pp
Desempleo (% de la PEA)	2014 IV	6,9%	-0,60 pp	0,50 pp	0,03 pp
Empleo Total (% de la población total)	2014 IV	42,1%	0,80 pp	-0,60 pp	-0,61 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2014 IV	34,3%	0,70 pp	0,80 pp	-0,20 pp
Recaudación de la Seguridad Social	mar-15	27.366	-0,34%	31,1%	30,4%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2015 I	168,7	6,2%	17,2%	-2,3%
Brasil	2015 I	168,7	6,2%	17,2%	-2,3%
México	2014 IV	162,6	3,8%	3,8%	7,9%
Estados Unidos	2015 I	103,4	0,7%	-0,7%	-0,6%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	mar-15	105.400,3	-1,1%	33,9%	31,7%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	abr-15	29.005,6	12,6%	38,9%	33,0%
Gasto (\$ mm)	feb-15	95.248,3	-3,4%	39,0%	42,3%
		feb-15	ene-dic 14	feb-14	ene-dic 14
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-16.392,7	-139.575,6	-7.761,6	-75.291,1
Pago de Intereses (\$ mm)		2.844,8	86.028,6	2.134,5	47.983,5
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		37,3	79.972,2	128,9	35.065,8
ANSES (\$ mm) *		2.201,2	45.611,2	1.501,6	27.372,1
		mar-15	ene-ago 14	mar-14	ene-ago 14
Adelantos Transitorios BCRA *		6.300,0	75.150,0	6.400,0	61.320,0
		2015 I	2014 IV	2014 III	2014 II
Recaudación Tributaria (% PIB) **		27,1%	27,9%	27,5%	27,5%
Gasto (% PIB) **		27,6%	25,4%	23,8%	22,6%

* 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)	mar-15	131,7	1,3%	0,0%	-	
Inflación (San Luis, 2003=100)	mar-15	825,2	2,1%	26,5%	39,7%	
Salarios (abril 2012=100)*	mar-15	208,0	3,2%	1,7%	-1,6%	
TCR Bilateral (1997=100)	mar-15	83,7	1,3%	-19,5%	-19,3%	
TCR Multilateral (1997=100)	mar-15	110,6	-2,4%	-29,7%	-26,1%	
			5-may-15	abr-15	mar-14	dic-14
TCN Oficial (\$/US\$)		8,93	8,88	7,94	8,57	
TCN Brecha		40,9%	42,2%	38,0%	61,1%	
TCN Real (R\$/US\$)		3,06	3,04	2,32	2,66	
TCN Euro (US\$/€)		1,12	1,08	1,38	1,21	

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado		
Base Monetaria (\$ mm)	24-abr-15	452.526,0	-2,2%	37,5%	27,6%		
Depósitos (\$ mm)	24-abr-15	1.087.803,8	1,2%	28,1%	29,7%		
Sector Público No Financiero	24-abr-15	323.542,3	4,9%	19,8%	24,9%		
Sector Privado No Financiero	24-abr-15	761.361,5	-0,2%	32,1%	32,0%		
Créditos (\$ mm)	24-abr-15	693.438,7	1,3%	22,2%	18,0%		
Sector Público No Financiero	24-abr-15	48.413,1	0,0%	14,1%	0,9%		
Sector Privado No Financiero	24-abr-15	634.418,9	1,6%	23,8%	20,2%		
			Fecha	Dato	mar-15	31-dic-13	abr-14
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	24-abr-15	32.687,0	31.431,2	30.599,0	27.686,1		
Ratio de cobertura de las reservas	24-abr-15	64,2%	60,9%	52,9%	62,8%		
Tasa de interés Badlar PF	05-may-15	20,1%	20,9%	21,6%	26,3%		
Otras tasas de interés **							
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	31-mar-15	37,8%	37,3%	40,2%	48,6%		
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	31-mar-15	29,9%	29,0%	27,3%	32,0%		
Riesgo País							
EMBI+ Países emergentes	05-may-15	368	406	387	356		
EMBI+ Argentina	05-may-15	581	593	719	926		
EMBI+ Brasil	05-may-15	284	329	259	250		
Tasa LIBOR	05-may-15	0,18%	0,17%	0,17%	0,16%		
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	05-may-15	0,13%	0,10%	0,06%	0,07%		
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	05-may-15	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%		
SELIC (Brasil)	05-may-15	13,15%	12,58%	11,65%	10,42%		
			Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	05-may-15	12.421,7	9,60%	126,37%	66,51%		
Índice Bovespa	05-may-15	58.052,0	13,54%	-2,31%	-0,13%		

* 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)	mar-15	5.037,0	23,9%	-4,1%	-15,6%
Primarios	mar-15	1.038,0	45,0%	6,7%	-0,4%
MOA	mar-15	1.743,0	6,8%	4,4%	-10,1%
MOI	mar-15	2.024,0	38,0%	0,8%	-16,8%
Combustibles	mar-15	233,0	-6,0%	-61,4%	-56,9%
Exportaciones (volumen)	mar-15	-	-	-11,0%	-4,0%
Importaciones (US\$ mm)	mar-15	4.994,0	24,5%	-3,8%	-15,9%
Bienes Intermedios	mar-15	1.531,0	16,0%	2,4%	-3,1%
Bienes de Consumo	mar-15	562,0	19,3%	13,5%	-5,7%
Bienes de Capital	mar-15	1.090,0	32,6%	37,1%	2,1%
Combustibles	mar-15	436,0	37,5%	-54,1%	-57,2%
Importaciones (volumen)	mar-15	-	-	13,0%	-6,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2014 IV	125,3	-5,6%	-5,6%	-2,6%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	mar-15	139,2	-2,3%	-18,0%	-14,8%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	mar-15	94,1	-2,6%	-17,2%	-13,7%
Energía	mar-15	68,3	-3,0%	-46,6%	-47,6%
Petróleo (US\$/barril)	mar-15	47,8	-5,6%	-52,5%	-50,8%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2014 IV	17.710,7	0,7%	2,5%	2,4%
Brasil	2014 IV	2.278,2	0,3%	-0,2%	0,1%
Unión Europea	2014 III	17.488,7	0,3%	1,4%	1,4%
China	2014 IV	41.406,7	1,5%	1,5%	7,1%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	feb-15	136,2	-0,9%	2,0%	2,0%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	feb-15	128,2	0,2%	2,4%	2,4%

* 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	mar-15	23.104,0	23,4%	-9,5%	-29,8%
Región Pampeana	mar-15	10.817,0	35,7%	-1,4%	-25,8%
NOA	mar-15	3.619,0	38,1%	2,5%	-22,4%
NEA	mar-15	4.318,0	49,7%	13,2%	-24,3%
Cuyo	mar-15	3.070,0	30,4%	-12,6%	-31,5%
Región Patagónica	mar-15	5.398,0	25,9%	19,8%	-12,6%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2009 I	856,1	-8,6%	-5,3%	-5,3%
Región Pampeana	2009 I	546,6	-7,3%	-10,7%	-10,7%
NOA	2009 I	183,1	-12,6%	7,8%	7,8%
NEA	2009 I	183,3	-6,1%	-2,0%	-2,0%
Cuyo	2009 I	197,9	-10,2%	-3,5%	-3,5%
Región Patagónica	2009 I	193,0	-6,2%	-11,5%	-11,5%