



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 923 – 18 de junio de 2015

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Juan Manuel Garzón

La cadena de trigo, un notable laboratorio para evaluar la política económica en términos de generación de divisas y empleos

En Foco 1 – Patricio Vimberg

¿Se justifica la caída de las exportaciones argentinas por el comportamiento de los principales socios comerciales?

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

La primera parte de 2015 marca un deterioro en la cadena de pagos

En Foco 3 – Eliana Miranda

Brasil: Un segundo semestre en que la economía deje de caer es clave para la consolidación de la política económica

En Foco 4 – Alejandra Marconi y Soledad Barone

El dato regional de la semana:
Desaceleración en la caída de patentamiento de cero kilómetros

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 cadena de trigo, un notable laboratorio para evaluar la política económica en términos de generación de divisas y empleos***

- En el último bienio (2013/2014) la cadena exportó por un monto aproximado de US\$ 1.000 millones anuales, considerando todos sus productos, la cifra más baja de los últimos 18 años. Por los elevados precios externos observados, podrían haberse logrado unos US\$ 3.000 millones anuales
- En los últimos diez años se incrementaron los volúmenes exportados de productos semi-procesados (harinas, mezclas) a un ritmo mayor al del mercado mundial. Pero hubo un componente muy importante de “recuperación” de la industria molinera luego de la fuerte crisis de 2001/02. Los despachos de bienes más sofisticados (pastas, panificados, galletitas) nunca lograron despegar, creciendo a menos de un tercio del ritmo del mercado mundial
- Los instrumentos de intervención / promoción que se aplicaron tuvieron un costo muy alto en términos de volúmenes exportados de materia prima. En los años 2013/2014 las exportaciones de trigo cayeron a 2 millones de toneladas, una cifra difícil de explicar desde cualquier análisis, ya sea por la capacidad productiva del sector, por el nivel de precios internacionales, por la historia exportadora del país y por la dinámica del mercado mundial

En Foco 1: 12***¿Se justifica la caída de las exportaciones argentinas por el comportamiento de los principales socios comerciales?***

- Las importaciones medidas en dólares en los primeros cinco meses del año se contraen 18,9% interanual en Brasil, 15% en Chile y 2,7% en Estados Unidos.
- En cambio, si se excluyen las importaciones de combustibles, estos guarismos pasan a ser de -15,6%, -7,3% y +5,7%, respectivamente
- Se espera que el índice de volumen de importación de China se contraiga 4% en el 2015 luego de la leve suba de 0,5% el año anterior. En dólares, la merma en lo que va del año alcanza el 17,7% interanual

En Foco 2: 14***La primera parte de 2015 marca un deterioro en la cadena de pagos***

- Entre enero y abril de este año, los cheques rechazados alcanzaron el 2,7% de los montos compensados en el sistema nacional de pagos
- Este guarismo implica un alza respecto a los cocientes observados en años anteriores, que promediaron el 2% entre 2010 y 2014
- Los montos compensados crecen al 20% interanual, mientras que los montos rechazados lo hacen el 58%

En Foco 3: 16***Brasil: Un segundo semestre en que la economía deje de caer es clave para la consolidación de la política económica***

- El sector público modera su gasto, pero la suba de las tasas de interés eleva la carga de los intereses de deuda hasta los 6,7 puntos del PIB, con lo que el déficit fiscal alcanza los 7,5 puntos del Producto
- Consumidores y empresarios postergan decisiones, y el PIB podría anotar una contracción de 1,8% este año, sólo moderada por el aporte del sector externo
- La inflación no cede a pesar del ajuste. La Selic, hoy en 13,75%, podría llegar a subir un punto más hacia el segundo semestre del año, volviendo así a los niveles observados en 2006

En Foco 4: **19**

El dato regional de la semana: Desaceleración en la caída de patentamiento de cero kilómetros

- Para el bimestre abril-mayo, el descenso del promedio país en el número de patentamientos fue de 7,5% respecto de igual período de 2014
- En la Patagonia la merma fue de 9,0 % interanual, de 9,6% en Cuyo y de 9,1 % en la zona Pampeana
- Más moderado fue el retroceso en el Noreste (-1,4 %) y en el Noroeste (-3,2%)

Selección de Indicadores: **23**

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley Nº 11723 - Nº 2328, Registro de Propiedad Intelectual Nº (5225374). ISSN Nº 1667-4790 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610, 5º piso B (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001) Córdoba, Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordova@ieral.org.

Editorial

La cadena de trigo, un notable laboratorio para evaluar la política económica en términos de generación de divisas y empleos

- En el último bienio (2013/2014) la cadena exportó por un monto aproximado de US\$ 1.000 millones anuales, considerando todos sus productos, la cifra más baja de los últimos 18 años. Por los elevados precios externos observados, podrían haberse logrado unos US\$ 3.000 millones anuales
- En los últimos diez años se incrementaron los volúmenes exportados de productos semi-procesados (harinas, mezclas) a un ritmo mayor al del mercado mundial. Pero hubo un componente muy importante de “recuperación” de la industria molinera luego de la fuerte crisis de 2001/02. Los despachos de bienes más sofisticados (pastas, panificados, galletitas) nunca lograron despegar, creciendo a menos de un tercio del ritmo del mercado mundial
- Los instrumentos de intervención / promoción que se aplicaron tuvieron un costo muy alto en términos de volúmenes exportados de materia prima. En los años 2013/2014 las exportaciones de trigo cayeron a 2 millones de toneladas, una cifra difícil de explicar desde cualquier análisis, ya sea por la capacidad productiva del sector, por el nivel de precios internacionales, por la historia exportadora del país y por la dinámica del mercado mundial

La cadena de trigo resulta un laboratorio interesante para estudiar los efectos del contexto macroeconómico y de determinadas políticas públicas sobre dos objetivos sociales deseables como son la generación sostenida de divisas (que se necesitan para poder comprar bienes que internamente no se producen, pagar deudas con el exterior, diversificar el portafolio de activos, etc.) y la modificación del perfil exportador hacia una canasta de bienes con mayor generación de valor, que al fortalecer los eslabones de transformación industrial genere más empleos de calidad y más salarios con buen poder adquisitivo.

Esta columna aporta información que permite una primera evaluación de los resultados logrados en ambos objetivos antes enunciados, con un enfoque que incorpora en el análisis elementos relevantes, tales como el nivel de precios externos o el crecimiento del mercado mundial, y que considera un período suficientemente largo como para evitar sacar conclusiones basadas en movimientos cíclicos o componentes estacionales.

¿Qué ha sucedido en materia de generación de divisas?

En el último bienio (2013/2014) la cadena exportó por un valor anual aproximado de US\$ 1.000 millones, considerando el envío de productos sin procesar (trigo), semi-procesados (harinas y mezclas) y procesados (pastas, panificados, galletas, etc.). Este desempeño exportador luce muy poco satisfactorio por al menos tres circunstancias:

a) En primer lugar, se trata del menor aporte de todo el período 1996/2014. El año que más se le acerca es 1999, cuando la cadena generó divisas por US\$ 1.100 millones, pero muchos otros años se encuentran lejos, con montos superiores a los US\$ 1.500 millones (1997, 2004, 2006) y más recientemente cifras superiores a los US\$ 3.000 millones (2008, 2011, 2012).

b) En segundo lugar, el piso de divisas se genera con los precios externos más altos de todo el período. En efecto, un índice de precios de productos de la cadena, construido considerando los volúmenes y la participación de cada producto en la canasta del año 1996, alcanza su valor máximo justamente en los años 2013 y 2014. El precio promedio ponderado de productos de la cadena de 2014 se ubica un 80% por encima de 1996 y un 160% por encima del año 2002.

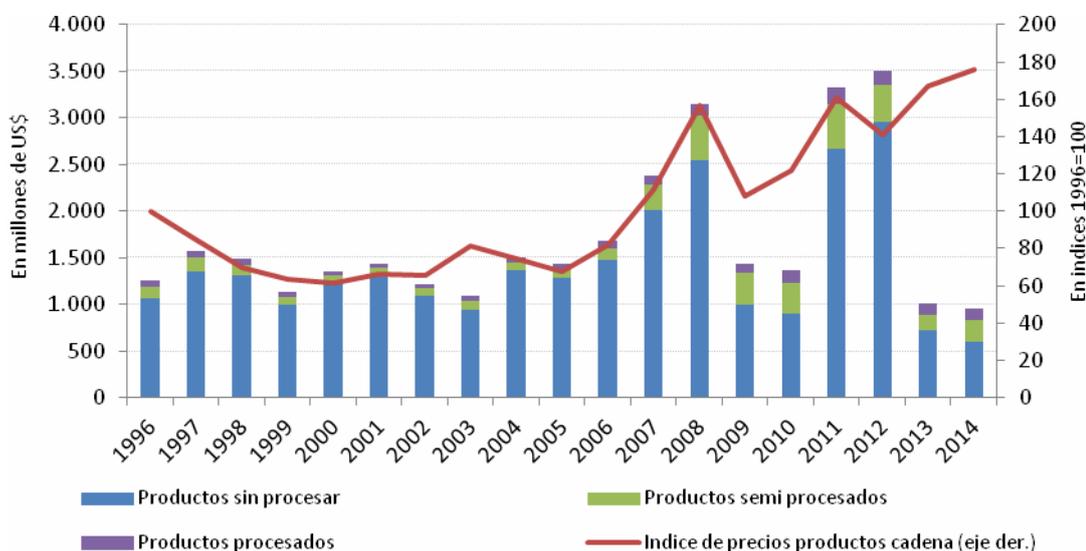
c) En tercer lugar, el comercio mundial (volúmenes) ha crecido durante todos estos años, fundamentalmente gracias al mayor nivel de ingresos y grado de apertura comercial de países en desarrollo, tal como se mostrará en el último apartado de esta columna.

En una gráfica adjunta se aprecia la dinámica de las exportaciones, la evolución del índice que refleja los precios externos y la gran correlación entre ambas series. También se puede observar que este movimiento acompasado claramente no se sostiene en los años 2013 y 2014.

Considerando el nivel de precios, las exportaciones deberían haber aspirado a una cifra no menor a los US\$ 3.000 millones anuales en el último bienio, muy por encima de los US\$ 1.000 millones efectivamente logrados. En estos dos años la cadena de trigo debería haber aportado al menos US\$ 6.000 millones y sólo contribuyó con US\$ 2.000 millones.

En dos años con muy buenos precios externos el aporte de divisas se reduce a su mínima expresión. Esta paradoja sólo puede explicarse por un contexto (macroeconómico y de política económica) evidentemente adverso para la cadena.

Evolución del valor de las exportaciones (millones de US\$) y de los precios externos (índice base 1996) de productos de la cadena de trigo
- Período 1996/2014 -



Nota: Productos sin procesar refiere a trigo, productos semi procesados a harinas, mezclas y subproductos de la molinería, y productos procesados a pastas, galletitas y panificados. El índice de precios se calcula tomando como base constante la participación de cada producto de la cadena en el volumen exportado 1996.

Fuente: Elaboración propia en base datos de UN-COMTRADE.

Políticas destinadas a mejorar el perfil exportador

Un objetivo frecuente de política económica, enunciado en numerosas oportunidades por el actual gobierno, ha sido intentar mejorar el perfil exportador del país, tratando de incluir más manufacturas y menos materias primas en la canasta de bienes que se colocan en el mundo.

En el actual proceso de gobierno el principal instrumento de política utilizado para intentar alcanzar este objetivo, o al menos el más visible, ha sido la aplicación de derechos de exportación escalonados, donde las alícuotas se estructuran en forma descendente según grado de transformación del bien.

En el caso de la cadena del trigo se configuró un esquema donde se grava con una tasa más alta la exportación del cereal (actualmente 23%), le sigue una tasa intermedia sobre la exportación de harinas y semi-procesados (13%) y finalmente una tasa más baja para la exportación de productos procesados, casos de pastas, galletitas y panificados (5%).

De esta forma se trata de penalizar en términos relativos la exportación de la materia prima (*commodity*) respecto de la exportación de los productos industriales (intermedios o de consumo final).

A partir del año 2006 se aplica una segunda política específica sobre la cadena de trigo. Los volúmenes de trigo exportados pasan a ser administrados por el gobierno nacional mediante

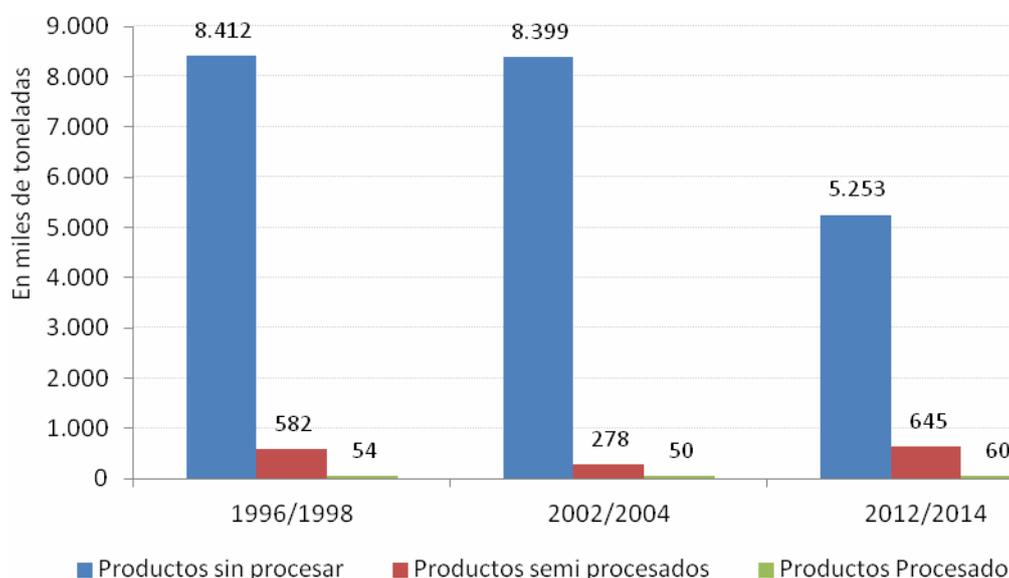
un sistema de cupos anuales, que son asignados más o menos discrecionalmente entre las empresas exportadoras. De acuerdo a los trascendidos, en los últimos dos años, el sistema de cupos habría sido extendido, en forma menos pública y más informal, también a la exportación de harinas.

Nótese que esta política de comercio administrado, al igual que el impuesto a la exportación, deteriora el precio interno del cereal, disminuyendo costos de producción en los eslabones que lo transforman y constituyéndose a priori en un incentivo para la mayor industrialización y la exportación.

¿Exportamos más o menos productos de la cadena del trigo? ¿Se expandieron más los productos procesados que las materias primas?

En el período 2012/2014 (en este caso se toman trienios para suavizar más aún los comportamientos estacionales de las variables) el país colocó en el mundo un promedio anual de 5,2 millones de toneladas de trigo, de 645 mil toneladas de productos semi procesados y de 60 mil toneladas de productos procesados (según estadísticas de la base de comercio de Naciones Unidas).

Volúmenes exportados de productos de la cadena de trigo – En miles de toneladas anuales - Períodos 1996/1998, 2002/2004 y 2012/2014.



Nota: Productos sin procesar refiere a trigo, productos semi procesados a harinas, mezclas y subproductos de la molinería, y productos procesados a pastas, galletitas y panificados.

Fuente: Elaboración propia en base datos de UN-COMTRADE.

Como estos valores absolutos no sugieren demasiado por sí solos, resulta importante tener una referencia para la comparación. Se eligen dos bases posibles:

a) El trienio 2002/2004, que sería el inicio de la administración política actualmente a cargo de gobierno y el retorno a la aplicación de políticas industriales, si se permite el término, más

heterodoxas, tales como los derechos de exportación escalonados y/o la política de comercio administrado de trigo;

b) El trienio 1996/1998, período en el que se encuentran los mejores números en materia industrial y económica para la década de los '90 y con el que resulta más pertinente comparar si se desea evitar el "efecto recuperación" que sería lógico esperar luego de una gran crisis como la del período 2000/2002.

Respecto de los volúmenes que exportábamos en 2002/2004

En el período 2002/2004 el país colocó en el mundo un promedio anual de 8,4 millones de toneladas de trigo, 280 mil toneladas de productos semi-procesados (harinas, mezclas, subproductos de la molinería) y 50 mil toneladas de productos procesados (galletitas, pastas y panificados).

Durante los años en que el país estaba atravesando o saliendo de su última crisis económica, se exportaba bastante más trigo de lo que se exportó en el último trienio, bastante menos productos semi-procesados y más o menos la misma cantidad de productos procesados.

En este período de diez años las exportaciones de trigo se contrajeron a una tasa equivalente del 4,6% promedio anual, mientras que los envíos de semi procesados y de procesados se expandieron a una tasa del 8,8% y del 1,7% promedio anual respectivamente.

La comparación punta a punta indica que se ganaron 367 mil toneladas en la exportación de productos de la molinería (que equivalen a unas 500 mil toneladas de trigo) pero que se perdieron 3,1 millones de toneladas en la exportación de trigo.

Tasas de crecimiento (promedio anual) de los volúmenes exportados por Argentina de productos de la cadena de trigo

	Período 1996/1998 - 2002/2004	Período 2002/2004 - 2012/2014	Período 1996/1998 - 2012/2014
Productos sin procesar	0,0%	-4,6%	-2,9%
Productos semi procesados	-11,6%	8,8%	0,6%
Productos Procesados	-1,3%	1,7%	0,6%

Nota: Productos sin procesar refiere a trigo, productos semi procesados a harinas, mezclas y subproductos de la molinería, y productos procesados a pastas, galletitas y panificados.

Fuente: *Elaboración propia en base datos de UN-COMTRADE.*

Hay un cambio en el perfil exportador, en el sentido que se colocan relativamente más manufacturas que materias primas, pero el análisis beneficio costo, incluyendo sólo los efectos sobre el comercio exterior, arroja números negativos para la cadena.

El volumen adicional de productos semi procesados lejos está de compensar las exportaciones de cereal perdidas. Para tener una referencia cuantitativa que ilustre el punto, a precios de mercado y respecto de hace diez años, se generaron US\$ 150 millones

adicionales pero se resignaron US\$ 855 millones, es decir un balance neto negativo de US\$ 700 millones.

Si a su vez se considera que los precios recientes fueron muy superiores a los del período 2002/2004, y que ello debería haberse reflejado en mayores exportaciones de todos los productos de la cadena, se hace más difícil aún defender el nuevo perfil exportador como un estadio superador para la cadena.

Respecto de los volúmenes que exportábamos en 1996/1998

El período 2002/2004 comprende la crisis del 2002, por lo que puede ser una base engañosa. Probablemente una base más genuina sea el pico del ciclo expansivo anterior, que se diera en los primeros años del segundo quinquenio de la década de los '90.

En el trienio 1996/1998, la Argentina exportó en promedio unas 8,4 millones de toneladas de trigo (cifra muy similar a la del período 2002/2004), unas 582 mil toneladas de productos de la molinería y 54 mil toneladas de productos de segunda industrialización.

En la nueva comparación el balance queda de la siguiente forma: se mantiene la pérdida de 3 millones de toneladas de cereal pero disminuye el adicional de exportaciones de semi procesados, que de ser 367 mil pasa a ser de sólo 63 mil toneladas (de 582 mil a 645 mil toneladas). A nivel de productos procesados, prácticamente no hay cambios relevantes (54 mil vs 60 mil para un período de 16 años).

A precios de mercado del momento, el volumen de trigo que se dejó de exportar tenía un valor de US\$ 858 millones mientras que el volumen adicional de productos semi procesados un valor de US\$ 26 millones, lo que deja nuevamente un balance negativo en la comparación punta a punta, en este caso del orden de US\$ 832 millones anuales.

Una lectura más condescendiente de lo sucedido a lo largo de todo el período sería considerar que los últimos años de la década de los '90 fueron claramente desfavorables para los dos eslabones industriales de la cadena del trigo, en particular para los molinos harineros y que el nuevo contexto macroeconómico y de políticas post convertibilidad lo que haría sería recuperar justamente a estos eslabones, volviendo a poner la exportación de productos intermedios y de productos procesados en niveles similares a los de mediados de los '90 .

Pero esta lectura más favorable a lo sucedido en los últimos diez/doce años no debe perder de vista tres cosas: a) los volúmenes exportados de productos transformados se recuperaron pero no fueron más allá de los ya antes observados; b) se ha pagado un alto costo en términos de un fuerte ajuste observado en el comercio externo de trigo; c) los precios externos del período 2007/2014 fueron mucho más elevados que los que se tuvieron en los mejores años de la década de los '90, lo que se debería haber reflejado en volúmenes record de exportación, cosa que no sucedió.

¿Qué ha sucedido con el mercado mundial?

El mercado mundial de productos de la cadena de trigo crece de manera sostenida desde hace tiempo, con una característica muy marcada, se expanden relativamente más los mercados de productos procesados que los de semi procesados y estos últimos más que los de productos sin procesar.

Para citar el caso de un mercado importante, América Latina, el comercio de trigo creció a una tasa media anual del 1,9% entre 2002/2004 y 2011/2013, el comercio de harinas y mezclas lo hizo a una tasa del 5,1% y el comercio de pastas, panificados y galletas a una tasa del 7,5%.

Si se compara la dinámica del mercado latinoamericano o la del mercado mundial con el desempeño exportador local surgen cuestiones que deben preocupar y hacer replantear el set de instrumentos de política utilizados para promover objetivos de generación de divisas y/o modificación del perfil exportador.

Crecimiento del Mercado Mundial, Mercado Mundial sin Unión Europea y Mercado latinoamericano de productos de la cadena de trigo (volúmenes) - Período 2002/2004 - 2011/2013*

	Mercado de América Latina	Mercado de Mundial	Mercado Mundial sin UE	Exportaciones de Argentina*
Productos sin procesar	1,9%	3,3%	3,3%	-4,6%
Productos semi-procesados	5,1%	4,7%	4,3%	8,8%
Productos procesados	7,5%	6,6%	8,0%	1,7%

* Para Argentina se considera período 2002/2004 - 2012/2014. En los otros casos refiere a 2011/2013 debido a la falta de estadísticas de comercio de 2014 para algunos países.

Argentina sólo ha logrado avanzar, en relación al mundo, en el comercio de productos semi-procesados, mientras que en las dos puntas de la cadena (materia prima y alimento) muestra resultados muy poco satisfactorios.

Finalmente

A pesar de los elevados precios externos, las exportaciones de la cadena de trigo se ubican en los años 2013/2014 en un piso histórico, revelando problemas asociados al contexto macroeconómico (apreciación cambiaria) y a políticas específicas aplicadas sobre el comercio exterior, que derivaron en un fuerte ajuste en las exportaciones de trigo pero que no tuvieron los efectos de estímulo que se esperaban sobre los eslabones de transformación de la cadena.

Las exportaciones de la cadena deberían haber aspirado a una cifra no menor a los US\$ 3.000 millones anuales en el período 2013/2014, muy por encima de los US\$ 1.000 millones efectivamente logrados, lo que implica que en dos años el país resignó divisas por al menos US\$ 4.000 millones.

Si realmente el objetivo de los derechos de exportación escalonados y otras intervenciones de mercado fue modificar el perfil exportador, los resultados obtenidos han sido muy pobres, en gran medida por la evidente limitación que tiene esta herramienta para mejorar aspectos claves en la competitividad externa de los alimentos, tales como la eficiencia logística, la calidad de procesos y productos, la capacidad de innovación y generación de intangibles.

En el período se incrementaron las exportaciones de productos semi procesados (harinas, mezclas) a un ritmo superior al que crecieron todos los mercados mundiales, pero como se mostrara a partir de las estadísticas disponibles, este proceso tuvo seguramente un componente muy importante de “recuperación” de la industria molinera luego de la fuerte crisis de fines de la década de los ‘90 y comienzos del siglo XXI. Los volúmenes exportados de estos productos se recuperaron y crecieron en forma importante pero no lograron sostenerse en el tiempo y actualmente se encuentran en niveles que se pueden encontrar en otros años del pasado.

Las exportaciones de productos más sofisticados nunca lograron despegar, creciendo poco, muy poco si se considera que se trata del segmento de productos que más crece en los mercados mundiales.

Y finalmente, los instrumentos de intervención / promoción que se aplicaron tuvieron un costo muy alto en términos de volúmenes exportados de materia prima. En los años 2013/2014 las exportaciones de trigo cayeron a 2 millones de toneladas, una cifra difícil de explicar desde cualquier análisis, ya sea se considere la capacidad que tiene el país de generar fuertes excedentes de trigo (por encima de las 10 millones de toneladas), los elevados precios internacionales que tuvo el cereal justamente en esos años, los volúmenes históricos exportados, o el hecho que el mercado mundial de trigo, si bien ha bajado algunos cambios, ha seguido creciendo y por lo tanto en condiciones de absorber más y no menos trigo argentino.

En Foco 1

¿Se justifica la caída de las exportaciones argentinas por el comportamiento de los principales socios comerciales?

- Las importaciones medidas en dólares en los primeros cinco meses del año se contraen 18,9% interanual en Brasil, 15% en Chile y 2,7% en Estados Unidos
- En cambio, si se excluyen las importaciones de combustibles, estos guarismos pasan a ser de -15,6%, -7,3% y +5,7%, respectivamente
- Se espera que el índice de volumen de importación de China se contraiga 4% en el 2015 luego de la leve suba de 0,5% el año anterior. En dólares, la merma en lo que va del año alcanza el 17,7% interanual

Las exportaciones argentinas evidencian una franca caída de 17% interanual en el primer cuatrimestre del año, profundizándose con respecto a la merma de 12% del 2014. Si bien es cierto que parte de esta dinámica se explica por una contracción en la demanda del resto del mundo, también influyen importantes problemas domésticos, como el atraso cambiario, una alta presión impositiva y la restricción a la importación de insumos y maquinaria, que terminan deteriorando la competitividad argentina.

Si se analizan las importaciones de nuestros principales socios comerciales medidas en dólares, el panorama no es favorable. Las importaciones de Brasil, Chile y Estados Unidos que capturan 30% de las ventas al exterior del país, se ubican en terreno negativo en lo que va del año, con mermas de 18,9% interanual, 15% y 2,7%, respectivamente, o bien profundizando el rojo registrado el año pasado o bien revirtiendo la suba de 2014.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que una parte del resultado negativo corresponde a la baja del precio de los combustibles. De hecho, una vez que se excluyen éstos del análisis, la situación cambia considerablemente. Para el caso de Brasil, principal destino de exportación argentino, el deterioro en las importaciones sigue siendo significativo, anotando una baja de 15,6% interanual en lo que va del año luego de la merma de 4,8% registrada en 2014.

Importaciones de los principales socios comerciales de la Argentina

(Variaciones interanuales)

	Importaciones totales			Importaciones sin combustibles		
	2014	ene-may	Diferencia	2014	ene-may	Diferencia
Brasil	-4,4	-18,9	-14,5	-4,8	-15,6	-10,8
Chile	-9,0	-15,0	-5,9	-8,9	-7,3	1,6
Estados Unidos*	3,4	-2,7	-6,1	5,8	5,7	-0,1

* acumulado anual hasta abril (último dato disponible)

Fuente: IERAL en base a MDIC, BCC y US Census Bureau

En cambio, tanto en Chile como Estados Unidos, el contraste refleja una situación algo más favorable en cuanto a la posibilidad de inserción argentina en estos mercados. Las importaciones sin combustibles de Chile disminuyen 7,3% en lo que va del año, recortando 1,6 puntos porcentuales con respecto al resultado del año pasado y comparando con la merma de 15% interanual cuando se contabilizan las compras externas energéticas. Por el otro lado, la importación neta de combustibles del país norteamericano se expande 5,7% en el primer cuatrimestre del año, a un ritmo similar al del año pasado.

De igual manera, si se observan los índices de importaciones en volúmenes de estos países, la merma, aunque significativa en algunos casos, recorta con respecto a los guarismos en dólares. Así, por ejemplo, si incluimos a China en el análisis, el gigante asiático anota una caída de 17,7% interanual en las importaciones en dólares en los primeros cinco meses del año, mientras que la contracción en volúmenes se espera que sea de 4% para todo el 2015, luego de haber aumentado 0,5% el año anterior.

De forma similar, las importaciones de Chile anotaron una baja de 12,8% interanual en dólares durante el primer trimestre mientras que la merma fue de apenas 1,6% en volúmenes. Por último, la merma en Brasil fue de 18,9% interanual en dólares pero de 9,9% interanual en volumen.

La menor demanda de los principales socios comerciales argentinos dificulta la inserción argentina en el comercio internacional a través de estos mercados. Sin embargo, el hecho de que los indicadores mejoren en términos relativos cuando se dejan de lado los combustibles o cuando se los compara con los índices en volumen, sugiere que todavía hay margen para aumentar las exportaciones a estos destinos y refuerza los argumentos acerca de la necesidad de resolver los desequilibrios domésticos en el frente externo, tales como el atraso cambiario y las restricciones a la importación y a la compra de divisas.

En Foco 2

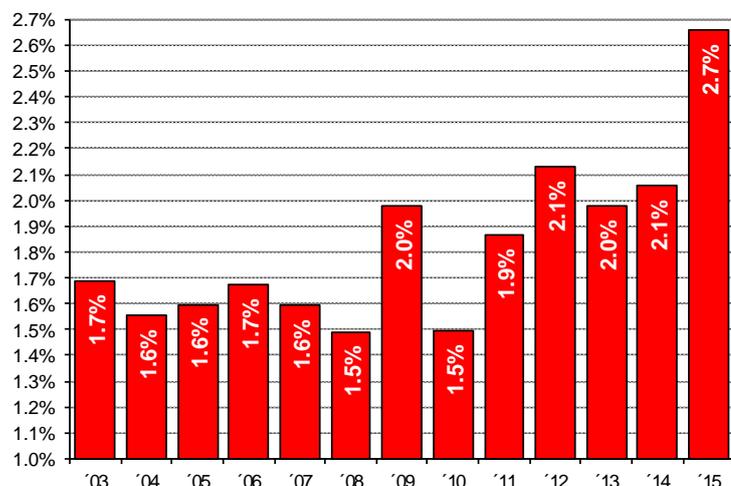
La primera parte de 2015 marca un deterioro en la cadena de pagos

- Entre enero y abril de este año, los cheques rechazados alcanzaron el 2,7% de los montos compensados en el sistema nacional de pagos
- Este guarismo implica un alza respecto a los cocientes observados en años anteriores, que promediaron el 2% entre 2010 y 2014
- Los montos compensados crecen al 20% interanual, mientras que los montos rechazados lo hacen el 58%

Con datos del primer cuatrimestre del año completo, se tiene que la cadena de pagos de la economía local se ha estrechado significativamente, comparado con igual periodo de años anteriores. En este sentido, los montos rechazados vía cheque en términos del total compensado por esta misma vía, representaron para el acumulado enero-abril 2,66%. Este guarismo, se ubica en un andarivel por encima del registrado en idénticos meses de años anteriores (2,01% en promedio entre 2010 y 2014). Asimismo, los montos de compensación por esta vía -variable que cuanta con una importante correlación con el nivel de actividad económica del país- reflejan cierta moderación en sus tasas de crecimiento.

Como muestra el gráfico, tomando los datos del primer cuatrimestre de cada año, el cociente entre rechazos y compensaciones se ubicaba en el andarivel en torno a 2% desde 2011. Sin embargo, este año el valor trepa a un escalón hasta 2,7%. Estos niveles, se encuentran todavía muy por encima del 1,6% promedio que marcará el indicador en los primeros cuatro meses del periodo 2003-2010 (a excepción del 2009, cuando marco 2%, en medio de un contexto de crisis financiera internacional).

Ratio Cheques Rechazados / Cheques Compensados
acumulado al primer bimestre de cada año - montos en \$

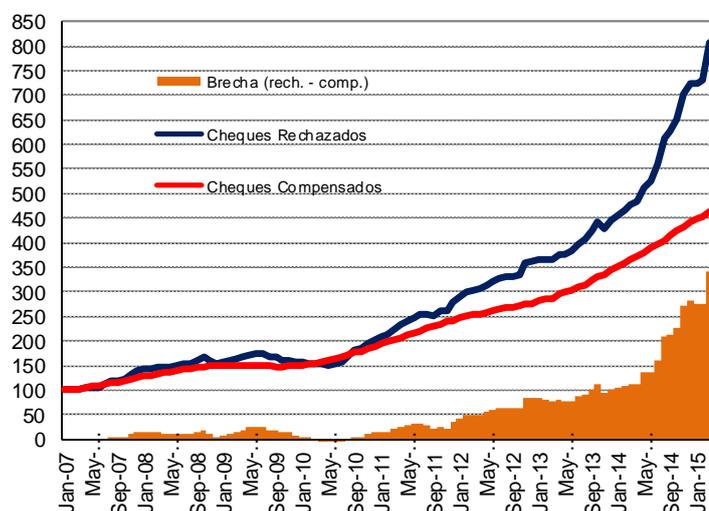


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

Para tener una idea de los fenómenos que operan detrás de este alza, es importante tener en cuenta que los montos compensados durante el primer cuatrimestre del año crecieron un 22% respecto de los montos compensados en igual periodo de 2014. Esto es, los montos compensados se están expandiendo por debajo del ritmo de la inflación de precios, fenómeno que está en línea con el menor nivel de actividad económica que se registró durante ese periodo del año en diversos indicadores. Por su parte, los montos rechazados en los primeros cuatro meses del año se expandieron un 58% interanual, explicando el deterioro en el indicador.

El siguiente gráfico, es elocuente en este sentido. Tomando una serie de datos con base 100 en enero 2007, se tiene que la curva de los montos rechazados -que venía creciendo en forma prácticamente paralela a la de montos compensados hasta fines de 2010- se distancia cada vez más de la de montos compensados. De esta forma, la brecha entre ambas curvas se hizo cada vez más amplia, alcanzando su máximo en los últimos meses para los que se tiene datos:

Montos de Cheques Compensados Vs Rechazados
 índice de montos de cheques base 100 = Ene 2007



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

marzo y abril.

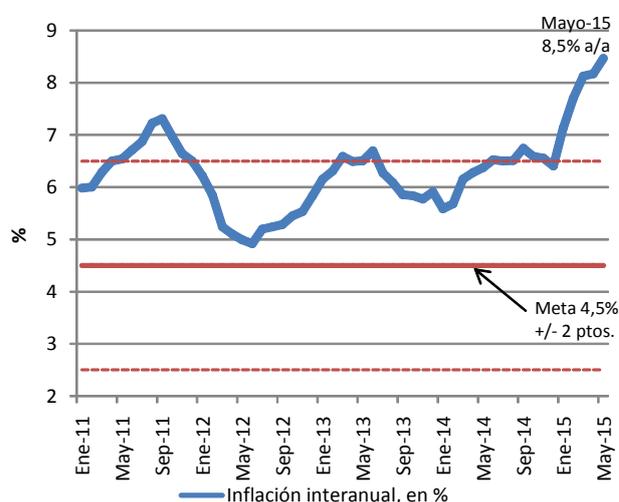
En Foco 3

Brasil: Un segundo semestre en que la economía deje de caer es clave para la consolidación de la política económica

- El sector público modera su gasto, pero la suba de las tasas de interés eleva la carga de los intereses de deuda hasta los 6,7 puntos del PIB, con lo que el déficit fiscal alcanza los 7,5 puntos del Producto
- Consumidores y empresarios postergan decisiones, y el PIB podría anotar una contracción de 1,8% este año, sólo moderada por el aporte del sector externo
- La inflación no cede a pesar del ajuste. La Selic, hoy en 13,75%, podría llegar a subir un punto más hacia el segundo semestre del año, volviendo así a los niveles observados en 2006

Volver a una inflación del 4,5% hacia fines de 2016 y recuperar el ahorro público son los dos grandes objetivos que Brasil se ha auto-impuesto en este 2015. Los costos son altos, pero necesarios para volver a pensar en un crecimiento positivo y sostenido. Por el momento, parece haber consenso en el camino elegido y, a pesar de lo impopular de las políticas de ajuste, el partido de gobierno está logrando el apoyo en el Congreso para seguir adelante con el plan trazado, y las variables financieras (Bovespa, riesgo país y evolución del tipo de cambio), que desde hace tiempo exhiben mejoras, podrían ser indicadores tempranos

Brasil: Evolución de la inflación y meta del Banco Central

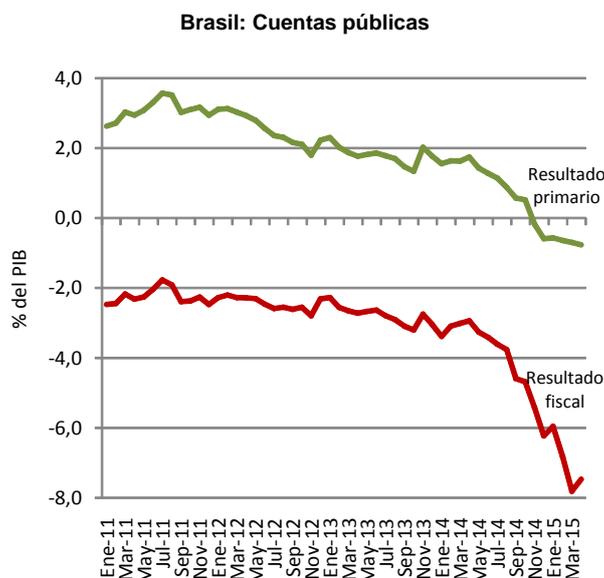


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE

de un freno en la caída del sector real de la economía. De ser así, podría comenzar a vislumbrarse una recuperación, aunque acotada, de cara a 2016.

Joaquim Levy, Ministro de Hacienda, ha establecido una meta de superávit primario de 1,2% del Producto para este año, luego del rojo de 0,6% de 2014. El objetivo luce difícil de alcanzar, dado que más allá de los esfuerzos que se realizan por reducir el gasto público, los

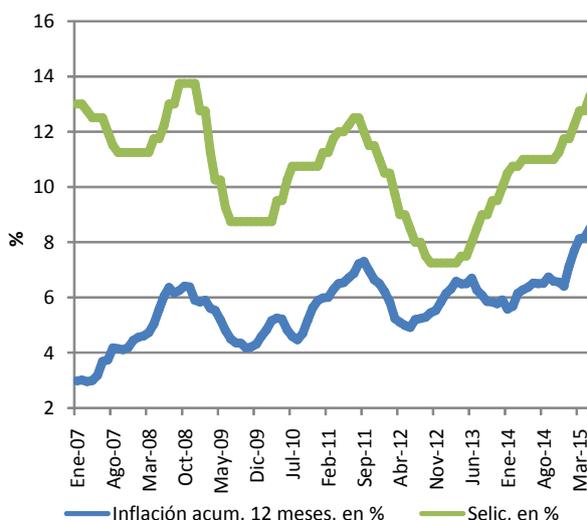
ingresos del fisco se resienten de la mano de la contracción del nivel de actividad. El ahorro público continúa así en terreno negativo: en el acumulado de 12 meses al mes de abril, el resultado primario (antes del pago de intereses de deuda) mostró un déficit equivalente a 0,76 puntos del Producto, mientras que los servicios de deuda ascienden hasta los 6,7 puntos, motorizados por las subas de la tasa de interés.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipeadata

El Comité de Política Monetaria (COPOM) viene subiendo la tasa de interés de referencia, Selic, desde mediados de 2013, con el objetivo de frenar el avance de los precios. Más allá de los esfuerzos, la inflación se encuentra en 8,5% anual, casi duplicando la meta del Banco Central. La fuerte suba de los precios administrados, utilizados en el pasado como ancla inflacionaria, y la depreciación de la moneda, empujan los precios al alza. En su último informe, el COPOM dejó establecido que actuará con “determinación y perseverancia” para prevenir una transmisión de los elevados niveles de inflación actuales a plazos más largos. La Selic hoy se ubica en 13,75% anual, y a partir del informe no se descartan subas adicionales antes de fin de año, que la podrían llevar un punto por encima de su nivel actual.

Brasil: La inflación continúa al alza a pesar del pronunciado ajuste monetario

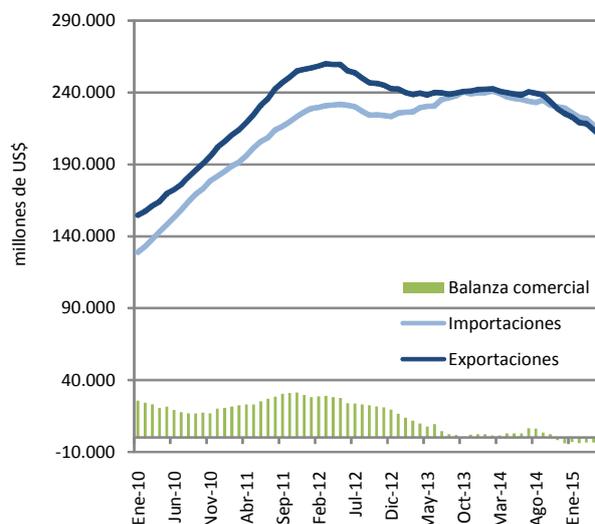


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE

De la mano de políticas monetarias y fiscales contractivas, los indicadores de nivel de actividad continúan mostrando variaciones negativas. Tasas de interés históricamente altas, un mercado laboral que ha destruido empleo en forma ininterrumpida en los últimos 5 meses, confianza de consumidores y empresarios estabilizada pero en mínimos niveles, anticipan una demanda doméstica sin dinamismo para lo que resta de este año. Las proyecciones para 2015 muestran al PIB cayendo un 1,8%, con fuertes contracciones del consumo, la inversión y el gasto público. El sector externo puede, de alguna manera, moderar la recesión,

pero no evitarla. Las elevadas (y en ascenso) tasas de interés del vecino país, en un contexto de abundante liquidez global, pueden atraer capitales. Por su parte, un real más devaluado en términos de dólar (actualmente en 3,11) imprime mayor competitividad a la economía. Hoy las exportaciones suman 209 mil millones de dólares en el acumulado de 12 meses, mostrando un recorte de 30 mil dólares desde mediados de 2014. El descenso corresponde enteramente a una caída de los precios de los bienes que exporta Brasil, mientras que las cantidades continúan registrando variaciones positivas. Las importaciones también se contraen, sólo que la caída corresponde tanto a una baja en los precios como en las cantidades. Con exportaciones e importaciones cayendo, el resultado comercial aún continúa mostrando signo negativo, de poco más de mil millones de dólares, pero se espera un saldo positivo del orden de los 3 mil millones para fin de año.

Brasil: Exportaciones, importaciones y balanza comercial.
Acumulado de 12 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secex

En Foco 4

El dato regional de la semana: Desaceleración en la caída de patentamientos de unidades nuevas

- Para el bimestre abril-mayo, el descenso del promedio país en el número de patentamientos fue de 7,5% respecto de igual período de 2014
- En la Patagonia la merma fue de 9,0 % interanual, de 9,6% en Cuyo y de 9,1 % en la zona Pampeana
- Más moderado fue el retroceso en el Noreste (-1,4 %) y en el Noroeste (-3,2%)

El patentamiento de autos no logró repuntar en los primeros cinco meses del año, aunque se percibe una desaceleración en la caída. Si se considera el bimestre correspondiente a los meses de abril y mayo del 2015, resulta que a nivel país, la caída fue del 7,5%, respecto del mismo período el año anterior. El mal desempeño de las inscripciones de cero kilómetros se viene manteniendo desde el año anterior en todos los trimestres analizados, dando indicios que el sector se mantiene en una depresión de ventas. A nivel regional las variaciones negativas se mantienen en guarismos de una sola cifra, aunque a nivel provincial la situación resulta más dispar.

La región que mayor caída sufrió en el patentamiento de cero kilómetros fue la de **Cuyo**, que mostró una caída del 9,6% como variación interanual para el bimestre analizado con un total de 5.905 unidades patentadas. Entre las provincias que la componen, la situación fue un tanto heterogénea, con caídas de 12,9% en San Luis, 9,5% en Mendoza y 6,9% en San Juan.

Patentamiento de autos. Abril-Mayo 2015

Unidades y variación interanual.

Total País	102.272	-7,5%	Cuyo	5.905	-9,6%
Noroeste	9.220	-3,2%	San Juan	1.141	-6,9%
Salta	2.389	7,6%	Mendoza	3.836	-9,5%
Tucumán	2.803	0,9%	San Luis	928	-12,9%
Catamarca	879	-3,6%	Noreste	7.256	-1,4%
Santiago del Estero	1.172	-10,3%	Chaco	2.122	9,9%
Jujuy	1.382	-13,6%	Misiones	1.749	0,7%
La Rioja	595	-15,6%	Corrientes	2.412	-5,7%
Pampeana	70.053	-9,1%	Formosa	973	-13,9%
Entre Ríos	2.857	-3,2%	Patagónica	9.838	-9,0%
Santa Fe	8.199	-6,8%	Chubut	2.438	1,8%
La Pampa	1.024	-8,0%	Santa Cruz	1.720	-0,9%
CABA	15.857	-9,6%	Neuquén	2.758	-3,4%
Buenos Aires	32.380	-9,6%	Río Negro	1.723	-5,0%
Córdoba	9.736	-10,3%	Tierra del Fuego	1.199	-40,3%

Fuente: IERAL en base a DNRPA

La región **Pampeana**, que acumula alrededor del 70% del total patentado para el bimestre, se ubica en el segundo puesto entre las regiones que mayores disminuciones sufrieron. El total de autos cero kilómetros que fueron registrados en la Dirección Nacional de Registro de la Propiedad Automotor en esta región alcanza un total de 70.053 unidades, siendo la contracción respecto del mismo bimestre en 2014, del 9,1%. La provincia que más sufrió en el bimestre, con una disminución del 10,3%, fue Córdoba, seguida por la provincia de Buenos Aires y CABA, ambas con un -9,6%. La provincia que sufrió una contracción más tenue fue Entre Ríos con un 3,2%.

La región **Patagónica** presentó un total 7.256 nuevos autos patentados, es decir un 9,0% menos que en abril-mayo de 2014. A nivel provincial se destaca Tierra del Fuego que sufrió la caída más pronunciada a nivel país, en el orden del 40,3%, contrarrestando el leve aumento que se observó en la provincia de Chubut (1,8%). A pesar de estos casos extremos en la región, las demás provincias que la integran, Río Negro, Neuquén y Santa Cruz presentan caídas menos pronunciadas, de 5,0%, 3,4% y tan sólo 0,9%, correspondientemente.

Se espera que los anuncios de inversión realizados por las fábricas junto con las nuevas líneas de créditos bancarios lanzadas para la compra de cero kilómetros (por ejemplo el crédito Bancor para la compra de automóviles Fiat) den el puntapié inicial para que el sector retome un sendero de expansión que viene esperando hace 16 meses.

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	mar-15	208,2	-0,1%	2,0%	1,2%
IGA-OJF (1993=100)	may-15	179,6	-0,1%	0,5%	-0,4%
EMI (2006=100)	abr-15	127,6	0,4%	3,7%	-1,8%
IPI-OJF (1993=100)	may-15	178,6	-0,1%	-0,9%	-1,3%
Servicios Públicos	abr-15	248,2	0,1%	2,2%	2,6%
Patentes	may-15	48.869,0	-6,1%	-13,9%	-20,3%
Recaudación IVA (\$ mm)	may-15	32.448,2	-3,4%	25,9%	26,1%
ISAC	abr-15	201,3	4,2%	10,5%	6,7%
Importación Bienes de Capital (volumen)	abr-15	-	-	9,0%	9,0%
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)	2015 I	11.918	-1,3%	0,7%	2,3%
PEA (% de la población total)	2015 I	44,6%	-0,60 pp	-0,40 pp	-0,62 pp
Desempleo (% de la PEA)	2015 I	7,1%	0,20 pp	0,00 pp	0,02 pp
Empleo Total (% de la población total)	2015 I	41,4%	-0,70 pp	-0,40 pp	-0,59 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2015 I	31,9%	-2,40 pp	-0,90 pp	-0,34 pp
Recaudación de la Seguridad Social	may-15	28.616	-7,21%	21,2%	31,1%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2015 I	168,7	6,2%	17,2%	-2,3%
Brasil	2015 I	119,3	-18,6%	-16,8%	-3,1%
México	2015 I	143,9	-11,5%	0,9%	7,1%
Estados Unidos	2015 I	103,4	0,7%	-0,7%	-0,6%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	may-15	138.138,9	22,6%	31,5%	29,5%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	may-15	38.824,8	33,9%	34,9%	33,5%
Gasto (\$ mm)	mar-15	100.067,9	5,1%	44,1%	42,5%
		mar-15	ene-dic 14	mar-14	ene-dic 14
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-27.894,7	-167.470,3	-4.366,2	-79.657,3
Pago de Intereses (\$ mm)		10.466,1	96.494,7	7.935,7	55.919,2
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		405,5	80.377,7	12.176,6	47.242,4
ANSES (\$ mm) *		5.512,0	51.123,2	574,7	27.946,8
		may-15	ene-ago 14	may-14	ene-ago 14
Adelantos Transitorios BCRA *		5.700,0	85.750,0	7.550,0	68.620,0
		2015 I	2014 IV	2014 III	2014 II
Recaudación Tributaria (% PIB) **		27,1%	27,9%	27,5%	27,5%
Gasto (% PIB) **		24,1%	27,6%	25,4%	23,8%

* 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)	may-15	134,5	1,0%	15,3%	17,2%	
Inflación (San Luis, 2003=100)	abr-15	840,3	1,8%	26,2%	29,1%	
Salarios (abril 2012=100)*	abr-15	210,9	1,4%	0,8%	-1,5%	
TCR Bilateral (1997=100)	abr-15	81,4	-0,9%	-20,0%	-19,8%	
TCR Multilateral (1997=100)	abr-15	109,2	0,7%	-30,4%	-27,6%	
			17-jun-15	may-15	abr-14	dic-14
TCN Oficial (\$/US\$)		9,07	8,96	8,01	8,57	
TCN Brecha		42,7%	40,9%	31,5%	61,1%	
TCN Real (R\$/US\$)		3,09	3,06	2,23	2,66	
TCN Euro (US\$/€)		1,12	1,11	1,38	1,21	

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado		
Base Monetaria (\$ mm)	05-jun-15	482.913,0	2,9%	30,3%	28,6%		
Depósitos (\$ mm)	05-jun-15	1.119.654,8	-0,6%	30,4%	29,9%		
Sector Público No Financiero	05-jun-15	286.782,3	-13,9%	15,0%	23,4%		
Sector Privado No Financiero	05-jun-15	829.427,3	4,9%	36,6%	32,8%		
Créditos (\$ mm)	05-jun-15	719.796,1	1,3%	25,4%	19,5%		
Sector Público No Financiero	05-jun-15	52.754,2	9,3%	23,8%	5,8%		
Sector Privado No Financiero	05-jun-15	653.767,2	0,6%	25,9%	21,4%		
			Fecha	Dato	may-15	31-dic-13	jun-14
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	05-jun-15	33.285,0	33.805,7	30.599,0	28.862,3		
Ratio de cobertura de las reservas	05-jun-15	62,1%	64,6%	52,9%	63,9%		
Tasa de interés Badlar PF	17-jun-15	20,1%	20,3%	21,6%	24,8%		
Otras tasas de interés **							
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	30-abr-15	36,3%	37,9%	40,2%	43,7%		
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	30-abr-15	26,7%	28,1%	27,3%	31,8%		
Riesgo País							
EMBI+ Países emergentes	17-jun-15	404	369	387	347		
EMBI+ Argentina	17-jun-15	621	595	719	880		
EMBI+ Brasil	17-jun-15	298	280	259	235		
Tasa LIBOR	17-jun-15	0,19%	0,18%	0,17%	0,15%		
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	17-jun-15	0,14%	0,13%	0,06%	0,08%		
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	17-jun-15	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%		
SELIC (Brasil)	17-jun-15	13,65%	13,15%	11,65%	10,65%		
			Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	17-jun-15	11.151,5	-7,53%	107,99%	61,67%		
Índice Bovespa	17-jun-15	53.249,0	-4,84%	3,20%	0,72%		

* 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-15	5.231,0	3,9%	-19,2%	-16,7%
Primarios	abr-15	1.434,0	38,2%	-9,4%	-3,7%
MOA	abr-15	2.254,0	29,3%	-18,6%	-12,8%
MOI	abr-15	1.400,0	-30,8%	-19,5%	-17,4%
Combustibles	abr-15	144,0	-38,2%	-62,8%	-58,0%
Exportaciones (volumen)	abr-15	-	-	0,0%	-3,0%
Importaciones (US\$ mm)	abr-15	4.979,0	-0,3%	-12,0%	-14,9%
Bienes Intermedios	abr-15	1.540,0	0,6%	-2,2%	-2,9%
Bienes de Consumo	abr-15	533,0	-5,2%	-1,3%	-4,6%
Bienes de Capital	abr-15	1.022,0	-6,2%	8,5%	3,7%
Combustibles	abr-15	619,0	42,0%	-46,0%	-53,5%
Importaciones (volumen)	abr-15	-	-	-3,0%	-5,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2015 I	130,4	4,3%	-2,5%	-2,5%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	may-15	139,3	1,0%	-17,4%	-16,4%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	may-15	91,1	-2,2%	-19,0%	-15,4%
Energía	may-15	78,1	7,9%	-39,5%	-45,2%
Petróleo (US\$/barril)	may-15	59,3	8,9%	-41,8%	-48,1%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2015 I	17.710,0	0,1%	3,0%	3,0%
Brasil	2014 IV	2.278,2	0,3%	-0,2%	0,1%
Unión Europea	2014 IV	18.020,4	0,4%	1,2%	1,3%
China	2015 I	9.170,3	1,3%	1,3%	1,3%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	mar-15	136,5	-0,1%	2,7%	2,4%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	mar-15	128,3	0,0%	2,2%	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	may-15	22.955,0	8,3%	-16,4%	-23,0%
Región Pampeana	may-15	10.474,0	5,7%	-14,0%	-19,9%
NOA	may-15	3.520,0	7,1%	-7,8%	-15,3%
NEA	may-15	3.936,0	9,8%	-10,2%	-17,5%
Cuyo	may-15	3.125,0	8,0%	-16,3%	-24,6%
Región Patagónica	may-15	4.859,0	11,8%	-6,1%	-8,8%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2015 I	1.131,8	-4,1%	8,7%	8,7%
Región Pampeana	2015 I	619,0	-11,2%	6,4%	6,4%
NOA	2015 I	220,6	-18,2%	-0,4%	-0,4%
NEA	2015 I	271,3	-4,5%	3,1%	3,1%
Cuyo	2015 I	283,4	-4,4%	14,8%	14,8%
Región Patagónica	2015 I	237,3	-4,0%	5,9%	5,9%