



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 938 – 3 de septiembre de 2015

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Jorge Day

Comportamiento dual de las regiones, según dependan del mercado interno o de las exportaciones

En Foco 1 – Patricio Vimberg

El tercer trimestre muestra desaceleración en la construcción, mejoras en consumo y mayor deterioro en exportaciones a Brasil

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

En lo que va de 2015, el Central ha podido captar apenas 5,7 dólares de cada 100 liquidados por la agroindustria

En Foco 3 – Eliana Miranda

Brasil: sin avances en el frente fiscal, la devaluación del real queda como única variable de ajuste

Selección de Indicadores

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa



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

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

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



Editorial:

3

Comportamiento dual de las regiones, según dependan del mercado interno o de las exportaciones

- Los datos del nivel de actividad del segundo trimestre de este año, comparados con igual período de 2013 (dos años atrás) mostraron marcadas asimetrías entre provincias. En general, se observa que han tenido peor desempeño aquellas con mayor sesgo exportador, con la excepción de las jurisdicciones de la Patagonia
- Las provincias con guarismos positivos son lideradas por Santa Cruz, con un crecimiento de 8,1 % respecto de dos años atrás y San Luis (4,5 %). En el NOA, el NEA y la Patagonia, la mayoría de las provincias registra una variación positiva de entre el 3% y el 4%. El grueso de las provincias pampeanas, en cambio, muestra números negativos, pero moderados, mientras que el descenso fue pronunciado en Tierra del Fuego (-3,3 %), San Juan (-3,2 %) y Mendoza (-1,3 %)
- El comportamiento dual no parece sostenible, ya que en varias provincias los serios problemas de los sectores productivos se compensan con una política de gasto público que no podría mantenerse, dado el elevado nivel del déficit fiscal. A su vez, una modificación en la política cambiaría tampoco tendría efectos parejos sobre las distintas regiones

En Foco 1:

7

El tercer trimestre muestra desaceleración en la construcción, mejoras en consumo y mayor deterioro en exportaciones a Brasil

- El sector de la construcción pierde dinamismo, con despachos de cemento creciendo 4,2% en la comparación interanual del bimestre a agosto (+14% en el segundo trimestre)
- Con índices de confianza todavía elevados, la recaudación de IVA real se vuelve a ubicar en terreno positivo en lo que va del tercer trimestre (+5,5%) y, tras 18 meses de contracción, índices de consumo masivo aumentan levemente en julio (+0,9%) apuntalados por una expansión del crédito privado
- La devaluación del real brasileño y el menor nivel de actividad en el vecino país hacen que las exportaciones a ese destino profundicen la caída a 27,5% en lo que va del tercer trimestre (-23,8% en abril-junio)

En Foco 2:

14

En lo que va de 2015, el Central ha podido captar apenas 5,7 dólares de cada 100 liquidados por la agroindustria

- El indicador de compra/ventas netas del Central muestra en agosto un saldo mensual negativo de -US\$2.732,4 millones; un nivel mínimo desde principios de 2014
- En los primeros ocho meses del año, las divisas liquidadas por la agroindustria sumaron 14,6 mil millones de dólares, mientras que en igual período de 2014 esa cifra había sido de 17,3 mil millones
- En tanto, la compra-venta neta de divisas del Banco Central acumula sólo 831,8 millones de dólares en 2015, contra 5,3 mil millones en igual período de 2014

En Foco 3:

17

Brasil: sin avances en el frente fiscal, la devaluación del real queda como única variable de ajuste

- Se frustraron las expectativas de una mayor contribución del Sector Público al re-equilibrio de las variables: el gobierno presentó el proyecto de Presupuesto 2016, que mantiene el resultado de las cuentas en terreno negativo
- Los datos del segundo trimestre confirmaron la profundidad de la recesión, con un PIB que se contrae al 7,6% anual desestacionalizado, y una fuerte caída de la inversión y del consumo
- En el acumulado de 12 meses a agosto, la balanza comercial registró un superávit de 3 mil millones de dólares, duplicando el registro del período previo

Selección de Indicadores:

20



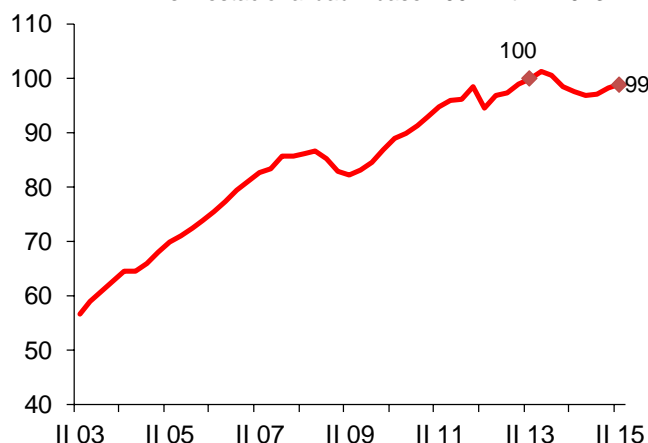
Editorial

Comportamiento dual de las regiones, según dependan del mercado interno o de las exportaciones

- Los datos del nivel de actividad del segundo trimestre de este año, comparados con igual período de 2013 (dos años atrás) mostraron marcadas asimetrías entre provincias. En general, se observa que han tenido peor desempeño aquellas con mayor sesgo exportador, con la excepción de las jurisdicciones de la Patagonia
- Las provincias con guarismos positivos son lideradas por Santa Cruz, con un crecimiento de 8,1 % respecto de dos años atrás y San Luis (4,5 %). En el NOA, el NEA y la Patagonia, la mayoría de las provincias registra una variación positiva de entre el 3% y el 4%. El grueso de las provincias pampeanas, en cambio, muestra números negativos, pero moderados, mientras que el descenso fue pronunciado en Tierra del Fuego (-3,3 %), San Juan (-3,2 %) y Mendoza (-1,3 %)
- El comportamiento dual no parece sostenible, ya que en varias provincias los serios problemas de los sectores productivos se compensan con una política de gasto público que no podría mantenerse, dado el elevado nivel del déficit fiscal. A su vez, una modificación en la política cambiaria tampoco tendría efectos parejos sobre las distintas regiones

En la primera mitad del año, la economía nacional “como un todo” muestra signos de recuperación, pero está en el mismo nivel de hace dos años atrás (que ya venía con crecimiento muy débil). Es decir, con sus vaivenes, la economía nacional está estancada (se vende, pero no crece).

Dinámica de actividad econ. - País
sin estacionalidad - base 100: 2° trim 2013



IERAL Mendoza, Monitor de Provincias, basado en BCRA, S. Energía, Cammesa, Enargas, Indec, Min. Trabajo, Min. Economía, Acara.

Por otro lado, las “economías regionales” están en una situación crítica. Generalmente, se refiere a las actividades agropecuarias y agroindustriales, con productos típicos de cada región (azúcar en el Noroeste, manzanas en el Alto Valle, soja en la región Pampeana, etc.), fuertemente vinculada a las exportaciones¹. En los últimos años, viene cayendo el poder de compra de los exportadores regionales, y eso termina impactando sobre los precios de los productos primarios.

Que la economía como un todo se mantenga estancada, con exportaciones en fuerte caída, es señal que hay una mejoría en las otras actividades. Así se comprende el actual dilema de “no estamos tan mal” en el mercado interno versus “la crisis de las economías regionales”.

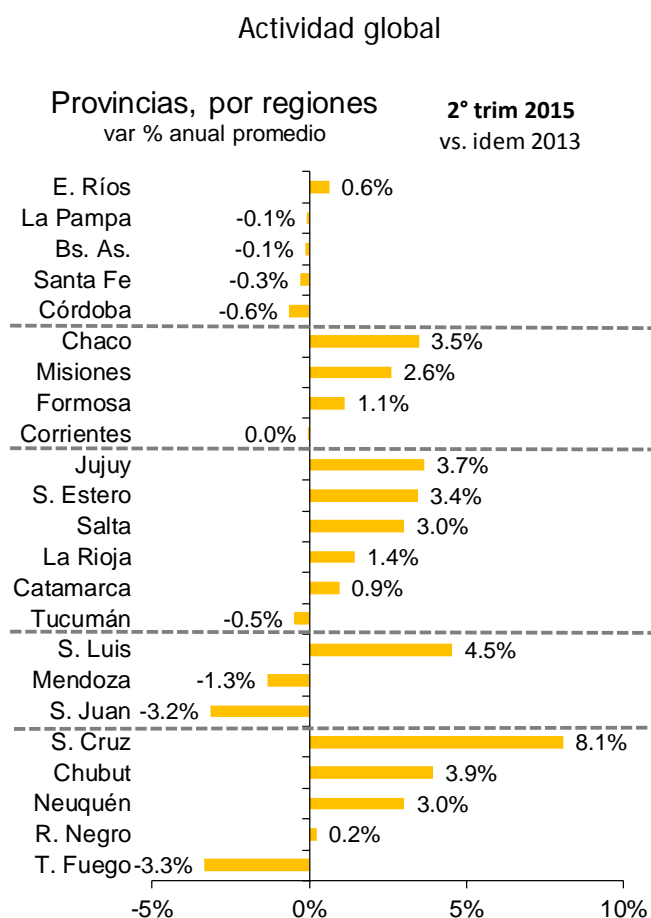
¿Qué explica esta diferencia? Claramente el dólar juega un rol importante, porque influye en forma diferente a ambos grupos. A inicios de 2014, la devaluación redujo el poder de compra de la población, y así cayeron las ventas en el mercado interno. Con el tiempo, ese efecto devaluatorio se diluyó, lo cual favoreció en parte la recuperación económica de la primera mitad de este año.

¹ Hay dos versiones sobre el concepto de economías regionales. Una primera, acotada, es la recién mencionada (agropecuario e industrial), y podría discutirse si también se incluye la minería (petróleo en la Patagonia, oro en San Juan, etc.). La otra versión, más amplia, se refiere a toda la economía de cada provincia. Por ejemplo, en Córdoba se produce leche, soja, cereales, pero también se desarrollan otras actividades (comercio, construcción, educación, etc.).



Pero este dólar oficial barato se tradujo en mayores costos en esa moneda, perjudicando a las “economías regionales”, que a su vez se han visto afectadas por los menores precios internacionales de sus productos.

Con ese panorama, la pregunta es cómo están las distintas regiones. Aunque es lógico que sigan la tendencia general, lo interesante es mostrar las diferencias.



IERAL Mendoza, Monitor de Provincias, basado en BCRA, S. Energía, Cammesa, Enargas, Indec, Min. Trabajo, Min. Economía, Acara.

Si las exportaciones vienen cayendo, podría estimarse que las regiones más exportadoras sean las más perjudicadas. Un desempeño relativamente peor de la región Pampeana está acorde con esa hipótesis.

Hay otras provincias que dependen fuertemente de un producto exportado, que también se ven afectadas. San Juan, muy dependiente de la minería, también está en ese grupo. Los



bajos precios del oro, más otras complicaciones, han pinchado la actividad económica en esa provincia. Ha habido una fuerte disminución en empleo privado, especialmente en lo vinculado a la actividad minera (construcción, hotelería, servicios a empresas). Lo que más viene cayendo es el empleo privado. Aun así, en los últimos doce meses comienza a notarse una leve recuperación, en el consumo de combustibles y electricidad.

La hipótesis de “más exportadora, peor desempeño” pareciera no cumplirse en una parte de la región Patagónica, que continúa presentando buenos indicadores globales de actividad², aun con la pronunciada caída del precio internacional del petróleo. En parte se explica por el impulso estatal en la extracción de crudo.

¿No terminará influyendo el menor precio internacional? Debe aclararse que en el país se paga un precio superior (unos u\$s 70 por barril, vs menos de u\$s 50 en el mundo), es decir, se estaría subsidiando a este sector (¿hasta cuándo?). Aun así, ya hay noticias que muestran un cambio (menores ganancias en empresa petrolera privada, recortes en empleo, etc.).

El mejor desempeño, debido al petróleo (al menos hasta inicios de este año), había disfrazado la situación de otros sectores, especialmente vinculados a las exportaciones de frutas, con fuertes caídas. En este sentido, Río Negro no le ha ido tan bien como a sus pares sureñas. Es más, la mejora petrolera complica a los otros sectores con mayores costos salariales.

Por último, el Norte. Sabiendo que siguen siendo una zona de menores ingresos que otras (Córdoba), en estos dos últimos años les ha ido relativamente mejor. La región del NEA sigue la hipótesis original puesto que son jurisdicciones poco muy exportadoras. En el caso del NOA, es una región en donde más ha aumentado los despachos de cemento (junto con la Patagonia), señal de mayor construcción (posiblemente obra pública).

Concluyendo, si se mantiene el statu quo en la política económica, surge el interrogante si las crisis en las economías regionales no terminarán impactando más en el resto de las actividades. El impulso vía el gasto público posiblemente pierda fuerza debido a las complicadas finanzas gubernamentales, nacional y provinciales.

Pero probablemente, haya modificaciones en la política económica, especialmente en materia cambiaria, lo cual se traduzca en algunas turbulencias, que se harán notar también en las regiones.

² En ese grupo, aparece Santa Cruz con altos valores. Al desagregar el indicador de actividad, sorprende un fuerte incremento en la demanda de energía eléctrica.



En Foco 1

El tercer trimestre muestra desaceleración en la construcción, mejoras en consumo y mayor deterioro en exportaciones a Brasil

- El sector de la construcción pierde dinamismo, con despachos de cemento creciendo 4,2% en la comparación interanual del bimestre a agosto (+14% en el segundo trimestre)
- Con índices de confianza todavía elevados, la recaudación de IVA real se vuelve a ubicar en terreno positivo en lo que va del tercer trimestre (+5,5%) y, tras 18 meses de contracción, índices de consumo masivo aumentan levemente en julio (+0,9%) apuntalados por una expansión del crédito privado
- La devaluación del real brasilero y el menor nivel de actividad en el vecino país hacen que las exportaciones a ese destino profundicen la caída a 27,5% en lo que va del tercer trimestre (-23,8% en abril-junio)

Los dos primeros meses del segundo trimestre reflejan que el nivel de actividad sigue mostrando leves mejoras desperdigadas por distintos sectores de la economía, pero que están lejos de conformar tendencias sustentables.

En lo que va del tercer trimestre, pierde dinamismo el sector de la construcción, con despachos de cemento desacelerándose desde la suba de 14% del segundo trimestre a 4,2% en los dos meses a agosto. Por otro lado, con una confianza del consumidor que desacelera pero sigue en niveles relativamente elevados (+30,3% en lo que va del tercer trimestre), la recaudación de IVA real se ubica nuevamente en terreno positivo (+5,5%) e indicadores de compras mayoristas reflejaron un aumento puntual en julio de 0,9% interanual, muy leve si se tiene en cuenta los 18 meses de caída que lo anteceden.

Por otro lado, debido al magro nivel de actividad de Brasil y a las turbulencias cambiarias que está atravesando, las exportaciones al vecino país profundizaron la caída de 23,8% en el segundo trimestre a 27,5% en lo que va del tercero.

Confianza de Consumidor y Confianza en el gobierno

La confianza del consumidor, relevada por la Universidad Torcuato Di Tella, registra un incremento de 30,3% interanual en los dos primeros meses del segundo trimestre, manteniendo un fuerte ritmo de expansión aunque desacelerándose levemente con respecto a la suba de 39,4% del segundo trimestre. Si bien parte de esta dinámica se explica por una baja base de comparación, en el tercer trimestre del año pasado ya había comenzado a recuperarse la confianza del consumidor, por lo que ya no se está comparando contra el peor momento del 2014.

Indicadores de actividad

Variación interanual (%)

	2015 II	Bim a ago-15	Diferencia
Confianza Consumidor UTDT	39,4	30,3	-9,1
Durables + Inmuebles	65,6	50,0	-15,6
Confianza en el Gobierno UTDT	28,6	16,9	-11,7
Despachos de cemento	14,0	4,2	-9,7
ISAC *	10,0	10,9	0,9
Empleo en la construcción	9,6		
Recaudación IVA real	-0,3	5,5	5,7
IVA DGI real	8,5	8,2	-0,3
IVA DGA real	-17,3	-0,7	16,7
Derechos de Importación en US\$	-1,9	9,1	11,1
Patentamientos	-1,7	-3,4	-1,7
Exportaciones a Brasil	-23,8	-27,5	-3,7

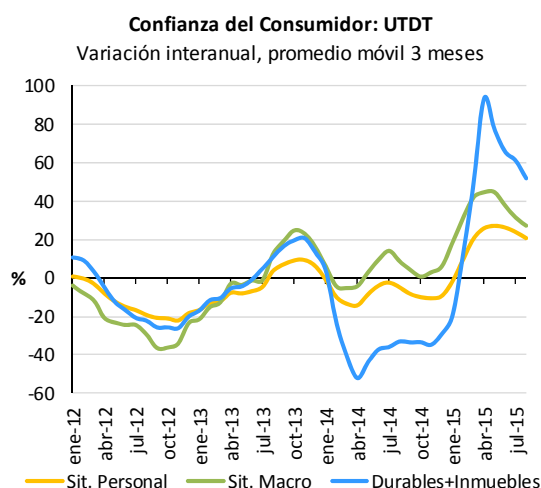
* variación interanual es del trimestre a julio (último dato disponible)

Fuente: IERAL en base a UTDT, AFCP, INDEC, Colegio de escribanos CABA, IERIC, Secretaría de Energía, Mecon, DNRPA, ADEFA, MDIC Brasil y datos de mercado

La leve pérdida de dinamismo ocurre de forma generalizada para todos los subíndices destacándose el de bienes durables e inmuebles, que crece 50% en el bimestre a agosto y desacelera 15,6 p.p. con respecto a la suba del segundo trimestre. Los guarismos significativamente elevados para este rubro se explican debido a que, luego de la devaluación de enero del año pasado, fue el que peor resultado registró durante el resto del 2014.



Por el otro lado, en lo que va del tercer trimestre, la confianza en la situación macroeconómica y la situación personal crece 28,4% y 19,9% interanual, respectivamente, desacelerándose con respecto al incremento de 37,6% y 26,2% del segundo trimestre.



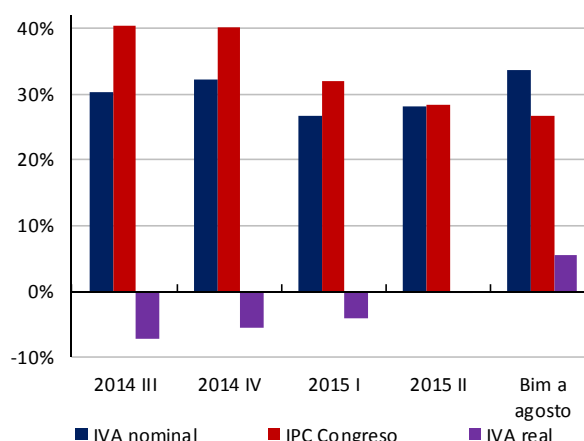
Fuente: IERAL en base a UTDT

Por último, la confianza en el gobierno, indicador íntimamente relacionado con la confianza del consumidor, se desaceleró desde 28,6% en el segundo trimestre a 16,9% en lo que va del tercero, dinámica explicada principalmente por desaceleraciones en los subíndices de eficiencia (+22,6% en el bimestre a agosto) y evaluación general (+36,1%).

Consumo

La recaudación de IVA en términos reales sirve como termómetro para medir el nivel de consumo de la economía. En lo que va del tercer trimestre, ésta registró un aumento de 5,5% interanual, mejorando con respecto a la leve merma de 0,3% de los tres meses a junio y volviendo a expandirse luego de haberse ubicado en terreno negativo desde el segundo trimestre del año pasado.

Recaudación por IVA*, en términos reales
(Var a/a %)

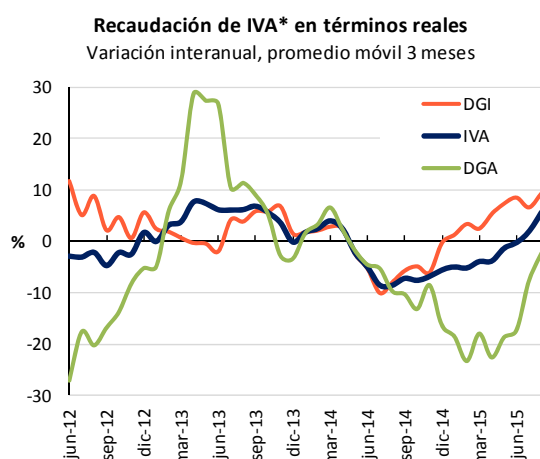


*IVA bruto, antes de reintegros y devoluciones
Nota: se supone inflación de 2% mensual en agosto
Fuente: IERAL en base a Mecon y Congreso Nacional

Si bien no debe dejar de mencionarse la baja base de comparación que supone el tercer trimestre del año pasado, momento en el que la inflación se ubicaba en los valores máximos y la recaudación de IVA alcanzaba un piso de -8,6% en términos reales, la mejora del bimestre

a agosto también se explica por un aumento en la recaudación nominal. Luego de haber aumentado 28,1% interanual en el segundo trimestre, prácticamente empatando a la inflación, se incrementó 33,7% en el período julio-agosto, mientras que la inflación mantuvo su ritmo de leve desaceleración.

El IVA DGI, representativo de las compras internas se expandió 8,2% interanual en el bimestre a agosto, desacelerando levemente con respecto a la suba de 8,5% del segundo trimestre. Por el otro lado, el IVA DGA (o IVA aduanero) recortó significativamente su caída y pasó de contraerse al 17,3% en el trimestre a junio a hacerlo a una tasa de apenas 0,7% en lo que va del tercer trimestre. En sintonía con el recorte en la caída de este último, la recaudación por derechos de importación, ajustadas al valor del dólar oficial, aumentan 9,1% interanual en lo que va del tercer trimestre, revirtiendo la baja de 1,9% registrada en el período abril-junio.



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



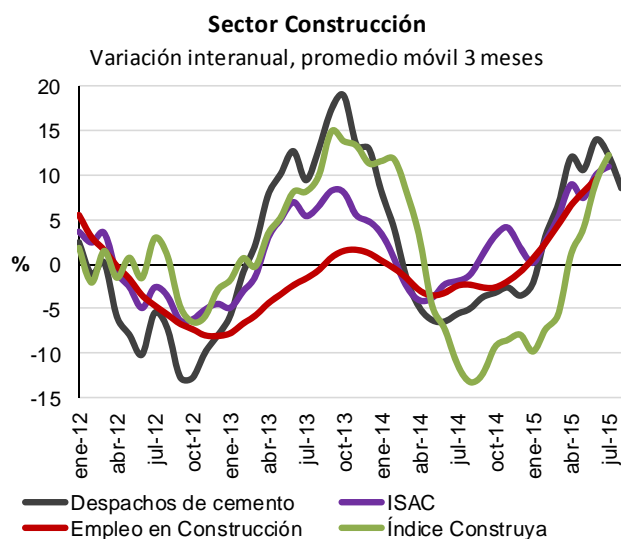
Fuente: IERAL en base a Mecon

En línea con esta mejora en la recaudación de IVA en términos reales, indicadores de consumo masivo mostraron un aumento de 0,9% interanual en el mes de julio, luego de haberse ubicado en terreno negativo durante 18 meses. Esta mejora puntual no debe ser considerada una reactivación en el consumo (en el acumulado anual éste sigue cayendo 0,9% interanual), sino más bien un leve aumento en las compras debido al cierre de paritarias e incrementos en salarios y planes sociales, propios de un año electoral. Además, como fue presentado en un Informe de Coyuntura pasado¹, gran parte de esta dinámica puede ser explicada por la expansión del crédito privado.

¹ Informe de Coyuntura IERAL del 27/08/2015, "En foco 2: Los préstamos al sector privado crecen 1,6% mensual en agosto, luego de hacerlo al 3,7% en julio" <http://goo.gl/mpDQgs>

Construcción

El sector de la construcción era uno de los que mostraban señal de dinamismo, apuntalado por la obra pública en un año electoral. Sin embargo, los despachos de cemento, insumo clave que sirve para medir el pulso en el sector, desaceleran y pasan de crecer 14% interanual en el segundo trimestre a expandirse 4,2% en lo que va del tercero.

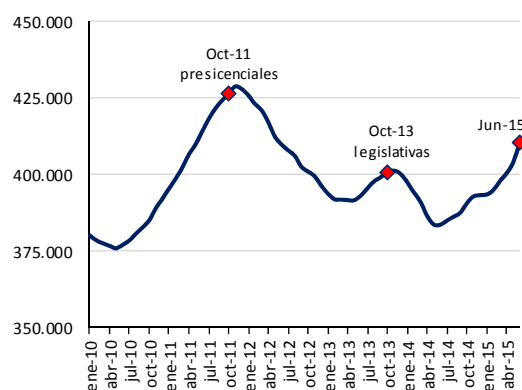


Fuente: IERAL en base a Afcp, INDEC, IERIC y Grupo Construya

El ISAC, relevado por el INDEC, aumenta 10,9% interanual en los tres meses a julio, con un resultado similar al del segundo trimestre (10%) y acumulando una suba de 8,5% en lo que va del año. Los rubros de mayor dinamismo en el período mayo-julio fueron Edificios para viviendas y Otros destinos, que se expandieron 14,4% interanual y 10,7%, respectivamente, superando los incrementos de 11% y 9,4% del segundo trimestre. Además, los subíndices relacionados con la obra pública también mantienen el buen desempeño al comienzo del tercer trimestre y aumentan 8,9% el de Obras viales y 11,5% las Otras obras de infraestructura. Por último, el rubro Construcciones petroleras se derrumba 15,8% luego de la leve merma de 0,4% del segundo trimestre aunque, debido a la baja ponderación, no impacta significativamente en el resultado general.

Finalmente, el empleo en la construcción se expandió 9,6% en el segundo trimestre,

Relación entre empleo en la construcción y el año electoral
Puestos de trabajo, promedio móvil semestral

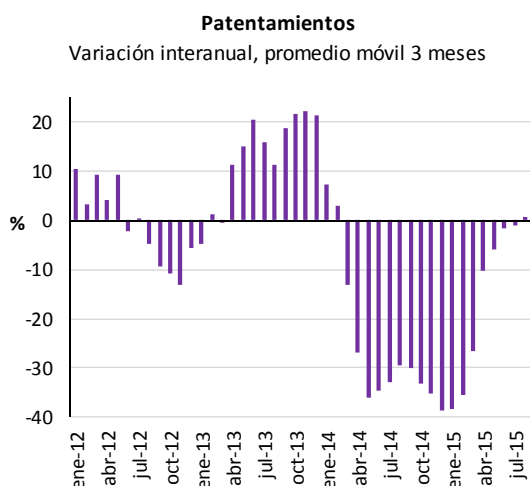


Fuente: IERAL en base a IERIC

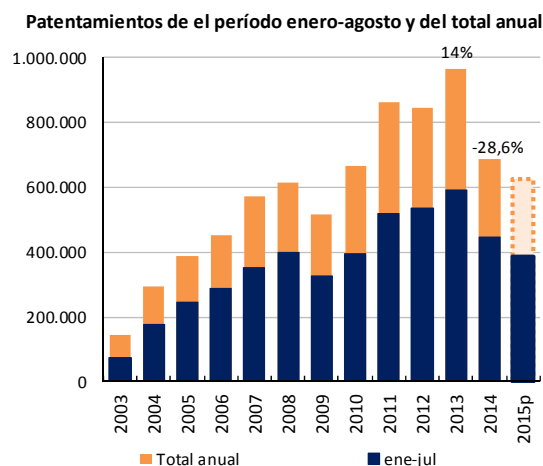
superando el aumento de 4,4% registrado en el primero. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que gran parte de esta dinámica se explica por el año electoral, por lo que habrá que esperar a pasados los comicios para concluir cuánto de este incremento son puestos de trabajo que habrán de mantenerse.

Patentamientos

Luego de que la cantidad de autos patentados haya experimentado un fuerte recorte desde la caída de 26,7% interanual del primer trimestre a una merma de 1,7% en el segundo, el período julio-agosto profundiza levemente la merma a -3,4%. Si bien el guarismo no parece de una magnitud significativa, debe tenerse en cuenta la variación se hace contra una muy baja base de comparación: los patentamientos se habían contraído 30% interanual en el tercer trimestre del año pasado.



Fuente: IERAL en base a DNPRA



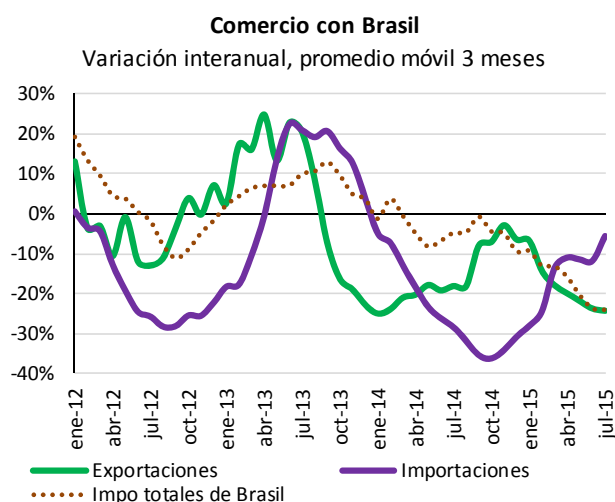
Fuente: IERAL en base a DNPRA

De esta manera, los patentamientos disminuyen 13% en lo que va del año, luego de haber registrado una fuerte contracción un 28,6% en 2014. Si se tiene en cuenta la estacionalidad del período enero-agosto y se extrapola al dato del año en curso, resulta que el 2015 finalizaría con una contracción de alrededor de 9% interanual, registrando, aproximadamente, 625 mil autos patentados. Debe aclararse que este guarismo es inferior a los patentamientos contabilizados en 2010 y, excluyendo el 2009 por la crisis internacional, es necesario remontarse a 2008 para encontrar un año de peor resultado.



Exportaciones a Brasil

En lo que va del tercer trimestre, se profundiza el deterioro del comercio con Brasil, nuestro principal socio comercial. Debido a la pérdida de dinamismo en el nivel de actividad del vecino país y a la devaluación del real brasileño en los últimos meses, sus importaciones totales se contraen 29% en el bimestre a agosto, casi duplicando la merma de 16,6% del segundo trimestre. Frente a este escenario, las exportaciones de la Argentina a ese destino anotan una significativa merma de 27,5% interanual en lo que va del tercer trimestre, profundizando la caída con respecto al 23,8% del período abril-junio.



Fuente: IERAL en base a MDIC Brasil

De esta manera, con importaciones totales de Brasil e importaciones desde la Argentina contrayéndose a tasas similares, el market share de la Argentina en aquél país se mantiene constante al de un año atrás: en los doce meses a agosto se ubica en un piso de 6,1%, el menor valor de los últimos 25 años.

Finalmente, las importaciones argentinas de origen brasileño recortan la caída, desde una merma de 11,8% interanual en el segundo trimestre a una disminución de 6,9% en el bimestre a agosto, debido, en parte, a la apreciación del peso tras la devaluación del real. En consecuencia, se profundiza el déficit comercial con Brasil, que acumula un rojo de US\$ 1,5 mil millones en los primeros siete meses del año, el triple del contabilizado en igual período del 2014.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC



En Foco 2

En lo que va de 2015, el Central ha podido captar apenas 5,7 dólares de cada 100 liquidados por la agroindustria

- El indicador de compra/ventas netas del Central muestra en agosto un saldo mensual negativo de -US\$2.732,4 millones; un nivel mínimo desde principios de 2014
- En los primeros ocho meses del año, las divisas liquidadas por la agroindustria sumaron 14,6 mil millones de dólares, mientras que en igual período de 2014 esa cifra había sido de 17,3 mil millones
- En tanto, la compra-venta neta de divisas del Banco Central acumula sólo 831,8 millones de dólares en 2015, contra 5,3 mil millones en igual período de 2014

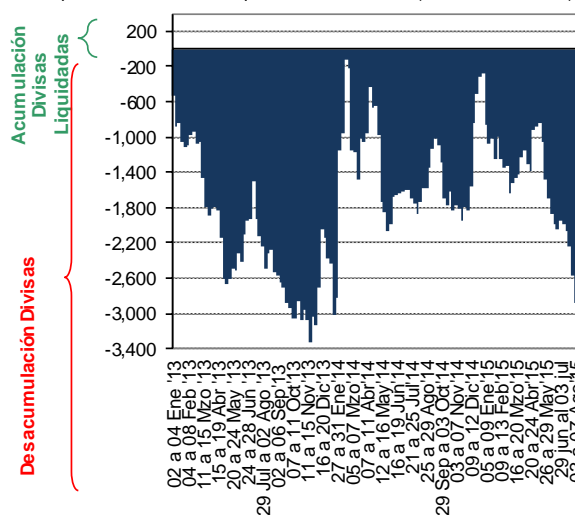
Con datos del mes de agosto casi completo, se tiene que el indicador de compra/venta neta de dólares por parte del Central ha ampliado sustancialmente su saldo negativo. Esto quiere decir que la Autoridad Monetaria enfrenta cada vez mayores dificultades para transformar la liquidación de divisas del sector agroindustrial en Reservas Internacionales. Asimismo, tomando el acumulado anual al 21 de agosto, se tiene que mientras que el sector agroindustrial de la economía líquido US\$14.580,3 millones, el BCRA tuvo compras netas de dólares por apenas US\$831,8 millones, arrojando un saldo negativo para el indicador de -US\$13.748 millones. Esto implica que, en lo que va del año, el Banco Central tan solo ha podido transformar en Reservas 5,7 dólares de cada 100 liquidados; un guarismo 81% menor al registrado en idéntico período del año pasado.

A partir de los datos de liquidación de divisas y de la compra-venta de dólares por parte del Central, se ha construido un indicador que permite tener una idea de la acumulación o no de esas divisas liquidadas en forma de reservas internacionales en el Banco Central. En este sentido, el indicador refleja la diferencia entre la liquidación de divisas por parte de exportadores e industriales de aceite y cereales; y la compra/venta de dólares por parte de la Autoridad Monetaria.

Como muestra el gráfico, tomando el acumulado mensual semana a semana, el indicador de compra/venta neta de divisas por parte del Central refleja que luego de tocar un mínimo de -US\$ 858,3 millones a principios de 2015, el saldo se expandió hasta -US\$ 1.638,8 millones a principios de marzo, luego comenzó a mejorar paulatinamente achicando el saldo (gracias a mayores volúmenes de compras netas de dólares por parte del BCRA) hasta -US\$851,8 millones a mediados del mes mayo. Sin embargo, esa tendencia se revirtió completamente en los últimos tres meses para las que se tiene datos. Así las cosas, al 21 de agosto, el indicador refleja un deterioro significativo mostrando un saldo negativo por US\$ 2.732,4 millones, un nivel record para la serie desde comienzos de 2014.

Compra/Venta de divisas "netas" del BCRA

Compra/Vta del BCRA - Liquidación CIARACEC (acum. 4 semanas)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos CiaraCec y BCRA

Este comportamiento, estuvo motorizado principalmente por el deterioro en la capacidad del BCRA que captar las divisas liquidadas, en un contexto de recorte estacional de los dólares liquidados por el sector agroindustrial que, a su vez, depende de la oferta de granos de los chacareros. Los datos reflejan que, las compras netas del Central mostraron un saldo negativo en enero, febrero y marzo. Durante el segundo trimestre del año, esta tendencia se revirtió pasando a terreno positivo en relaciona la compra neta de divisas. Sin embargo, tanto julio como agosto, muestran nuevamente que la compra neta de dólares regresa a terreno negativo.

Resultado neto de compra/venta de divisas por parte del BCRA

en millones de dólares

Acumulado de cada año	Divisas Liquidadas	Compra/Vta BCRA	Ratio	Rdo. Neto
Año 2012, hasta 24/Ago	16,311.3	7,788.1	47.7%	-8,523
Año 2013, hasta 23/Ago	16,901.7	1,001.7	5.9%	-15,900
Año 2014, hasta 22/Ago	17,271.2	5,309.6	30.7%	-11,962
Año 2015, hasta 21/Ago	14,580.3	831.8	5.7%	-13,748

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos CiaraCec y BCRA



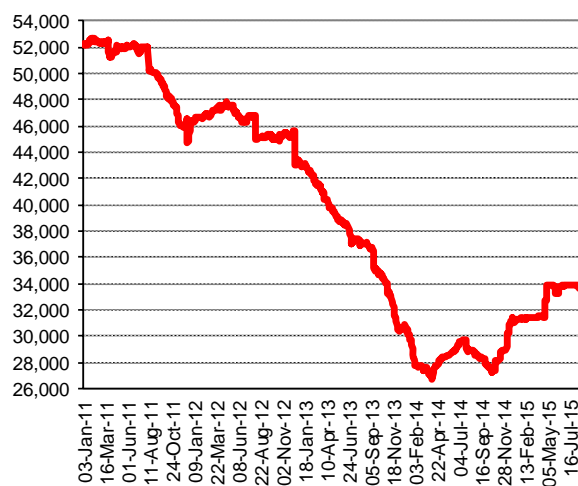
De esta forma, como refleja la tabla anterior, para el acumulado desde comienzos de año hasta el día 21 del mes pasado, se observa una disminución en el volumen de divisas liquidadas (-15,6% a/a), pasando de US\$17.271,2 millones en 2014 a US\$14.580,3 ahora. Asimismo, desde el lado de las compras netas de dólares por parte del Central, el acumulado del año alcanza apenas US\$831,8 millones, 84,3% menos que los US\$5.309,6 millones acumulados en idéntico periodo del año pasado.

Como se mencionara anteriormente, este comportamiento implica que mientras que en 2012 y 2014 el Banco Central logro captar 57,7 y 30,7 dólares por cada 100 liquidados por los chacareros, respectivamente; este año, apenas logro retener 5,7. Dato comparable con la magra performance registrada en 2013: cuando a esta misma altura del año, el Central solo "capturaba" 5,9 dólares de cada 100 liquidados.

En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA que habian logrado crecer levemente este año, se ubican en torno a US\$33.779 millones desde mayo a la fecha, sostenidas por el aumento de corto plazo del Central (swaps)

Reservas Internacionales BCRA

en millones de dólares US\$



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

En Foco 3

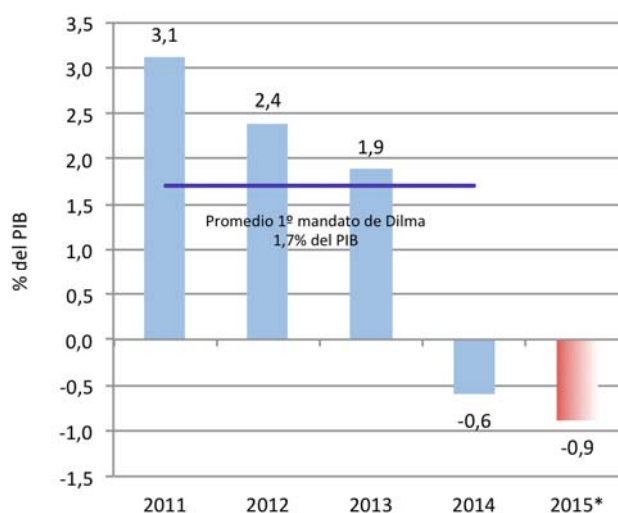
Brasil: sin avances en el frente fiscal, la devaluación del real queda como única variable de ajuste

- Se frustraron las expectativas de una mayor contribución del Sector Público al re-equilibrio de las variables: el gobierno presentó el proyecto de Presupuesto 2016, que mantiene el resultado de las cuentas en terreno negativo
- Los datos del segundo trimestre confirmaron la profundidad de la recesión, con un PIB que se contrae al 7,6% anual desestacionalizado, y una fuerte caída de la inversión y del consumo
- En el acumulado de 12 meses a agosto, la balanza comercial registró un superávit de 3 mil millones de dólares, duplicando el registro del periodo previo

Brasil sorprendió negativamente en el segundo trimestre del año, con una contracción de su PIB de -1,9% frente al primer trimestre. Si se anualiza este dato, la tasa a la que se contrae la economía es de -7,6%. Se anotan así dos trimestres seguidos en terreno negativo. La fuerte contracción es explicada por la profunda caída de la demanda doméstica, principalmente del consumo y la inversión. El tipo de cambio más depreciado contribuyó de manera positiva al crecimiento, con un aumento del volumen de las exportaciones y una caída de las importaciones, originada también en una demanda interna

ralentizada. Por el lado de la oferta, la contracción fue liderada por la industria, aunque el sector agropecuario y los servicios también registraron tasas negativas. Con estos nuevos

Brasil: Resultado primario en porcentaje del PIB



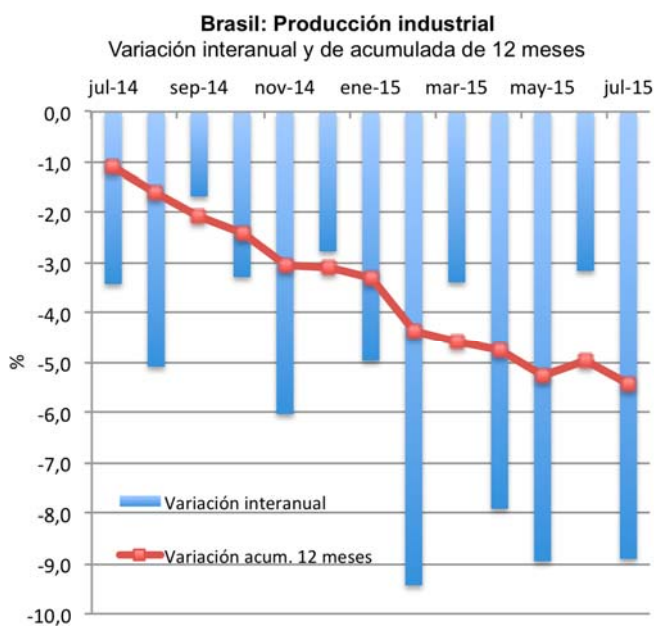
*Acumulado de 12 meses a julio

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipeadata



datos, fueron corregidas a la baja las proyecciones de crecimiento para este año, que pasan a ubicarse en torno al -2,5%. Esta semana, el poder Ejecutivo envió al Congreso el Presupuesto 2016, con estimaciones de crecimiento prácticamente nulo para 2016, en -0,2%. Las proyecciones de mercado, medidas a través de la encuesta Focus que realiza el Banco Central, también ubican la variación del PIB en terreno negativo para 2016, igual que los bancos privados, aunque más cerca del -1%.

Desde la óptica de la demanda, la inversión se contrajo con fuerza, registrando una variación de -8,1% entre el primero y segundo trimestre de este año. El consumo también perdió terreno, con una caída de 2,1% trimestral. El gasto público fue el único componente de la demanda interna con variación positiva, de 0,7%, también en la comparación con el primer trimestre. El sector externo hizo su contribución positiva al crecimiento, con exportaciones que crecieron un 3,4% e importaciones que perdieron un 8,8% entre ambos trimestres. Desde la óptica de la oferta, la industria se contrajo 4,3% entre el segundo trimestre y el primero. La mayor caída se dio en la construcción, con una variación trimestral de -8,4%. La industria manufacturera, por su parte, registró una variación de -3,7%. El sector agropecuario se contrajo 2,7%, mientras que los servicios perdieron un 0,7%. En las últimas horas se dieron a conocer los datos de producción industrial del mes de julio, que muestran que el sector continúa deteriorándose: la variación mensual fue de -1,5%, mientras que la interanual fue de -8,9.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipeadata

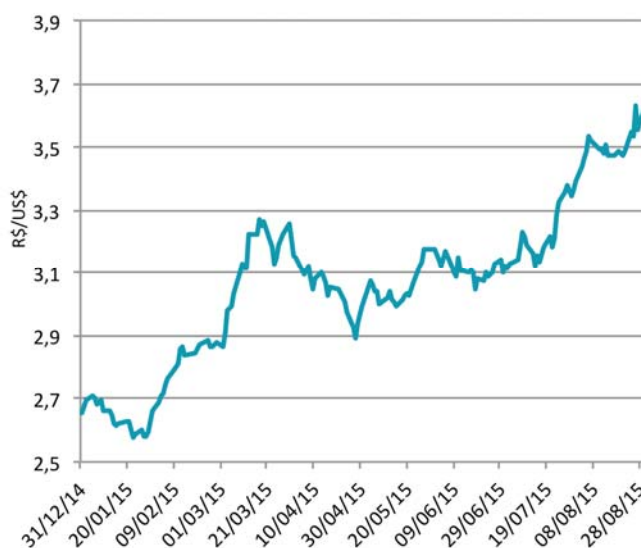
El Presupuesto 2016 recientemente enviado al Congreso tiene entre sus proyecciones un déficit primario del sector público equivalente a medio punto del Producto Bruto Interno. Para 2015, el gobierno había asumido el desafío de cambiar el signo al resultado primario, que había sido de -0,6% del PIB en 2014. La desaceleración de la economía, con impacto en los ingresos fiscales, limitó las posibilidades de alcanzar el objetivo: en el acumulado de 12 meses a julio de este año anota un déficit equivalente a 0,9% del PIB. El gasto público, todavía en 40% del PIB, muestra que el incumplimiento de los objetivos auto-impuestos no son sólo consecuencia de una caída de ingresos. El Banco Itaú



estima que en 2016 el resultado del sector público consolidado anotará un déficit de 1% del Producto. Las proyecciones, peores que las oficiales, se basan en una reducción significativa del esfuerzo fiscal presente en el Presupuesto. El informe del Itaú muestra que el gobierno proyecta elevar gastos discrecionales y obligatorios por encima de la inflación (proyectada en 5,4% por el Ejecutivo), y como resultado el gasto subiría un 5,5% en términos reales. El Itaú también calcula menores ingresos fiscales que los proyectados por el Ejecutivo, partiendo de una proyección de contracción del PIB mayor que la oficial para 2016.

La reducción de los objetivos fiscales, tanto para 2015 como para 2016, empeora las condiciones, y el mercado ya teme una rebaja en la calificación crediticia, que llevaría la nota de Brasil hasta nivel especulativo. La subida del tipo de cambio verificada en los últimos días da cuenta de ello. Con un registro de 3,75 reales por dólar, la moneda brasileña perdió un 40% respecto al promedio de diciembre de 2014. En el acumulado de 12 meses a agosto, la balanza comercial alcanzó los US\$3 mil millones, duplicando el acumulado de 12 meses a julio.

Brasil: Evolución del tipo de cambio



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

Convivir con déficit del sector público sólo traerá como consecuencia más inflación, con el consecuente deterioro de los salarios reales. No hay que olvidar, además, el hecho de que el Banco Central utiliza las tasas de interés para cumplir con su política de metas, y que más inflación sólo significará tasas de interés elevadas por un período más prolongado. El Banco Central acaba de tomar la decisión de mantener la Selic en 14,25%, tasa de referencia que se ubica en dos dígitos desde fines de 2013. En un contexto recesivo como el actual, y con una situación política compleja, subir impuestos se vuelve inviable, por lo que un compromiso fiscal que minimice los efectos contractivos sólo puede hacerse a través de una mejor administración del gasto.

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2015 I	830.903,4	-8,3%	1,1%	0,6%
PIB en US\$ (\$ mm)	2015 I	539.510,2	-7,0%	10,4%	-9,0%
EMAE	jun-15	221,3	0,5%	3,8%	1,9%
IGA-OJF (1993=100)	jul-15	172,3	-1,6%	0,4%	0,3%
EMI (2006=100)	jul-15	129,8	0,3%	2,7%	-0,9%
IPI-OJF (1993=100)	jul-15	170,8	-2,5%	0,4%	-0,9%
Servicios Públicos	jul-15	265,1	0,2%	2,4%	2,6%
Patentes	ago-15	54.058,0	0,8%	-7,6%	-13,0%
Recaudación IVA (\$ mm)	jul-15	35.911,1	5,5%	28,3%	27,5%
ISAC	jul-15	206,1	-0,2%	13,2%	8,5%
Importación Bienes de Capital (volumen)	jul-15	-	-	-2,0%	6,0%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2015 I	164.528,1	-6,3%	0,5%	-4,4%
		2015 I	2014 IV	2014 III	2014 II
IBIF como % del PIB		19,8%	19,4%	20,7%	19,1%

* 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 II	11.920	0,0%	0,3%	2,2%
PEA (% de la población total)	2015 II	44,5%	-0,10 pp	-0,30 pp	-0,59 pp
Desempleo (% de la PEA)	2015 II	6,6%	-0,50 pp	-0,90 pp	-0,07 pp
Empleo Total (% de la población total)	2015 II	41,5%	0,10 pp	0,10 pp	-0,52 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2015 I	31,9%	-2,40 pp	-0,90 pp	-0,34 pp
Recaudación de la Seguridad Social	jul-15	43.229	39,67%	34,8%	33,3%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2015 II	163,6	3,1%	18,1%	-0,4%
Brasil	2015 II	106,5	-13,7%	-22,0%	-4,7%
México	2015 II	138,5	-3,5%	-14,0%	4,7%
Estados Unidos	2015 II	93,5	-0,6%	0,2%	0,3%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	jul-15	145.998,6	3,7%	36,3%	32,1%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	ago-15	35.208,9	3,4%	39,8%	36,3%
Gasto (\$ mm)	jun-15	136.231,8	27,0%	36,2%	41,6%
		jun-15	ene-dic 14	jun-14	ene-dic 14
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-19.981,5	-216.855,7	-16.676,6	-101.768,7
Pago de Intereses (\$ mm)		19.944,3	131.719,4	16.389,8	81.512,1
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		13.387,2	106.476,1	12.060,1	64.358,2
ANSES (\$ mm) *		9.731,9	62.993,1	11.599,7	44.198,7
		jul-15	ene-ago 14	jul-14	ene-ago 14
Adelantos Transitorios BCRA *		10.000,0	99.750,0	13.600,0	82.220,0
		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)	jul-15	137,6	1,3%	14,8%	16,5%	
Inflación (San Luis, 2003=100)	jul-15	886,2	2,3%	25,0%	27,3%	
Salarios (abril 2012=100) *	jun-15	225,6	3,9%	1,6%	-1,2%	
TCR Bilateral (1997=100)	jul-15	112,1	-0,8%	-16,3%	-18,8%	
TCR Multilateral (1997=100)	jun-15	108,1	-1,1%	-28,2%	-27,8%	
			2-sep-15	jul-15	jun-14	dic-14
TCN Oficial (\$/US\$)		9,32	9,26	8,14	8,57	
TCN Brecha		67,6%	64,8%	45,6%	61,1%	
TCN Real (R\$/US\$)		3,74	3,52	2,24	2,66	
TCN Euro (US\$/€)		1,12	1,10	1,36	1,21	

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado		
Base Monetaria (\$ mm)	21-ago-15	519.869,0	-3,1%	32,2%	30,7%		
Depósitos (\$ mm)	21-ago-15	1.214.556,5	1,9%	33,2%	31,2%		
Sector Público No Financiero	21-ago-15	357.663,7	9,4%	22,9%	23,9%		
Sector Privado No Financiero	21-ago-15	853.803,1	-0,9%	38,3%	34,4%		
Créditos (\$ mm)	21-ago-15	756.455,9	-0,1%	27,3%	22,1%		
Sector Público No Financiero	21-ago-15	47.983,6	-13,0%	14,2%	9,7%		
Sector Privado No Financiero	21-ago-15	695.202,5	0,7%	28,5%	23,7%		
			Fecha	Dato	jul-15	31-dic-13	ago-14
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	21-ago-15	33.684,0	33.875,0	30.599,0	28.856,2		
Ratio de cobertura de las reservas	21-ago-15	60,0%	59,9%	52,9%	61,4%		
Tasa de interés Badlar PF	02-sep-15	21,3%	21,0%	21,6%	22,5%		
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	02-sep-15	423	396	387	319		
EMBI+ Argentina	02-sep-15	579	591	719	787		
EMBI+ Brasil	02-sep-15	367	317	259	219		
Tasa LIBOR	02-sep-15	0,20%	0,19%	0,17%	0,15%		
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	02-sep-15	0,14%	0,13%	0,06%	0,09%		
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	02-sep-15	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%		
SELIC (Brasil)	02-sep-15	14,15%	13,72%	11,65%	10,90%		
			Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	02-sep-15	10.800,2	-5,25%	87,29%	48,91%		
Índice Bovespa	02-sep-15	46.464,0	-7,73%	-0,38%	-3,82%		

* 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 periodo inmediatamente anterior

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

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	jul-15	5.894,0	-5,9%	-12,3%	-17,1%
Primarios	jul-15	1.495,0	-18,7%	-22,3%	-5,1%
MOA	jul-15	2.668,0	6,5%	5,4%	-15,3%
MOI	jul-15	1.601,0	-7,1%	-19,7%	-18,3%
Combustibles	jul-15	130,0	-35,3%	-52,2%	-56,9%
Exportaciones (volumen)	jul-15	-	-	6,0%	0,0%
Importaciones (US\$ mm)	jul-15	5.690,0	-2,1%	-3,7%	-12,0%
Bienes Intermedios	jul-15	1.600,0	-1,1%	1,1%	-2,0%
Bienes de Consumo	jul-15	616,0	11,0%	11,8%	-1,2%
Bienes de Capital	jul-15	1.050,0	-0,3%	-3,9%	2,2%
Combustibles	jul-15	933,0	-12,9%	-26,8%	-44,5%
Importaciones (volumen)	jul-15	-	-	9,0%	-1,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2015 II	120,1	-7,9%	-11,4%	-6,9%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	jul-15	134,0	-2,5%	-18,8%	-16,7%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	jul-15	92,0	1,2%	-13,6%	-15,4%
Energía	jul-15	68,8	-9,9%	-45,8%	-44,8%
Petróleo (US\$/barril)	jul-15	50,9	-14,9%	-50,6%	-47,8%



ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2015 II	17.840,5	0,6%	2,3%	2,6%
Brasil	2015 II	1.860,8	-1,9%	-2,6%	-2,1%
Unión Europea	2015 I	15.786,4	0,4%	1,4%	1,4%
China	2015 II	10.072,3	1,7%	1,7%	3,1%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	jun-15	136,8	2,0%	2,6%	1,7%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	jun-15	128,1	0,7%	2,3%	2,2%

* 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	ago-15	26.239,0	16,3%	-4,9%	-14,8%
Región Pampeana	ago-15	11.105,0	12,8%	-14,6%	-14,7%
NOA	ago-15	3.834,0	17,9%	-3,7%	-6,3%
NEA	ago-15	4.571,0	15,2%	-1,1%	-9,1%
Cuyo	ago-15	3.148,0	12,6%	-22,9%	-18,3%
Región Patagónica	ago-15	5.161,0	8,8%	-1,0%	-3,4%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2015 II	1.228,1	8,5%	12,6%	10,7%
Región Pampeana	2015 II	734,1	18,6%	14,5%	10,6%
NOA	2015 II	269,3	22,1%	17,2%	8,6%
NEA	2015 II	290,8	7,2%	10,4%	6,8%
Cuyo	2015 II	327,0	15,4%	19,9%	17,5%
Región Patagónica	2015 II	239,2	0,8%	23,2%	13,9%