



# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 25 - Edición N° 968 – 23 de Marzo de 2016

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

## Editorial – Jorge Day

Competitividad regional, luego de la unificación del mercado de cambios

## En Foco 1 – Patricio Vimberg

El balance de pagos de 2015 deja una vara alta para 2016: se necesita financiar un déficit de cuenta corriente de 3 puntos del PIB para una salida rápida de la recesión

## En Foco 2 – Jorge Vasconcelos y Patricio Vimberg

Brasil: por el momento el ajuste lo hace el mercado, pero si hay solución a la crisis política, también tendrá que hacerlo el Estado

## En Foco 3 – Vanessa Toselli

El dato regional de la semana:  
El patentamiento de vehículos nuevos cayó 4,5 % interanual en el primer bimestre, con marcada disparidad entre provincias

## Selección de Indicadores

### Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci

### IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

### IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

### Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)





#### Editorial:

4

##### ***Competitividad regional, luego de la unificación del mercado de cambios***

- El poder de compra de los exportadores regionales mejoró en forma significativa respecto de noviembre del año pasado, aunque el resultado no es tan favorable si se compara con 2010, y mucho menos si se lo hace con 2006
- En la actualidad, el poder de compra es superior (aunque en forma acotada) al de 2010 para los casos del maíz, vino fraccionado, duraznos, ciruelas y carne. Es similar para el aceite de oliva y es menor para peras (- 3 %), trigo (- 8 %), ajos (-11 %), soja (-15 %), azúcar (-25 %), algodón (-29 %), naranja (-36 %), arroz (-36 %) y mostos (-38 %)
- Será necesario seguir trabajando en la búsqueda de mayor competitividad, particularmente en aquellos productos que son mano de obra intensivos y que enfrentan precios internacionales débiles. En el caso de la pera, por ejemplo, se tiene que el precio de exportación es actualmente 30 % superior en dólares al de diez años atrás, pero en ese período los salarios en dólares han subido un 100 %

#### En Foco 1:

9

##### ***El balance de pagos de 2015 deja una vara alta para 2016: se necesita financiar un déficit de cuenta corriente de 3 puntos del PIB para una salida rápida de la recesión***

- El déficit de cuenta corriente alcanzó el año pasado los US\$ 15,9 mil millones, duplicándose con respecto al registrado en 2014. Expresado como porcentaje del PIB, el rojo se profundiza a 2,7%
- El aumento de 4% en el volumen de importaciones de 2015 refleja y explica el uso de fuentes de financiamiento (reservas; swap de monedas con China), que, aunque no fueron sustentables, permitieron mantener el nivel de actividad
- De cara al 2016, será necesario encontrar nuevas fuentes de financiamiento para cubrir el déficit si se quiere suavizar el impacto en el nivel de actividad. Así, será clave arribar a un acuerdo con los hold-outs para fomentar la entrada de Inversión Extranjera Directa y el financiamiento en el mercado de capitales

#### En Foco 2:

12

##### ***Brasil: por el momento el ajuste lo hace el mercado, pero si hay solución a la crisis política, también tendrá que hacerlo el Estado***

- La incertidumbre política no sólo posterga medidas económicas imprescindibles, sino que además genera rumores de todo tipo respecto del curso de acción inmediato de la política económica
- Por la menor entrada de capitales, el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se achicó de 4,4 puntos del PIB en 2014 a un estimado de 0,6 puntos del PIB en 2016. Sin embargo, subsiste un muy elevado déficit fiscal, que en 2015 alcanzó a 10,3 puntos del PIB
- Las importaciones totales brasileñas cayeron de US\$ 231 mil millones en 2014 a un estimado de US\$ 130 mil millones en 2016. La eventual solución de la crisis política difícilmente se exprese en una recuperación acelerada de esta variable

**En Foco 3:****16**

***El dato regional de la semana: El patentamiento de vehículos nuevos cayó 4,5 % interanual en el primer bimestre, con marcada disparidad entre provincias***

- En un nivel cercano del promedio se ubicaron Río Negro ( - 5,7 %), Chubut ( - 5,8 %), Misiones ( -6,7 %) y Entre Ríos ( -6,8 %)
- Los guarismos fueron más negativos en provincias como Neuquén ( - 19 %), Santa Cruz ( - 17,1 %), La Rioja ( - 10,7 % ), Mendoza ( -9,0 %) y CABA ( - 8,6 %)
- En cambio, lograron signo positivo en la variación interanual provincias como Tucumán ( 9,7 %), Santiago del Estero ( 8,7 %), Formosa ( 7,3 %), Chaco (5,6 %) y Jujuy ( 5,4 %)

**Selección de Indicadores****19**

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](mailto:info@ieral.org) [ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org).

## Editorial

### Competitividad regional, luego de la unificación del mercado de cambios

- El poder de compra de los exportadores regionales mejoró en forma significativa respecto de noviembre del año pasado, aunque el resultado no es tan favorable si se compara con 2010, y mucho menos si se lo hace con 2006
- En la actualidad, el poder de compra es superior (aunque en forma acotada) al de 2010 para los casos del maíz, vino fraccionado, duraznos, ciruelas y carne. Es similar para el aceite de oliva y es menor para peras (-3 %), trigo (-8 %), ajos (-11 %), soja (-15 %), azúcar (-25 %), algodón (-29 %), naranja (-36 %), arroz (-36 %) y mostos (-38 %)
- Será necesario seguir trabajando en la búsqueda de mayor competitividad, particularmente en aquellos productos que son mano de obra intensivos y que enfrentan precios internacionales débiles. En el caso de la pera, por ejemplo, se tiene que el precio de exportación es actualmente 30 % superior en dólares al de diez años atrás, pero en ese período los salarios en dólares han subido un 100 %

La devaluación de los últimos meses ha brindado un respiro a las economías regionales argentinas, principalmente agropecuarias y agroindustriales. La pregunta es cómo han quedado posicionadas. ¿Comparado con qué periodo están mejor?

Primero una aclaración. Se analizará desde la perspectiva del **exportador**, y al final se realizará unos comentarios de su impacto sobre el productor, que es el grupo más vulnerable en las economías regionales.

Comencemos con una visión global. Un típico indicador de la competitividad argentina es su **tipo de cambio real**, que señala cuán caro (o barato) está el país, en relación al mundo. Cuando dicho indicador presenta valores bajos, es señal que Argentina está cara, y por lo tanto, resulta más costoso exportar. Esta es la situación vivida hasta fines del año pasado.



A marzo de 2016, la competitividad argentina en general está

mejor que hace cuatro meses

similar a la del 2010

peor que hace diez años

Con la devaluación, el dólar está en Marzo a un valor de \$ 15. ¿Es competitivo o no? El gráfico permite observar tres momentos. Se puede decir que el **dólar actual** es más competitivo que el vigente en noviembre pasado, que a precio de hoy, equivalía a un dólar de casi \$ 11, y es tan competitivo como el de mediados de 2010. Pero no lo es con el que prevalecía hace diez años atrás, cuando todavía no se producía el fuerte rezago del dólar.

Tomando como referencia esos tres momentos, analicemos la situación de distintos productos regionales del país. Los hemos categorizado en tres grupos: de la región Pampeana (trigo, soja, etc.), del Norte<sup>1</sup> (azúcar, naranja, etc.) y de Oeste argentino (vino, peras, ajo, etc.).

Para cada producto, se considera cómo ha evolucionado el poder de compra del exportador regional (luego haremos un comentario sobre los productores). Se calcula el ingreso, neto de inflación, suponiendo que exporta siempre la misma cantidad (por ejemplo, la de un contenedor). Es decir, los cambios en su ingreso dependerán principalmente del precio del producto exportado, del dólar, de las retenciones y de la inflación argentina. Mientras mayor sea ésta última, menor será el poder de compra de los exportadores.

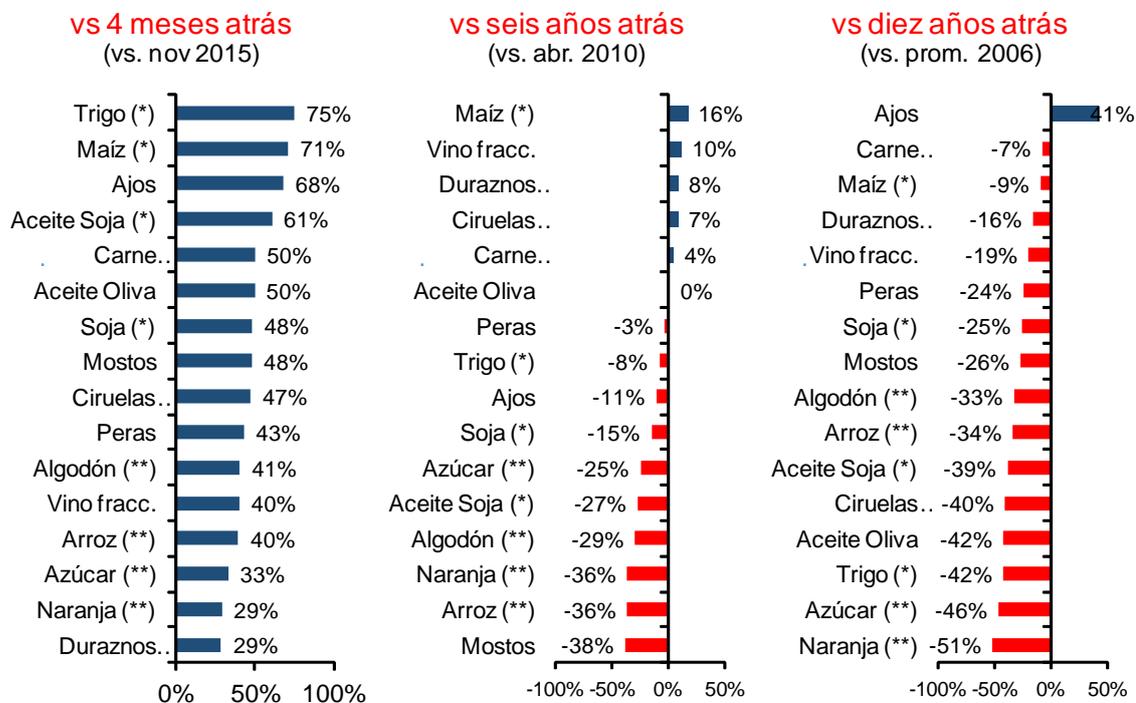
Los siguientes tres gráficos muestran en cuánto ha mejorado el ingreso del exportador promedio, neto de inflación, para cada producto regional. Son coherentes con los resultados de la competitividad del dólar en cada momento.

<sup>1</sup> En esta categorización, se han juntado las dos regiones norteñas (NEA y NOA).



## Cambio en poder de compra de exportadores regionales - 1° bim. 2016

var % - (suponiendo misma cantidad exportada)



**Más competitivos**

**Unos más y otros menos**

**Menos competitivos**

(\*) productos típicos de la R. Pampeana

(\*\*) productos típicos del Norte Argentino

IERAL Mendoza, basado en FMI, Ad. Brasil, INV

Comparado **con tres meses atrás** (antes de la devaluación), todos los productos regionales analizados están mejor, gracias a la fuerte suba del dólar, más la eliminación o reducción de las retenciones (poco cambiaron los precios internacionales, y en varios casos, disminuyeron en dólares). Por ejemplo, en varios productos pampeanos, los ingresos de los exportadores, netos de inflación, han aumentado en más del 60%. Un poco más o un poco menos, la realidad es que todos mejoraron.

Debido a que varios productos pampeanos (trigo, maíz) tenían altas retenciones y fueron eliminadas, se pueden decir que dicha región ha sido la más beneficiada en el corto plazo. Una ventaja es que varios son productos agrícolas anuales, por lo que rápidamente pueden ampliar su superficie cultivada.



Comparando **con mediados de 2010**: habíamos mencionado que el dólar de hoy es tan competitivo como el de ese periodo. Entonces, podría esperarse que hubiera algunos productos regionales que hayan mejorado su competitividad con respecto a seis años atrás, y otros empeorado. Así fue, como lo muestra el gráfico del medio

Las diferencias entre productos están dadas por la diferente dinámica de sus precios de exportación y las retenciones. o su competitividad, mientras que muchos otros han empeorado. Están mejor que hace tres meses, pero no como hace seis años atrás. Un punto llamativo es que, con la excepción del maíz, la zona pampeana no se muestra ahora tan competitiva con respecto al 2010, y eso que sus retenciones fueron eliminadas o reducidas. Obviamente, ha pesado una caída proporcionalmente mayor en sus precios, en comparación con otros productos regionales.

Por último, **comparado con 2006**: habíamos dicho que el dólar de ese periodo fue mucho más competitivo que el actual. Y así se hace notar cuando se desagrega por productos regionales. Salvo un caso, todos muestran valores negativos. Es decir, todavía esos productos son menos competitivos que hace diez años atrás. La excepción se observa en el ajo, que tuvo precios muy bajos en aquel año, y por eso, aparece mejor posicionado.

Resumiendo, lo que ocurre con el dólar, se repite para los distintos productos regionales. Son más competitivos que antes de la última devaluación, pero lejos de lo visto hace diez años atrás. Por otro lado, la región pampeana ha sido la más beneficiada en el corto plazo, pero no necesariamente están mejor que hace seis años atrás (al observarse una disminución proporcionalmente mayor en sus precios de exportación).

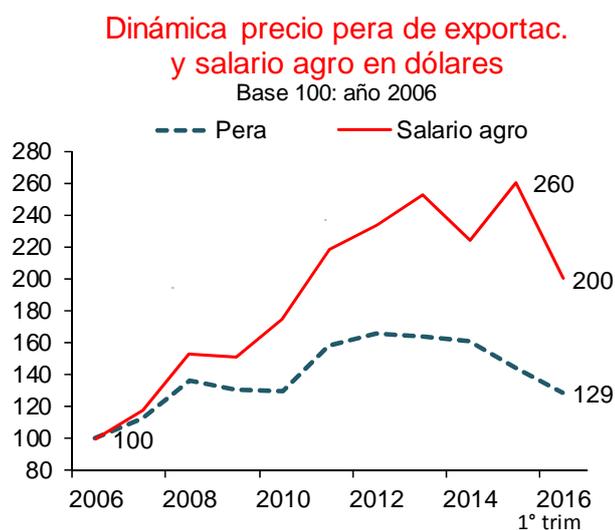
Algunas acotaciones. Aquí sólo se ha analizado la dinámica del **poder de compra de los exportadores**, que no es lo mismo que su rentabilidad, puesto que no se ha hecho referencia a la evolución del precio de sus materias primas. Por ejemplo, en esta temporada, la ciruela para industria, que posteriormente es secada, tendría una menor cosecha, y por ende, sus precios aumentarían significativamente, lo cual deterioraría la rentabilidad exportadora, a pesar del mayor dólar.

Desde la perspectiva del **productor**, dos comentarios. En primer lugar, si el exportador cobra más, también debería reflejarse en los precios pagados a los productores. Acorde a los primeros datos de este año todavía no se observa esa mejoría en el caso del trigo y de la soja. En vinos, comienza a notarse mayores en precios para los productores, pero principalmente por las expectativas de una importante disminución de la cosecha de uvas. Lo más probable que este efecto derrame no demore tanto, porque en algún momento habrá mayor demanda de productos agrícolas, que son la materia prima de los bienes a exportar.



En segundo lugar, pensando en la rentabilidad del productor regional, debería tenerse en cuenta la mano de obra, su principal costo. Varios productos no pampeanos son muy intensivos en mano de obra (especialmente en aquellos cuya cosecha no se puede mecanizar). En los últimos años, el costo laboral se había incrementado muy por encima de los precios de aquellos productos. Consideremos el caso emblemático de la pera. En diez años, su precio de exportación ha aumentado un 30% en dólares (con tendencia decreciente), mientras que el salario agrícola (en Río Negro) se ha duplicado en dicha moneda.

En principio, la devaluación reduce ese costo laboral expresado en dólares, pero habrá que ver si los precios de exportación se mantienen para poder hacer frente a dicho costo.



IERAL Mendoza, basado en Ad. Brasil y M. Trabajo

Pensando para el futuro próximo, hay mejores expectativas para las economías regionales, pero por ahora la competitividad está en un término medio. ¿Cuán caro será el dólar en el país? Hay fuerzas contrapuestas. La situación mundial lo empuja hacia arriba, pero una mejoría de la situación económica argentina podría tirarlo hacia abajo. Ante este panorama incierto, a diferencia de varios productos pampeanos, se puede pensar que en las economías regionales todavía queda tarea pendiente para mejorar su competitividad, para volver a ser un motor de crecimiento.



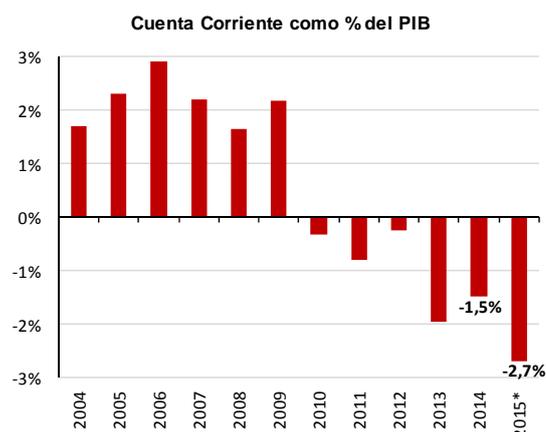
## En Foco 1

### El balance de pagos de 2015 deja una vara alta para 2016: se necesita financiar un déficit de cuenta corriente de 3 puntos del PIB para una salida rápida de la recesión

- El déficit de cuenta corriente alcanzó el año pasado los US\$ 15,9 mil millones, duplicándose con respecto al registrado en 2014. Expresado como porcentaje del PIB, el rojo se profundiza a 2,7%
- El aumento de 4% en el volumen de importaciones de 2015 refleja y explica el uso de fuentes de financiamiento (reservas; swap de monedas con China), que, aunque no fueron sustentables, permitieron mantener el nivel de actividad
- De cara al 2016, será necesario encontrar nuevas fuentes de financiamiento para cubrir el déficit si se quiere suavizar el impacto en el nivel de actividad. Así, será clave arribar a un acuerdo con los hold-outs para fomentar la entrada de Inversión Extranjera Directa y el financiamiento en el mercado de capitales

La evolución de la balanza de pagos del tercer y cuarto trimestre del año pasado pone de manifiesto la necesidad de llevar adelante la compleja tarea de encontrar nuevas vías de financiamiento para alcanzar la sustentabilidad económica.

En 2015, el déficit de Cuenta Corriente alcanzó los US\$ 15,9 mil millones, duplicándose con respecto al rojo de US\$ 8 mil millones registrado el año anterior. Medido como porcentaje del PIB, el rojo en las cuentas internacionales se ubica en el orden del 2,7%, profundizándose con respecto al -1,5% del año anterior. Así, queda una vara alta para 2016 ya que, dado que no se espera un boom en los precios de exportación, la economía necesita encontrar la forma de financiar un déficit de 3 puntos del PIB si es que se trata de evitar que el nivel de actividad sea la variable de ajuste.



\* Estimación del PIB en base a datos del Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas

Fuente: IERAL en base a INDEC y Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas



Esta dinámica es explicada casi en su totalidad por el deterioro de la balanza comercial de bienes: luego de haber registrado un superávit comercial de US\$ 5,9 mil millones en 2014, se esfuma el saldo positivo para anotar un rojo de US\$ 400 millones, el primer déficit comercial desde 1999. Las exportaciones marcaron una fortísima caída de US\$ 11,5 mil millones, apuntando una merma de 17% interanual, producto de una disminución de 16% en los precios y de 2% en las cantidades.

Por el otro lado, las importaciones sumaron un total de US\$ 57 mil millones, disminuyendo US\$ 5,2 mil millones con respecto a las apuntadas en 2014, debido a una reducción de 12% en los precios y un aumento de 4% en las cantidades comercializadas.

El aumento citado de las importaciones en volumen refleja y explica al mismo tiempo que el 2015 haya podido tener una variación positiva (aunque acotada) en el nivel de actividad. El combo levemente positivo de importaciones y PIB de 2015 tiene que ver con que el gobierno saliente pudo encontrar fuentes de financiamiento que, si bien no eran sustentables, pudieron sostener ese nivel de demanda por importaciones. En particular, el uso de reservas y el swap de monedas con China. Estos mecanismos, a su vez, permitieron demorar la inevitable corrección del tipo de cambio, lo cual también contribuyó a incentivar la demanda para acumular stocks o anticiparse a la esperada unificación del tipo de cambio.

**Balanza de Pagos**  
millones de US\$

	2014	2015	Diferencia
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-8.075</b>	<b>-15.934</b>	<b>-7.859</b>
Mercancías	5.907	-453	-6.360
Servicios	-3.075	-3.990	-916
<b>Cuenta Capital y Financiera</b>	<b>9.466</b>	<b>14.304</b>	<b>4.838</b>
Sector Bancario / BCRA	3.200	7.580	4.380
Público No Financiero / Gob Nacional	5.635	-3.323	-8.958
Privado No Financiero	59	8.857	8.798
<b>Errores y Omisiones</b>	<b>-196</b>	<b>-3.241</b>	<b>-3.045</b>
<b>Variación de Reservas</b>	<b>1.195</b>	<b>-4.871</b>	<b>-6.066</b>

*Fuente: IERAL en base a INDEC*



De esta manera, la Cuenta Capital y Financiera registró en 2015 un superávit de US\$ 14,3 mil millones, aumentando US\$ 4,8 mil millones con respecto al año anterior. Esta suba se encuentra explicada por un aumento de los ingresos netos del BCRA por US\$ 4,4 mil millones con respecto al año pasado, debido al swap de monedas efectuado con China y, además, por un incremento de US\$ 8,8 mil millones por parte del Sector Privado No Financiero, explicado por el endeudamiento de empresas como YPF y también por la reinversión de utilidades provocada por las restricciones a los flujos financieros, que no permitieron remitir utilidades.

Por el otro lado, los flujos de divisas del Sector Público No Financiero disminuyeron casi US\$ 9 mil millones con respecto a 2014, debido en parte al pago de compromisos de deuda como el BODEN 2015, que no fueron compensadas por nuevas colocaciones de deuda en el exterior, debido al default selectivo en el que todavía se encuentra la Argentina.

En conclusión, el déficit de cuenta corriente en 2015 fue financiado por una significativa caída de las reservas, que alcanzó los US\$ 4,9 mil millones mientras que en el año anterior se había registrado un aumento neto por US\$ 1,2 mil millones. De cara al 2016, es claro que esta dinámica no podrá repetirse y que, por ende, hará falta encontrar nuevas fuentes de financiamiento que permitan suavizar la transición. En este sentido, llegar a un arreglo con los “hold-outs” y lograr captar divisas por vía de Inversión Extranjera Directa –y no endeudamiento permanente–, serán determinantes para que las importaciones no se conviertan en la variable de ajuste de las cuentas externas.

Dado el enfriamiento del nivel de actividad en el arranque del año y la acumulación de stocks previa, no puede decirse actualmente que la capacidad de compra de importaciones sea una restricción aunque, a mediados de año, este factor pasará a ser nuevamente relevante.

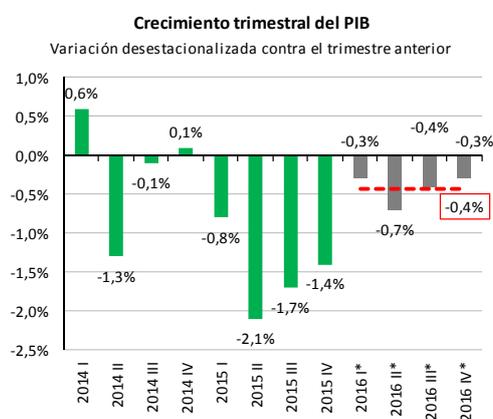
## En Foco 2

### **Brasil: por el momento el ajuste lo hace el mercado, pero si hay solución a la crisis política, también tendrá que hacerlo el Estado**

- La incertidumbre política no sólo posterga medidas económicas imprescindibles, sino que además genera rumores de todo tipo respecto del curso de acción inmediato de la política económica
- Por la menor entrada de capitales, el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se achicó de 4,4 puntos del PIB en 2014 a un estimado de 0,6 puntos del PIB en 2016. Sin embargo, subsiste un muy elevado déficit fiscal, que en 2015 alcanzó a 10,3 puntos del PIB
- Las importaciones totales brasileñas cayeron de US\$ 231 mil millones en 2014 a un estimado de US\$ 130 mil millones en 2016. La eventual solución de la crisis política difícilmente se exprese en una recuperación acelerada de esta variable

A pesar de los magros resultados observados en el nivel de actividad de Brasil, hay evidencias que indican un repunte en la confianza, aunque difícilmente tenga efectos inmediatos en el producto. Esos “brotos verdes” tienen que ver con distintos factores. Por un lado el comportamiento bursátil que ha sido positivo en el último período, por otra parte encuestas específicas sobre el estado de ánimo empresarial y también el hecho que parte de los ajustes que la economía brasileña necesitaba han comenzado a hacerse, particularmente el vinculado con el sector externo. Sin embargo, sigue abierto el desenlace político de la crisis actual, el problema fiscal no ha sido atacado en absoluto y, además, existen especulaciones respecto de “medidas heroicas” de política económica en caso que Dilma se mantenga en el poder, como por ejemplo el uso de parte de las reservas del Banco Central para objetivos fiscales.

En 2015 el PIB en Brasil se contrajo un 3,8% y existe bastante consenso de que en 2016 habrá una caída del orden de 3,4%. Sin embargo, como se observa en



\* Estimado

Fuente: IERAL en base a IBGE y FGV/IBRE



el gráfico adjunto de variación trimestral desestacionalizada del PIB, la velocidad de la contracción ha sido muy fuerte hasta el cuarto trimestre de 2015, mientras que ahora se espera que esa evolución negativa en forma desestacionalizada se ubique en torno al -0,4% trimestral, o sea a un guarismo negativo de 1,6% anualizado.

Respecto de las expectativas, por ejemplo, en marzo la encuesta de la situación actual en la industria muestra un repunte de 5,8 puntos porcentuales con respecto al piso de agosto del año anterior. De esta manera, las perspectivas para el año en curso parecerían ser menos pesimistas, luego de un 2015 en el que la tasa de interés se mantuvo elevada para intentar contener la inflación, el tipo de cambio contra el dólar se depreció significativamente, y los precios de los commodities bajaron un escalón respecto del boom que habían experimentado durante los últimos años.

Justamente, para 2016 se espera un recorrido menos traumático de la evolución de la tasa de interés, el tipo de cambio y los precios internacionales. Respecto de la tasa de interés, la inflación ha comenzado a desacelerarse, en parte por la estabilización del tipo de cambio pero también por el fuerte ajuste recesivo que atraviesa la economía. Además, hay menos incertidumbre acerca de lo que pueda pasar con el precio de los commodities, factor también relevante desde el punto de vista del tipo de cambio esperado.

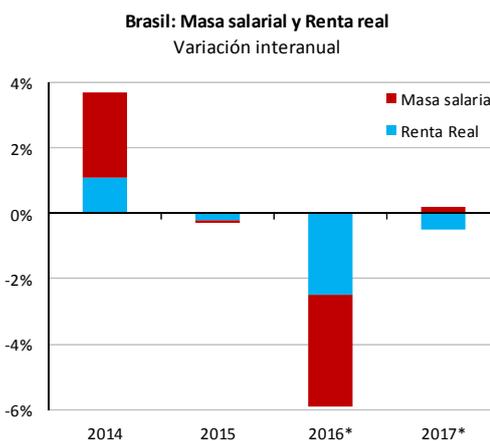
Con respecto al mercado doméstico, hay que tener en cuenta que un año atrás las expectativas eran de una recesión corta y de intensidad moderada, confiando que la situación se corregiría hacia 2016. Bajo ese escenario, las empresas acumularon stocks durante el año pasado, y cuando dejaron de cumplirse las expectativas más optimistas, esto repercutió proporcionalmente más en los indicadores de producción, debido a que empezó a verse la necesidad de disminuir inventarios frente a una demanda que seguía débil.

Frente a esa reducción en los stocks, un análisis efectuado por el banco Bradesco se pregunta si esto responde a un ajuste en la producción o un ajuste en el tamaño de las empresas, debido a la desvinculación de parte del personal. Para entender qué es lo que está ocurriendo, construyó el ratio de empleo formal / producto en la industria de transformación. De esta manera, se tiene que el índice elaborado se encuentra casi 10 puntos porcentuales por encima del ratio entre 2011 y 2013 por lo que, en caso que la crisis brasileña demore en resolverse y la demanda no se recupere, el trabajo mencionado indica que volver al ratio de referencia de 2011-2013 significaría una pérdida de 630 mil puestos de trabajo, adicionales los 640 empleos perdidos el año pasado en la industria.

Es que la rigidez en el mercado laboral hace que la variable “trabajadores empleados” reaccione con rezagos con respecto a lo que ocurre con el producto, tanto en la parte

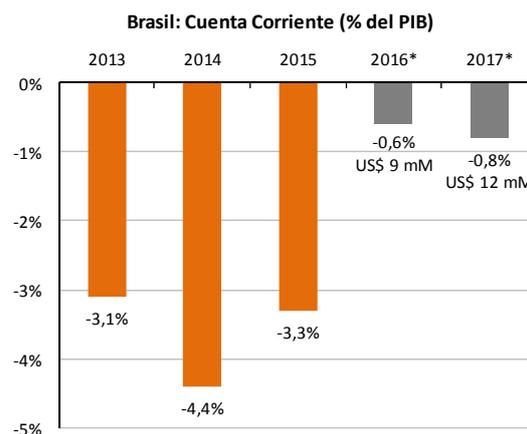


expansiva del ciclo como en la contractiva. Esta inercia se expresa en toda su magnitud en el comportamiento del poder adquisitivo de la masa salarial. Así como vimos que la contracción del PIB en 2015 fue más intensa de lo que podría ser en 2016 en términos desestacionalizados, con la masa salarial ocurre el fenómeno inverso. Según estimaciones de la Fundación Getulio Vargas, este indicador de demanda se contrajo sólo 0,1% en 2015 pero se espera que para 2016 alcance una contracción del 3,4% en términos reales. A su vez, si el PIB comenzara a recuperarse en 2017 (algo que está por verse) la dinámica de la masa salarial sería muy lenta dado el rezago con que opera el mercado de trabajo, fenómeno que se aprecia en el gráfico adjunto.



Fuente: IERAL en base a FGV/IBRE

Es en el plano del sector externo donde la economía brasileña parece haber completado la corrección de los desequilibrios preexistentes. Obsérvese que en 2014, el año en el cual se realizaron los últimos comicios presidenciales, el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos alcanzó a 4,4 puntos del PIB, pero lo insustentable de la situación y la disminución en la entrada de capitales se tradujeron en menor financiamiento para aquel desequilibrio haciendo que en 2015 el saldo negativo de la cuenta corriente se achicara a 3,3 puntos del PIB. Este ajuste se está "completando" en 2016, cuando se prevé que la cuenta corriente del balance de pagos refleje un pequeño déficit de 0,6 puntos del PIB. La evolución del sector externo ha impactado de lleno sobre los socios comerciales de Brasil, como es el caso de Argentina. Así, por ejemplo, las importaciones totales de bienes de Brasil, que llegaron a US\$ 231 mil millones en 2014, se redujeron a US\$ 172 mil millones en 2015 y se espera una nueva contracción en 2016 hasta un piso estimado en torno a los US\$ 130 mil millones, ¡una destrucción de compras al exterior de 44% en 24 meses!



\* Estimado

Fuente: IERAL en base a FGV/IBRE

Ahora bien, si Brasil se endereza y se resuelve la crisis política, ¿cuán rápido repercutirá positivamente en sus socios comerciales el cambio de trayectoria? El problema es que el



vecino país tiene pendiente el ajuste fiscal. En 2015, el sector público registró un resultado financiero negativo equivalente a 10,3 puntos del PIB, ya que al déficit primario de 1,9 puntos del PIB hay que añadirle intereses por 7 puntos del PIB y el resultado negativo de los swaps cambiarios del año pasado que representó una cifra equivalente a 1,4 puntos del PIB. Dado el nivel elevado de la deuda pública, que en términos brutos equivale a 66% del PIB, la transición hacia una situación fiscal más equilibrada no podrá hacerse de un modo tan gradual como cualquier político desearía. El tema es que reducir el déficit implica desde el punto de vista de las cuentas nacionales mantener contenido el consumo en aras de un mayor ahorro nacional. Esa dinámica hace que desde el punto de vista del sector externo sea más congruente una evolución contenida de las importaciones a lo largo de los años siguientes. Esto podría agilizarse en caso de un aumento en la inversión extranjera en Brasil, pero esto se expresaría más rápidamente en importaciones de bienes de capital antes que de consumo.



## En Foco 3

### El dato regional de la semana:

#### El patentamiento de vehículos nuevos cayó 4,5 % interanual en el primer bimestre, con marcada disparidad entre provincias

- En un nivel cercano del promedio se ubicaron Río Negro ( - 5,7 %), Chubut ( - 5,8 %), Misiones ( -6,7 %) y Entre Ríos ( -6,8 %)
- Los guarismos fueron más negativos en provincias como Neuquén ( - 19 %), Santa Cruz ( - 17,1 %), La Rioja ( - 10,7 % ), Mendoza ( -9,0 %) y CABA ( - 8,6 %)
- En cambio, lograron signo positivo en la variación interanual provincias como Tucumán ( 9,7 %), Santiago del Estero ( 8,7 %), Formosa ( 7,3 %), Chaco (5,6 %) y Jujuy ( 5,4 %)

El patentamiento de autos no logró repuntar en los primeros dos meses del año, aunque se percibe una desaceleración en la caída. Si se considera el primer bimestre del año en curso correspondiente a los meses de enero y febrero del 2016, resulta que a nivel país, la caída fue del 4,5%, 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 **Patagónica**, que mostró una caída del 10,9% 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 27,1%.

### Patentamiento de autos. Enero – febrero 2016

Unidades y variación interanual.

Total País	106.089	-4,5%	Cuyo	5.979	-5,0%
Noroeste	10.756	2,1%	Mendoza	3.801	-9,0%
Tucumán	3.279	9,7%	San Juan	1.132	-7,7%
Salta	2.752	2,1%	San Luis	1.046	1,6%
Jujuy	1.645	5,4%	Noreste	8.404	1,9%
Santiago del Estero	1.429	8,7%	Corrientes	2.661	1,6%
Catamarca	999	-2,5%	Chaco	2.491	5,6%
La Rioja	652	-10,7%	Misiones	1.949	-6,7%
Pampeana	71.814	-5,5%	Formosa	1.303	7,3%
Buenos Aires	34.052	-2,3%	Patagonia	9.136	-10,9%
CABA	14.616	-8,6%	Chubut	2.458	-5,8%
Córdoba	10.173	-7,4%	Neuquén	2.438	-19,0%
Santa Fe	8.723	-7,1%	Río Negro	1.709	-5,7%
Entre Ríos	3.099	-6,8%	Santa Cruz	1.463	-17,1%
La Pampa	1.151	-0,8%	Tierra del Fu	1.068	-6,9%

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 71.814 unidades, siendo la contracción respecto del mismo bimestre en 2014, del 5,5%. La provincia que más sufrió en el bimestre, con una disminución del 8,6%, fue Córdoba, seguida por la provincia de Buenos Aires y CABA, ambas con un 2,3%.

La región **Cuyana** presentó un total 5.979 nuevos autos patentados, es decir un 5% menos que en el primer bimestre de 2015. A nivel provincial se destaca Mendoza que sufrió la caída más pronunciada de la región, en el orden del 9%. Las demás provincias que la integran, San Juan y San Luis, presentan una situación levemente superior, con una baja del 7,7% y una suba del 1,6 respectivamente.

En lo que respecta al norte del país, ambas regiones mejoraron su performance respecto del primer bimestre de 2015, pero no sin demostrar que la situación a nivel provincial es desigual.



En el caso del **Noroeste**, a pesar de mostrar una mejoría del 2,1% presenta provincias como La Rioja y Catamarca con caídas en torno al 10,7% y 2,5%, en contraposición a la provincia de Tucumán que aumentó el patentamiento de automóviles en un 9,7%, siendo la provincia a nivel nacional que más mejoró su performance en esta variable.

Por último, la región del **Noreste** presentó una suba moderada del 1,9% para el bimestre en cuestión. Esta región denota un comportamiento similar al sucedido en el noroeste, ya que con un total de 1.303 unidades cero kilómetros patentadas, la provincia de Formosa lidera el ranking de provincias con aumento en la variable, siendo la mejora del 7,3%. Sin embargo, la provincia de Misiones con un 6,7% menos de cero kilómetros vendidos contrarresta al buen número del resto de la región.

En el último mes transcurrido (febrero), según el total de automóviles nuevos registrados, la situación presentó disparidades a nivel provincial. El máximo incremento se dio para la provincia de Tucumán (32%), Salta (30%) y San Luis (26,3%), mientras que el desempeño más bajo fue para Tierra del Fuego y Chubut, con caídas del 6,7% y 6,8% respectivamente.

El sector automotriz productor aun no comienza a dar señales de recupero en el comienzo del 2016 aunque en el mes de febrero se observa una leve mejoría respecto del mismo mes de 2015. En lo que respecta a ventas, se espera que este año el patentamiento mejore, ya para el segundo semestre del año.

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)	2015 II	913.640,4	8,9%	2,3%	1,0%
PIB en US\$ (\$ mm)	2015 II	607.848,0	11,8%	10,5%	-5,7%
EMAE	sep-15	210,1	0,0%	2,8%	2,4%
IGA-OJF (1993=100)	ene-16	155,8	-1,1%	-1,9%	-1,9%
EMI (2006=100)	oct-15	104,0	-1,1%	0,7%	0,1%
IPI-OJF (1993=100)	ene-16	144,1	-1,1%	-2,3%	-2,3%
Servicios Públicos	oct-15	267,2	-0,1%	1,5%	2,5%
Patentes	feb-16	48.109,0	-1,9%	9,7%	-4,5%
Recaudación IVA (\$ mm)	feb-16	41.647,8	-8,8%	34,3%	35,2%
ISAC	oct-15	220,8	-0,5%	4,0%	7,1%
Importación Bienes de Capital (volumen)	ene-16	-	-	8,0%	8,0%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2015 II	178.357,8	7,6%	4,6%	-2,9%
		<b>2015 II</b>	<b>2015 I</b>	<b>2014 IV</b>	<b>2014 III</b>
IBIF como % del PIB		19,5%	19,8%	19,4%	20,7%

\* 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 III	12.049	1,1%	1,3%	2,1%
PEA (% de la población total)	2015 III	44,8%	0,30 pp	0,10 pp	-0,53 pp
Desempleo (% de la PEA)	2015 III	5,9%	-0,70 pp	-1,60 pp	-0,21 pp
Empleo Total (% de la población total)	2015 III	42,2%	0,70 pp	0,90 pp	-0,39 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2015 III	33,1%	0,00 pp	-0,50 pp	-0,47 pp
Recaudación de la Seguridad Social	feb-16	36.322	-27,82%	32,3%	35,3%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2015 III	164,7	8,1%	17,9%	1,0%
Brasil	2015 III	83,8	-23,5%	-34,4%	-7,1%
México	2015 IV	123,1	7,7%	-12,1%	-1,1%
Estados Unidos	2015 IV	96,1	0,9%	1,9%	0,7%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	feb-16	134.803,3	-17,1%	26,5%	32,8%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$	feb-16	37.474,3	-13,5%	31,4%	40,1%
Gasto (\$ mm)	ene-16	120.879,8	-23,4%	22,6%	22,6%
		<b>ene-16</b>	<b>Acum 16</b>	<b>ene-15</b>	<b>Acum 15</b>
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-2.197,1	-2.197,1	-13.463,0	-13.463,0
Pago de Intereses (\$ mm)		24.700,0	24.700,0	12.005,6	12.005,6
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		76,2	76,2	94,5	94,5
ANSES (\$ mm) *		124,9	124,9	4.387,1	4.387,1
		<b>feb-16</b>	<b>ene-feb 16</b>	<b>feb-15</b>	<b>ene-feb 15</b>
Adelantos Transitorios BCRA *		-4.300,0	-4.300,0	1.900,0	0,0
		<b>2015 II</b>	<b>2015 I</b>	<b>2014 IV</b>	<b>2014 III</b>
Recaudación Tributaria (% PIB) **		28,8%	27,8%	25,2%	27,0%
Gasto (% PIB) **		26,3%	24,8%	24,9%	30,2%

\* Los datos hacen referencia al flujo mensual

\*\* El ratio toma el PIB publicado por las estadísticas oficiales



PRECIOS	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Inflación (IPCNu, IV 2013=100)	oct-15	126,9	1,1%	14,3%	15,9%
Inflación (San Luis, 2003=100)	feb-16	1099,7	2,7%	36,0%	35,5%
Salarios (abril 2012=100)*	oct-15	247,0	1,2%	2,6%	1,1%
TCR Bilateral (1997=100)	feb-16	147,6	3,9%	31,4%	29,0%
TCR Multilateral (1997=100)	oct-15	94,8	0,1%	-23,9%	-22,9%
		<b>21-mar-16</b>	<b>feb-16</b>	<b>mar-15</b>	<b>31-dic-15</b>
TCN Oficial (\$/US\$)		14,82	15,02	8,78	13,41
TCN Brecha		3,8%	-0,2%	46,6%	6,8%
TCN Real (R\$/US\$)		3,61	3,97	3,15	3,96
TCN Euro (US\$/€)		1,14	1,11	1,08	1,09

\* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado	
Base Monetaria (\$ mm)	16-mar-16	580.701,0	1,0%	25,9%	28,9%	
Depósitos (\$ mm)	16-mar-16	1.446.039,3	2,3%	35,5%	36,9%	
Sector Público No Financiero	16-mar-16	372.458,5	6,1%	9,6%	12,5%	
Sector Privado No Financiero	16-mar-16	1.069.447,2	1,1%	46,9%	47,5%	
Créditos (\$ mm)	16-mar-16	906.552,3	1,7%	36,7%	37,0%	
Sector Público No Financiero	16-mar-16	59.271,6	0,4%	43,4%	41,5%	
Sector Privado No Financiero	16-mar-16	832.679,0	1,7%	36,3%	36,8%	
		<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>feb-16</b>	<b>31-dic-15</b>	<b>mar-15</b>
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	16-mar-16	29.080,0	29.365,8	25.563,0	31.431,2	
Ratio de cobertura de las reservas	16-mar-16	72,7%	77,2%	53,3%	60,9%	
Tasa de interés Badlar PF	20-mar-16	29,6%	26,2%	27,3%	20,8%	
Otras tasas de interés **						
Préstamos Personales (más de 180 días plaz	29-feb-16	40,9%	43,3%	41,6%	37,5%	
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	29-feb-16	34,8%	37,0%	39,2%	31,0%	
Riesgo País						
EMBI+ Países emergentes	21-mar-16	383	456	410	406	
EMBI+ Argentina	21-mar-16	437	471	438	593	
EMBI+ Brasil	21-mar-16	392	531	523	329	
Tasa LIBOR	21-mar-16	0,43%	0,43%	0,42%	0,17%	
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	20-mar-16	0,37%	0,38%	0,20%	0,09%	
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	20-mar-16	0,38%	0,38%	0,38%	0,12%	
SELIC (Brasil)	21-mar-16	14,15%	14,15%	14,15%	12,58%	
		<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>var% ***</b>	<b>var% a/a ****</b>	<b>Acumulado</b>
Índice Merval	21-mar-16	12.938,0	14,98%	21,59%	24,19%	
Índice Bovespa	21-mar-16	51.172,0	17,49%	-18,94%	-11,62%	

\* 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)	ene-16	3.886,0	13,9%	2,3%	2,3%
Primarios	ene-16	901,0	104,3%	13,2%	13,2%
MOA	ene-16	1.856,0	28,5%	18,0%	18,0%
MOI	ene-16	984,0	-26,9%	-18,7%	-18,7%
Combustibles	ene-16	144,0	-19,1%	-33,3%	-33,3%
Exportaciones (volumen)	ene-16	-	-	23,0%	23,0%
Importaciones (US\$ mm)	ene-16	4.046,0	-10,5%	-3,8%	-3,8%
Bienes Intermedios	ene-16	1.276,0	-10,0%	-17,9%	-17,9%
Bienes de Consumo	ene-16	532,0	-7,6%	-2,9%	-2,9%
Bienes de Capital	ene-16	886,0	-6,2%	6,1%	6,1%
Combustibles	ene-16	224,0	-40,1%	-6,7%	-6,7%
Importaciones (volumen)	ene-16	-	-	6,0%	6,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2015 IV	128,7	2,6%	3,8%	-4,0%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2004=100)	feb-16	123,0	1,4%	-13,6%	-17,2%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	feb-16	86,1	1,8%	-10,9%	-15,1%
Energía	feb-16	41,3	1,8%	-41,4%	-44,6%
Petróleo (US\$/baril)	feb-16	30,4	-3,6%	-40,0%	-46,8%



ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2015 IV	18.128,2	0,2%	1,8%	2,4%
Brasil	2015 IV	1.591,4	-1,4%	-5,9%	-3,8%
Unión Europea	2015 IV	16.582,0	0,4%	1,8%	1,8%
China	2015 III	11.016,2	1,8%	1,8%	5,0%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	dic-15	137,6	0,0%	0,6%	2,5%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	dic-15	128,5	-0,2%	0,5%	1,9%

\* 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	feb-16	22.280,0	-24,1%	7,5%	-4,3%
Región Pampeana	feb-16	10.471,0	-22,4%	9,7%	-7,0%
NOA	feb-16	3.947,0	-19,5%	26,0%	4,9%
NEA	feb-16	4.248,0	-18,1%	17,3%	2,4%
Cuyo	feb-16	3.009,0	-26,9%	11,7%	-7,5%
Región Patagónica	feb-16	4.154,0	-29,3%	0,8%	-11,7%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2015 IV	1.202,0	-3,6%	1,9%	6,8%
Región Pampeana	2015 IV	713,3	-4,2%	2,3%	6,8%
NOA	2015 IV	278,5	-5,4%	3,2%	7,1%
NEA	2015 IV	282,5	-11,7%	-0,5%	5,2%
Cuyo	2015 IV	316,0	-4,6%	6,6%	12,0%
Región Patagónica	2015 IV	262,7	10,1%	6,2%	12,2%