



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 26 - Edición N° 1036 – 5 de Abril de 2017

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Marcelo Capello, Marcos Cohen Arazi, Luis Laguinge

Alcanzar la meta de déficit fiscal de 2017 exigirá una importante moderación en el gasto en lo que resta del año

En Foco 1 – Juan Francisco Campodónico

En 2017, la salida de la recesión luce bastante más consistente que lo ocurrido en 2015

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

Las empresas petroleras intentan dejar atrás el peor año de balances en mucho tiempo

En Foco 3 – Francisco Alvarez Reyna

Balance de Pagos: el déficit de la cuenta corriente de 2016 (2,8% del PIB) fue similar al de 2015, pero cambió totalmente la forma en que fue financiado

En Foco 4 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana:

Por cada 10 autos nuevos vendidos en el primer trimestre de 2016, en 2017 se patentaron 14

Selección de Indicadores

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



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*****Alcanzar la meta de déficit fiscal de 2017 exigirá una importante moderación en el gasto en lo que resta del año***

- En 2016, se cumplió la meta de déficit primario de 4,6 % del PIB, pero fueron determinantes los ingresos extraordinarios del último trimestre, originados en el Sinceramiento Fiscal. Sin ese aporte, el déficit se habría ubicado en torno a 5,8 % del PIB. En el primer trimestre de 2017, los ingresos fiscales subieron 36,9 % interanual, pero sin computar las multas del blanqueo, el aumento habría sido de 27,3 % interanual. Mientras tanto, el gasto primario subió en enero-febrero a un ritmo interanual de 38,5 %
- Luego de los ingresos extraordinarios, el efecto de segunda ronda del blanqueo es la mayor base imponible. Sin embargo, no existen precisiones para cuantificar su impacto en la recaudación en lo que resta del año. Bajo el supuesto de una evolución de los ingresos tributarios del orden del 30 % interanual de aquí en adelante, para cumplir con la meta de déficit primario (4,2 % del PIB), el gasto primario debería desacelerar a una variación interanual de 25,9 % en lo que resta del año. En caso que el ajuste se concentrara en los subsidios económicos, estas partidas deberían reducirse un 75 % en relación a 2016
- En el desagregado del gasto público se advierte la gran proporción que alcanzan las partidas que son inflexibles a la baja. En 2016, prestaciones sociales y salarios de la Administración Pública representaron el 61,5 % del total de las erogaciones primarias. Las transferencias automáticas a provincias aumentaron a un ritmo interanual de 29 % en el primer trimestre. Sin embargo, 5 puntos porcentuales, aproximadamente, corresponden al acuerdo de restitución progresiva del 15 % que antes se retenía de la masa coparticipable para la Seguridad Social. Sin ese plus, las transferencias habrían subido a un ritmo interanual de sólo el 24 %

En Foco 1:**17*****En 2017, la salida de la recesión luce bastante más consistente que lo ocurrido en 2015***

- En el primer trimestre de 2017 se afirman guarismos positivos, caso de las ventas de cemento que suben 6,1% interanual (marzo: 15,5%), el patentamiento de Cero KM, que lo hace 41,8% (marzo: 36,3%) y las escrituras de CABA un 53,8%. Por otro lado, los indicadores de confianza, la recaudación real y las exportaciones a Brasil todavía tienen un comportamiento más débil
- Otros indicadores muestran rezago en la recuperación, como efecto de la “inflación correctiva” de 2016, destinada a enmendar el desorden de precios relativos con que llegó la economía a fin de 2015. Es el caso de la recaudación en términos reales de impuestos asociados al nivel de actividad, que cae 1% interanual en el primer trimestre. Sin embargo, la desaceleración de la inflación que se espera después de abril habrá de impactar positivamente en este tipo de indicadores
- El Índice de Evolución del Empleo de febrero tuvo una variación positiva del 0,2% con respecto al mes anterior. Asimismo, según el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), en enero hubo 11.483 trabajadores incorporados al empleo formal, saldo positivo que ya acumula siete meses consecutivos. Por su parte, la recaudación de impuestos asociados al empleo y los salarios subió 4,3% interanual en el primer trimestre, en términos reales

En Foco 2: **24**

Las empresas petroleras intentan dejar atrás el peor año de balances en mucho tiempo

- El año 2016 se muestra como el de peor resultado para las petroleras locales que remiten balances a la Bolsa de Buenos Aires
- Los costos de venta representaron el año pasado el 80% del total facturado, para un panel fijo de tres empresas hidrocarburíferas locales
- Por su parte, tanto el resultado operativo como la rentabilidad pasaron a terreno negativo en 2016, medidos en términos de la facturación agregada: -5,5% y -9,4%, respectivamente

En Foco 3: **27**

Balance de Pagos: el déficit de la cuenta corriente de 2016 (2,8% del PIB) fue similar al de 2015, pero cambió totalmente la forma en que fue financiado

- En 2015 el déficit de cuenta corriente se financió con Reservas Internacionales, lo que provocó una salida de divisas de 7.380 millones de dólares en el cuarto trimestre. En cambio, en igual período de 2016 se observó ingresos de capitales en 13.618 millones, lo que permitió un aumento de las Reservas en 9.739 millones
- En el cuarto trimestre de 2016 el ingreso de divisas por la venta de bienes alcanzó los 670 millones de dólares, guarismo que compara con el rojo de 1.131 millones de igual período de 2015. A la inversa, la cuenta de Servicios amplió el déficit, de 2.914 millones de dólares en el último trimestre de 2015 a 3.500 millones en igual período de 2016
- La macroeconomía argentina se enfrenta a un problema, ya que con una tasa de inversión de solo 19% del PIB, el déficit de cuenta corriente se acerca a los 3 puntos del PIB. La pregunta es: ¿Hasta dónde puede ampliarse el financiamiento externo para contribuir al crecimiento de la inversión?

En Foco 4: **31**

El dato regional de la semana: Por cada 10 autos nuevos vendidos en el primer trimestre de 2016, en 2017 se patentaron 14

- El NOA y Cuyo lideran el ranking, con variaciones interanuales de 48,8 % y 48,1 %, respectivamente. En esas regiones, se destaca el avance de la venta de vehículos cero kilómetro en provincias como La Rioja (57,1 %) y San Luis (60,3 %)
- En la zona Pampeana, que marcó un 44,3 % interanual de incremento promedio de los patentamientos, CABA y La Pampa fueron las provincias más dinámicas, con 52,1 %. En Santa Fé y Córdoba las operaciones subieron en torno al 48 %, mientras que Buenos Aires (40 %) y Entre Ríos (33,3 %) se ubicaron por debajo del promedio
- También por debajo del promedio nacional evolucionaron las operaciones del NEA (35,8 % interanual) y de la Patagonia (34,8 %). En estas regiones, las dos provincias más rezagadas (aunque con guarismos positivos) fueron Formosa (18 %) y Santa Cruz (23,1 %). Las más dinámicas fueron Chaco (55,1 %) y Río Negro (49,7 %)

Selección de Indicadores **34**

Editorial

Alcanzar la meta de déficit fiscal de 2017 exigirá una importante moderación en el gasto en lo que resta del año

- En 2016, se cumplió la meta de déficit primario de 4,6 % del PIB, pero fueron determinantes los ingresos extraordinarios del último trimestre, originados en el Sinceramiento Fiscal. Sin ese aporte, el déficit se habría ubicado en torno a 5,8 % del PIB. En el primer trimestre de 2017, los ingresos fiscales subieron 36,9 % interanual, pero sin computar las multas del blanqueo, el aumento habría sido de 27,3 % interanual. Mientras tanto, el gasto primario subió en enero-febrero a un ritmo interanual de 38,5 %
- Luego de los ingresos extraordinarios, el efecto de segunda ronda del blanqueo es la mayor base imponible. Sin embargo, no existen precisiones para cuantificar su impacto en la recaudación en lo que resta del año. Bajo el supuesto de una evolución de los ingresos tributarios del orden del 30 % interanual de aquí en adelante, para cumplir con la meta de déficit primario (4,2 % del PIB), el gasto primario debería desacelerar a una variación interanual de 25,9 % en lo que resta del año. En caso que el ajuste se concentrara en los subsidios económicos, estas partidas deberían reducirse un 75 % en relación a 2016
- En el desagregado del gasto público se advierte la gran proporción que alcanzan las partidas que son inflexibles a la baja. En 2016, prestaciones sociales y salarios de la Administración Pública representaron el 61,5 % del total de las erogaciones primarias. Las transferencias automáticas a provincias aumentaron a un ritmo interanual de 29 % en el primer trimestre. Sin embargo, 5 puntos porcentuales, aproximadamente, corresponden al acuerdo de restitución progresiva del 15 % que antes se retenía de la masa coparticipable para la Seguridad Social. Sin ese plus, las transferencias habrían subido a un ritmo interanual de sólo el 24 %

Principales números de la política fiscal

Según datos oficiales, el Déficit Primario del Sector Público Nacional correspondiente al mes de febrero presentó un crecimiento del 60,7% respecto de igual mes del año anterior, alcanzando un nivel de 26.747 millones de pesos. Si se considera el resultado acumulado entre enero y febrero, el déficit primario resulta 45,6% superior al de igual

periodo de 2016. Este empeoramiento del resultado primario se da a pesar de la recuperación de los ingresos fiscales, que crecen algo por encima de la inflación, especialmente por efecto del Sinceramiento Fiscal.

El elemento clave a considerar es la evolución del Gasto Primario, que expone un incremento del 39,1% en relación a febrero de 2016 (38,5% i.a. en el bimestre). Esta variación se ve impulsada por el crecimiento tanto del Gasto Corriente (que incluye el pago de jubilaciones, salarios y beneficios sociales) como de Capital (compuesto por las transferencias a provincias para la ejecución de obras de infraestructura y la propia inversión real directa de la Nación).

El año 2016 había concluido con una noticia importante en materia fiscal: el cumplimiento de la meta de déficit primario del Sector Público Nacional (4,6% del PIB). Sin embargo, debe aclararse que este logro sólo fue posible debido a la extraordinaria recaudación proveniente del Sinceramiento Fiscal. Si estos ingresos fueran excluidos, la variable objetivo se hubiera ubicado en torno al 5,8% del PIB.

Así, se expone la magnitud del desafío que enfrenta el Gobierno Nacional: reducir el déficit fiscal gradualmente intentando proteger los ingresos de los sectores más vulnerables de la población. Puede apreciarse que la composición del gasto público nacional impone restricciones para cumplir con los objetivos fiscales. El gasto en Prestaciones Sociales (que incluye jubilaciones, pensiones, asignaciones familiares y otros programas de transferencias de ingresos) representó 48% del gasto primario total en 2016. Es decir que casi la mitad de las erogaciones está dirigida a segmentos de la población a los que el Gobierno desea evitar (o minimizar) el costo del ajuste en las cuentas públicas. Además, los gastos corrientes representaron más del 90% del gasto primario total.

¿Recuperación de los ingresos tributarios?

A la hora de analizar la evolución de los recursos tributarios nacionales, es necesario tener en cuenta los cambios legales introducidos por la actual gestión en el año 2016, dirigidos esencialmente a reducir la presión impositiva sobre las familias y las empresas.

De esta manera, pueden considerarse la eliminación de los derechos de exportación para numerosos productos (maíz, trigo, minerales, productos industriales) y la reducción de 5% en la alícuota para el complejo sojero; la devolución de parte del IVA

a sectores vulnerables; los beneficios de la Ley PyME (eliminación de Ganancia Mínima Presunta, pago a cuenta de Ganancias del Impuesto al Cheque y del 10% de las inversiones realizadas); la rebaja en las alícuotas de Bienes Personales (y la elevación del mínimo no imponible) y la discutida reforma del Impuesto a las Ganancias para la cuarta categoría que incluyó una suba del MNI y la modificación de las escalas.

Así, la recaudación nacional del primer trimestre de de 2017 presenta diversos matices a tener en cuenta. Algunos tributos íntimamente ligados al nivel de actividad económica presentaron una tasa de variación en línea con la inflación interanual. Es el caso del IVA DGI (33,8%) y Créditos y Débitos (35%). Sin embargo, debe advertirse que estos mismos impuestos manifestaron un pobre desempeño en el mes de marzo (22,7% y 24,9% respectivamente). En consecuencia, todavía no se advierte la consolidación de una tendencia que refleje una recuperación de la actividad, desde el punto de vista de las cuentas fiscales. La recaudación proveniente de importaciones, asimismo, crece sólo 16% en el primer trimestre, a comparación de igual periodo en 2016.

En el caso de los aportes y contribuciones a la Seguridad Social (que pueden relacionarse a variables como el nivel de empleo y el salario) el crecimiento en relación al primer trimestre del año pasado es del 36,8% y, si sólo se considera el mes de marzo, la variación resulta del 42%, lo que refleja una variación por encima de los niveles de inflación del periodo.

En lo que refiere al Impuesto a las Ganancias, el bajo incremento interanual de la recaudación trimestral, que sólo lo hace 17,3%, cerca de la mitad del nivel inflacionario del periodo, expone los efectos de la reforma mencionada con anterioridad.

Finalmente, la recaudación tributaria total creció 36,9% en el primer trimestre, pero debe tenerse presente que si no fuera por los ingresos del blanqueo que ocurrieron en el periodo, sólo habría crecido 27,3%, es decir varios puntos porcentuales por debajo de la inflación. Claro está, esto ocurre principalmente por la menor presión impositiva debida a las reformas introducidas en 2016.

Recaudación Nacional – Marzo y 1er trimestre de 2017

	Mar-17		ene-mar 2017	
	En mill. \$	var i.a (%)	En mill. \$	var i.a (%)
IVA Neto	53,406	16.5%	165,074	24.0%
IVA Bruto	55,806	21.4%	170,910	28.0%
IVA DGI	36,603	22.7%	120,940	33.8%
IVA DGA	19,203	19.0%	49,970	16.0%
Devoluciones (-)	2,400	2062.2%	5,836	1770.5%
Reintegros (-)	1,327	-18.4%	4,253	48.1%
Ganancias	32,943	34.7%	111,792	17.1%
Créditos y Débitos	12,360	24.9%	38,140	35.0%
Combustibles	6,757	79.1%	17,465	41.2%
Internos Coparticipados	5,030	79.0%	16,125	76.8%
Otros Impuestos	38,942	833.8%	54,148	533.6%
Exportaciones	6,138	-7.1%	13,313	-11.1%
Importaciones y otros	5,525	14.5%	14,933	19.1%
Seguridad Social	52,521	42.0%	169,193	36.8%
Total	212,295	54.1%	595,930	36.9%
Total excluyendo blanqueo	184,298	33.8%	554,099	27.3%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda

En relación con los resultados del blanqueo de capitales recientemente concluido, se destaca a partir de la información oficial que se exteriorizaron activos por un total de USD 116.800, con una contribución al fisco de \$148.600 millones en concepto de penalidades. A futuro, el legado más relevante del Sinceramiento Fiscal estará dado por la ampliación de la base imponible de Ganancias y Bienes personales debido a la incorporación de bienes declarados, aunque también ello ocurre en el marco de un sendero de reducción impositiva y de exención a contribuyentes cumplidores. También podrá visualizarse un impacto positivo en los flujos que generen dichos activos exteriorizados.

Gasto público expansivo con reordenamiento de prioridades de inversión

En lo que refiere a la ejecución del gasto del Sector Público Nacional, el nuevo Informe Mensual de Ingresos y Gastos (IMIG) permite un análisis más desagregado del destino de los fondos públicos, lo que es una novedad institucional favorable, que se suma a la

recuperación de las estimaciones macroeconómicas realistas en el presupuesto público que se ha destacado en ediciones anteriores.

La primera cuestión a destacar es que el Gobierno mantiene una política fiscal de carácter expansivo: el gasto primario total presenta en el bimestre enero-febrero una variación del 38,5% respecto al mismo período de 2016 (es decir, un incremento en términos reales).

Si se observa más en detalle, el Gasto Social aumenta en una proporción todavía mayor (44,6%) impulsado por las Jubilaciones y Pensiones (44,6%), las Asignaciones Familiares y por Hijo (76,7%) y las Pensiones no contributivas (56,8%). Sin embargo, debe destacarse el bajo crecimiento del rubro Otros Programas, donde están incluidos el Argentina Trabaja y el Progresar (24,8%). El mismo está influido por la caída nominal de febrero (13,8% respecto al mismo mes de 2016). El gasto en remuneraciones del sector público y otras erogaciones de funcionamiento se incrementa a un ritmo similar al de la inflación (33,9%).

Otro elemento que presenta un incremento notable es el de transferencias corrientes a las provincias (247%). Se destacan especialmente las destinadas a Desarrollo Social (710,5%).

Sector Público Nacional - Gasto Primario

En millones de pesos

	ene-feb 16	ene-feb 17	var %
Gastos corrientes primarios	213,618	297,000	39.0%
Prestaciones sociales	122,457	177,062	44.6%
Subsidios económicos	21,124	23,432	10.9%
Gastos de funcionamiento y otros	47,522	63,652	33.9%
Transferencias corrientes a provincias	3,081	10,690	247.0%
Otros gastos corrientes	19,433	22,163	14.0%
Gastos de capital	24,582	32,905	33.9%
Energía	9,789	2,772	-71.7%
Transporte	4,947	7,616	53.9%
Educación	942	1,523	61.6%
Vivienda	2,377	7,761	226.5%
Agua potable y alcantarillado	2,031	2,959	45.7%
Otros	2,096	8,180	290.2%
Fondo Federal Solidario	2,399	2,094	-12.7%
Total Gasto primario	238,199	329,904	38.5%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda

En lo que hace al Gasto de Capital presenta una variación del 33,9%, en línea con la inflación del periodo. Sin embargo, si se excluye el rubro Energía (que cae nominalmente un 71,7%), el crecimiento del resto de los gastos de capital es de 103,7%, motorizado por mayores erogaciones destinadas a los sectores de Vivienda, Educación, Transporte, Agua potable y Alcantarillado, que crecen en términos reales en el primer bimestre. Ello refleja la intención del Gobierno Nacional de impulsar la obra pública en algunos sectores y constituirla en motor de la actividad económica. En este sentido, se destaca el componente Vivienda que muestra el mayor ritmo de crecimiento (226,5%).

Además, se aprecia una mayor transferencia de capital para obra pública a ser realizada por las provincias, que crece 103,4% en el bimestre, y un leve incremento nominal del gasto ejecutado por el nivel nacional, que crece sólo 16,4%, es decir que decrece en términos reales.

En lo que refiere al sector Energía, se observa claramente una retirada de la inversión pública en el sector, tanto en lo que hace a erogaciones de Nación como en Transferencias de capital a provincias. Existe alguna sustitución con capital privado.

Respecto a Transporte, tanto la inversión directa de la Nación como las transferencias a provincias aumentan a un ritmo similar e importante (55,8 y 45,8% respectivamente). Aquí se percibe la ejecución de obras viales en los dos estamentos de gobierno.

En el área de Educación, existe una caída nominal de las transferencias a provincias (53,3%) y un incremento cercano al 8.000% en Nación (la base de comparación se ve afectada por el muy bajo nivel de gasto en 2016).

En Vivienda, las provincias reciben casi \$5.000 millones más que en el primer bimestre de 2016 (193,1%) mientras que en Agua potable y alcantarillado es la Nación quien toma la delantera con un aumento del 61,7% en el gasto.

Por último, se destaca la caída de las transferencias correspondientes al Fondo Federal Solidario debido a la caída en los ingresos tributarios por derechos de exportación.

Sector Público Nacional - Gasto de Capital

En millones de pesos

	ene-feb 16	ene-feb 17	var %
Gasto de Capital	24.582	32.905	33,9%
Energía	9.789	2.772	-71,7%
Nación	9.324	2.439	-73,8%
Transferencias a provincias	466	333	-28,4%
Transporte	4.947	7.616	53,9%
Nación	4.017	6.259	55,8%
Transferencias a provincias	931	1.357	45,8%
Educación	942	1.523	61,6%
Nación	14	1.089	7794,2%
Transferencias a provincias	928	434	-53,3%
Vivienda	2.377	7.761	226,5%
Nación	16	842	5096,3%
Transferencias a provincias	2.361	6.919	193,1%
Agua potable y alcantarillado	2.031	2.959	45,7%
Nación	1.341	2.169	61,7%
Transferencias a provincias	689	789	14,5%
Otros	2.096	8.180	290,2%
Nación	1.728	6.335	266,5%
Transferencias a provincias	368	1.846	401,7%
Fondo Federal Solidario	2.399	2.094	-12,7%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda

Un punto aparte merece la evolución de las transferencias automáticas a provincias. Considerando los pagos en concepto de Coparticipación y Leyes Especiales, se advierte que los mismos aumentan un 29% respecto al primer trimestre del año anterior. Lo que va en línea con lo destacado en materia de recursos tributarios. En este sentido, vale la pena destacar el convenio firmado con los gobernadores en agosto del año pasado para la restitución progresiva del 15% retenido de la masa coparticipable antes retenida para financiar la seguridad social. Para el año 2017 se estipuló la devolución de 6 puntos porcentuales de estos fondos, se estima que los mismos aportaron un 5% al crecimiento de las transferencias automáticas. En otras palabras, de no haberse producido el acuerdo estos giros adicionales a provincias, se habrían incrementado apenas un 24%.

Por último, es importante destacar que las erogaciones por Subsidios Económicos crecen un 10,9% respecto al acumulado bimestral del año pasado. Los aumentos de tarifas en gas y electricidad se ven reflejados en una caída del rubro Energía (-12,2%)

aunque los componentes restantes exhiben una tasa de variación positiva (Transporte crece un 27,7% y Otras funciones un 280,7%).

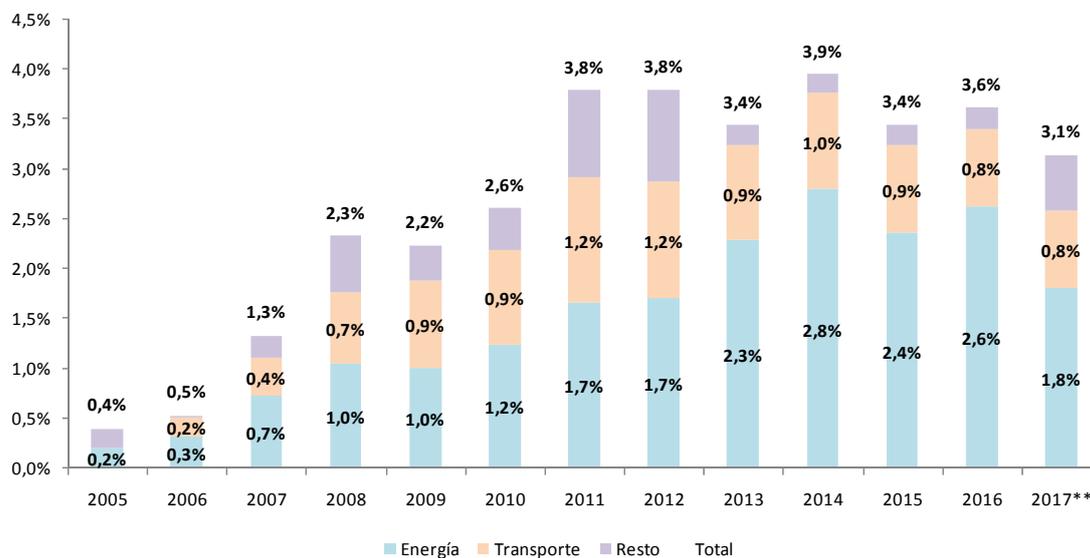
Aquí yace también una de las evidencias de las restricciones que enfrenta la política fiscal. Las transferencias corrientes de carácter económico (subsidijs) han presentado un crecimiento exponencial en el período 2006-2014 (tanto en términos nominales como en relación al PIB) debido a la política de la gestión anterior que consistía en mantener atrasadas las tarifas de los servicios públicos.

Los impedimentos judiciales del año 2016 frustraron la intención del actual Gobierno de producir un recorte significativo en el gasto en subsidijs económicos (fundamentalmente, los dirigidos al sector energético). De hecho, estas transferencias económicas aumentaron un 0,2% en términos del PIB, en el marco de una recesión del 2,3%.

La implementación de un nuevo esquema de reducción gradual de subsidijs empezaría a dar sus frutos desde el punto de vista fiscal. Esto se espera que permita reducir el peso de los subsidijs económicos en medio punto porcentual en relación al PIB como mínimo (considerando un crecimiento de la actividad en torno al 3%), sólo considerando los cambios que ya se perciben en los primeros meses del año, cuando aún se esperan nuevos ajustes en lo que resta del mismo. Este elemento será decisivo para cumplir la meta de Déficit Primario del 4,2% del PIB.

En este marco, debe destacarse que si no fuera por este componente de gasto, para el cual se manifestaron fuertes restricciones políticas para modificarlo, el resultado fiscal mostraría una situación mucho menos compleja.

Evolución de los Subsidios Económicos de la Administración Pública Nacional (%PIB) 2005-2017

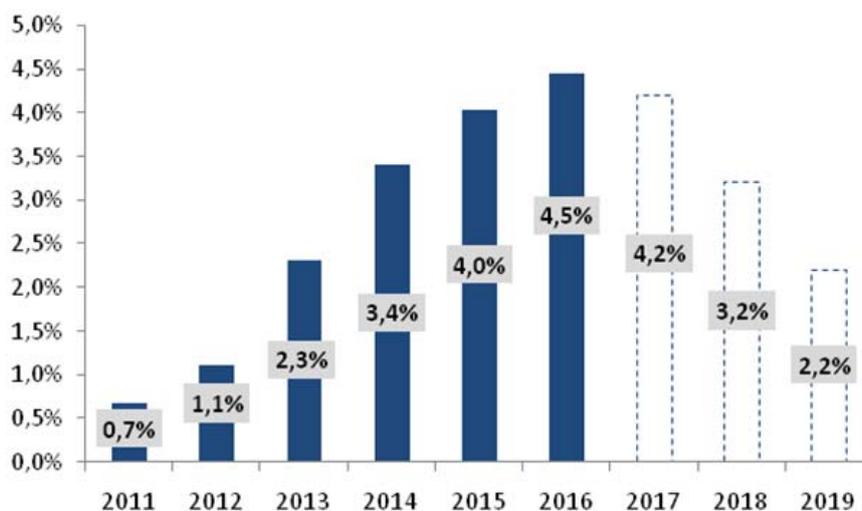


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a ASAP y estimaciones propias. ** Nota: el valor asignado a 2017 constituye una proyección a partir de las cifras evidenciadas en el primer bimestre, siendo probable que se den ajustes adicionales a la política de subsidios en el corriente año.

Déficit fiscal e inflexibilidad del gasto

Como se mencionó al inicio del informe, el Gobierno Nacional cumplió con la meta de Déficit Primario en el año 2016 gracias a los ingresos provenientes del Sinceramiento Fiscal. Teniendo en cuenta que esta situación no se repetirá en 2017 (más allá de que en los primeros meses todavía se perciben algunos efectos en la recaudación), es necesario analizar las alternativas existentes para alcanzar el objetivo fiscal correspondiente a un Déficit Primario de 4,2% del PIB.

Evolución del Déficit Primario del Sector Público Nacional y metas (% PIB)
2011-2019



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda

En este sentido, es necesario examinar detalladamente la composición del principal instrumento que posee el Gobierno en materia fiscal: el Gasto Primario. Quizá la cuestión de mayor relevancia esté dada por el carácter inflexible a la baja de la mayor parte de las erogaciones. Efectivamente, un 33% estuvo explicado por el pago de jubilaciones y pensiones contributivas en 2016. Si a esto se añaden las asignaciones familiares y la AUH (5,5%), las pensiones no contributivas y prestaciones del INSSJP (4,4% cada una) y otros programas de asistencia social (1,5%) se arriba a la conclusión de que el 48% del Gasto Primario está compuesto por prestaciones sociales.

El otro componente fundamental es el de gastos de funcionamiento que significa un 17,5% del Gasto. Esto se explica, básicamente, por la importancia del pago de salarios de la administración pública (13,5%). La suma de estos dos rubros indica que el 61,5% de las erogaciones primarias durante 2016 estuvieron constituidas por elementos típicamente inflexibles a la baja como beneficios asistenciales y gasto en personal. Esta situación restringe seriamente la capacidad del Gobierno para realizar ajustes destinados al cumplimiento de la meta fiscal.

Por otro lado, el Gasto de Capital apenas representó el 9% del total. Los componentes más importantes fueron Transporte (2,1%), Energía (1,6%) y Vivienda (1,4%).

Sector Público Nacional - Composición del Gasto Primario en 2016 y primer bimestre de 2017 (%)

	2016	ene-feb 2017
Gastos corrientes primarios	90.8%	90.0%
Prestaciones sociales	48.4%	53.7%
Subsidios económicos	14.8%	7.1%
Gastos de funcionamiento y otros	17.5%	19.3%
Transferencias corrientes a provincias	3.7%	3.2%
Otros gastos corrientes	6.3%	6.7%
Gastos de capital	9.2%	10.0%
Energía	1.6%	0.8%
Transporte	2.1%	2.3%
Educación	0.3%	0.5%
Vivienda	1.4%	2.4%
Agua potable y alcantarillado	0.8%	0.9%
Otros	2.1%	2.5%
Fondo Federal Solidario	1.0%	0.6%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda

Si bien es prematuro, la ejecución presupuestaria del bimestre enero-febrero permite avizorar alguna tendencia en la posible evolución de la composición del Gasto para 2017.

Claramente, las Prestaciones Sociales continúan siendo una apuesta fuerte del Gobierno. De hecho, su participación supera holgadamente la mitad del gasto (53,7%), teniendo en cuenta que existe una porción de gastos extraordinarios generados por la Reparación Histórica, pero también esta política provoca un incremento permanente del gasto en jubilaciones, en atención a los aumentos que deben aplicarse y que antes no se aplicaban. Nuevamente, las Jubilaciones y Pensiones constituyen el principal factor explicativo (37,4%).

La baja nominal en Subsidios Económicos se ve reflejada en una caída en su participación porcentual del 14,8 al 7,1% respecto al total del año anterior.

Respecto a los otros componentes del gasto corriente, se observa que las transferencias a provincias mantienen su participación en el gasto (en torno al 3%) al igual que las erogaciones salariales (entre 15 y 16%).

En lo que refiere a las transferencias de capital, puede apreciarse otra de las grandes apuestas del Gobierno para el año 2017: la obra pública. El Gasto en Capital aumenta

levemente su participación en el total, algunos rubros se incrementan de manera importante. Por ejemplo, Vivienda pasa a representar un 2,4% del gasto primario total.

Los desafíos para alcanzar la meta de resultado fiscal que se ha establecido para el 2017 se pueden sintetizar en los siguientes escenarios, a la luz de la evolución de las principales variables fiscales que están en juego:

1. Si los ingresos crecieran el resto del año como en el primer trimestre y los gastos primarios como en el primer bimestre (se disponen datos de ingresos de tres primeros meses y de gasto dos primeros meses), el déficit primario alcanzaría alrededor de \$523.000 millones, equivalente a 5,3% del PIB, tomando como base una estimación del PIB basada en el incremento esperado en precios y cantidades según REM-BCRA, superando la meta oficial de déficit de 4,2%.
2. Si los ingresos crecieran menos que lo que lo hicieron en el primer trimestre (30%, por ejemplo, que surge del crecimiento de los ingresos netos del blanqueo más el efecto del impacto ya evidenciado del sinceramiento fiscal), lo que supone que los efectos del blanqueo ya no serían tan fuertes, y el gasto crece como en el primer bimestre, el déficit primario superaría los \$636.000 millones y equivaldría a 6,4% del PBI.
3. Partiendo de este segundo escenario, si los ingresos crecieran como ha sido planteado, para cumplir con la meta prevista para el año los gastos primarios deberían crecer sólo 25,9% en los últimos 10 meses de 2017, lo que implica un gran desafío en año electoral.
4. Nuevamente, si se parte del segundo escenario, suponiendo que el ajuste requerido en los gastos fuera compensado completamente por reducción de subsidios económicos, el gasto total en subsidios tendría que reducirse 75% respecto de lo que fue en 2016. Se trataría de una meta muy exigente, teniendo en cuenta que en el primer bimestre del año se incrementó en 10,9% la cuenta total de subsidios; sólo en el caso de los correspondientes a Energía tuvieron una reducción 12,2%, mientras que los correspondientes a Transporte se incrementaron 27,7%.

Escenarios de referencia

1)	<p><i>Como primeros meses 2017</i> Ingresos primarios: 36,9% Gastos primarios: 38,5% Déficit fiscal primario sin rentas: -5,3%</p>
2)	<p><i>Corrección del efecto del blanqueo resto del año en ingresos</i> Ingresos primarios: 29,9% Gastos primarios: 38,5% Déficit fiscal primario sin rentas: -6,4%</p>
3)	<p><i>Ajuste global en gasto total primario (parte desde escenario 2)</i> Ingresos primarios: 29,9% Gastos primarios resto del año: 25,9% Déficit fiscal primario sin rentas: -4,2%</p>
4)	<p><i>Ajuste sólo en gasto en subsidios económicos (parte desde escenario 2)</i> Ingresos primarios: 29,9% Gastos primarios todo el año: 27,4% Gasto en subsidios económicos (Energía, Transporte y otros): -75% Déficit fiscal primario sin rentas: -4,2%</p>

En última instancia, también existe la posibilidad que el PBI crezca un poco más de lo previsto hasta el momento, o que el blanqueo efectivamente siga impactando en la recaudación este año y que con ello la meta fiscal se pueda alcanzar con menores esfuerzos requeridos en el gasto, pero a todas luces existe un desafío fiscal muy importante para este año.

En Foco 1

En 2017, la salida de la recesión luce bastante más consistente que lo ocurrido en 2015

- En el primer trimestre de 2017 se afirman guarismos positivos, caso de las ventas de cemento que suben 6,1% interanual (marzo: 15,5%), el patentamiento de Cero KM, que lo hace 41,8% (marzo: 36,3%) y las escrituras de CABA un 53,8%. Por otro lado, los indicadores de confianza, la recaudación real y las exportaciones a Brasil todavía tienen un comportamiento más débil
- Otros indicadores muestran rezago en la recuperación, como efecto de la “inflación correctiva” de 2016, destinada a enmendar el desorden de precios relativos con que llegó la economía a fin de 2015. Es el caso de la recaudación en términos reales de impuestos asociados al nivel de actividad, que cae 1% interanual en el primer trimestre. Sin embargo, la desaceleración de la inflación que se espera después de abril habrá de impactar positivamente en este tipo de indicadores
- El Índice de Evolución del Empleo de febrero tuvo una variación positiva del 0,2% con respecto al mes anterior. Asimismo, según el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), en enero hubo 11.483 trabajadores incorporados al empleo formal, saldo positivo que ya acumula siete meses consecutivos. Por su parte, la recaudación de impuestos asociados al empleo y los salarios subió 4,3% interanual en el primer trimestre, en términos reales

Si bien falta computar algunas cifras, los datos del nivel de actividad de marzo cierran un primer trimestre que parece mostrar una consistente salida de la recesión. Es el caso de los patentamientos de 0 KM (+41,8%); los despachos de cemento (+6,1%), las exportaciones a Brasil (+10,4%) y las escrituras en CABA (53,8%). Estos datos contrastan con lo experimentado en el primer trimestre de 2015 (luego de la recesión de 2014) cuando, por ejemplo, los patentamientos caían 26,7%, las exportaciones lo hacían a un ritmo de 17,9% y las escrituras mostraban una merma de 2,2% interanual.

De los indicadores seleccionados, hay dos más asociados al consumo interno, donde la comparación con 2015 todavía muestra cierta ventaja en la salida de la recesión de ese

año respecto a lo que ocurre actualmente. Es el caso de la recaudación real asociada al consumo interno, donde en este primer trimestre cae 1% interanual, mientras que en el 2015 subía 0,4%, y también el de la recaudación asociada al mercado laboral, donde ambas se sitúan en terreno positivo (5,5% y 4,3% interanual para 2015 y 2017 respectivamente). Sin embargo, en estos dos casos, todavía influye negativamente la inflación correctiva de 2016, destinada a acomodar los precios relativos y acercarlos más al set de precios internacional. De aquí en adelante, esperamos que la fuerte desaceleración de la inflación que prevemos para después de abril, habrá de mejorar esos guarismos y diferenciarlos de lo ocurrido en 2015.

Primeros trimestres en años post recesión		
	Variación interanual (%)	
	I 2015	I 2017
Recaudacion real asociada al consumo interno	0,4	-1,0
Recaudacion real asociada al mercado laboral	5,5	4,3
Cemento	6,7	6,1
Patentamientos	-26,7	41,8
Escrituras	-2,2	53,8
Exportaciones a Brasil	-17,9	10,4

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP, AFCP, DNRPA, Colegio de Escribanos y MCEB

Dejando atrás la comparación con el primer trimestre de 2015, vemos que las ventas de gasoil profundizan su situación en terreno negativo, pasando de una merma de 1,4% interanual en enero, a marcar 6,5% en febrero. En línea con esto, la producción industrial, según OJF, profundizó su caída en febrero.

En línea con estos comportamientos mixtos, los índices de confianza que releva la UTDT muestran divergencia. En particular, la confianza del consumidor aumenta en marzo, aunque esto se ve equilibrado por una baja en la confianza del gobierno.

Como dato alentador, según el Ministerio de Trabajo, el Índice de Evolución del Empleo para el mes de febrero de 2017 tuvo una variación positiva del 0,2% con respecto al mes anterior, siendo la tasa de entrada (2,2%) superior a la tasa de salida (2,0%). En línea con esto, en el primer mes del año creció el empleo asalariado registrado: según el Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), en enero hubo 11.483 trabajadores incorporados al empleo formal, siendo el séptimo mes consecutivo en alza.

También, según INTA, el sector rural empezó con el pie derecho. En el primer trimestre de 2017 creció 42,5% interanual la venta de maquinaria agrícola

Indicadores de actividad

Variación interanual (%)

	2016 I	2016 II	2016 III	2016 IV	2017 I	ene-17	feb-17	mar-17
Confianza Consumidor UTDT (índice)	49,3	42,9	43,9	44,8	42,0	44,5	40,7	41,0
Situación Personal (índice)	54,4	46,7	46,9	47,4	46,0	47,8	44,6	45,6
Situación Macro (índice)	65,9	61,0	61,6	59,8	55,1	57,1	54,0	54,2
Confianza en el Gobierno UTDT (índice)	3,0	2,65	2,60	2,55	2,38	2,46	2,35	2,32
Recaudación Real asociada al Consumo Interno	0,0	-1,2	-5,8	-4,8	-1,0	-1,5	-0,1	-1,4
Índice General de Actividad (OJF)	0,96	-4,1	-4,9	-2,7		-1,50	s/d	s/d
Índice de Producción Industrial (OJF)	3,0	-6,7	-6,9	-3,7		-3,8	-8,1	s/d
Patentamientos	0,70	9,50	10,1	13,0	41,8	64,3	19,2	36,3
Producción de Autos	-20,5	-12,9	-15,9	-0,8		50,5	-29,7	
Ventas de Gasoil*	0,0	2,3	-1,0	-3,0		-1,4	-6,5	s/d
Despacho de Cemento	-9,1	-19,2	-8,8	-5,6	6,1	2,4	-0,3	15,5
Índice Construya	-3,6	-18,9	-18,4	-17,7		-6,9	-6,7	s/d
Escrituras en CABA	13,8	13,8	13,6	35,1		80,5	57,0	s/d
Exportaciones a Brasil	-27,9	-20,2	-3,4	9,3	10,4	39,7	3,2	-1,2
Importaciones desde Brasil	-0,3	1,9	2,4	16,3	25,6	25,4	s/d	32,5

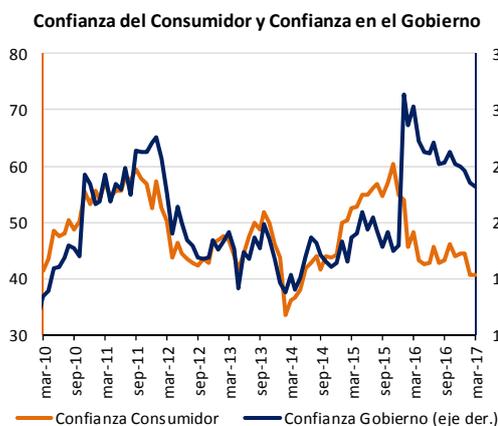
Fuente: IERAL en base a UTDT, CCR, OJF, ADEFA, DNRPA, AFCEP, INDEC, Mecon, MDIC Brasil, ADIMRA, Grupo Construya, IERIC, Min. de comercio exterior de Brasil, Colegio de escribanos de CABA, Min. De Energía y datos de mercado

Índices de Confianza

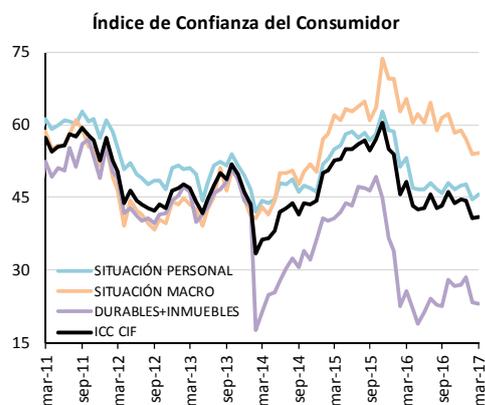
El índice de confianza del consumidor (ICC) calculado por el Centro de Investigación en Finanzas de la UTDT registra una suba de 0,3 puntos respecto a febrero 0,7% mensual), aunque en la comparación interanual, el índice cae 15%.

En particular, en marzo el subíndice Situación Personal sube 1 punto y el de Situación Macroeconómica lo hace en 0,2 puntos, siempre respecto al mes anterior. Por otro lado, el de Durables e Inmuebles cae 0,4 puntos.

De otra manera y compensando la suba de la confianza del consumidor, el Índice de Confianza en el Gobierno (ICG) marcó en marzo un valor de 2,32, siendo el punto más bajo de la gestión Macri y representando la quinta caída intermensual consecutiva del indicador, que compara con el 2,35 anotado en febrero pasado.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UTDT



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UTDT

Recaudación

La recaudación de marzo captó el exitoso blanqueo de capitales que totalizó US\$ 116,8 mil millones. De esa suma exteriorizada, se obtuvo una cifra equivalente a 1,8% del PBI, distribuido entre la última parte del 2016 y el primer trimestre de 2017. Cabe destacar que el blanqueo está ayudando a la transición y, pese a que estos activos no sean aplicados de forma significativa al país, algunos de los efectos probablemente estén detrás de los buenos números de escrituras y patentamientos.

Ahora bien, al observar la evolución de un consolidado de impuestos relacionados al nivel de actividad y el nivel de precios (excluido el "efecto blanqueo"), se tiene un proxy real de las variables asociadas al mercado interno aunque con el rezago propio de esta operatoria. Considerando los datos del segundo mes del año de IVA, Aranceles a las importaciones, Combustibles, Créditos/Débitos y Aportes y Contribuciones, se tiene para el mes de marzo de 2017 una suba nominal de 28,4% que se sitúa por debajo de la inflación interanual (30,2%), por lo que vuelve a registrar una leve caída en términos reales (-1,4%). Este comportamiento de marzo proviene de una profunda caída en octubre (-8,7%) mientras que, en los meses subsiguientes, según se observa en el cuadro adjunto, se evidenciaron ciertos signos de recuperación provocando sucesivas desaceleraciones en la caída de la recaudación real.

Recaudacion Real asociada al Nivel de Actividad Interna*

abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	ene-17	feb-17	mar-17
2,4%	-2,5%	-3,3%	-8,6%	-6,0%	-2,9%	-8,7%	-3,2%	-2,5%	-1,5%	-0,1%	-1,4%

*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes.

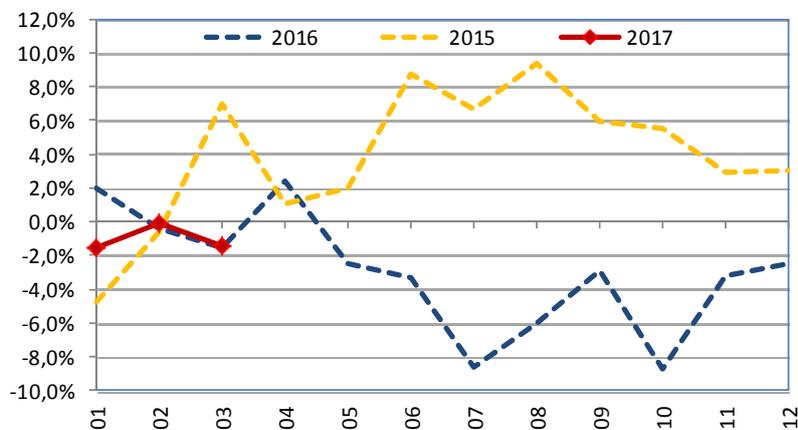
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

Para pasar a términos reales se utilizan los IPC que relevan la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Córdoba y San Luis, ponderando 44%, 34% y 22% respectivamente. Estas ponderaciones se utilizan de acuerdo a la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares (ENGHo), tomando como referencia la distribución del gasto por regiones.

Se elige esta fórmula, replicando la metodología del Banco Central, con el fin de obtener la mayor representatividad nacional en cuanto al nivel de precios: el índice de la ciudad de buenos aires capta de forma plena los aumentos de tarifas, a diferencia del resto del país.

$$\text{Proxy Real} = \left[\frac{(1 + \text{Var a. a Consolidado de Impuestos})}{[0,44 * (1 + \text{Var a. a IPC CABA}) + 0,34 * (1 + \text{Var a. a IPC Cba}) + 0,22 * (1 + \text{Var a. a IPC SL})]} \right] - 1$$

Consolidado de impuestos asociados al nivel de actividad interna*
Variación Interanual real



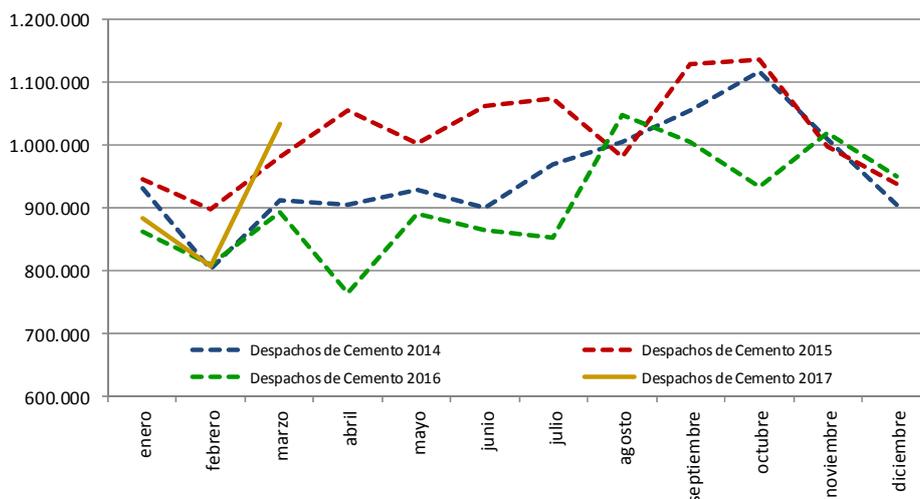
*Incluye IVA, aranceles a las M, Combustibles, Créditos y Débitos y Aportes.
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFIP

Construcción

En el mes de marzo, los despachos de cemento totales anotaron un notable repunte (+15,5% interanual), cifra que se incrementa a 16% si se tiene en cuenta solamente el consumo interno.

Si bien no se disponen de datos según envase para marzo, en los últimos cuatro meses el despacho a granel viene creciendo a un ritmo promedio de 10,7% interanual, justamente, en respuesta a la obra pública.

Despachos de Cemento - Toneladas mensuales



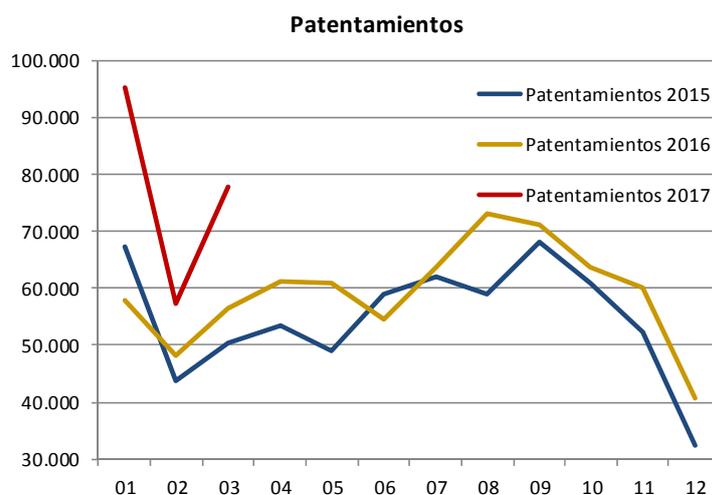
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP

Por otro lado, según el Colegio de Escribanos de la CABA, la cantidad de actos de compraventa de inmuebles en la capital federal se expandió 57% interanual en febrero, al sumar 3012 registros por un monto total de \$7657,9 millones.

Cabe destacar que en febrero las escrituras con hipoteca bancaria registraron un crecimiento del 165% respecto a las registradas un año antes, representando el 23% del total de compraventas.

Patentamientos

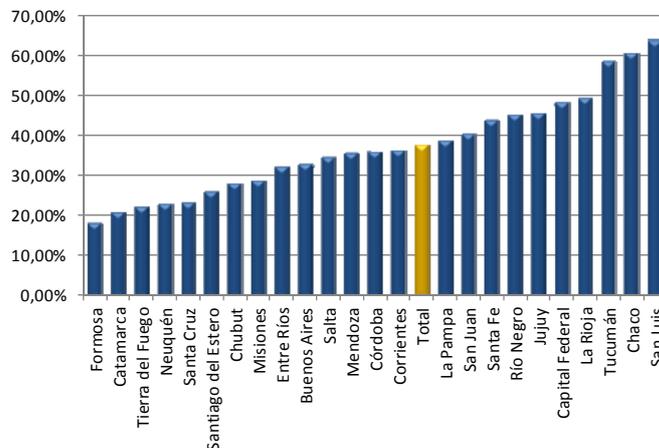
En el mes de marzo, el patentamiento de autos 0 KM volvió a expandirse, anotando una suba de 36,3% interanual, tras el pico de enero (64,3%) y el 19,2% anotado en el mes pasado. Con este último computo, la venta de vehículos acumula nueve meses en alza, consecuencia de los nuevos planes de financiamiento y, sobre todo, el blanqueo de capitales promovido por el gobierno, que finalizó marzo, como también sucedió con la compra venta de inmuebles.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNRPA

Al analizar el desagregado por provincias se puede observar que todas han anotado guarismos interanuales de 18% en adelante, teniendo máximos en San Luis, Chaco, Tucumán y La Rioja (64,2%, 61%, 59% y 50%), mientras que Formosa, Catamarca, Tierra del Fuego, Neuquén y Santa Cruz anotaron variaciones más moderadas aunque significativas (18,4%, 20,9%, 22,3%, 23,2% y 23,3% respectivamente). Cabe señalar que de las cinco mejores provincias, cuatro son del interior profundo, mientras que de las que presentaron bajos guarismos, todavía algunas sobrellevan problemas fiscales.

Patentamiento por Provincia
Variación Interanual de Marzo

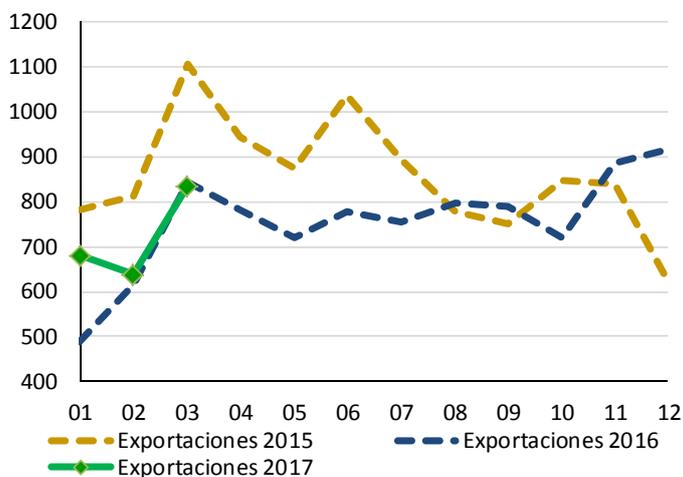


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNRPA

Comercio con Brasil

Los datos del intercambio con Brasil concernientes al nivel de actividad económica fueron malos en marzo, afectados por la lenta salida de la recesión del país vecino. En particular, las exportaciones al país vecino fueron de US\$ 835 millones, anotando una caída interanual de 1,2%, guarismo que compara con expansiones por encima del 40% interanual en diciembre y enero pasado. Observando el gráfico adjunto se puede afirmar que, en promedio, las exportaciones de 2017 se situaron por encima de los niveles anotados en 2016, pero todavía bastante por debajo de las exportaciones de 2015.

Exportaciones a Brasil
en millones de US\$ FOB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC Brasil

En Foco 2

Las empresas petroleras intentan dejar atrás el peor año de balances en mucho tiempo

- El año 2016 se muestra como el de peor resultado para las petroleras locales que remiten balances a la Bolsa de Buenos Aires
- Los costos de venta representaron el año pasado el 80% del total facturado, para un panel fijo de tres empresas hidrocarburíferas locales
- Por su parte, tanto el resultado operativo como la rentabilidad pasaron a terreno negativo en 2016, medidos en términos de la facturación agregada: -5,5% y -9,4%, respectivamente

El 2016 fue un año complejo para las empresas petroleras. Se conjugaron, entre otros, dos factores negativos de peso: precios internacionales bajos e impacto de la devaluación sobre el endeudamiento en dólares. Si bien el desafío por delante es enorme, para 2017 la estabilidad del tipo de cambio durante este periodo podría mejorar el panorama financiero a futuro y, desde el punto de vista productivo, los acuerdos de productividad firmados con algunos gremios del sector, junto con las nuevas reglas de juego para el precio del gas en Vaca Muerta, podrían ayudar a comenzar a revertir esta situación.

La contracción de las ventas, la baja en el precio del crudo y el incremento de los costos en 2016, resultaron en pérdidas para las firmas del sector. En este contexto, los titulares de las principales empresas petroleras locales esperan que la posibilidad de un nuevo marco regulatorio y laboral en 2017, se traduzca en mayor previsibilidad para que se ejecuten las inversiones de largo plazo necesarias para volver a ser exportadores netos en este área. En este sentido, reglas de juego claras y estables en el tiempo dan acceso a mayores posibilidades de inversión y acuerdos con socios que permitan reactivar el sector.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos de mercado

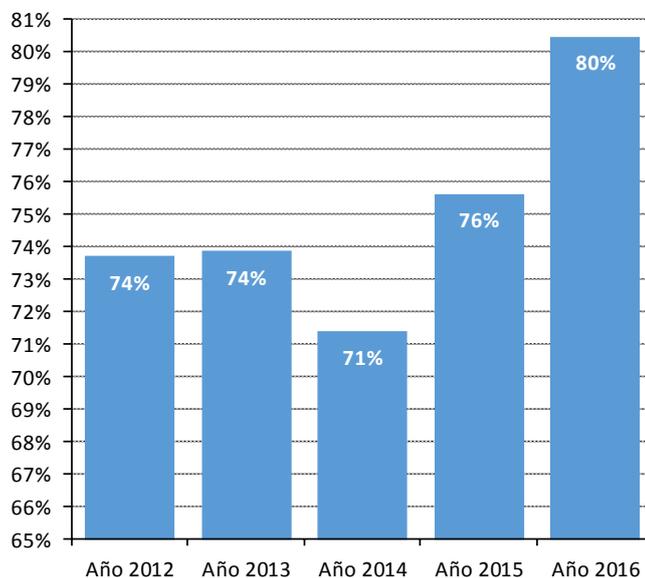
Como refleja el grafico de más arriba, el precio internacional del barril de petróleo pasó de moverse entre US\$ 80 y US\$110 entre 2012 y 2014, para luego fluctuar dentro de un andarivel entre US\$ 30 y US\$ 55.

En este contexto, los resultados agregados de los balances remitidos a la Bolsa por parte de tres empresas petroleras locales de primera línea, mostraron su peor cara en 2016.

Por un lado, la facturación agregada de este panel fijo de firmas creció solo 22,8% a/a en 2016, muy por debajo del incremento en el nivel de precios. Por el otro, los costos de venta crecieron 30,7% a/a el año pasado. De esta forma, el cociente entre los costos de venta y el nivel de facturación marco un pico en 2016. Como muestra el gráfico de más abajo, el cociente paso de 74% en 2012 y 2013 a 71% en 2014 y 76% en 2015. Sin embargo, el año pasado alcanzó 80%, el nivel más alto de la serie.

Ratio Costo de Ventas / Facturacion

balance consolidado de empresas del sector hidrocarburifero

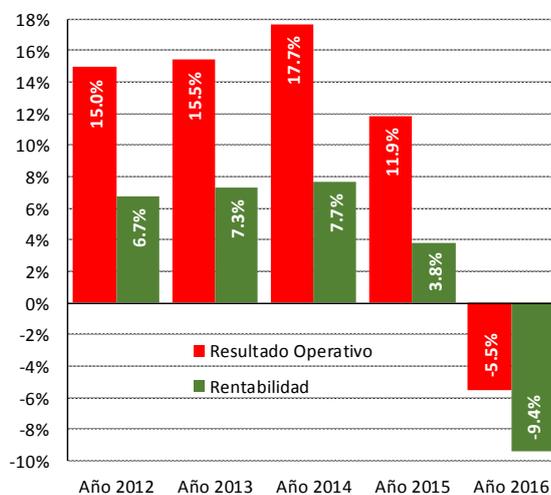


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos Bolsar

En este contexto, los indicadores de rentabilidad para este conjunto de empresas reflejan un cambio de signo rotundo, pasando de positivo a negativo en 2016. Por un lado, el cociente entre resultado operativo y facturación pasó de estar por encima de 7% en 2013 y 2014, para recortar hasta 3.8% en 2015 y pasar a terreno negativo el año pasado (-5,5%). Por su parte, la rentabilidad medida en terminas de la facturación tuvo un comportamiento similar: pasó de estar encima de 15% en 2012,2013 y 2014; para luego recortar su margen a 11,9% en 2015 y pasar a terreno negativo en 2016 (-9,4%).

Ratio Resultado Operativo / Facturacion

balance consolidado de empresas del sector hidrocarburifero



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos Bolsar

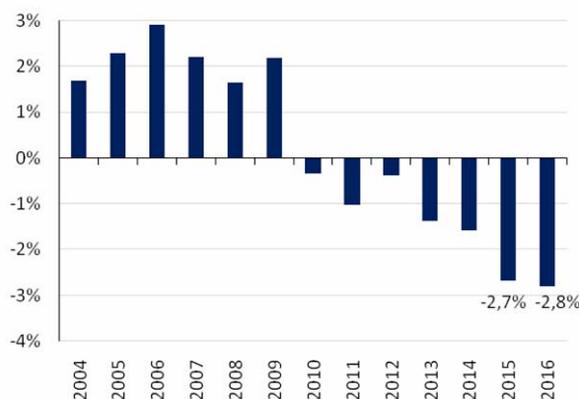
En Foco 3

Balance de Pagos: el déficit de la cuenta corriente de 2016 (2,8% del PIB) fue similar al de 2015, pero cambió totalmente la forma en que fue financiado

- En 2015 el déficit de cuenta corriente se financió con Reservas Internacionales, lo que provocó una salida de divisas de 7.380 millones de dólares en el cuarto trimestre. En cambio, en igual período de 2016 se observó ingresos de capitales en 13.618 millones, lo que permitió un aumento de las Reservas en 9.739 millones
- En el cuarto trimestre de 2016 el ingreso de divisas por la venta de bienes alcanzó los 670 millones de dólares, guarismo que compara con el rojo de 1.131 millones de igual período de 2015. A la inversa, la cuenta de Servicios amplió el déficit, de 2.914 millones de dólares en el último trimestre de 2015 a 3.500 millones en igual período de 2016
- La macroeconomía argentina se enfrenta a un problema, ya que con una tasa de inversión de solo 19% del PIB, el déficit de cuenta corriente se acerca a los 3 puntos del PIB. La pregunta es: ¿Hasta dónde puede ampliarse el financiamiento externo para contribuir al crecimiento de la inversión?

En 2015 y 2016, el déficit de cuenta corriente del Balance de Pagos se ubicó en un andarivel cercano a los 3 puntos del PIB. Para poder sostener este déficit, Argentina recurrió a sus reservas externas en 2015 (que cayeron en forma significativa) y al endeudamiento en 2016.

Cuenta Corriente como % del PIB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda

En el cuarto trimestre de 2016, la cuenta corriente anotó un déficit de US\$ 4,4 mil millones que compara con un rojo de US\$ 4,9 mil millones en igual periodo de 2015. Pese a la similitud de estos guarismos, la diferencia estuvo en la forma en que fueron financiados: en el cuarto trimestre de 2015 no hubo entrada de capitales, sino salida, ya que la cuenta capital y financiera del Balance de Pagos fue negativa en 2.449 millones de dólares. Todo el peso del financiamiento de estos flujos negativos recayó en las reservas del BCRA, que cayeron 7.380 millones en ese período.

En cambio, el déficit de cuenta corriente del cuarto trimestre de 2016 (US\$ 4.400 millones) fue sobre cubierto por una cuenta capital y financiera que arrojó un saldo positivo de 13.618 millones, derivándose ese excedente a incrementar las reservas del Banco Central en 9.739 millones de dólares.

Es importante destacar que para ambos años, la tasa de la inversión fue del 19% del PIB. Este no es un dato favorable, ya que la inversión necesita ampliarse en forma significativa, pero el financiamiento externo del país ya llevó el déficit de cuenta corriente a un guarismo cercano a los 3 puntos del PIB. ¿Cuánto más de déficit será posible financiar para expandir la inversión?

Al desagregar el déficit Cuenta Corriente, se ve que este rojo se explica principalmente por la cuenta Rentas (US\$ -3,5 mil millones), que compara con -2,9 mil millones en 2015. Por su parte, la balanza comercial de bienes marcó un superávit de US\$ 670 millones, teniendo exportaciones que crecen 13,6% interanual en el cuarto trimestre e importaciones que caen 0,9% interanual. Este saldo positivo fue contrarrestado por el rojo de la cuenta Servicios de US\$ 1,5 mil millones, que se duplicó respecto de igual

periodo de 2015, fenómeno explicado principalmente por un aumento en los viajes al exterior.

Balanza de Pagos

Millones de US\$

	2015 IV	2016 IV	Diferencia
Cuenta Corriente	-4.934	-4.400	534
Mercancías	-1.131	670	1.801
Servicios	-755	-1.539	-785
Rentas	-2.914	-3.500	-586
Cuenta Capital y Financiera	-2.449	13.618	16.067
Sector Bancario / BCRA	380	-4.367	-4.747
Público No Financiero	-3.746	13.556	17.302
Privado No Financiero	1.384	6.743	5.360
Errores y Omisiones	3	521	518
Variación de Reservas	-7.380	9.739	17.119

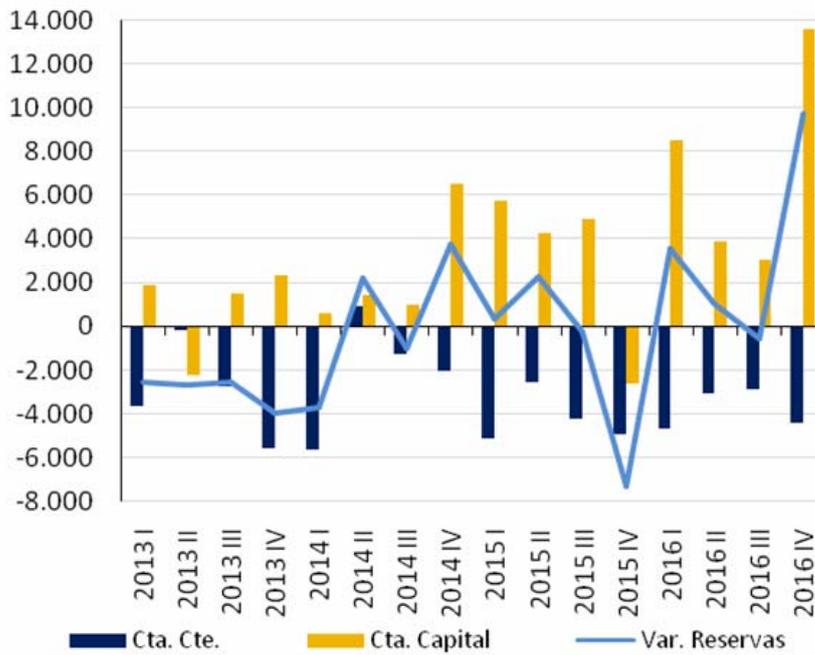
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Por otro lado, el superávit de la Cuenta Capital y Financiera de US\$ 13,6 mil millones fue explicado por ingresos del sector público no financiero en US\$ 13,5 mil millones, junto con un flujo positivo de 6,7 mil millones de dólares del SPNF y por su parte, egresos netos del sector bancario de US\$ 4,4 mil millones.

Como resumen de todos estos movimientos, las reservas internacionales acumularon un total de 9,7 mil millones de dólares en el último trimestre de 2016, mientras que en igual período del 2015, hubo un flujo negativo de 7,4 mil millones.

Balanza de Pagos

En millones de US\$



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

En Foco 4

El dato regional de la semana: Por cada 10 autos nuevos vendidos en el primer trimestre de 2016, en 2017 se patentaron 14

- El NOA y Cuyo lideran el ranking, con variaciones interanuales de 48,8 % y 48,1 %, respectivamente. En esas regiones, se destaca el avance de la venta de vehículos cero kilómetro en provincias como La Rioja (57,1 %) y San Luis (60,3 %)
- En la zona Pampeana, que marcó un 44,3 % interanual de incremento promedio de los patentamientos, CABA y La Pampa fueron las provincias más dinámicas, con 52,1 %. En Santa Fé y Córdoba las operaciones subieron en torno al 48 %, mientras que Buenos Aires (40 %) y Entre Ríos (33,3 %) se ubicaron por debajo del promedio
- También por debajo del promedio nacional evolucionaron las operaciones del NEA (35,8 % interanual) y de la Patagonia (34,8 %). En estas regiones, las dos provincias más rezagadas (aunque con guarismos positivos) fueron Formosa (18 %) y Santa Cruz (23,1 %). Las más dinámicas fueron Chaco (55,1 %) y Río Negro (49,7 %)

El patentamiento de autos cero kilómetro acumula en los primeros tres meses de 2017 232.213 unidades, un 42,9% más que lo registrado para el igual período de 2016, según los datos publicados por la Dirección Nacional de Registro de la Propiedad Automotor. En esta línea, el cierre del mes de marzo del corriente denota una gran mejora respecto del mismo mes de 2016. Con un total de 77.777 unidades cero kilómetro vendidas y registradas, el total del país presenta una suba interanual del 37,8% para el mes de marzo de 2017.

Al observar los resultados acumulados al mes de marzo de 2017 contra lo obtenido en 2016 se observan grandes subas interanuales en todas las provincias en un promedio de 41%, con un rango de variación entre el mínimo 18% (Formosa) y el máximo 60% (San Luis).

En particular, se destacan las regiones del **Noroeste** y **Cuyo**, con variaciones interanuales del 48,8% y 48,1%, respectivamente, resaltando el comportamiento de La Rioja (+571%), y la ya mencionada provincia de San Luis (+60,3%).

La región **Pampeana** sigue en ranking de las variaciones interanuales, con una equivalente al 44,3%, y con un destacado aumento en la provincia de La Pampa y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (+52,1% para ambas). Córdoba y Santa Fe no se quedan atrás mostrando variaciones del 47,9% y 47,2% respectivamente, con respecto al primer trimestre del año 2016.

Por su parte, la región del **Noreste** del país mostró un crecimiento del 35,8% acumulada para el mes en cuestión. En ella cabe destacar el comportamiento del Chaco con una subida interanual del 55,1%.

Finalmente, la región **Patagónica**, con un total de 19.047 unidades cero kilómetros vendidas, se ubica en el último puesto del ranking aunque con una variación interanual igualmente elevada del 34,8%. La provincia de Río Negro se resalta dentro de la región con un aumento interanual del 49,7% para el primer trimestre del año 2017.

Patentamiento de autos. Acumulado Enero – Marzo 2017

Unidades y variación interanual.

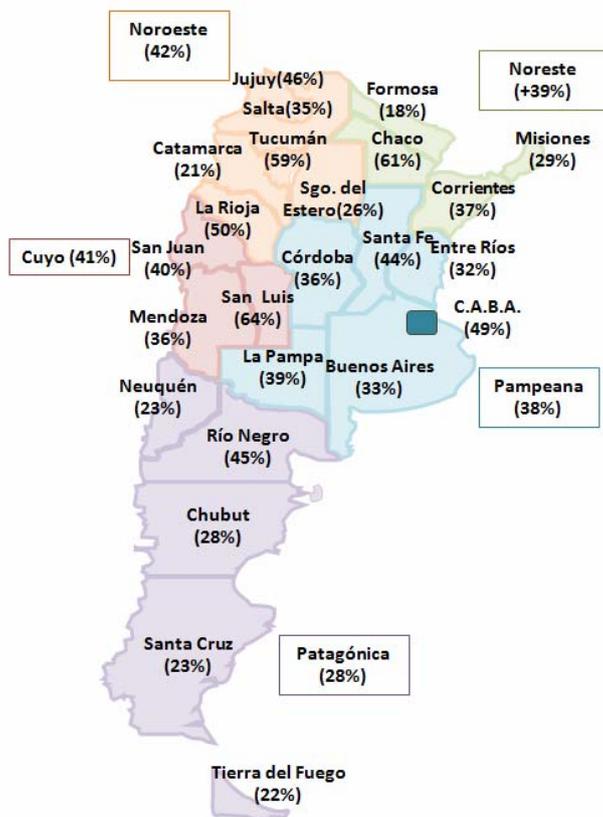
Total País	232.213	42,9%	Cuyo	13.869	48,1%
No roeste	55.334	48,8%	Mendoza	8.850	45,9%
Santiago del Estero	2.944	36,0%	San Luis	2.555	60,3%
La Rioja	1.540	57,1%	San Juan	2.464	44,4%
Catamarca	1.980	29,0%	Noreste	16.702	35,8%
Tucumán	7.080	45,1%	Misiones	3.840	31,8%
Salta	6.039	42,4%	Formosa	2.244	18,0%
Jujuy	3.524	44,8%	Chaco	5.673	55,1%
Pampeana	159.488	44,3%	Corrientes	4.945	29,1%
Córdoba	23.175	47,9%	Patagónica	19.047	34,8%
Entre Ríos	6.227	33,3%	Santa Cruz	2.744	23,1%
La Pampa	2.717	52,1%	Neuquén	5.237	36,6%
Santa Fe	19.342	47,2%	Chubut	4.883	31,3%
CABA	34.207	52,1%	Tierra del Fuego	2.246	30,7%
Buenos Aires	73.820	40,0%	Río Negro	3.937	49,7%

Fuente: IERAL en base a DNRPA

En el mes de marzo de 2017, el comportamiento de las provincias argentinas fue muy similar. Todas ellas mostraron variaciones interanuales positivas para dicho período que, en promedio representó un 37%, con rango de variación entre el mínimo 18,4% (Formosa) y el máximo 64,2% (San Luis).

Patentamiento de autos. Marzo de 2017

Variación Interanual



Es así que se ve un aumento significativo en las ventas de automóviles 0km en todas las regiones argentinas que, como se muestra en el mapa a continuación, la región del **Noroeste** argentino (+42%) vuelve a ocupar el primer lugar en el ranking y la región **Patagónica** (28%), el último.

Las provincias más destacadas por su aumento interanual con respecto al mes de marzo del año 2016, fueron: San Luis (64%), Chaco (61%), Tucumán (59%), La Rioja (50%) y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (49%).

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **	
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2016 IV	689.988,8	0,5%	-2,1%	-2,3%	
PIB en US\$ (\$ mm)	2016 IV	562.543,2	3,8%	-11,0%	-15,0%	
EMAE	ene-17	137,4	-0,5%	1,1%	1,1%	
IGA-OJF (1993=100)	feb-17	150,1	-0,7%	-2,3%	-2,4%	
EMI (2012=100)	oct-16	95,7	-0,1%	-8,0%	-4,9%	
IPI-OJF (1993=100)	dic-16	162,1	1,9%	-0,4%	-3,8%	
Servicios Públicos	oct-15	267,2	-0,1%	1,5%	2,5%	
Patentes	mar-17	77.777,0	41,8%	37,8%	41,8%	
Recaudación IVA (\$ mm)	mar-17	53.405,7	0,5%	16,5%	24,0%	
ISAC	oct-16	178,4	-5,2%	-19,2%	-13,5%	
Importación Bienes de Capital (volumen)	feb-17	-	-	-9,7%	0,6%	
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2016 IV	130.346,0	-1,5%	-7,7%	-5,5%	
			2016 IV	2016 III	2016 II	2016 I
IBIF como % del PIB			18,9%	19,8%	18,6%	18,6%

* 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%	0,8%
PEA (% de la población total)	2015 III	44,8%	0,30 pp	0,10 pp	-0,20 pp
Desempleo (% de la PEA)	2015 III	5,9%	-0,70 pp	-1,60 pp	-0,83 pp
Empleo Total (% de la población total)	2015 III	42,2%	0,70 pp	0,90 pp	0,20 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2015 III	33,1%	0,00 pp	-0,50 pp	-0,47 pp
Recaudación de la Seguridad Social	mar-17	52.521	3,15%	42,0%	36,8%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2016 III	98,2	-1,2%	-18,7%	-19,5%
Brasil	2015 IV	98,7	18,5%	-30,1%	-30,1%
México	2016 III	101,5	-5,0%	-6,6%	-8,3%
Estados Unidos	2016 III	99,8	0,9%	4,8%	4,2%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado	
Recaudación Tributaria (\$ mm)	mar-17	212.294,8	23,3%	54,1%	36,9%	
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	feb-17	47.847,2	-12,3%	27,7%	26,8%	
Gasto (\$ mm)	ene-17	175.811,9	-39,9%	45,4%	38,9%	
			ene-17	Acum 16	ene-16	Acum 15
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-5.555,9	-370.724,1	-2.197,1	-227.833,9	
Pago de Intereses (\$ mm)		38.591,1	665.242,9	24.700,0	145.539,6	
Rentas de la Propiedad						
Tesoro Nacional (\$ mm) *		1.964,7	5.163,9	76,2	85.987,5	
ANSES (\$ mm) *		828,6	3.141,7	124,9	53.518,1	
			oct-16	ene-oct 16	oct-15	ene-oct 15
Adelantos Transitorios BCRA *		0,0	44.280,0	0,0	40.900,0	
			2016 IV	2016 III	2016 II	2016 I
Recaudación Tributaria (% PIB) **		28,3%	24,9%	24,0%	25,2%	
Gasto (% PIB) **		29,1%	24,3%	21,9%	21,9%	

* 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 (INDEC, Abril 2016 = 100)	feb-17	121,4	2,5%	0,0%	9,4%	
Inflación (CABA, julio 2011-junio 2012 = 100)	feb-17	398,8	2,2%	35,6%	36,8%	
Inflación (San Luis, 2003=100)	feb-17	1390,1	1,7%	26,4%	36,9%	
Salarios (abril 2012=100) *	oct-15	247,0	1,2%	2,6%	1,1%	
TCR Bilateral (1997=1)	ene-17	1,2	-0,8%	-11,2%	-11,2%	
TCR Multilateral (1997=1)	ene-17	1,1	1,0%	-5,2%	-5,2%	
			5-abr-17	mar-17	mar-16	31-dic-16
TCN Oficial (\$/US\$)		15,65	15,82	15,18	16,17	
TCN Brecha		1,4%	1,5%	2,4%	4,3%	
TCN Real (R\$/US\$)		3,10	3,13	3,69	3,29	
TCN Euro (US\$/€)		1,07	1,07	1,12	1,04	

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	31-mar-17	754.752,0	-7,4%	34,9%	38,6%
Depósitos (\$ mm)	31-mar-17	2.228.969,9	1,7%	51,5%	47,4%
Sector Público No Financiero	31-mar-17	688.638,0	3,5%	87,1%	70,7%
Sector Privado No Financiero	31-mar-17	1.530.032,2	0,8%	38,9%	39,2%
Créditos (\$ mm)	31-mar-17	1.194.645,8	1,9%	29,5%	29,0%
Sector Público No Financiero	31-mar-17	38.008,5	-2,0%	-42,5%	-37,9%
Sector Privado No Financiero	31-mar-17	1.129.495,8	2,0%	34,4%	33,2%
	Fecha	Dato	feb-17	31-dic-15	abr-16
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	31-mar-17	50.522,0	48.234,7	25.563,0	30.937,2
Ratio de cobertura de las reservas	31-mar-17	103,0%	90,7%	53,3%	76,7%
Tasa de interés Badlar PF	03-abr-17	18,7%	19,5%	27,3%	26,2%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	23-feb-17	38,8%	39,8%	41,6%	41,0%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	23-feb-17	26,3%	26,2%	39,2%	37,1%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	04-abr-17	340	333	410	389
EMBI+ Argentina	04-abr-17	447	452	438	432
EMBI+ Brasil	04-abr-17	265	278	523	403
Tasa LIBOR	04-abr-17	0,99%	0,93%	0,42%	0,44%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	31-mar-17	0,91%	0,79%	0,20%	0,36%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	31-mar-17	0,00%	0,00%	0,38%	0,38%
SELIC (Brasil)	04-abr-17	12,15%	12,78%	14,15%	14,15%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	04-abr-17	20.834,7	1,12%	91,24%	61,54%
Índice Bovespa	05-abr-17	64.650,0	-2,48%	37,48%	44,91%

* 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)	feb-17	3.888,0	-8,2%	-6,2%	1,3%
Primarios	feb-17	944,0	-11,9%	-14,5%	-0,1%
MOA	feb-17	1.582,0	-13,4%	-8,6%	-4,3%
MOI	feb-17	1.168,0	3,2%	-0,5%	6,9%
Combustibles	feb-17	194,0	-5,4%	43,7%	39,5%
Exportaciones (volumen)	feb-17	-	-	-11,7%	-4,0%
Importaciones (US\$ mm)	feb-17	4.010,0	-7,6%	-0,6%	3,3%
Bienes Intermedios	feb-17	1.112,0	-6,7%	-8,6%	-7,6%
Bienes de Consumo	feb-17	557,0	-12,6%	9,9%	14,9%
Bienes de Capital	feb-17	798,0	-17,1%	-6,1%	3,6%
Combustibles	feb-17	337,0	29,6%	49,8%	31,5%
Importaciones (volumen)	feb-17	-	-	-7,5%	0,3%
Términos de Intercambio (2004=100)	2016 IV	135,2	-3,4%	5,2%	6,2%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	ene-17	143,1	3,2%	17,5%	-0,5%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	feb-17	95,3	0,1%	10,2%	2,9%
Energía	feb-17	69,4	0,7%	68,3%	-7,2%
Petróleo (US\$/baril)	feb-17	53,4	1,7%	75,7%	-3,4%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2016 II	18.436,5	0,3%	1,2%	1,7%
Brasil	2016 II	1.745,2	-0,6%	-3,8%	-4,6%
Unión Europea	2016 I	15.888,4	0,6%	1,9%	1,9%
China	2016 II	11.019,7	1,8%	1,8%	3,0%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	ene-17	118,2	0,0%	3,4%	3,4%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	ene-17	119,1	0,2%	2,5%	2,5%

* Se toma la variación real desestacionalizada

** La variación interanual toma el PIB constante

DATOS REGIONALES	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Patentes					
CABA y Buenos Aires	mar-17	36.593,0	30,2%	37,8%	42,6%
Región Pampeana	mar-17	16.800,0	47,8%	38,6%	44,7%
NOA	mar-17	6.349,0	50,4%	43,9%	41,2%
NEA	mar-17	6.351,0	66,9%	37,1%	34,1%
Cuyo	mar-17	5.268,0	55,0%	41,9%	47,2%
Región Patagónica	mar-17	6.416,0	37,0%	28,5%	34,3%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2016 IV	1.191,4	4,2%	-0,9%	-8,7%
Región Pampeana	2016 IV	656,0	-5,8%	-8,0%	-10,8%
NOA	2016 IV	249,2	-6,2%	-10,5%	-11,8%
NEA	2016 IV	259,9	-9,9%	-8,0%	-11,0%
Cuyo	2016 IV	293,5	-0,9%	-7,1%	-14,4%
Región Patagónica	2016 IV	223,5	14,1%	-14,9%	-15,3%