



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 26 - Edición N° 1039 – 20 de Abril de 2017

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Recesión y Reactivación; magnitud y velocidad

En Foco 1 – Juan Francisco Campodónico

Con un tipo de cambio real multilateral sólo 14% más competitivo que antes de la salida del cepo, el BCRA anunció que comprará dólares para acumular reservas

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

Los balances de las empresas distribuidoras de gas y electricidad, reflejan la magnitud del desafío a futuro

En Foco 3 – Francisco Alvarez Reyna

Aún con demanda récord de billetes para atesoramiento, las reservas siguen aumentando por el financiamiento externo a gobierno y privados

En Foco 4 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana:
El 2017 arrancó con un aumento de 4,6 % interanual del ingreso de turistas no residentes al país

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

Recesión y Reactivación; magnitud y velocidad

- La última recesión, que arrancó a mediados de 2015 y finalizó a mediados de 2016, fue de las más suaves de los últimos 30 años. En parte por ese motivo, pero también por razones específicas, la recuperación del nivel de actividad está ocurriendo en forma lenta. De hecho, comparando con la salida de las recesiones desde 1985 en adelante, el actual es el proceso que ocurre a menor velocidad, aunque, como dato alentador, el empleo se está recuperando a un ritmo superior al del propio nivel de actividad expresando, posiblemente, mayor confianza en el futuro
- Entre las razones por las que la velocidad de salida de la recesión es menor a la de casos anteriores, se tiene: a) el cuadro externo no juega plenamente a favor, ya que las tasas de interés han comenzado a subir, los precios internacionales de productos como la soja están cayendo este año, y los socios comerciales del país recién comienzan a traccionar positivamente; b) en casos como el Austral o la convertibilidad, la economía sufría en el arranque de un fenómeno de desmonetización, mientras que a fin de 2015 se vivía el fenómeno opuesto, de exceso de emisión; c) antes, el instrumento de estabilización era la fijación del tipo de cambio, mientras que ahora, con las metas de inflación, la herramienta es la tasa de interés positiva en términos reales, fenómeno que afecta la confianza del consumidor
- Adicionalmente, el mix de política fiscal blanda y monetaria dura provoca apreciación del peso, fenómeno que, sumado a la demora en el ciclo de reformas estructurales (gasto público, presión tributaria, exceso de regulaciones), complican el despegue de las inversiones y de las exportaciones. No obstante, como tendencias positivas pueden destacarse la esperada desaceleración de la inflación a partir de mayo, junto con la evolución de las exportaciones agrícolas, el empuje de la obra pública, la reparación histórica a jubilados y una nueva dinámica en el mercado laboral y financiero

En Foco 1:

13

Con un tipo de cambio real multilateral sólo 14% más competitivo que antes de la salida del cepo, el BCRA anunció que comprará dólares para acumular reservas

- Las reservas externas del país equivalen a un 10% del PIB, cifra que compara con un 15,3% para el caso de Chile, 18,3% de Brasil y 28,8% de Perú
- Deliberadamente, la autoridad monetaria no explicitó las formas ni el tiempo en el cual esta política de acumulación de reservas se hará efectiva. Inicialmente, el tipo de cambio nominal subió, pero ese movimiento no alcanza a compensar la suba de precios al consumidor de abril
- El tipo de cambio real multilateral, actualmente 14% por encima (más competitivo) que el de noviembre de 2015, de todos modos se ubica 37 puntos porcentuales por debajo (peso más apreciado) del promedio de los últimos 20 años

En Foco 2:

17

Los balances de las empresas distribuidoras de gas y electricidad, reflejan la magnitud del desafío a futuro

- Los balances de las empresas distribuidoras de gas y electricidad mostraron en 2016 un punto de inflexión, pero los ratios de resultado operativo y rentabilidad todavía lucen acotados teniendo en cuenta el deterioro de la infraestructura y las inversiones pendientes
- En el caso del gas, el consolidado de firmas del sector muestra que a partir del segundo trimestre de 2016 la facturación comenzó a aumentar a un ritmo superior al de los costos. Así, el costo de ventas relativo a la facturación pasó de 78,3 % en 2015 a 75,1 % en 2016. La rentabilidad, que llegó a marcar un rojo de 14,9 % en términos de facturación, pasó a 1 % positivo en 2016
- En el sector de la electricidad, dentro de una llamativa volatilidad de los balances, en el último periodo se observan mejoras en el margen. Así, el resultado operativo cerró el 2016 en terreno positivo, equivalente a 6,9 % de la facturación, mientras que la rentabilidad, que sigue en terreno negativo, moderó el rojo a 2,6 % de la facturación hacia fin del año pasado

En Foco 3: **20**

Aún con demanda récord de billetes para atesoramiento, las reservas siguen aumentando por el financiamiento externo a gobierno y privados

- El Balance Cambiario del Banco Central mostró un aumento de la cifra de divisas adquiridas por motivo ahorro de 3,6 a 4,8 mil millones de dólares entre el primer trimestre de 2016 e igual período de 2017
- En la cuenta corriente del balance de pagos (base caja), el superávit comercial del primer trimestre, de 1.948 millones de dólares compara con un rojo de 2.892 millones en el ítem servicios y de 1.083 millones en rentas. Así la cuenta corriente anotó un déficit de 1.916 millones de dólares
- Las operaciones del sector público en el primer trimestre dieron lugar a entrada de divisas por 11.458 millones de dólares y las reservas aumentaron en 11.535 millones de dólares, ya que también hubo flujo positivo en el financiamiento del sector privado

En Foco 4: **23**

El dato regional de la semana: El 2017 arrancó con un aumento de 4,6 % interanual del ingreso de turistas no residentes al país

- La variación por regiones de destino tuvo una marcada disparidad, ya que hacia Córdoba el flujo se incrementó 36,7 % interanual, pero hacia el Norte hubo una merma de 3,7 % interanual.
- Las regiones que más ponderan también tuvieron comportamiento heterogéneo, ya que mientras hacia la Patagonia hubo un incremento de viajeros de 15,3 % interanual, la Ciudad de Buenos Aires recibió un 1,5 % menos de visitantes
- El saldo negativo de la balanza del ítem turístico parece ampliarse en el comienzo de 2017, ya que la salida de viajeros al exterior aumentó a un ritmo interanual cercano al 12 %

Selección de Indicadores **26**

Editorial

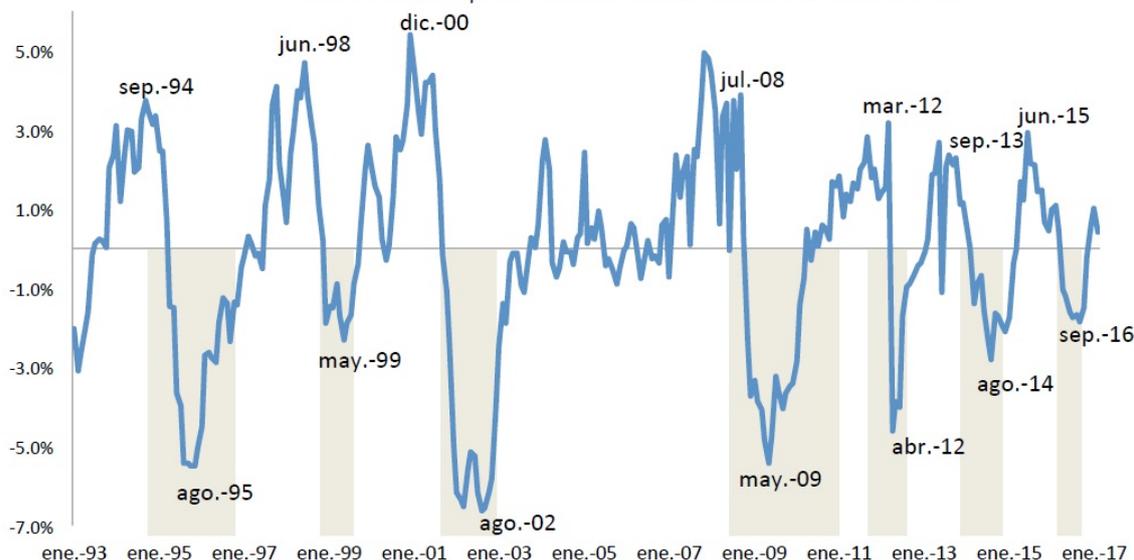
Recesión y Reactivación; magnitud y velocidad

- La última recesión, que arrancó a mediados de 2015 y finalizó a mediados de 2016, fue de las más suaves de los últimos 30 años. En parte por ese motivo, pero también por razones específicas, la recuperación del nivel de actividad está ocurriendo en forma lenta. De hecho, comparando con la salida de las recesiones desde 1985 en adelante, el actual es el proceso que ocurre a menor velocidad, aunque, como dato alentador, el empleo se está recuperando a un ritmo superior al del propio nivel de actividad expresando, posiblemente, mayor confianza en el futuro
- Entre las razones por las que la velocidad de salida de la recesión es menor a la de casos anteriores, se tiene: a) el cuadro externo no juega plenamente a favor, ya que las tasas de interés han comenzado a subir, los precios internacionales de productos como la soja están cayendo este año, y los socios comerciales del país recién comienzan a traccionar positivamente; b) en casos como el Austral o la convertibilidad, la economía sufría en el arranque de un fenómeno de desmonetización, mientras que a fin de 2015 se vivía el fenómeno opuesto, de exceso de emisión; c) antes, el instrumento de estabilización era la fijación del tipo de cambio, mientras que ahora, con las metas de inflación, la herramienta es la tasa de interés positiva en términos reales, fenómeno que afecta la confianza del consumidor
- Adicionalmente, el mix de política fiscal blanda y monetaria dura provoca apreciación del peso, fenómeno que, sumado a la demora en el ciclo de reformas estructurales (gasto público, presión tributaria, exceso de regulaciones), complican el despegue de las inversiones y de las exportaciones. No obstante, como tendencias positivas pueden destacarse la esperada desaceleración de la inflación a partir de mayo, junto con la evolución de las exportaciones agrícolas, el empuje de la obra pública, la reparación histórica a jubilados y una nueva dinámica en el mercado laboral y financiero

La economía de nuestro país viene recuperándose lentamente de la recesión desde el IV trimestre del 2016. En la presente editorial se analiza este proceso dando respuestas a dos preguntas claves para entender la dinámica actual ¿cuál fue la magnitud y duración del proceso recesivo en términos de la Actividad Económica, del Empleo y de los Salarios? y ¿Por qué la velocidad actual de salida del proceso recesivo es la más lenta de los últimos 30 años?

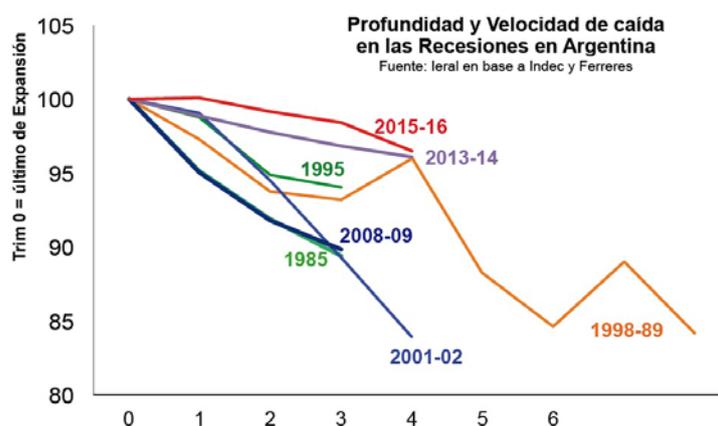
Ciclos Económicos en Argentina

IGA - Desvío % respecto tendencia - Fuente : Ieral en base a O. Ferreres



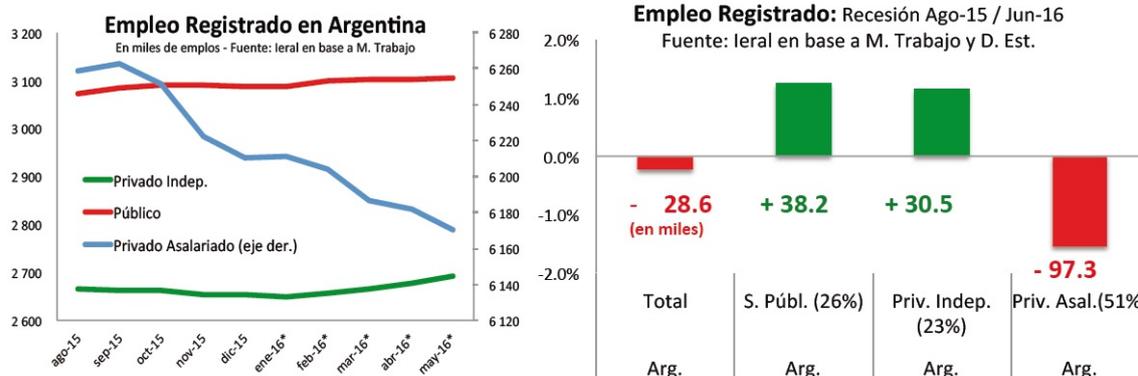
Magnitud y duración del proceso recesivo

Comparada con las recesiones de los últimos 30 años, el proceso contractivo de la economía iniciado en el III trimestre del 2015 fue el más suave con una duración de 4 trimestres. Tanto en profundidad como en su duración, el proceso recesivo fue muy similar al experimentado en los años 2013/14.

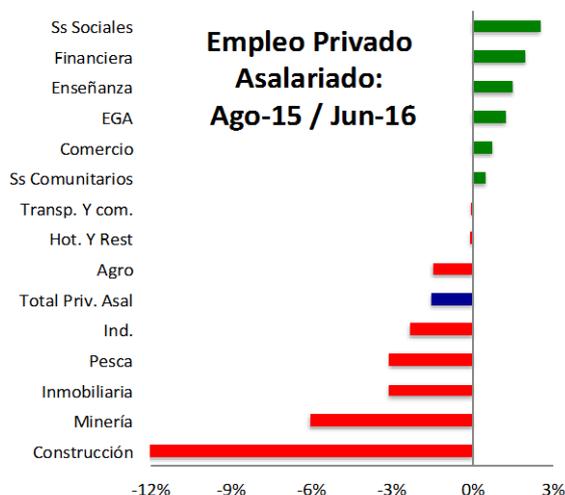


En términos del Empleo registrado, los efectos recesivos no fueron homogéneos entre los diferentes sectores. Como puede observarse en los siguientes gráficos, el gran perdedor en este proceso fue el sector privado asalariado (37% del total del empleo) que perdió 1.5% de sus empleos (97.3 mil puestos). El Empleo total registrado a lo largo de todo el proceso no

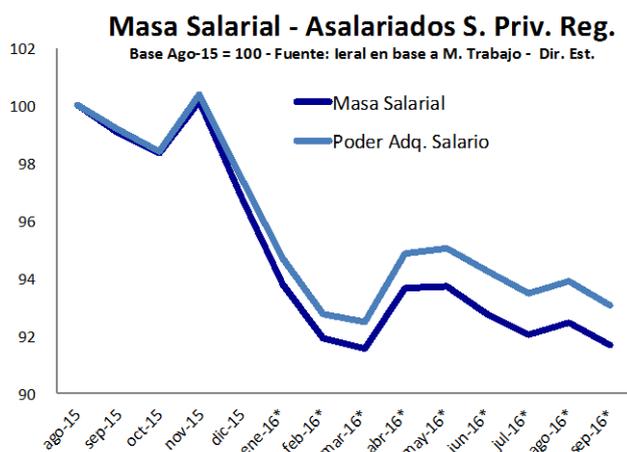
sufrió tanto ya que cayó solamente un 0.2% (28.6 mil empleos) debido al crecimiento de los puestos laborales en los sectores privados independientes (16% del Empleo total) y del sector público (19% del empleo total).



Dentro del sector privado registrado asalariado, la destrucción de puestos laborales no resultó pareja ya que mientras la Construcción perdió cerca del 12% de sus empleos, los sectores de Servicios Sociales y Financieros los expandieron en un 3% y 2% respectivamente.

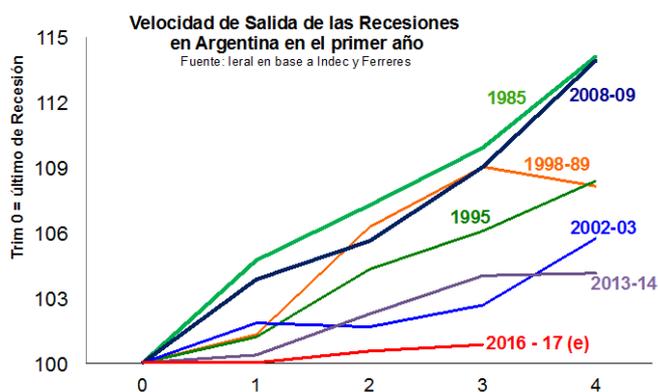


Con respecto al poder adquisitivo del Salario, como el proceso recesivo se acentuó con la aceleración de la inflación, las Remuneraciones en términos reales cayeron fuertemente en este período al igual que la Masa Salarial (casi 6 y 8 puntos porcentuales respectivamente).

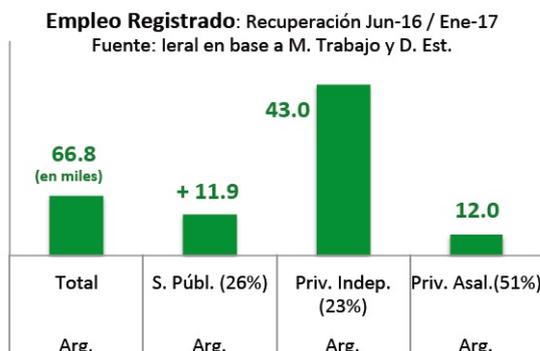


Magnitud y velocidad de la recuperación

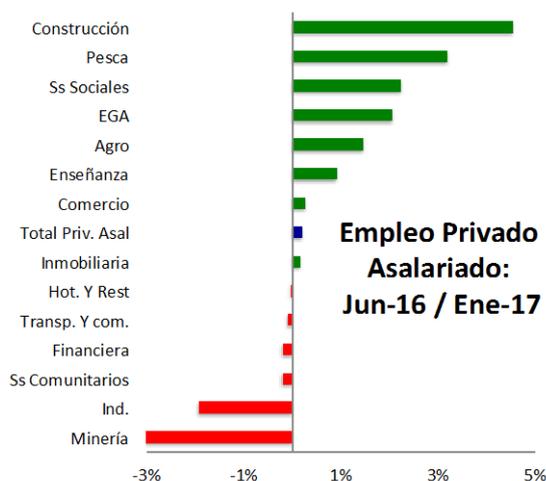
Comparado con las salidas históricas de las recesiones, el proceso actual de recuperación es claramente el más lento de los últimos 30 años.



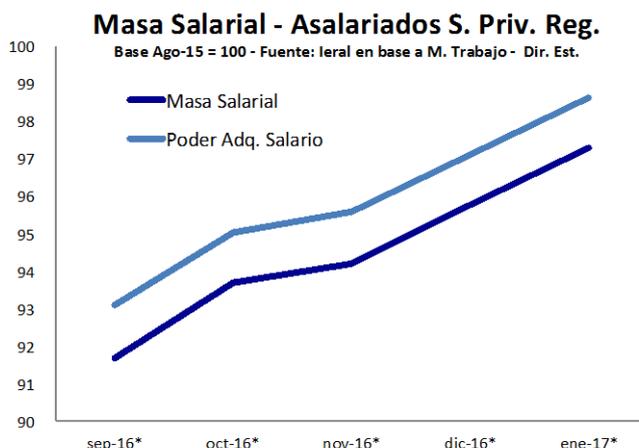
En términos del Empleo registrado, en los últimos seis meses el total de Puestos Laborales se ha expandido un 0.6% (casi 67 mil empleos). Dentro de este total, el sector privado independiente lidera el proceso con casi 43 mil Puestos Laborales nuevos (1.6%), seguido por el sector público (0.6%) y luego por el sector privado asalariado (0.2%).



Dentro del sector privado registrado asalariado, la Construcción, el rubro que más sufrió en términos de Empleo durante el proceso recesivo, en la etapa de recuperación resulta el más dinámico mientras que los sectores de la Industria y la Minería continúan perdiendo Puestos Laborales.

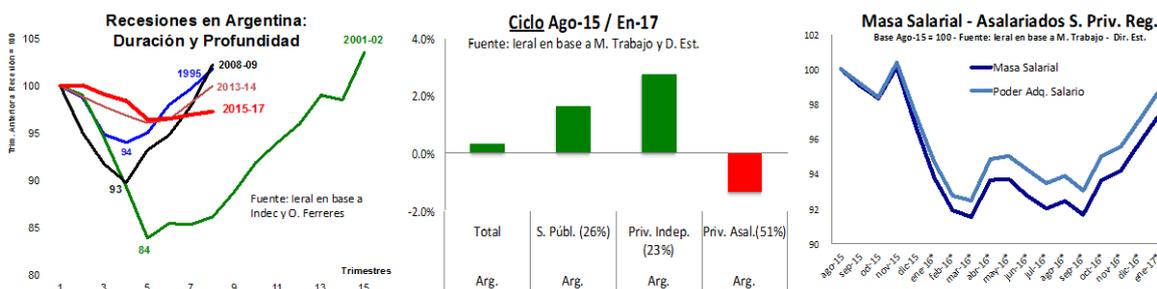


Con respecto al Poder Adquisitivo del Salario, la caída de la Inflación durante la última parte del 2016, permitió que las Remuneraciones en términos reales comenzaran a recuperarse al igual que la Masa Salarial.



¿Dónde estamos hoy?

De acuerdo a la información disponible, el nivel de Actividad Económica habría terminado el 1er. trimestre del 2017 casi 3 puntos porcentuales por debajo de los niveles previos al proceso recesivo, con Remuneraciones y Masa salarial del sector privado asalariado también por debajo de los niveles previos a la recesión pero con un Empleo total registrado levemente superior debido a la dinámica del Empleo privado independiente y del sector público (el sector privado registrado asalariado todavía no termina de recuperarse).



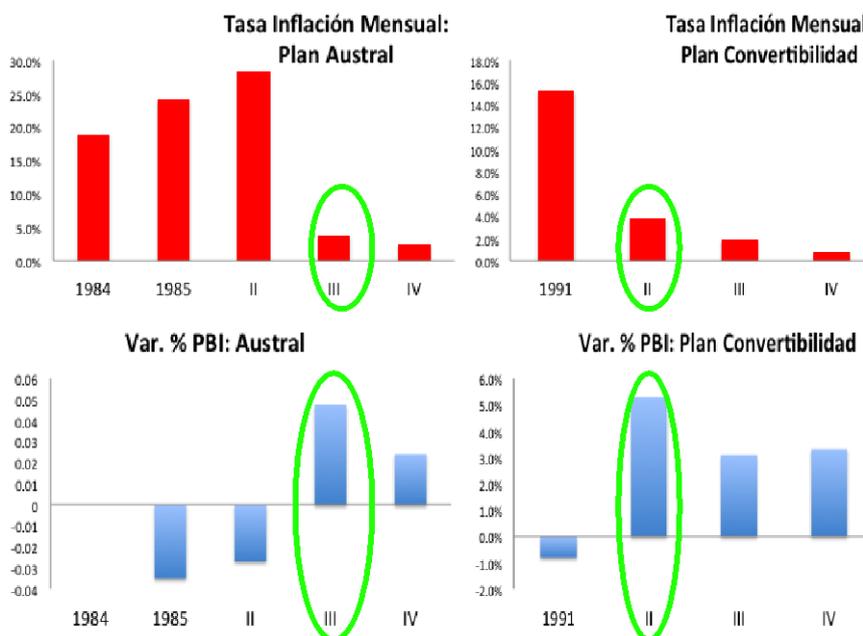
¿Por qué es tan lenta la recuperación?

Las respuestas a esta pregunta, como siempre, son múltiples y muy variadas. Entre las más significativas pueden destacarse las siguientes:

- En primer lugar, y a diferencia de otras salidas de procesos recesivos, en la situación actual el contexto externo no está jugando totalmente a favor. Desde el punto de vista financiero, las Tasas de Interés Internacionales, si bien aún son bajas, han empezado claramente a subir. Desde el punto de vista comercial, si bien varios de los países compradores de las Exportaciones de nuestro país acelerarían este año su

expansión respecto de 2016 (Estados Unidos y Brasil), uno de los Precios Internacionales más relevantes para Argentina como es el precio de la Soja viene cayendo desde principios de año (cerca del 8% entre abril y enero).

- En segundo lugar, la estrategia de estabilización del proceso inflacionario elegido por el gobierno induce a una lenta recuperación en el nivel de actividad económica. A diferencia de las estabilizaciones exitosas con Tipo de Cambio Fijo (Plan Austral en 1985, Plan de Convertibilidad en 1991) donde la caída en la inflación (esperada) es muy fuerte y por lo tanto, la reactivación también resulta muy rápida¹; la estrategia de Meta Inflacionaria elegida por el BCRA no permite utilizar al Tipo de Cambio como ancla inflacionaria sino que se basa en Tasas de Interés reales positivas (en términos de la inflación) lo cual claramente debilita el proceso de salida de la recesión^{2,3}.



¹ Para analizar un esquema teórico de por qué las estabilizaciones con tipo de cambio fijo generan una rápida reactivación de la economía se puede consultar: Rodríguez, C. (1979), "El plan argentino de estabilización del 20 de diciembre", documentos de trabajo de CEMA Nro. 5,

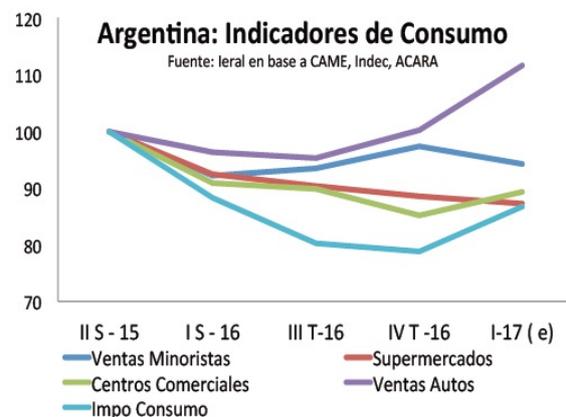
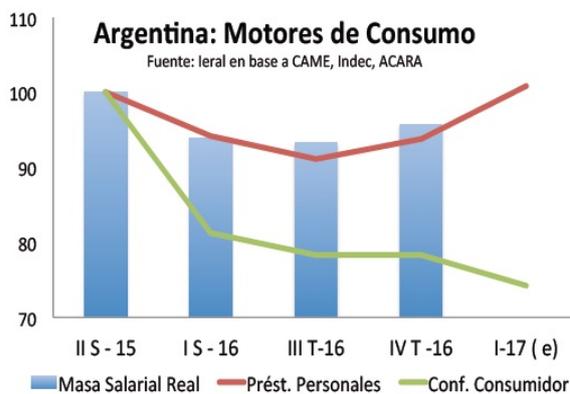
<https://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/5.pdf>

² Para analizar un esquema teórico de por qué las estabilizaciones con tipo de cambio flexible generan una lenta reactivación de la economía se puede consultar: Rodríguez, C. (1981), "La estrategia de estabilización con tipo de cambio flexible y política monetaria activa", dic. 1981, documentos de trabajo del CEMA Nro. 32,

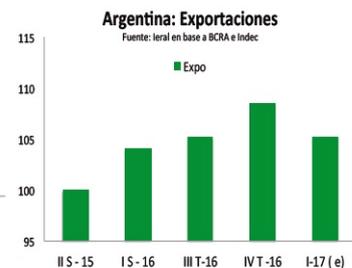
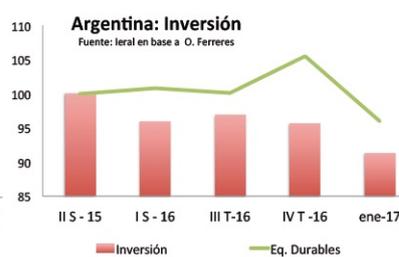
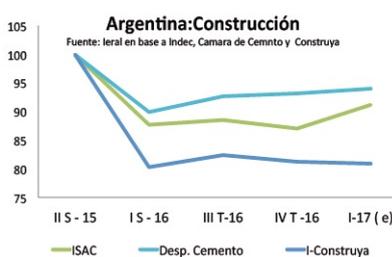
<https://www.ucema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/32.pdf>

³ Las diferencias con los planes Austral y de Convertibilidad son muchas pero otra de las muy relevantes es el hecho que cuando comenzaron los mismos, la economía se encontraba sumamente desmonetizada (las tasas de inflación mensual eran superiores a 15%). Con la llegada de estos planes, al restaurarse la confianza, la monetización creció notablemente permitiéndole al BCRA una fuerte emisión monetaria con caída en la tasa de inflación que ayudó al proceso de reactivación.

- En cuanto a los motores internos del Consumo, si bien tanto la Masa Salarial (sector privado asalariado registrado) como los Créditos Personales comenzaron a recuperarse en el IV trimestre del año pasado y habrían continuado esta dinámica durante el primer trimestre del 2017, los indicadores de Confianza del Consumidor aún no logran comenzar a revertir la tendencia declinante. Esto sumado a una Tasa de Interés positiva en términos de la Inflación, no permiten por ahora mostrar una clara recuperación en los distintos indicadores de Consumo.



- Por otro lado, el actualmente bajo nivel del Tipo de Cambio Real así como también la proximidad del proceso electoral y la falta resultados concretos en reformas estructurales claves (Desequilibrio Fiscal, Reforma Impositiva, Apertura de la Economía, Regulaciones del Mercado Laboral, etc.), no permiten que despeguen ni las Exportaciones ni las Inversiones (más allá de una mejora en la Construcción).



De esta forma, si bien la economía comienza el II trimestre del 2017 recuperándose del proceso recesivo, el ritmo es el más lento de todas las salidas de procesos contractivos en los últimos 30 años. Acelerar este proceso probablemente resulte muy importante para que el gobierno mejore sus chances en las próximas elecciones. Si bien el gobierno tiene claras limitaciones por el instrumento de estabilización elegido, la esperada reducción en la tasa de inflación a partir de mayo (después que se diluya el efecto de los aumentos tarifarios), la evolución de las exportaciones agrícolas, el mayor empuje de la obra pública, los efectos de

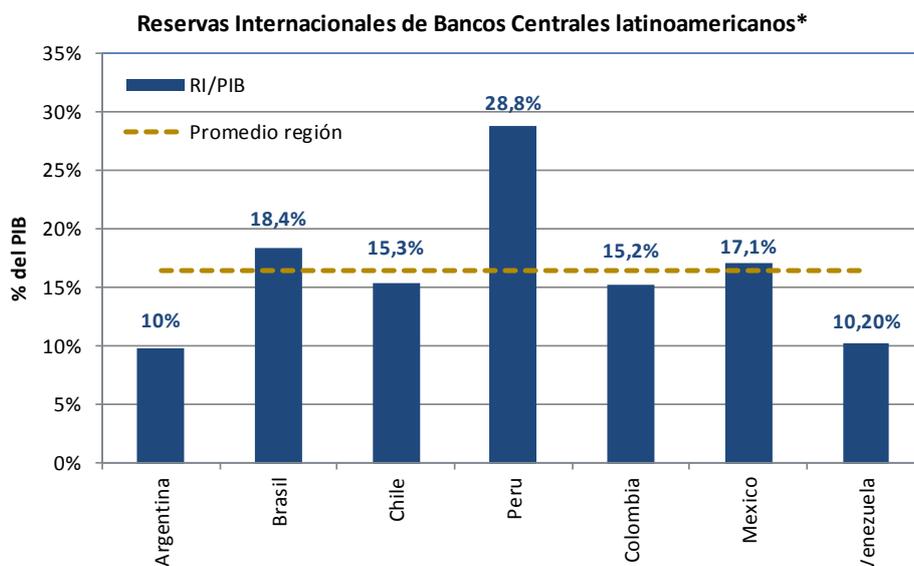
la reparación histórica a los jubilados y la consolidación de la actual dinámica del Mercado Laboral y Financiero deberían ayudar a este proceso.

En Foco 1

Con un tipo de cambio real multilateral sólo 14% más competitivo que antes de la salida del cepo, el BCRA anunció que comprará dólares para acumular reservas

- Las reservas externas del país equivalen a un 10% del PIB, cifra que compara con un 15,3% para el caso de Chile, 18,3% de Brasil y 28,8% de Perú
- Deliberadamente, la autoridad monetaria no explicitó las formas ni el tiempo en el cual esta política de acumulación de reservas se hará efectiva. Inicialmente, el tipo de cambio nominal subió, pero ese movimiento no alcanza a compensar la suba de precios al consumidor de abril
- El tipo de cambio real multilateral, actualmente 14% por encima (más competitivo) que el de noviembre de 2015, de todos modos se ubica 37 puntos porcentuales por debajo (peso más apreciado) del promedio de los últimos 20 años

El pasado martes 18 de abril, en la presentación del Informe de Política Monetaria correspondiente al primer trimestre de 2017, el presidente del BCRA anunció que, de aquí en adelante, la entidad buscará seguir una política de acumulación de reservas para alcanzar los niveles promedio de la región en términos del PIB. Esto implica, para el BCRA, pasar de un nivel de reservas de 10% del PIB a 15%, un incremento del orden de US\$ 25 mil millones. El anuncio fue vago en términos de tiempos y mecanismos de intervención, por lo que, si bien por un lado el BCRA pareciera dar un mensaje de piso del tipo de cambio, tampoco pretende dar certezas de la trayectoria.



*Para Argentina se toma el ultimo dato, para el resto proyecciones de 2017 del Citi Bank
Fuente: IERAL de la Fundación Mediterránea en base a BCRA, INDEC y Citi Bank

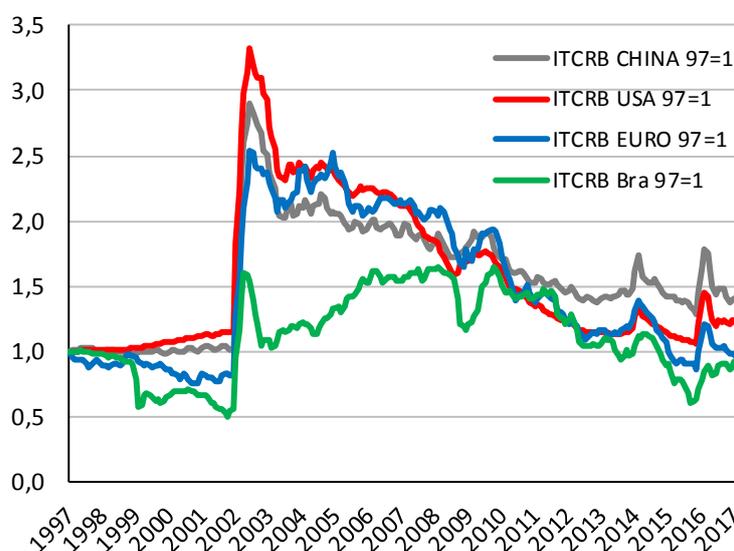
Este giro en la política puede deberse a dos motivos principales, no excluyentes entre sí:

- a) Aumentar las reservas como porcentaje del PIB apuntaría a una mejora en la calificación crediticia del país, dado que al tener un “colchón” más fuerte, la Argentina tendría menos riesgos de liquidez, y acceso al crédito a una tasa probablemente menor.
- b) Es posible que el BCRA este diciendo que, a partir de ahora, el tipo de cambio no debería atrasarse mucho más en términos reales. El Central no puede modificar en forma permanente el tipo de cambio real, pero quizás el mensaje es que la apreciación del peso que percibimos en los últimos trimestres haya perforado algún piso que disparó este giro.

Cabe resaltar que, hasta marzo, el índice de tipo de cambio real multilateral (ITCRM) se encuentra 4 puntos porcentuales por encima de los niveles de 1997 (levemente depreciado), aunque aun así, el peso sigue apreciado en 37 puntos contra el promedio de los últimos 20 años.

Ya se subrayó que el tipo de cambio está “defendiendo” (a medias) su competitividad debido, fundamentalmente, a la apreciación experimentada por Brasil. Ahora veamos que ha pasado con los otros tipos de cambio bilaterales.

Argentina: Tipo de Cambio Real Bilateral (1997 = 1)



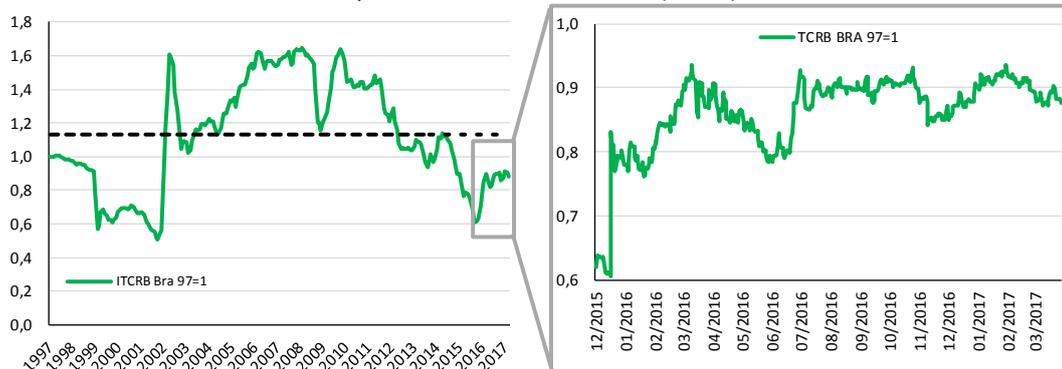
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

El gráfico adjunto muestra que, en marzo, el peso se ha depreciado 10 puntos frente al dólar estadounidense, 7 frente al yuan y 6 frente al euro, si comparamos con noviembre de 2015, mientras que respecto al promedio de los últimos 20 años, los tres índices se encuentran por debajo (41 puntos para el dólar, 23 para el yuan y 56 para el euro).

Es cierto que con el tipo de cambio nominal promedio de marzo de \$15,8 por dólar, el tipo de cambio real quedó más competitivo contra noviembre de 2015 (14% para el multilateral y 10% contra el bilateral con el dólar). Pero esta diferencia se explica principalmente por la apreciación del real brasileño.

Puede observarse, respecto al tipo de cambio bilateral con Brasil que, en marzo, se ubica 25 puntos porcentuales respecto a noviembre de 2015. Aun así, se encuentra 24 puntos por debajo (menos competitivo del lado argentino) del promedio de los últimos 20 años, ya que el índice actual de 0,88 (base 1997=1) compara con una media de 1,13.

Tipo de Cambio Real Bilateral de Brasil (1997 = 1)

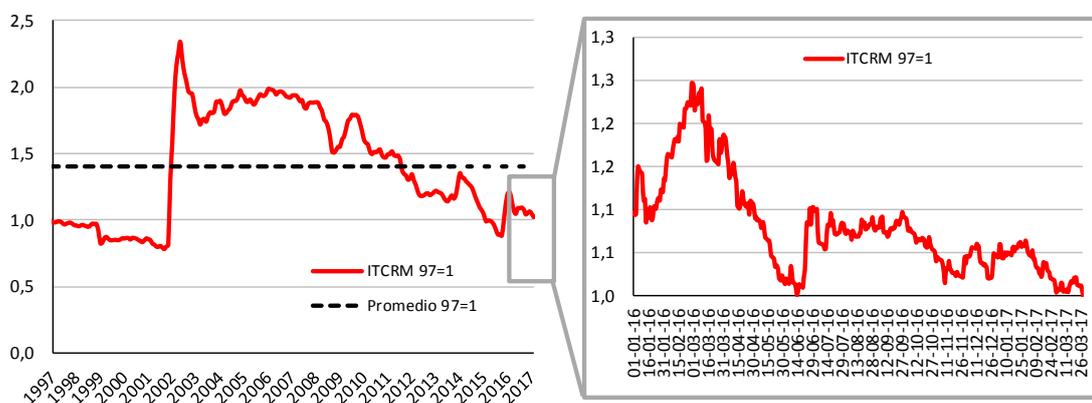


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Con el giro de política anunciado por el BCRA esta semana, hubo una reacción del tipo de cambio que en las últimas horas cotizó en torno a \$15,69. Pero aun así, dada la inflación de abril que podría ubicarse cerca del 2%, esta corrección nominal no interrumpiría, por el momento, la tendencia de la apreciación en términos reales.

Es interesante destacar que hace un año el dólar valía lo mismo que hoy, en pesos nominales, mientras que los precios internos del país suben en los últimos doce meses (a abril de este año) en el orden del 28%. De allí la tendencia a la apreciación, en términos reales, del peso argentino.

Argentina: Tipo de Cambio Real Multilateral (1997 = 1)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

En Foco 2

Los balances de las empresas distribuidoras de gas y electricidad, reflejan la magnitud del desafío a futuro

- Los balances de las empresas distribuidoras de gas y electricidad mostraron en 2016 un punto de inflexión, pero los ratios de resultado operativo y rentabilidad todavía lucen acotados teniendo en cuenta el deterioro de la infraestructura y las inversiones pendientes
- En el caso del gas, el consolidado de firmas del sector muestra que a partir del segundo trimestre de 2016 la facturación comenzó a aumentar a un ritmo superior al de los costos. Así, el costo de ventas relativo a la facturación pasó de 78,3 % en 2015 a 75,1 % en 2016. La rentabilidad, que llegó a marcar un rojo de 14,9 % en términos de facturación, pasó a 1 % positivo en 2016
- En el sector de la electricidad, dentro de una llamativa volatilidad de los balances, en el último período se observan mejoras en el margen. Así, el resultado operativo cerró el 2016 en terreno positivo, equivalente a 6,9 % de la facturación, mientras que la rentabilidad, que sigue en terreno negativo, moderó el rojo a 2,6 % de la facturación hacia fin del año pasado

Inmersas en una situación por demás compleja y con resultados fuertemente negativos en periodos anteriores, las empresas locales de transporte y distribución de gas y energía eléctrica, comienzan a dar las primeras señales de mejora en el cierre de sus balances contables de 2016. En este sentido, el mayor volumen de recaudación producto de los paulatinos incrementos de tarifas (la contracara de la eliminación gradual de subsidios), estarían dando mayor margen de maniobra a la caja de las empresas del rubro.

El presente trabajo se realizó en base a los libros contables que remiten a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires un panel fijo de 11 empresas cuya actividad principal es el transporte y la distribución, tanto de servicio de gas, como de energía eléctrica. Por disposición de datos, el análisis se realiza en el periodo que va de 2013 a 2016 en el sector del gas y, de 2012 a 2016 en el sector eléctrico.

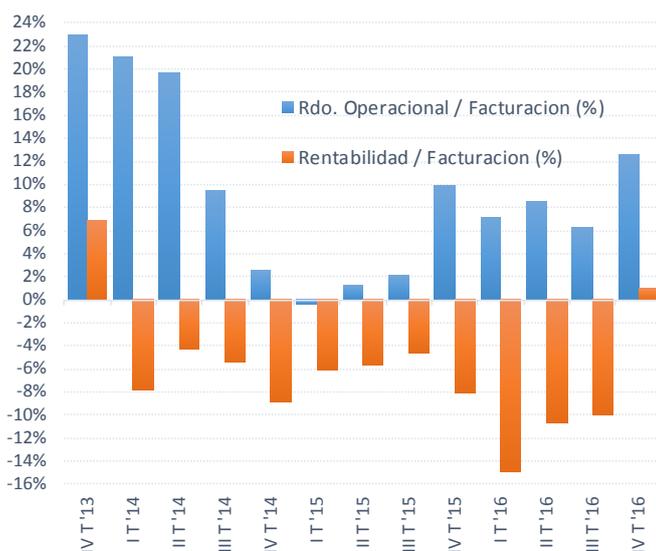
Sector distribución de gas

Según reflejan los balances de las empresas transportadoras y distribuidoras de gas, los costos de venta venían creciendo a un ritmo muy por encima del que reflejaban los montos facturados los últimos años. De esta forma, los resultados observados eran cada vez más negativos y las empresas cada vez más dependientes de la asistencia estatal; generando un círculo vicioso que afectó la capacidad de inversión del sector. Sin embargo, a partir del segundo trimestre de 2016 -tomando el acumulado anual- se registra un cambio de tendencia: la facturación comenzó a crecer más rápido que los costos. En este sentido, durante los últimos tres trimestres del año mientras los costos de venta crecieron 43%, 74% y 98% a/a; el monto facturado se expandió 53%, 86% y 106,5% a/a respectivamente. Así, el ratio entre costo de venta y facturación paso de promediar 78,3% en 2015 a 75,1% en 2016.

En este contexto el indicador de rentabilidad, que venía mostrando pérdidas cada vez más abultadas desde 2014 en adelante, refleja en el último trimestre de 2016 un dato positivo. En este sentido, la rentabilidad medida en términos de la facturación -siempre tomando el acumulado de 12 meses- paso de ser negativa en 14,9% a ser positiva por 1% del total facturado. Si bien aún el número es magro, implicó un cambio de signo y tendencia. Asimismo, la “caja” de las empresas transportadoras y distribuidoras de gas -representado por el resultado operativo de las mismas en términos de la facturación- que oscilaba en torno a 2% en 2015, fue creciendo hasta alcanzar 12,5% en el último trimestre del año pasado.

Sector Distribucion Gas: indicadores de rentabilidad

en base a balances contables de un panel fijo de 6 empresas del sector (acumul2m)



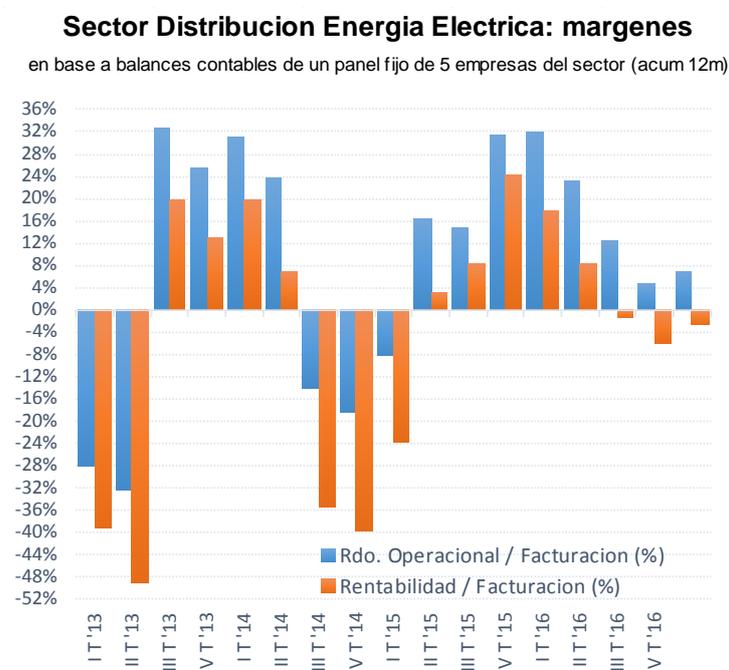
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del Bolsar

Teniendo en cuenta los aumentos de tarifas implementados en abril de este año y los pendientes para noviembre y abril 2018, se espera que esta tendencia se consolide en los próximos balances contables. Queda por delante ver si estos resultados positivos, combinados con mayores volúmenes de caja, permiten realizar las inversiones que la infraestructura requiere para lograr un mayor y mejor servicio, tanto a nivel residencial como industrial.

Sector distribución de energía eléctrica

En el caso del sector distribuidor de energía eléctrica, los datos reflejan un comportamiento más heterogéneo. Tanto el margen de resultado operativo como el de ganancia neta, medidos en términos de la facturación, se han movido cíclicamente pasando de terreno positivo a negativo cuatro veces en cuatro años.

En 2016, estas oscilaciones parecieran moderarse; como se observa en el gráfico, en 2016 el resultado operativo en términos de la facturación se mantuvo en terreno positivo, pasando de 23,1% a principios de año a 6,9% durante el último trimestre. Por su parte, la rentabilidad moderó su saldo negativo de 6,1% a mitad de año a 2,6% en el último trimestre.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del Bolsar

En Foco 3

Aún con demanda récord de billetes para atesoramiento, las reservas siguen aumentando por el financiamiento externo a gobierno y privados

- El Balance Cambiario del Banco Central mostró un aumento de la cifra de divisas adquiridas por motivo ahorro de 3,6 a 4,8 mil millones de dólares entre el primer trimestre de 2016 e igual período de 2017
- En la cuenta corriente del balance de pagos (base caja), el superávit comercial del primer trimestre, de 1.948 millones de dólares compara con un rojo de 2.892 millones en el ítem servicios y de 1.083 millones en rentas. Así la cuenta corriente anotó un déficit de 1.916 millones de dólares
- Las operaciones del sector público en el primer trimestre dieron lugar a entrada de divisas por 11.458 millones de dólares y las reservas aumentaron en 11.535 millones de dólares, ya que también hubo flujo positivo en el financiamiento del sector privado

Con los datos de marzo, el Balance Cambiario del BCRA muestra que, en el primer trimestre el déficit de cuenta corriente aumenta a 1.916 millones de dólares, dato que compara con un déficit de 32 millones en igual período de 2016 y de 1.855 millones en el primer trimestre de 2015. Por otra parte, la cuenta capital y financiera arrojó un flujo positivo de 13,4 mil millones de dólares (3,5 mil millones entre enero y marzo del año pasado), lo que genera un incremento de reservas de US\$ 11,5 mil millones.

Al estudiar el déficit de la cuenta corriente, se obtiene que en el primer trimestre el saldo de la cuenta servicios, incluyendo turismo, presenta una salida de 2.892 millones de dólares, mientras que en igual período de 2016 esta había sido de 2.198 millones y de 2.022 millones en 2015. Para el caso del subítem rentas, el flujo negativo sumó US\$ 1.083 millones (-1.194 millones en igual período del año pasado y 1.546 millones en 2015) producto de pagos netos de intereses. El saldo positivo de la cuenta mercancías no logró compensar la salida de dólares de los otros dos subítems, ya que sumó un total de 1.948 millones de dólares entre enero y marzo, mientras que en igual trimestre del año pasado, este guarismo había sido de 3.310 millones y de 1.694 millones en 2015.

Cuenta Corriente Cambiaria, principales apartados

Millones de dólares	I 2015	I 2016	I 2017
Balance por Mercancías	1.694	3.310	1.948
Balance por Servicios	(2.022)	(2.198)	(2.892)
Rentas	(1.546)	(1.194)	(1.083)
Cuenta Corriente Cambiaria	(1.855)	(32)	(1.916)

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

En cuanto a la Cuenta Capital, que aportó 13,4 mil millones de dólares en enero-marzo (3,5 mil millones en igual período el año anterior), se vio impulsada por los ingresos de la colocación de títulos en moneda extranjera del Gobierno Nacional, que acumularon US\$ 11,4 mil millones. Junto con esto, el sector privado aportó un flujo positivo de 3,9 mil millones, atribuibles a los impuestos recaudados en el marco de Sinceramiento Fiscal. Mientras, el financiamiento externo presenta ingresos netos por 3,6 mil millones de dólares, cuando en el primer trimestre del año pasado el flujo positivo había sido de sólo 504 millones y negativo en 99 millones en 2015. La formación de activos externos del SPNF, profundiza el rojo a US\$ 4,8 mil millones (-3,6 mil millones en igual período de 2016). Esta demanda de divisas por motivo atesoramiento es la más elevada desde el 2009.

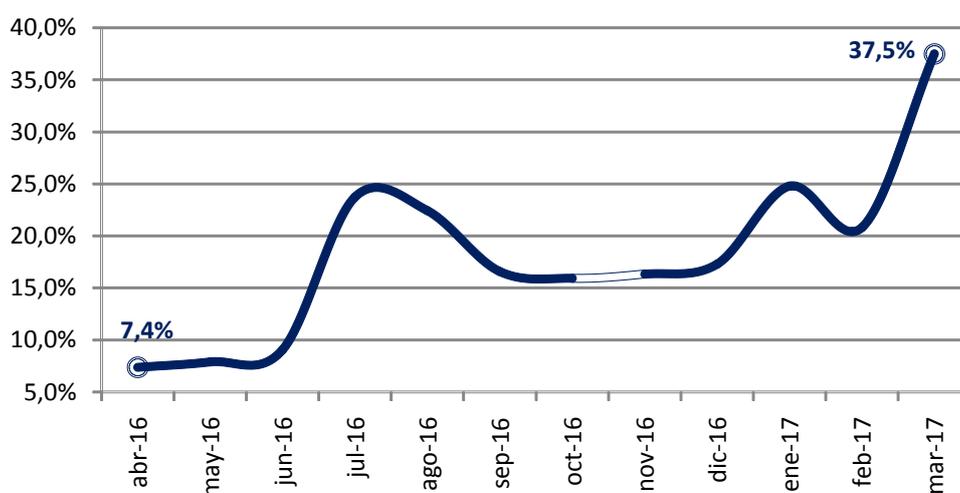
Cuenta Capital y Financiera + Variación de Reservas

Millones de dólares	I 2015	I 2016	I 2017
Inversión directa de no residentes	412	513	718
Financiamiento externo	(99)	504	3.608
Atesoramiento	(1.928)	(3.646)	(4.796)
Operaciones del sector público	61	(136)	11.458
Otros movimientos netos	1.492	2.067	3.947
Variación de Reservas	374	3.475	11.535
Cuenta Capital y Financiera + Variación de Reservas	2.603	6.981	24.985

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Respecto de la Inversión Extranjera Directa, cabe subrayar que más allá del monto registrado en el primer trimestre de US\$ 718 millones (513 millones en igual período de 2016 y 412 millones en 2015), interesa destacar que sólo cubría el 7,4% del déficit de cuenta corriente (acumulado de 3 meses) en abril de 2016, mientras que ahora ese ratio trepó a 37,5% en marzo.

Participación de la IED en el déficit de Cuenta Corriente
Acumulado 3 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Como resultado de todos esos movimientos, las reservas internacionales acumulan 11,5 mil millones de dólares entre enero y marzo, luego de crecer 3,5 mil millones en el mismo período del año anterior.

Balance Cambiario

Millones de dólares	I 2015	I 2016	I 2017
Cuenta Corriente cambiaria	(1.855)	(32)	(1.916)
Cuenta Capital y Financiera cambiaria	2.229	3.506	13.451
C. Corriente + C. Capital y Financiera	374	3.475	11.535
Variación de Reservas	374	3.475	11.535

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

En Foco 4

El dato regional de la semana: El 2017 arrancó con un aumento de 4,6 % interanual del ingreso de turistas no residentes al país

- La variación por regiones de destino tuvo una marcada disparidad, ya que hacia Córdoba el flujo se incrementó 36,7 % interanual, pero hacia el Norte hubo una merma de 3,7 % interanual.
- Las regiones que más ponderan también tuvieron comportamiento heterogéneo, ya que mientras hacia la Patagonia hubo un incremento de viajeros de 15,3 % interanual, la Ciudad de Buenos Aires recibió un 1,5 % menos de visitantes
- El saldo negativo de la balanza del ítem turístico parece ampliarse en el comienzo de 2017, ya que la salida de viajeros al exterior aumentó a un ritmo interanual cercano al 12 %

Durante el pasado enero, la cantidad total de viajeros que ingresó al país, residentes y no residentes, aumentó un 10,2% con respecto al mismo mes del año 2016, de acuerdo a los datos relevados por la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH) de INDEC. Desagregando el aumento en las categorías de turismo residente y no residente, las variaciones interanuales fueron, respectivamente, un 11,6% y 4,6%.

Las regiones que mostraron la mayor variación interanual en el total de viajeros recibidos fueron **Litoral** (+24,2%), la provincia de **Buenos Aires** (+16,4%) y la región de **Cuyo** (13,0%). La provincia de **Córdoba** también mostró un buen comportamiento, con un aumento interanual del 9,4% en el mes de enero del corriente año, algo superior a la región **Patagónica** (+8,0%). La **Ciudad Autónoma de Buenos Aires (C.A.B.A)** se encuentra más rezagada, con una variación interanual del 2,5%, y más aún, la región **Norte** con una caída del 1,8% con respecto a enero 2016.

En lo que respecta a viajeros no residentes en la Argentina (extranjeros), como se anticipó, tuvo suba interanual del 4,6% en el mes de enero del año 2017. La provincia de **Córdoba** fue la más destacada con un 36,7% de turistas extranjeros más que en el mismo mes del año 2016, seguida por **Buenos Aires** (+21,9%) y la región **Patagónica** (+15,3%). Estos tres destinos fueron los responsables del aumento interanual en el total de turistas no residentes, ya que el resto de las regiones

mostraron variaciones negativas, salvo la región de **Cuyo** que tuvo un pequeño aumento (+0,2%).

Turismo receptivo no residente, por regiones del país. Enero 2017

Total del mes y variación Interanual

Total	413.611	4,6%
Buenos Aires	3.606	21,9%
Córdoba	6.990	36,7%
Cuyo	27.881	0,2%
Norte	25.728	-3,7%
Litoral	41.417	-0,4%
Patagonia	137.636	15,3%
Ciudad de Buenos Aires	170.353	-1,5%

Fuente: IERAL en base a Encuesta de Ocupación Hotelera de INDEC

La región **Norte** fue la que más cayó, con un 3,7% menos que la cantidad de turistas no residentes recibida en el mes de enero del año 2016. La **Ciudad Autónoma de Buenos Aires** sigue esa tendencia (-1,5%) y finalmente, el **Litoral** con una leve baja interanual (-0,4%).

Si consideramos ahora el turismo internacional, con datos acumulados al primer bimestre del año 2017, se observa que la llegada de turistas (turismo receptivo) no mostró variaciones interanuales significativas (+0,05%), sin embargo, la salida de turistas (turismo emisor) aumentó un 11,91% con respecto al primer bimestre del año 2016, generando así un saldo negativo.

Turismo internacional receptivo y emisor, por destino. I bimestre 2017

Total acumulado y variación Interanual

Total Turismo Receptivo	406.600	0,05%
Brasil	69.000	17,95%
Chile	32.900	-4,08%
Uruguay	6.400	6,67%
Estados Unidos y Canadá	62.300	-0,64%
Resto de América	57.200	-28,41%
Europa	120.000	-6,76%
Resto del mundo	58.800	61,98%
Total Turismo Emisor	679.500	11,91%

Fuente: IERAL en base a Encuesta de Ocupación Hotelera de INDEC

Desde **Brasil**, recibimos un 17,95% más de turistas en enero del corriente año, y de **Uruguay**, un 6,67% más que en el primer bimestre del año 2016. Sin embargo, el

resto de los países analizados mostraron un desinterés en visitar nuestro país con respecto a lo observado en el año 2016. Así, Chile (-4,08%), Estados Unidos y Canadá (-0,64%), el Resto de América (-28,41%) y Europa (-6,76%) mostraron variaciones interanuales negativas.

Por otro lado, observamos una gran suba interanual de la llegada de turistas desde el **Resto del Mundo** (+61,98%) la cual no es posible desagregar a través de los datos provenientes de la Encuesta de Turismo Internacional (ETI) de INDEC.

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)	feb-17	142,1	-2,6%	-8,1%	-3,9%	
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 período toma datos desestacionalizados

** La variación acumulada toma la variación desde enero hasta el último dato contra igual período 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)	mar-17	47.029,2	-1,7%	33,6%	28,8%	
Gasto (\$ mm)	feb-17	166.488,5	-5,3%	41,9%	39,1%	
			feb-17	Acum 16	feb-16	Acum 15
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-29.999,8	-400.723,9	-20.536,7	-248.370,6	
Pago de Intereses (\$ mm)		52.288,5	717.531,4	34.643,3	180.182,9	
Rentas de la Propiedad						
Tesoro Nacional (\$ mm) *		4.146,1	9.310,0	54,1	86.041,6	
ANSES (\$ mm) *		3.132,5	6.274,2	120,9	53.639,0	
			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)	mar-17	124,2	2,4%	0,0%	10,4%	
Inflación (CABA, julio 2011-junio 2012 =100)	mar-17	410,4	2,9%	35,0%	36,2%	
Inflación (San Luis, 2003=100)	mar-17	1433,3	3,1%	26,6%	36,1%	
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%	
			19-abr-17	mar-17	abr-16	31-dic-16
TCN Oficial (\$/US\$)		15,69	15,82	15,18	16,17	
TCN Brecha		2,1%	1,5%	2,4%	4,3%	
TCN Real (R\$/US\$)		3,15	3,13	3,56	3,29	
TCN Euro (US\$/€)		1,07	1,07	1,13	1,04	

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	17-abr-17	795.822,0	0,5%	34,3%	38,4%
Depósitos (\$ mm)	17-abr-17	2.114.025,6	-4,0%	51,3%	47,8%
Sector Público No Financiero	17-abr-17	590.163,8	-15,3%	85,7%	70,8%
Sector Privado No Financiero	17-abr-17	1.506.097,2	0,7%	39,1%	39,7%
Créditos (\$ mm)	17-abr-17	1.188.749,3	1,4%	29,5%	29,2%
Sector Público No Financiero	17-abr-17	35.722,1	-1,8%	-43,4%	-38,5%
Sector Privado No Financiero	17-abr-17	1.126.400,4	1,5%	34,4%	33,5%
	Fecha	Dato	mar-17	31-dic-15	abr-16
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	17-abr-17	48.579,0	51.465,4	25.563,0	30.937,2
Ratio de cobertura de las reservas	17-abr-17	92,8%	101,3%	53,3%	76,7%
Tasa de interés Badlar PF	18-abr-17	19,5%	19,5%	27,3%	26,2%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	30-mar-17	37,7%	38,8%	41,6%	42,3%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	30-mar-17	27,9%	26,3%	39,2%	36,9%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	19-abr-17	338	333	410	389
EMBI+ Argentina	19-abr-17	433	452	438	432
EMBI+ Brasil	19-abr-17	273	278	523	403
Tasa LIBOR	19-abr-17	0,99%	0,93%	0,42%	0,44%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	18-abr-17	0,91%	0,79%	0,20%	0,37%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	18-abr-17	0,00%	0,00%	0,38%	0,15%
SELIC (Brasil)	19-abr-17	11,15%	12,15%	14,15%	14,15%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	19-abr-17	20.513,2	4,84%	97,56%	60,56%
Índice Bovespa	19-abr-17	63.407,0	-3,27%	37,57%	41,70%

* 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\$/barril)	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%