IERAL

Fundación Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 26 - Edición Nº 1053 – 29 de Junio de 2017

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Marcelo Capello, Marcos Cohen Arazi y Luis Laguinge

La política fiscal permitió bajar 1,7% del PIB la presión tributaria y 0,7% del PIB el peso del gasto público, aumentando levemente el déficit primario

En Foco 1 – Joaquín Berro Madero

Los préstamos al sector privado se expanden 2,4% intermensual en junio

En Foco 2 – Juan Francisco Campodónico

En lo que va del año, las exportaciones aumentan 1,2% interanual, pero las importaciones lo hacen un 11,1%

En Foco 3 – Francisco Alvarez Reyna

Luego de cinco años de magro crecimiento, el comercio mundial aumenta en 2017 a un ritmo similar al de 2011

En Foco 4 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

El dato regional de la semana: Sube el consumo de cemento en todas las regiones del país en los primeros 5 meses del año

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

La política fiscal permitió bajar 1,7% del PIB la presión tributaria y 0,7% del PIB el peso del gasto público, aumentando levemente el déficit primario

- Los recursos tributarios mejoran por la recuperación del nivel de actividad (IVA DGI crece 34% en lo que va del año), como también por el blanqueo. Del lado del gasto público nacional, las prestaciones sociales aumentan 38,9% el gasto de capital lo hace 37,6%, motorizado por inversiones en Educación, Vivienda, Transporte, Agua potable y saneamiento y las transferencias corrientes a provincias suben 104,3%. La presión tributaria en los primeros cinco meses de 2017 se ubica en torno al 22,1% del PIB (excluyendo los ingresos del blanqueo), cifra que compara con 23,8% de igual lapso de 2015 (responsabilidad de la gestión anterior). El Impuesto a las Ganancias y los Derechos de Exportación son los que más contribuyen a esta reducción de 1,7 puntos del PIB en la presión tributaria
- El paulatino descenso en la tasa de inflación empieza a producir un alivio en el peso del impuesto inflacionario, que se reduce en 0,2% del PIB, dato muy importante por el efecto distorsivo e inequitativo de este tributo no observable directamente. Se destaca que el Gasto Público nacional pasa de representar un 21,1% del PIB en 2015 a 20,4% en 2017 (considerando los primeros 5 meses de cada año), a raíz del recorte de los subsidios económicos (1,5% del Producto). En cambio, el Gasto en Seguridad Social aumenta fuertemente su participación (0,9 puntos del PIB) debido a la implementación del Programa de Reparación Histórica
- Los ingresos del blanqueo son determinantes en el Resultado Fiscal, ya que por su aporte hay mejoras de 0,3% del PIB en el Ahorro Corriente y de 0,9% en el Resultado Primario respecto a 2015. Por el contrario, si aquellos se excluyen, estos agregados presentan deterioros (0,7% y 0,1% respectivamente). Sin embargo, el cómputo fiscal sin el recorte de impuestos aplicado por la actual gestión muestra progresos en la reducción del déficit respecto a 2015
- A pesar del creciente peso de los intereses de la deuda pública, el Resultado Financiero sin rentas de la propiedad presenta una ligera mejora con los ingresos del blanqueo (0,1% del PIB), y un deterioro del 0,9% cuando éstos se excluyen. La Deuda Pública a diciembre de 2016 resultó apenas un 0,7% superior a la de 2015 en términos del PIB. De todas formas, se aprecian cambios notables en su composición. Mientras que los pasivos en manos del Sector Público reducen su peso de 30,6% a 27,5% del PIB, la deuda en posesión del Sector Privado se incrementa de 16,4% a 21,1%. El financiamiento en los mercados es el puente que permite llevar adelante el programa de gradualismo fiscal

En Foco 1: 18

Los préstamos al sector privado se expanden 2,4% intermensual en junio

- Los créditos en pesos al sector privado del último mes mejoran el promedio del año, principalmente por la expansión de las líneas con garantía real (+5,1% m/m)
- Por su parte, aquellas líneas vinculadas al comercio (Adelantos en Cta. Cte., Documentos a sola firma, Documentos comprados y descontados, entre otros) se expanden 2,7% m/m este mes; mientras que las referidas al consumo (Personales y con Tarjeta) lo hacen un 1,5% m/m
- Por su parte, los depósitos en pesos recuperan ritmo de aumento (2,2% m/m), aunque con un sesgo hacia las colocaciones a la vista (Cajas de Ahorro 8,2% m/m)

En Foco 2: 22

En lo que va del año, las exportaciones aumentan 1,2% interanual, pero las importaciones lo hacen un 11,1%

- En los primeros cinco meses de 2017, sin computar combustibles, el valor en dólares de las exportaciones aumentó 1,2% interanual, y el de las importaciones lo hizo un 11,1%, dando continuidad a las señales de mejora del nivel de actividad, aunque también de un rápido deterioro de las cuentas externas

- Los últimos datos extrapolan para 2017 exportaciones de US$ 58,6 mil millones (+1,5%) e importaciones en US$ 65 mil millones (+16,9%). Sin embargo, diversos factores afectan la estacionalidad de este año, tanto del lado de las ventas como de las compras al exterior, por lo que el déficit comercial podría ser inferior al que surge de esa extrapolación
- El saldo de la balanza energética arroja un déficit para los primeros cincos meses de US$ 1,2 mil millones, que compara con un rojo de US$ 754 millones para igual periodo de 2016. Este deterioro puede deberse a un cambio en la política energética, con un aumento de importaciones orientada a evitar cortes de la industria en el transcurso de este invierno

En Foco 3: **27**

Luego de cinco años de magro crecimiento, el comercio mundial aumenta en 2017 a un ritmo similar al de 2011

- En el primer cuatrimestre, las importaciones mundiales medidas en volumen crecieron 4,2% interanual, impulsadas por los emergentes, con una variación de 8,4%, mientras que para los desarrollados ese guarismo fue de 1,3% interanual
- Dentro los países avanzados, Estados Unidos aparece como la locomotora, con un alza de 4,1% interanual de sus importaciones, mientras que para el caso de Japón y la Eurozona las variaciones no son significativas
- En el caso de los emergentes, las importaciones de Asia crecen un 12,8% interanual, seguida por Europa del Este y Central (6,8%) y América Latina (4,0%). Sin embargo, África y Medio Oriente profundizan el terreno negativo (-9,4%)

En Foco 4: **31**

El dato regional de la semana: Sube el consumo de cemento en todas las regiones del país en los primeros 5 meses del año

- En promedio, el aumento es de 7,8 % interanual, con el NOA liderando la recuperación (11,3 %), seguido de la zona pampeana (8,4 %). Más acotadas resultaron las variaciones del NEA (2,3 %), de Cuyo (1,5 %) y de la Patagonia (0,5 %)
- Por provincias, las diferencias son mayores. Del lado de las jurisdicciones con mayor crecimiento del consumo de cemento se tiene a Tucumán (28,2 % interanual), Catamarca (26,4 %), CABA (20,1 %), Santa fe (17,1 %) y Chaco (11,6 %)
- Permanece en territorio negativo la variación de la demanda en La Pampa (-21,5 % interanual), Tierra del Fuego (-12,7 %), Santa Cruz (-11,5 %), San Juan (-6,9 %), Misiones (-5,4 %) y Jujuy (-4,8 %)

Selección de Indicadores **34**

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley Nº 11723 - Nº 2328, Registro de Propiedad Intelectual 5342097. ISSN Nº 1667-4790 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610, 5º piso B (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001) Córdoba, Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org.

Editorial

La política fiscal permitió bajar 1,7% del PIB la presión tributaria y 0,7% del PIB el peso del gasto público, aumentando levemente el déficit primario

- Los recursos tributarios mejoran por la recuperación del nivel de actividad (IVA DGI crece 34% en lo que va del año), como también por el blanqueo. Del lado del gasto público nacional, las prestaciones sociales aumentan 38,9% el gasto de capital lo hace 37,6%, motorizado por inversiones en Educación, Vivienda, Transporte, Agua potable y saneamiento y las transferencias corrientes a provincias suben 104,3%. La presión tributaria en los primeros cinco meses de 2017 se ubica en torno al 22,1% del PIB (excluyendo los ingresos del blanqueo), cifra que compara con 23,8% de igual lapso de 2015 (responsabilidad de la gestión anterior). El Impuesto a las Ganancias y los Derechos de Exportación son los que más contribuyen a esta reducción de 1,7 puntos del PIB en la presión tributaria

- El paulatino descenso en la tasa de inflación empieza a producir un alivio en el peso del impuesto inflacionario, que se reduce en 0,2% del PIB, dato muy importante por el efecto distorsivo e inequitativo de este tributo no observable directamente. Se destaca que el Gasto Público nacional pasa de representar un 21,1% del PIB en 2015 a 20,4% en 2017 (considerando los primeros 5 meses de cada año), a raíz del recorte de los subsidios económicos (1,5% del Producto). En cambio, el Gasto en Seguridad Social aumenta fuertemente su participación (0,9 puntos del PIB) debido a la implementación del Programa de Reparación Histórica

- Los ingresos del blanqueo son determinantes en el Resultado Fiscal, ya que por su aporte hay mejoras de 0,3% del PIB en el Ahorro Corriente y de 0,9% en el Resultado Primario respecto a 2015. Por el contrario, si aquellos se excluyen, estos agregados presentan deterioros (0,7% y 0,1% respectivamente). Sin embargo, el cómputo fiscal sin el recorte de impuestos aplicado por la actual gestión muestra progresos en la reducción del déficit respecto a 2015

- A pesar del creciente peso de los intereses de la deuda pública, el Resultado Financiero sin rentas de la propiedad presenta una ligera mejora con los ingresos del blanqueo (0,1% del PIB), y un deterioro del 0,9% cuando éstos se excluyen. La Deuda Pública a diciembre de 2016 resultó apenas un 0,7% superior a la de 2015 en términos del PIB. De todas formas, se aprecian cambios notables en su composición. Mientras que los pasivos en manos del Sector Público reducen su peso de 30,6% a 27,5% del PIB, la

deuda en posesión del Sector Privado se incrementa de 16,4% a 21,1%. El financiamiento en los mercados es el puente que permite llevar adelante el programa de gradualismo fiscal.

En lo que va de 2017 es posible advertir una tendencia de recuperación en los ingresos tributarios. Si bien el monto total se incrementó apenas un 21% en mayo, se aprecia un comportamiento heterogéneo entre los diversos componentes de la recaudación. Los impuestos más ligados a la actividad interna, IVA DGI y Cheque, presentan en mayo tasas de crecimiento interanual del 35,3% y 30,5% respectivamente. Considerando que la variación de los precios en el mismo lapso se ubicó en torno al 24%, se infiere un notable aumento en términos reales.

Más aún, si se analiza la recaudación acumulada de los primeros cinco meses del año, las tasas de crecimiento son similares (34% y 31,2%) aunque la inflación promedio de este lapso es algo mayor (28%).

Por otro lado, el incremento del monto recaudado por Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social alcanza un 27,8% interanual en mayo y un 34,3% en el acumulado anual. Este sostenido aumento en términos reales permite mantener cierto optimismo en cuanto a la evolución de variables asociadas como el nivel de empleo formal y las remuneraciones salariales correspondientes.

En lo que refiere al Impuesto a las Ganancias, se observa que la recaudación crece apenas un 18,8% en lo que va del año. Incluso considerando sólo el mes de mayo (que tradicionalmente presenta variaciones superiores al promedio debido a la época de liquidación), el incremento resulta similar (18%). Debe recordarse que en 2016 y 2017 se realizaron modificaciones al impuesto que bajaron su presión fiscal.

Por último, los Derechos de Exportación exhiben una caída nominal del 14%, debido a que la liquidación de divisas de la cosecha de soja todavía se mantiene retrasada, con la expectativa de una mayor cotización del dólar.

Recaudación Nacional – Mayo y acumulado anual 2017

	May-17		ene-may 2017	
	En mill. $	var i.a (%)	En mill. $	var i.a (%)
IVA Neto	59.735	30,5%	284.908	25,6%
IVA Bruto	61.135	33,1%	293.144	28,8%
IVA DGI	41.823	35,3%	207.001	34,0%
IVA DGA	19.312	28,4%	86.143	17,9%
Devoluciones (-)	1.400	775,0%	8.236	958,6%
Reintegros (-)	2.500	48,2%	8.253	36,2%
Ganancias	52.277	18,0%	193.674	18,8%
Créditos y Débitos	13.338	30,5%	64.155	31,2%
Combustibles	9.045	66,4%	37.515	62,4%
Internos Coparticipados	4.941	69,8%	26.617	76,7%
Otros Impuestos	2.434	-69,7%	57.719	187,4%
Exportaciones	6.790	-14,0%	29.156	-18,2%
Importaciones y otros	5.360	14,6%	25.078	14,9%
Seguridad Social	54.635	27,8%	279.365	34,3%
Total	**206.055**	**21,0%**	**989.934**	**30,9%**

IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda

El Gasto Público sigue apuntalado por prestaciones sociales y obra pública

Los últimos datos de ejecución presupuestaria provistos por el Ministerio de Hacienda exhiben cierta ralentización en el crecimiento del Gasto Primario en el mes de Mayo, ya que presenta un incremento de apenas un 23,6% respecto al mismo período de 2016.

El comportamiento al interior del gasto resulta más heterogéneo. Las Prestaciones Sociales mantienen un carácter fuertemente expansivo (34,7%) impulsadas por el pago de jubilaciones, pensiones contributivas y prestaciones del INSSJP. Una situación similar se observa en la evolución de los Gastos de funcionamiento (37%).

Por el contrario, los Subsidios Económicos persisten en su tendencia a la baja con una caída en términos nominales del 15,4%. Debido a la baja de subsidios (con incrementos en las tarifas netas de energía), el Sector Público reduce el pago de subsidios en alrededor $5 mil millones respecto a mayo de 2016, lo que representa una variación de casi el 37%. Adicionalmente, las transferencias al Transporte crecen por debajo de la inflación (16,5%)

En lo que refiere al Gasto de Capital, el mes de mayo exhibe un comportamiento atípico debido a la alta base de comparación que representa el mismo período de 2016 (se incrementa apenas un 15,7%).

La particular dinámica de los ingresos y gastos en mayo conduce a un importante incremento en el déficit primario (127,5%). Asimismo, si se añade el pago de intereses de la deuda

pública se llega a un déficit financiero de $44 mil millones, lo que representa una suba del 83,6%.

Con el objetivo de evitar la influencia de estas anomalías estacionales sobre el análisis, resulta pertinente considerar la situación acumulada en los primeros cinco meses de 2017. Siguiendo esta línea, se observa que tanto los ingresos como los gastos primarios crecen por encima de la inflación del período (33,7% y 33% respectivamente).

Los ingresos se ven empujados por una recaudación tributaria en línea con la inflación del período mientras que las erogaciones continúan impulsadas por el Gasto en Capital (37,6%) y las Prestaciones Sociales (38,9%). Los Subsidios Económicos, por su parte, se mantienen prácticamente estancados en términos nominales (0,5%).

De esta manera, el crecimiento del déficit primario aparece como bastante más moderado (26,8%) alcanzando poco más de $87 mil millones. Considerando las previsiones de crecimiento de la actividad e incremento de los precios del mercado, este valor representaría un 0,8% del PIB estimado para el 2017 (menos de la mitad de la meta semestral que apunta al 2%). En consecuencia, puede considerarse que el manejo de la política fiscal se encuentra en línea con los objetivos del gobierno y es consistente con las metas de reducción gradual del déficit primario.

Sin embargo, no debe pasarse por alto el creciente peso de los intereses sobre el resultado total del Sector Público. Si estos se añaden al cálculo del déficit, el mismo resulta de más de $163 mil millones (55% superior al del mismo lapso de 2016). Teniendo en cuenta las mismas estimaciones del nivel de actividad para este año, el desahorro del Gobierno se encontraría en torno al 1,6% del PIB.

En lo que va del año, por su parte, se destacan como principales fuentes de aumento del gasto las Prestaciones Sociales (38,9%), el gasto de capital (37,6%, motorizado por inversiones en Educación, Vivienda, Transporte, Agua potable y saneamiento) y las transferencias corrientes a provincias (104,3%).

Ingresos y Gastos del Sector Público Nacional – Mayo y acumulado anual 2017

	May-17		ene-may 17	
	En mill. $	var %	En mill. $	var %
Ingresos totales	156,937	14.5%	784,179	33.7%
Tributarios	146,877	13.7%	726,917	31.4%
Rentas de la propiedad	4,031	42.9%	25,843	156.7%
Otros ingresos corrientes	6,012	20.6%	31,352	35.8%
Ingresos de capital	16	-80.9%	66	-41.5%
Gastos primarios	184,176	23.6%	871,425	33.0%
Gastos corrientes primarios	165,874	24.5%	781,754	32.5%
Gastos de capital	18,302	15.7%	89,672	37.6%
Resultado primario	-27,239	127.5%	-87,247	26.8%
Intereses	16,806	39.8%	76,448	107.4%
Resultado financiero	-44,045	83.6%	-163,694	55.0%

IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda

Gasto Primario del Sector Público Nacional – Mayo y acumulado anual 2017

	May-17		ene-may 17	
	En mill. $	var %	En mill. $	var %
Gastos corrientes primarios	165,874	24.5%	781,754	32.5%
Prestaciones sociales	100,691	34.7%	470,976	38.9%
Subsidios económicos	18,116	-15.4%	72,905	0.5%
Gastos de funcionamiento y otros	32,383	37.0%	157,760	35.0%
Transferencias corrientes a provincias	4,772	63.7%	26,209	104.3%
Otros gastos corrientes	9,912	-5.3%	53,904	10.6%
Gastos de capital	18,302	15.7%	89,672	37.6%
Energía	1,771	-12.3%	9,062	-40.3%
Transporte	6,056	57.9%	23,686	63.8%
Educación	738	261.8%	4,677	145.9%
Vivienda	1,904	-47.6%	16,139	127.0%
Agua potable y alcantarillado	1,595	74.4%	7,978	65.5%
Otros	3,384	18.7%	19,055	67.1%
Fondo Federal Solidario	2,854	20.9%	9,076	-11.9%
Total Gasto primario	**184,176**	**23.6%**	**871,425**	**33.0%**

IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda

Comparación del perfil de la política fiscal 2015 y 2017

Una vez revisados los aspectos coyunturales de las cuentas públicas, resulta interesante efectuar un análisis comparativo entre la política fiscal del gobierno actual y la efectuada por la gestión anterior en su último tramo. Ambos años resultan de recuperación leve, luego de años recesivos.

Además, la contraposición entre los dos modelos de gestión es fundamental para obtener conclusiones respecto a las consecuencias fiscales de las decisiones de política macroeconómica en general, así como de las fuentes de financiamiento destinadas a sostener la gestión.

Así, se traza una comparación entre los primeros cinco meses de 2015 y 2017 en cuatro grandes tópicos: presión tributaria, gasto público, resultados fiscales y deuda pública.

Presión tributaria en descenso

En términos generales, es posible apreciar en los primeros cinco meses de 2017 una reducción en la presión tributaria de 0,7% del PIB respecto al mismo periodo de 2015. Este alivio en la carga sobre los contribuyentes se ve reflejado, fundamentalmente, en el Impuesto a las Ganancias. Luego del incremento en el Mínimo No Imponible y la modificación de las escalas de fines de 2016, la recaudación en concepto de este tributo pasó a representar un 4,5% del Producto, lo que significa una baja de más de un punto porcentual respecto a 2015.

Adicionalmente, la eliminación de los derechos de exportación para diversos productos (maíz, trigo, productos industriales, etc.) también se hace sentir con una caída en la presión en torno al 0,5% del PIB aunque la ya mencionada demora en la liquidación de divisas provenientes de la cosecha de soja también contribuye a la menor recaudación.

Una mención aparte merece el incremento en el rubro Otros Impuestos. El 0,7% adicional de recaudación en términos del PIB se encuentra puramente explicado por los más de $40 mil millones obtenidos por penalidades vinculadas al Régimen de Sinceramiento Fiscal (blanqueo de capitales) en el primer trimestre del año. En otras palabras, de no haber mediado este ingreso extraordinario, la baja en la presión tributaria efectiva hubiera sido todavía más pronunciada (de alrededor de 1,7% del PIB), en comparación con el año 2015.

Presión tributaria del Sector Público Nacional – Acumulado enero-mayo 2015 y 2017

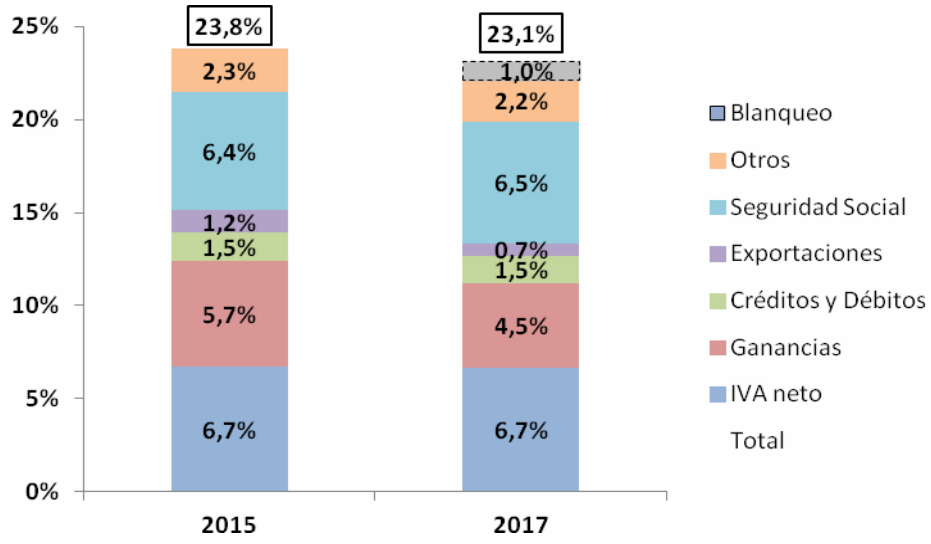
En porcentaje del PIB

	ene-may 2015		ene-may 2017	
	En mill. $	En % PIB	En mill. $	En % PIB
IVA Neto	164.502	6,7%	284.908	6,7%
IVA Bruto	166.676	6,8%	293.144	6,8%
IVA DGI	121.942	5,0%	207.001	4,8%
IVA DGA	44.733	1,8%	86.143	2,0%
Devoluciones (-)	2.173	0,1%	8.236	0,2%
Reintegros (-)	3.703	0,2%	8.253	0,2%
Ganancias	138.223	5,7%	193.674	4,5%
Créditos y Débitos	36.478	1,5%	64.155	1,5%
Combustibles	20.825	0,9%	37.515	0,9%
Internos Coparticipados	11.758	0,5%	26.617	0,6%
Otros Impuestos	14.062	0,6%	57.719	1,3%
Exportaciones	29.619	1,2%	29.156	0,7%
Importaciones y otros	13.009	0,5%	25.078	0,6%
Seguridad Social	155.441	6,4%	279.365	6,5%
Total	**580.214**	**23,8%**	**989.934**	**23,1%**
Total sin blanqueo	**580.214**	**23,8%**	**948.103**	**22,1%**

IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda e INDEC

Presión tributaria del Sector Público Nacional – Acumulado enero-mayo 2015 y 2017

En porcentaje del PIB



IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda e INDEC

Por último, cabe resaltar el menor impacto del impuesto inflacionario en los primeros cinco meses de 2017. Conceptualmente, el componente impositivo de la inflación está dado por la pérdida de poder adquisitivo de las tenencias monetarias de los agentes del sector privado a expensas del sector público nacional, que posee el monopolio de la emisión de papel moneda.

Este tributo no es observable aunque puede ser estimado considerando la evolución del nivel de precios y el ritmo de expansión de la base monetaria que implementa el BCRA. En este sentido, teniendo en cuenta la variación anualizada del nivel de precios de los primeros cinco meses de 2017 y la base monetaria promedio, se estima el impuesto inflacionario en torno al 1,9% del PIB.

La misma estimación arroja un resultado de 2,1% para el año 2015 y de 2,3% para 2016 (año de elevada inflación producto de la devaluación del tipo de cambio y los aumentos tarifarios). Esta reducción resulta significativa si se tiene presente que este tributo es fuertemente regresivo (concentrado fuertemente en los deciles más bajos de la distribución del ingreso).

Estimación de la recaudación en concepto de impuesto inflacionario (2015-2017)

En porcentaje del PIB

	ene-may		
	2015	2016	2017
	% PIB	% PIB	% PIB
Estimación peso del impuesto inflacionario	2,1%	2,3%	1,9%

IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA, IPC GBA-INDEC, IPC Congreso e IPC San Luis

Gasto Público: bajar subsidios inequitativos y fortalecer el gasto social y la inversión pública

El análisis del Gasto Público y los Resultados Fiscales que sigue a continuación requiere una breve aclaración de carácter metodológico. En pos de la comparabilidad de las variables, los diferentes agregados fiscales fueron ajustados de manera de mantener la comparabilidad entre las series presentadas.

Por el lado de los recursos, se excluye de los ingresos corrientes la totalidad de las rentas del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES y se incluyen las provenientes de otros organismos del Sector Público Nacional. En cuanto a los gastos, se excluye la totalidad de los

intereses pagados sobre la deuda pública (independientemente del carácter del acreedor) y se utilizan recién para el cálculo del Resultado Financiero.

Hecha esta aclaración, la comparación entre los períodos considerados no arroja grandes diferencias en cuanto a la magnitud del Gasto Público pero sí en relación a su composición. En términos globales, el total de erogaciones primarias pasa de representar un 21,1% del PIB en los primeros cinco meses de 2015 a un 20,4% en los correspondientes de 2017. Esta reducción se encuentra explicada por una caída de 0,1% del Producto en el Gasto Corriente y del 0,6% en el Gasto de Capital. De acuerdo con lo anunciado por el gobierno, posiblemente el nivel de gasto de capital termine incrementándose en la medición anual.

Sin embargo, las Prestaciones de la Seguridad Social se incrementaron en casi un punto del PIB impulsadas por la entrada en vigencia del Programa de Reparación Histórica para los jubilados y la implementación de la Pensión Universal al Adulto Mayor.

En contrapartida, las transferencias corrientes disminuyeron 0,3% del PIB. Particularmente, aquellas que poseen como destinatario al sector privado (empresas y familias) se reducen en una proporción todavía mayor (0,6%).

En relación a ello, es necesario destacar la caída en el nivel de subsidios económicos. En mayo de 2015, este tipo de subvenciones representaban un 3,2% del Producto mientras que en 2017 se habría reducido a casi la mitad (1,7%).

En consecuencia, la relativa estabilidad de las transferencias corrientes al sector privado en términos del PIB se explica por el fuerte incremento de programas de transferencias a familias como la Asignación Universal por Hijo, las Asignaciones Familiares y las Pensiones no Contributivas administradas por el Ministerio de Desarrollo Social.

Las transferencias discrecionales al sector público, en cambio, resultan superiores en 2017 en una magnitud de 0,3% del PIB. Este aumento se explica, esencialmente, por el mayor nivel de recursos destinados a los gobiernos provinciales y de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Por el lado del Gasto de Capital, se aprecia que este agregado es ligeramente inferior en los primeros cinco meses de 2017 (2,1% vs 2,7% del PIB).

En la mayor parte de los agregados de gasto, se destaca el incremento en términos relativos al PIB respecto del 2016.

Comparación del Gasto Público del Sector Público Nacional

Acumulado enero-mayo 2015 y 2017

	ene-may 2015		ene-may 2017	
	En mill. $	En % PIB	En mill. $	En % PIB
Gasto primario corriente	449.896	18,4%	781.754	18,3%
Gastos de consumo y operación	94.790	3,9%	157.756	3,7%
Prestaciones de la seguridad social	186.345	7,6%	364.028	8,5%
Transferencias corrientes	146.092	6,0%	243.579	5,7%
Al sector privado	118.835	4,9%	182.549	4,3%
Al sector público	26.757	1,1%	60.225	1,4%
Provincias y CABA	9.304	0,4%	26.209	0,6%
Otras	17.453	0,7%	34.017	0,8%
Rentas de la propiedad	100	0,0%	3	0,0%
Déficit operativo empresas públicas	7.770	0,3%	14.226	0,3%
Otros	14.799	0,6%	2.161	0,1%
Gasto de capital	65.465	2,7%	89.672	2,1%
Inversión real directa	25.910	1,1%	39.162	0,9%
Transferencias de capital	34.310	1,4%	44.867	1,0%
Inversión financiera	5.246	0,2%	5.644	0,1%
Gasto Primario Total	**515.361**	**21,1%**	**871.425**	**20,4%**

IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda e INDEC

Resultado fiscal: el desafío de reducir el déficit bajando impuestos

En lo que hace al Ahorro Corriente (diferencia entre Ingresos y Gastos Primarios Corrientes), se observa que el mismo resultó deficitario en ambos períodos aunque en una magnitud prácticamente despreciable en el 2017 (apenas $2 mil millones contra más de $7 mil en 2015). En términos del Producto, este déficit corriente representó un 0,3% en 2015 y desaparece en 2017.

La situación se modifica al añadir los recursos y gastos de capital para obtener el resultado primario. En este caso, el déficit se ubica en torno al 3% del Producto en los primeros cinco meses de 2015 y alcanza el 2,1% en el mismo período de 2017, lo que manifiesta una mejora importante si se tiene presente la reducción impositiva ya señalada.

Por último, es posible calcular el Resultado Financiero sustrayendo el pago de intereses de la deuda pública y añadiendo como ingresos la remisión de utilidades del Banco Central y del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES (rentas de la propiedad).

Así, se arriba a un déficit del 3,6% del PIB en el acumulado enero-mayo 2015 y del 3,8% en igual lapso de 2017. Este deterioro en el resultado financiero se explica, fundamentalmente, por el mayor peso del pago de intereses (2,4% del PIB versus 1,7%). Si se adoptara el criterio de excluir las rentas del cálculo por no representar ingresos genuinos del Sector Público, el déficit resultaría ligeramente inferior (4,5% vs 4,6%).

Comparación de los distintos resultados fiscales del Sector Público Nacional
Acumulado enero-mayo 2015 y 2017

	ene-may 2015		ene-may 2017	
	En mill. $	En % PIB	En mill. $	En % PIB
Ingresos Corrientes	442.429	18,1%	779.625	18,2%
Gastos Primarios Corrientes	449.896	18,4%	781.754	18,3%
Ahorro corriente	-7.467	-0,3%	-2.129	0,0%
Recursos de Capital	137	0,0%	66	0,0%
Gasto de Capital	65.465	2,7%	89.672	2,1%
Resultado Primario	-72.796	-3,0%	-91.734	-2,1%
Rentas de la propiedad	26.238	1,1%	30.902	0,7%
BCRA	12.000	0,5%	0	0,0%
FGS	14.238	0,6%	30.902	0,7%
Intereses	40.597	1,7%	102.862	2,4%
Resultado Financiero	-87.154	-3,6%	-163.694	-3,8%
Resultado Financiero sin rentas	-113.393	-4,6%	-194.596	-4,5%

IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda, INDEC y BCRA

En el caso de que se optara por excluir los ingresos provenientes del Régimen de Sinceramiento Fiscal (alrededor de $40 mil millones), el panorama en términos de resultados se vería drásticamente modificado. Teniendo en cuenta que estos recursos representaron alrededor de un punto porcentual del PIB del período, todos los cálculos deberían ajustarse a la baja en esa proporción. Así, el desahorro Corriente resultaría un 0,7% superior al del mismo período de 2015 mientras que el Resultado Financiero empeoraría en un 1,2% (aunque sólo 0,9% si se excluyeran las rentas). Sólo el Déficit Primario presentaría un porcentaje similar al de 2015 aunque también se incrementaría.

Resultados fiscales 2017 excluyendo ingresos extraordinarios (blanqueo)

	ene-may 2017	
	En mill. $	En % PIB
Ahorro corriente	-43.960	-1,0%
Resultado Primario	-133.565	-3,1%
Resultado Financiero	-205.525	-4,8%
Resultado Financiero sin rentas	-236.427	-5,5%

IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda y AFIP

Sin embargo, en el plano de las conjeturas, si además de excluir los ingresos provenientes del blanqueo se analizara qué hubiera ocurrido si no se hubieran realizado las reducciones de impuestos que implementó el Gobierno actual se tiene un panorama diferente. Así, si el Gobierno no hubiera contado con los recursos provenientes del Régimen de Sinceramiento Fiscal pero tampoco hubiera ejecutado reformas tendientes a bajar la presión tributaria sobre el sector privado (Ganancias y Retenciones como en 2015), los resultados hubieran sido mejores a los de 2015. El Ahorro Corriente se manifestaría como superavitario, el déficit primario hubiera sido de 1,4% del PIB (menos de la mitad que el de 2015) y el déficit financiero sin rentas hubiera alcanzado un 3,8% (0,8% inferior al de 2015 en términos del Producto).

Resultados fiscales 2017 excluyendo blanqueo y reformas en Ganancias y Retenciones

	ene-may 2017	
	En mill. $	En % PIB
Ahorro corriente	27.798	0,6%
Resultado Primario	-61.807	-1,4%
Resultado Financiero	-133.768	-3,1%
Resultado Financiero sin rentas	-122.838	-3,8%

IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda y AFIP

Resulta de interés analizar el rol del BCRA en la financiación del déficit en ambos períodos. Existen dos canales fundamentales a través de los cuales la autoridad monetaria puede asistir al fisco. Uno de ellos ya fue explicitado y consiste en la transmisión directa de utilidades. El otro mecanismo está constituido por los Adelantos Transitorios (préstamos).

Participación del BCRA en el financiamiento del déficit fiscal

En porcentaje del Resultado Financiero sin rentas

	ene-may 2015		ene-may 2017	
	En mill. $	En %	En mill. $	En %
Déficit Financiero sin rentas	113.393	100,0%	194.596	100,0%
Transferencia de Utilidades	12.000	10,6%	0	0,0%
Adelantos Transitorios	16.900	14,9%	54.200	27,9%
Total financiamiento BCRA	28.900	25,5%	54.200	27,9%

IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Hacienda y BCRA

No se observan grandes diferencias en la participación del BCRA en el financiamiento del déficit en ambos períodos. En efecto, la suma de utilidades y adelantos representa el 25,5% del resultado financiero en el acumulado enero-mayo 2015 y aumenta a 27,9% en 2017. Sin embargo, cabe aclarar que este monto de adelantos ya representa más de un tercio de la asistencia total del BCRA al Tesoro pactada para el año 2017 ($150 mil millones). De cumplirse con lo acordado, este año se presentaría una caída nominal de $10 mil millones en el financiamiento del déficit por parte de la autoridad monetaria respecto a 2016.

Deuda Pública: puente para el gradualismo fiscal

En lo que hace a la composición y magnitud de la deuda pública nacional, resulta pertinente comparar la situación vigente al 31 de diciembre del año 2015 y el mismo período de 2016. El primer punto a destacar consiste en el moderado aumento que se presenta en términos del PIB (apenas 0,7%). Esto se corresponde con un aumento de alrededor de USD 35 mil millones.

En cambio, la composición de la deuda según el tipo de acreedor exhibe cambios más significativos. Fundamentalmente, se observa una menor participación de la deuda intra sector público (27,5% del PIB en 2016 contra 30,6% en 2015) que se corresponde casi exactamente con un incremento en la importancia del Sector Privado (21,1% vs 16,4%).

Composición Deuda Pública por tipo de acreedor (2015 y 2016)

En millones de dólares y porcentaje del PIB

	2015		2016	
	Mill USD	% PIB	Mill USD	% PIB
Agencias del Sector Público	137.733	30,6%	139.909	27,5%
Sector Privado	73.980	16,4%	107.453	21,1%
Deuda no Presentada al Canje	17.962	4,0%	8.468	1,7%
Multilaterales y bilaterales	28.953	6,4%	28.084	5,5%
Deuda Nacional Bruta	**240.665**	**53,5%**	**275.446**	**54,2%**
Deuda Nacional Bruta excluyendo intra Sector Público	**102.932**	**22,9%**	**135.537**	**26,7%**

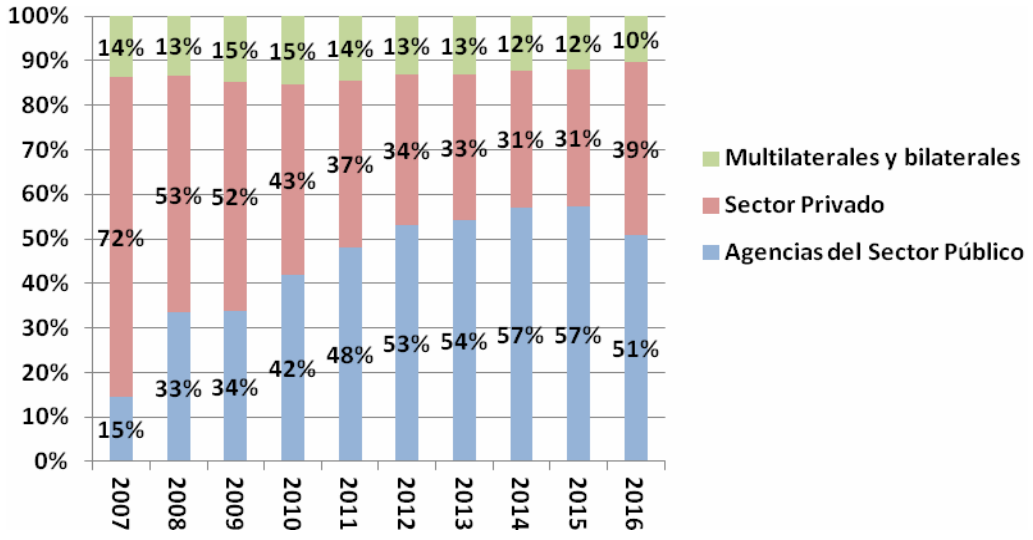
IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Finanzas

Este cambio en la composición marca un quiebre en la tendencia observada en los últimos años. Efectivamente, los acreedores privados pasaron de representar un 72% de la Deuda Pública Bruta en el año 2007 a un 31% en el 2015 (en contraste con las Agencias del Sector Público que aumentaron su participación hasta llegar a 57% en el 2015).

De esta manera, si se excluyen los pasivos que se encuentran en manos de otros organismos del Sector Público, la Deuda Pública se reduce a un 26,7% del PIB reflejando un incremento del 3,8% frente a 2015. Así, el incremento del endeudamiento a través del acceso al financiamiento en los mercados se presenta como el puente para poder ejecutar modificaciones impositivas, modificaciones en el nivel de gasto y al mismo tiempo trazar un sendero de reducción gradual del déficit fiscal.

Evolución de la composición de la Deuda Pública Bruta por tipo de acreedor (2007-2016)

En porcentaje del total



IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Finanzas

En Foco 1

Los préstamos al sector privado se expanden 2,4% intermensual en junio

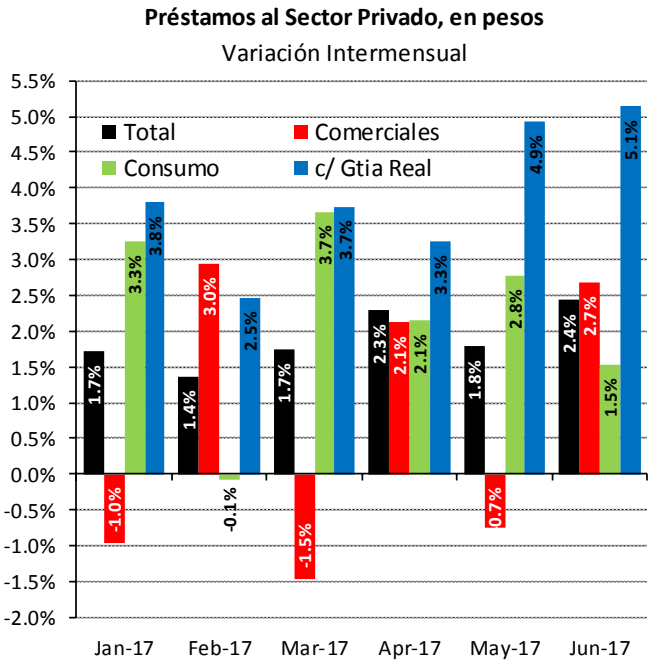
- Los créditos en pesos al sector privado del último mes mejoran el promedio del año, principalmente por la expansión de las líneas con garantía real (+5,1% m/m)
- Por su parte, aquellas líneas vinculadas al comercio (Adelantos en Cta. Cte., Documentos a sola firma, Documentos comprados y descontados, entre otros) se expanden 2,7% m/m este mes; mientras que las referidas al consumo (Personales y con Tarjeta) lo hacen un 1,5% m/m
- Por su parte, los depósitos en pesos recuperan ritmo de aumento (2,2% m/m), aunque con un sesgo hacia las colocaciones a la vista (Cajas de Ahorro 8,2% m/m)

Con datos de junio prácticamente cerrados, se tiene que los préstamos en pesos al sector privado crecen a un ritmo superior al promedio del año. Luego de una leve desaceleración en mayo, los prestamos vuelven a tomar impulso, motorizados por las líneas comerciales y las con garantía real. Por su parte, los depósitos en pesos de los agentes privados aceleraron suavemente su ritmo de expansión, mientras que las colocaciones en dólares se contraen en forma intermensual por segundo mes consecutivo.

Los datos casi completos de junio, muestran un crecimiento de 2,4% m/m en los créditos al sector privado en pesos, dato que compara con el 2,3% m/m registrado en abril y el 1,8% m/m de mayo. Siendo, el crecimiento del presente mes, el más alto para lo que va del año.

En la clasificación por tipo de préstamo, se tiene que la aceleración está siendo motorizada principalmente por las líneas con Garantía Real (Hipotecarios y Prendarios), que reflejaron una aceleración de 5,1% m/m en junio; la máxima variación intermensual en años. En detalle, la aceleración se explica por el incremento tanto de los préstamos Prendarios (5,9% m/m), como de los Hipotecarios (4,5% m/m). A su vez, las financiaciones comerciales (Adelantos en Cuenta Corriente, Documentos a sola firma, Documentos Comprados y descontados, etc.) también traccionan, creciendo 2,7% m/m en junio, luego de un leve retroceso en mayo (-0,7% m/m). Este mes, los Adelantos en cuanta corriente crecen 2,2% m/m, mientras que los Documentos a sola firma se expanden 4,6% m/m. Por último, las financiaciones bancarias vinculadas al consumo en pesos (Personales y con Tarjeta) -que representan aproximadamente la mitad del total del volumen de préstamos en moneda local

del mercado- desaceleraron su expansión pasando de crecer 2,8% m/m en mayo, a 1,5% m/m ahora. En este caso, la moderación vino dada por el estancamiento en los consumos con Tarjeta, que no mostraron variación respecto del mes pasado y; de los préstamos Personales en moneda local que pasaron de crecer 3,9% m/m en mayo a 2,9% m/m ahora.



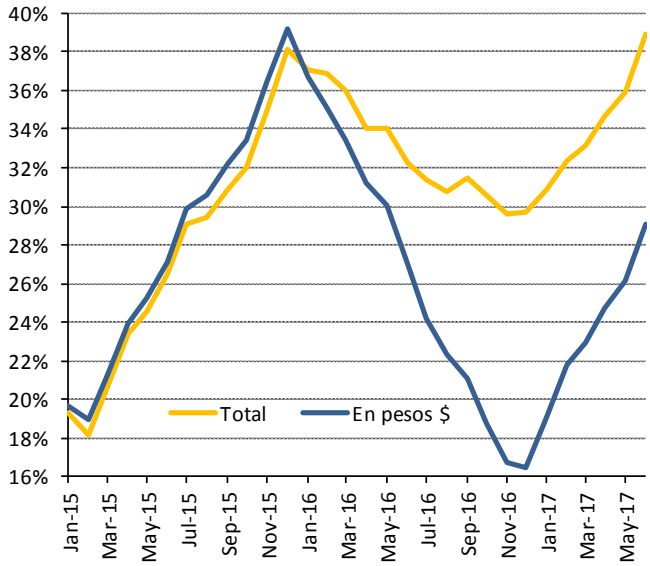
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

Asimismo, los préstamos en dólares al sector privado continúan mostrando dinamismo, aunque se desaceleran respecto de meses anteriores. En este sentido, pasaron de 5,4% m/m y 9% m/m en abril y mayo respectivamente; a crecer 4,9% m/m ahora. Otra vez, el impulso viene dado mayormente por las colocaciones de líneas Prendarias (12,3% m/m) e Hipotecarias (8,2% m/m).

Por último, si se analiza la variación interanual de los préstamos al sector privado, se tiene que el ritmo de expansión se viene incrementando mes a mes, alcanzando un pico en los últimos datos. El crecimiento interanual de junio para los créditos en pesos es de 29%, dato que compara con el 19% a/a registrado en enero del corriente año. A esto hay que sumarle el fuerte impulso que le imprimen las financiaciones en moneda extranjera, que potencian la variación del total de préstamos (pesos + dólares).

Préstamos al Sector Privado

Variación Interanual

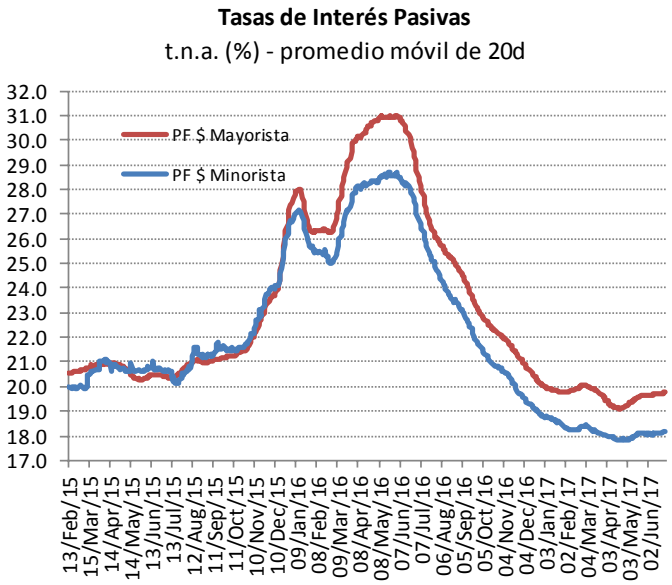


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

Del lado de los pasivos de los bancos, los depósitos del sector privado en pesos en el sistema financiero muestran una aceleración, apoyada principalmente en la dinámica de las colocaciones a la vista. En este sentido, los depósitos en pesos crecen 2,2% en junio; un nivel récord para lo que va del año. Por su parte, las colocaciones en dólares de los agentes privados muestran un retroceso en junio (-2,9% m/m); siendo este la segunda contracción intermensual consecutiva.

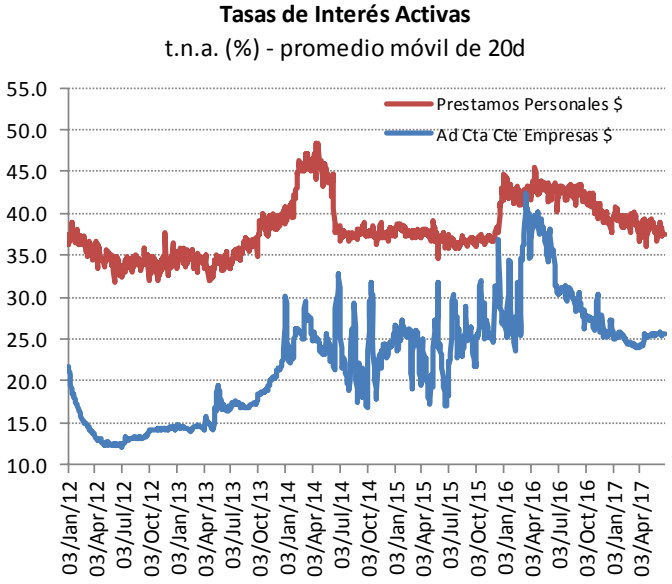
En detalle, los depósitos a Plazo Fijo en pesos -que representan el 47% del total de depósitos en moneda local- se contraen 1% m/m este mes, luego de una magra expansión en los últimos tres meses. Por su parte, las Cajas de Ahorro se muestran muy dinámicas, creciendo 8,2% m/m este mes. En el caso de los depósitos en dólares, como se mencionó anteriormente, la contracción está siendo incentivada principalmente por el recorte de los depósitos en Caja de Ahorro que retroceden 5,5% m/m, y representan el 76% del total colocado en moneda extranjera.

Todo esto, en un contexto en el cual las tasas de interés pasivas reflejaron a partir de mayo un paulatino cambio de tendencia, luego de meses de bajas consecutivas. En este sentido, la tasa pasiva mayorista (BADLAR Bancos Privados) se ubica en torno a 19,8% anual en junio, luego de un pico de 31% anual en junio 2016 y un piso de 19,1% anual a fines del mes de abril. Asimismo, la tasa pasiva minorista paso de un pico de 28,7% anual en junio del año pasado a un piso de 17,8% en abril, para ubicarse en torno a 18,2% anual en junio.



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

En el mismo sentido, las tasas de interés activas también se acomodan a la baja en prácticamente todas las líneas hasta mediados de abril; para luego mostrar algún repunte en los últimos meses producto del endurecimiento de la tasa de política monetaria.



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

En Foco 2

En lo que va del año, las exportaciones aumentan 1,2% interanual, pero las importaciones lo hacen un 11,1%

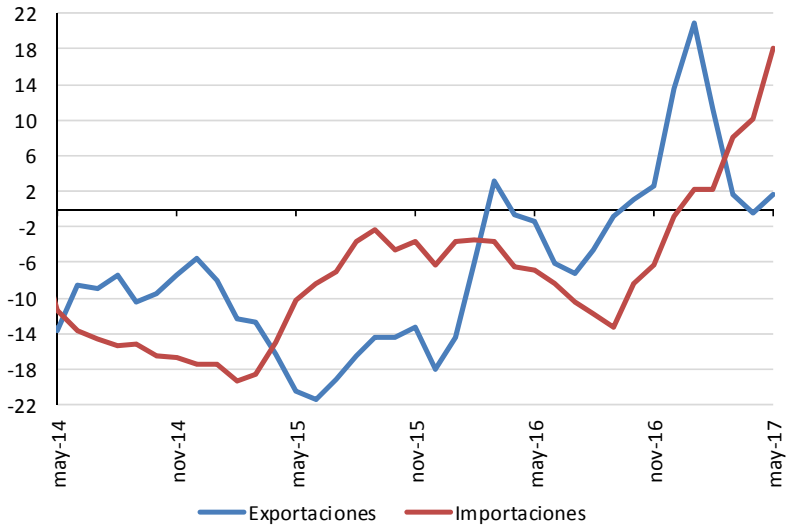
- En los primeros cinco meses de 2017, sin computar combustibles, el valor en dólares de las exportaciones aumentó 1,2% interanual, y el de las importaciones lo hizo un 11,1%, dando continuidad a las señales de mejora del nivel de actividad, aunque también de un rápido deterioro de las cuentas externas
- Los últimos datos extrapolan para 2017 exportaciones de US$ 58,6 mil millones (+1,5%) e importaciones en US$ 65 mil millones (+16,9%). Sin embargo, diversos factores afectan la estacionalidad de este año, tanto del lado de las ventas como de las compras al exterior, por lo que el déficit comercial podría ser inferior al que surge de esa extrapolación
- El saldo de la balanza energética arroja un déficit para los primeros cincos meses de US$ 1,2 mil millones, que compara con un rojo de US$ 754 millones para igual periodo de 2016. Este deterioro puede deberse a un cambio en la política energética, con un aumento de importaciones orientada a evitar cortes de la industria en el transcurso de este invierno

El Intercambio Comercial Argentino que publica el INDEC arrojó un déficit de US$ 1950 millones para los primeros cinco meses del año, que compara con el superávit de US$ 515 millones para el mismo periodo de 2016, mostrando señales de mejoras en el nivel de actividad, aunque también de un rápido deterioro de las cuentas externas. Obsérvese que, en mayo, mientras las exportaciones sin combustibles anotaron +0,5% interanual, las importaciones sin combustibles lo hicieron a un ritmo muy superior (+19,7% interanual).

Al comparar los distintos rubros respecto del mismo periodo del año anterior, los guarismos muestran comportamientos heterogéneos en materia del comercio exterior: los que caen de manera interanual son los Productos Primarios (-5,2%) y Manufacturas de Origen Agropecuario (-0,8%) para las ventas al exterior. Por otro lado, muchos rubros crecen, como las Manufacturas de Origen Industrial (+10,8%), Combustibles y Energía (+10,2%) para las exportaciones. Para las importaciones, por su parte, muestran subas de 34,9% en Combustibles, 18,5% en Bienes de Capital, 3% para los Intermedios, 16% para los de Consumo, 43,1% para los Vehículos Automotores y 0,5% para las Piezas y Accesorios. Cabe

destacar que el repunte de las compras de Bienes de Capital e Intermedios iniciado en marzo y profundizado en los meses subsiguientes es un buen indicador de recuperación de la actividad económica debido a su correlación con la Inversión.

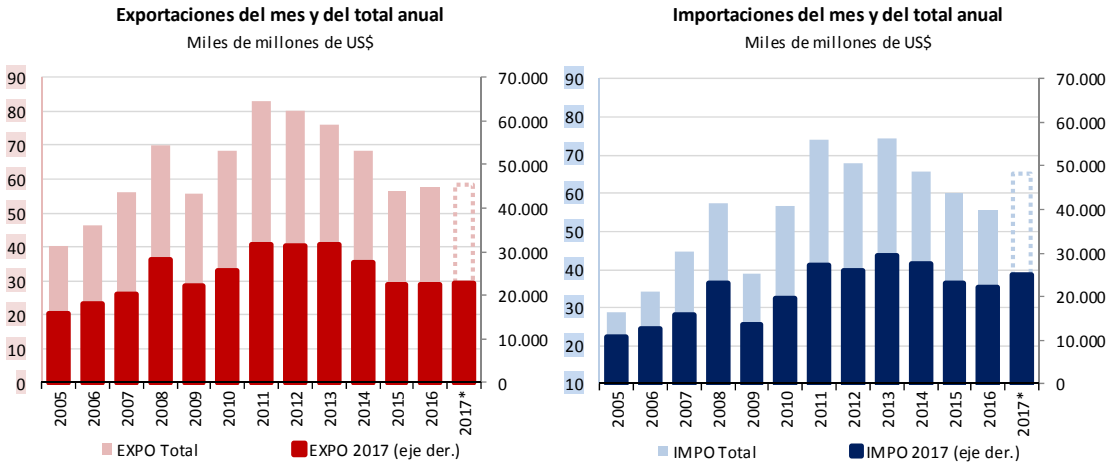
Exportaciones e Importaciones INDEC: var % a/a trimestral móvil



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Ahora bien, con cinco meses transcurridos, se puede hacer el ejercicio de extrapolar el resultado del periodo como porcentaje del total anual, tomando como referencia lo ocurrido en los últimos 13 años. Haciendo esto, las exportaciones se ubicarían en 2017 en alrededor de US$ 58,6 mil millones (+1,5%) y las importaciones en US$ 65 mil millones (+16,9%), finalizando el año con una balanza comercial deficitaria (US$ 6,5 mil millones).

Sin embargo, este año la estacionalidad del comercio exterior está sufriendo modificaciones importantes, por lo que el déficit podría ser inferior al extrapolado. Por un lado, la comercialización de la soja del ciclo 2016/2017 se encuentra muy demorada, tanto en términos absolutos (toneladas vendidas) como en relación a la producción del ciclo (% de la cosecha vendida), respecto a los últimos diez años. Para saber más al respecto, obsérvese la editorial de la semana pasada titulada "*Se demora la comercialización de la cosecha de soja de la campaña 2016/17: factores que lo explican y su impacto en actividades conexas*" (Garzón, J.M. Junio, 2017). Por otro lado, la recuperación de Brasil todavía parece estar en stand by, por lo que las exportaciones industriales al país vecino están sufriendo las consecuencias. Por último, el Ministro de Energía, Juan José Aranguren, afirmó en los últimos días que, en invierno, la imposibilidad de cubrir la demanda de gas natural lleva a tener que importar cantidades por encima de la media anual con el fin de evitar cortes en la industria. Por lo tanto, hasta que la Argentina no desarrolle una matriz energética diversificada, las importaciones energéticas acentuarán la estacionalidad del comercio exterior hacia arriba.



Fuente: IERAL de Fundacion Mediterránea en base a INDEC

A continuación se analizan las variaciones interanuales de los diferentes rubros correspondientes a mayo de 2017 frente a igual mes del año anterior.

Por un lado, las exportaciones de mayo (sin combustibles) desaceleraron su crecimiento en 3 puntos porcentuales respecto al 3,5% anotado en abril, lo que se explica por una fuerte expansión de la venta de Manufacturas de Origen Industrial (+23,2%) a pesar de la vuelta al terreno negativo por parte de los Productos Primarios y las Manufacturas de Origen Agropecuario, que cayeron 5,7% y 8,5% respectivamente.

Comercio Exterior

Variación interanual (%) de los datos en dólares

	2016 I	2016 II	2016 III	2016 IV	2017 I	abr-17	may-17
Exportaciones s/ combustibles	**5,8**	**-6,1**	**-0,7**	**13,4**	**0,6**	**3,5**	**0,5**
Primarios	*29,7*	*-7,6*	*14,3*	*37,4*	*-7,1*	*0,0*	*-5,7*
MOA	*8,7*	*-7,3*	*-17,6*	*11,0*	*0,6*	*4,6*	*-8,5*
MOI	*-27,9*	*-11,0*	*-3,9*	*4,6*	*8,1*	*5,3*	*23,2*
Importaciones s/ combustibles	**-2,8**	**-3,1**	**-10,5**	**2,0**	**8,2**	**10,0**	**19,7**
Bienes de Capital	*-4,7*	*0,5*	*-2,2*	*11,8*	*14,0*	*25,5*	*22,6*
Bienes Intermedios	*-12,4*	*-11,8*	*-18,9*	*-15,0*	*0,7*	*3,5*	*8,8*
Piezas y acc de bb de capital	*1,2*	*-13,5*	*-23,3*	*-5,6*	*-4,8*	*-5,0*	*22,9*
Bienes de Consumo	*5,0*	*14,4*	*6,4*	*9,3*	*18,2*	*12,1*	*13,6*
Vehículos automotores	*43,5*	*31,5*	*13,7*	*50,1*	*43,3*	*32,7*	*52,7*
Resto	*-30,8*	*-24,3*	*-16,2*	*-14,7*	*58,1*	*27,8*	*44,4*
Combustibles y energía							
Exportaciones	*-44,6*	*-15,1*	*0,3*	*16,4*	*32,1*	*-40,9*	*11,3*
Importaciones	*-11,7*	*-34,7*	*-30,1*	*-21,5*	*4,1*	*85,8*	*67,0*

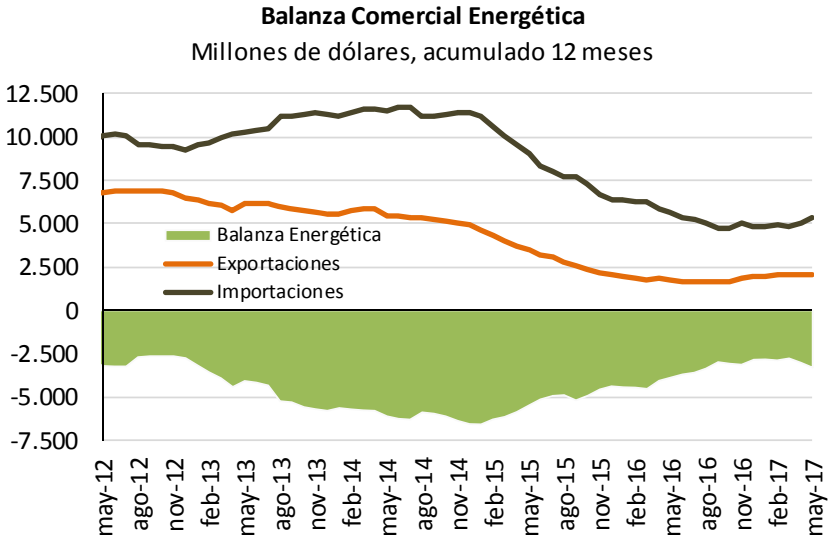
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Por su parte, las importaciones (sin combustibles) se expanden en mayo 19,7% interanual. En particular, todos los rubros se sitúan en terreno positivo: entre ellos predomina las compras de Vehículos Automotores (+52,7%), seguido de las Piezas y Accesorios (+22,9%), Bienes de Capital (+22,6%), Bienes de Consumo (+13,6) y Bienes Intermedios (+8,8%).

En cuanto a las exportaciones de combustibles, tras haber caído en abril un 40,9% interanual, en mayo las ventas al exterior volvieron a repuntar, esta vez un 11,3% respecto a igual mes del año pasado, gracias a una suba de 9% y 2% en los precios y las cantidades.

Por otro lado, pese a una suba en los precios (+16,3%) y potenciado por un fuerte incremento en las cantidades (+43,4%), las importaciones de combustibles siguen expandiéndose (67%), aunque esta vez desacelerando su crecimiento en 18,8 puntos porcentuales respecto a abril.

El saldo de la balanza energética arroja un déficit para los primeros cincos meses de US$ 1,2 mil millones, que compara con un rojo de US$ 754 millones en el mismo periodo de 2016. En el acumulado de los últimos doce meses, el déficit de balanza energética es de US$ 3,3 mil millones, inferior al rojo del mismo periodo del año pasado (US$ 3,9 mil millones) y al del año 2014 (US$ 6,5 mil millones).



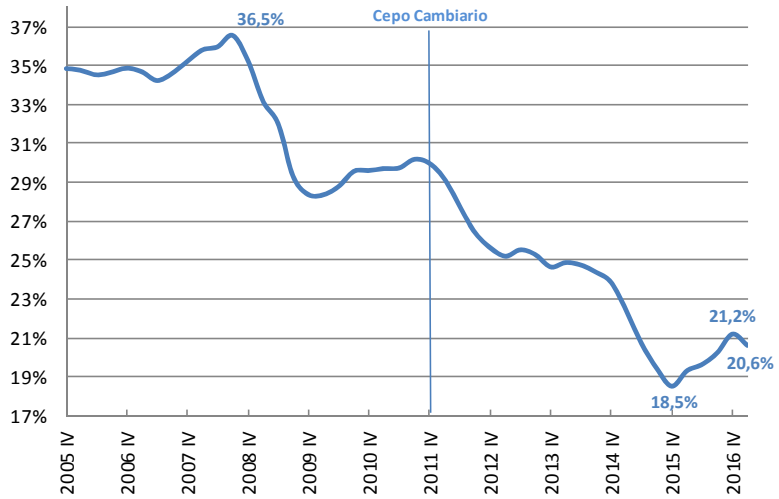
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Indec

Apertura Comercial

Finalmente, si se suman las exportaciones e importaciones y se expresan en términos del PIB a precios corrientes, se observa que la Argentina muestra en el primer trimestre de 2017 un grado de apertura comercial de casi 21%, 1,3 puntos mayor al del primer trimestre de 2016, aunque todavía 8,5 puntos menor a la apertura de inicios de 2012, periodo en el cual estaba comenzando el cepo cambiario.

Apertura Comercial

(Exportaciones + Importaciones) / PIB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

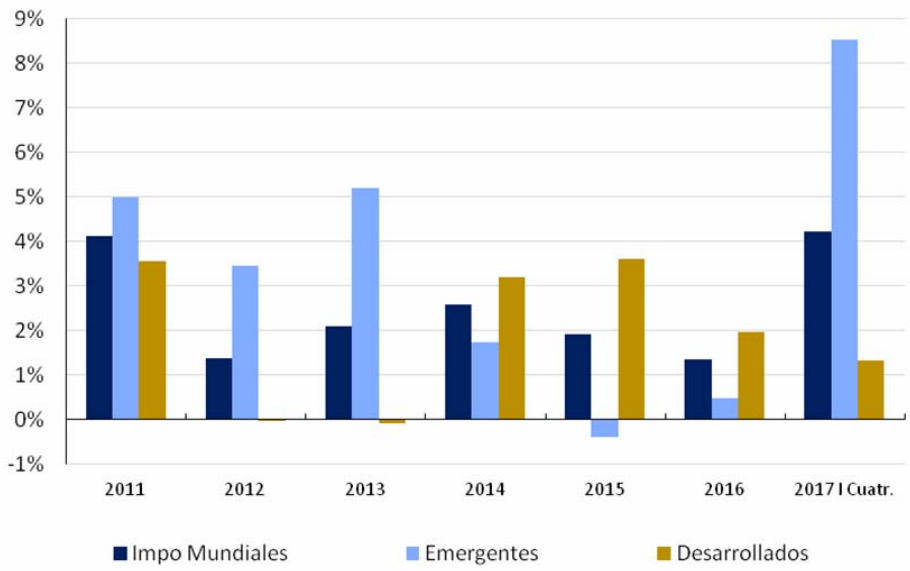
En Foco 3

Luego de cinco años de magro crecimiento, el comercio mundial aumenta en 2017 a un ritmo similar al de 2011

- En el primer cuatrimestre, las importaciones mundiales medidas en volumen crecieron 4,2% interanual, impulsadas por los emergentes, con una variación de 8,4%, mientras que para los desarrollados ese guarismo fue de 1,3% interanual
- Dentro los países avanzados, Estados Unidos aparece como la locomotora, con un alza de 4,1% interanual de sus importaciones, mientras que para el caso de Japón y la Eurozona las variaciones no son significativas
- En el caso de los emergentes, las importaciones de Asia crecen un 12,8% interanual, seguida por Europa del Este y Central (6,8%) y América Latina (4,0%). Sin embargo, África y Medio Oriente profundizan el terreno negativo (-9,4%)

Con los datos de abril, el primer cuatrimestre de 2017 muestra que el comercio mundial (medido por volumen de importaciones) crece 4,2% interanual, luego de un magro 0,8% interanual en igual período de 2016. Para encontrar un crecimiento del comercio mundial tan significativo como el que se perfila para 2017, hay que remontarse a 2011, con un primer cuatrimestre que entonces anotó una suba interanual de 4,1%. Los emergentes son los que empujan la actual recuperación, con un ensanchamiento de 8,4% interanual en sus importaciones en los primeros cuatro meses del año. Por otro lado, los desarrollados recortan su crecimiento a 1,3% hasta abril, luego de anotar una suba de 2% interanual en 2016.

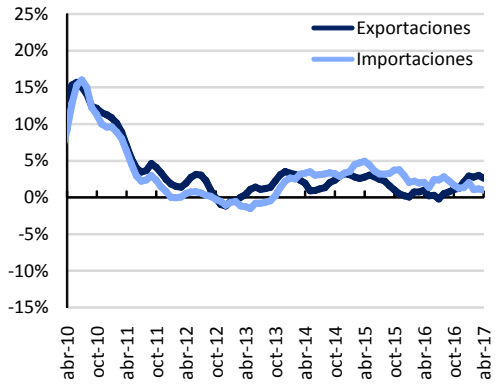
Comercio Mundial medido por volumen de importaciones
Variación interanual



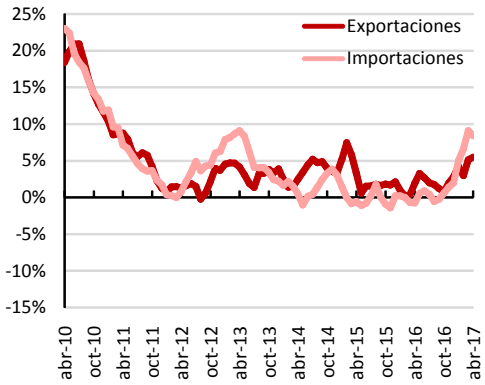
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CBP World Monitor.

Como vemos en el gráfico, luego de un crecimiento de las importaciones en volumen del comercio mundial, de 4,1% interanual en 2011, en los siguientes años este indicador osciló entre 1,4% y 2,6% interanual. Según las Perspectivas de la Economía Mundial del FMI (ver más abajo), estos datos de 2017 podrían mantenerse en el tiempo.

Comercio mundial: Economías avanzadas
(Promedio móvil 3 meses de variación interanual)



Comercio mundial: Economías emergentes
(Promedio móvil 3 meses de variación interanual)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CBP World Monitor.

Realizando el análisis por región vemos que para el grupo de desarrollados, las importaciones crecieron moderadamente un 1,3% interanual en el primer cuatrimestre. Estados Unidos

traccionó esta suba aumentando sus compras en volumen un 4,1% interanual, luego de un recorte de 0,4% entre enero y abril de 2016. En segundo lugar, Japón expandió sus compras al exterior un 1,4% interanual hasta abril de este año, luego de anotar un rojo de 0,3% interanual entre en los primeros cuatro meses del 2016. Eurozona, que creció 3,5% interanual en el primer cuatrimestre del año pasado, desaceleró a 0,9% hasta abril de este año. Por otro lado, "Otros países desarrollados" recortan de sus importaciones en volumen un 1% interanual, luego de crecer 2,2% interanual entre enero y abril de 2016.

Comercio Mundial medido por volumen de importaciones
Variación interanual

	2016 I Cuatr.	2017 I Cuatr.	Diferencia
Importaciones mundiales	0,8	4,2	3,4
Desarrollados	1,9	1,3	-0,6
Estados Unidos	-0,4	4,1	4,5
Japón	-0,3	1,4	1,7
Eurozona	3,5	0,9	-2,6
Otros	2,2	-1,0	-3,3
Emergentes	-0,9	8,4	9,3
Asia emergente	0,3	12,8	12,5
Europa del Este y Central	3,7	6,8	3,2
América Latina	-3,8	4,0	7,9
África y Medio Oriente	-5,2	-9,4	-4,2

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CBP World Monitor.

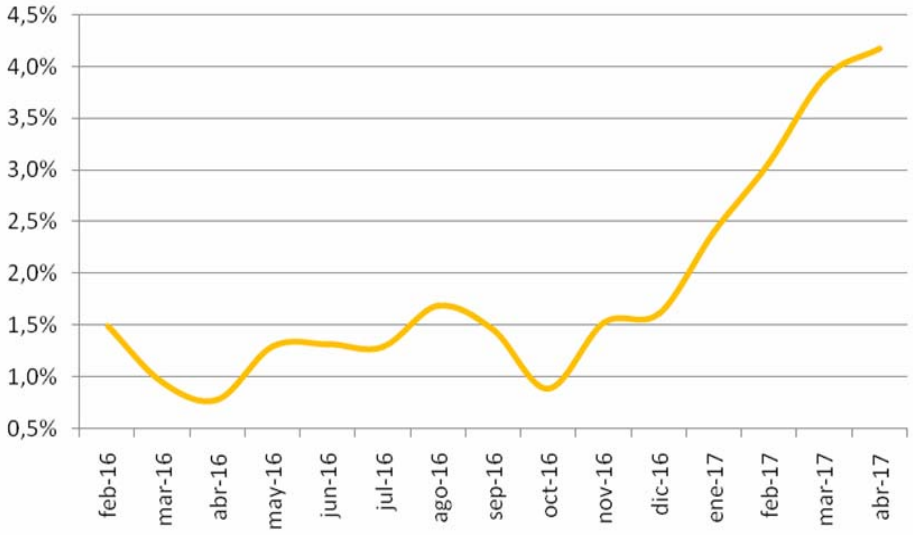
Para el caso de los emergentes, sus importaciones crecieron 8,4% interanual en el primer cuatrimestre, una aceleración significativa que compara con un rojo de 0,9% interanual en igual período de 2016. Asia emergente lidera la expansión del grupo con un aumento del volumen de sus compras un 12,8% interanual entre enero y abril, mientras que marcó un magro 0,3% el año pasado. Europa del Este y Central también hacen su aporte, incrementando sus importaciones un 6,8% interanual en el primer cuatrimestre, que compara con un 3,7% interanual registrado en igual período de 2016. América Latina logra posicionarse en terreno positivo, creciendo 5,6% interanual hasta abril de este año, después de una merma de 3,8%, a comienzos de 2016. Sin embargo, África y Medio Oriente profundizan su merma en abril. Las compras al exterior se contrajeron 5,2% interanual en el primer cuatrimestre de 2016, pero este año alcanzaron un rojo de 9,4% interanual hasta abril.

La evolución del comercio mundial

El informe de "Perspectivas de la economía mundial" relevado por el Fondo Monetario Internacional, proyecta en su actualización de abril un crecimiento sostenido en el volumen del comercio internacional para 2017 y 2018 hasta un 3,5% interanual y 3,6%, respectivamente. Para el caso de los desarrollados, con el fortalecimiento de la actividad económica en el segundo semestre de 2016 y el estimulo fiscal de Estados Unidos en torno al 2% para ambos años, las perspectivas mejoran para este año y el que viene. Para los emergentes, las políticas de respaldo de China, aseguran un crecimiento en el comercio de 4,5% interanual en 2017 y 4,8% para 2018.

Evolución de las importaciones mundiales

Variación interanual, promedio móvil 4 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CBP World Monitor.

En Foco 4

El dato regional de la semana: Sube el consumo de cemento en todas las regiones del país en los primeros 5 meses del año

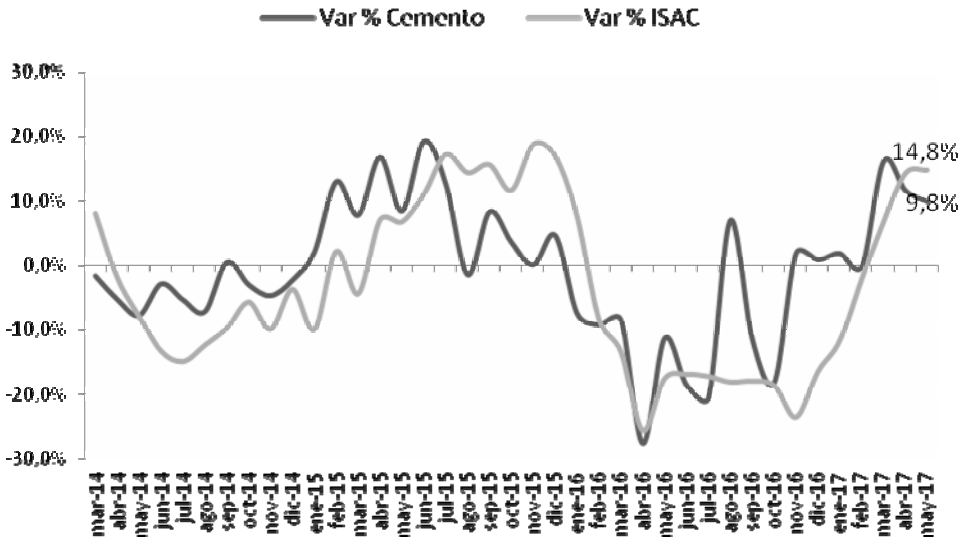
- En promedio, el aumento es de 7,8 % interanual, con el NOA liderando la recuperación (11,3 %), seguido de la zona pampeana (8,4 %). Más acotadas resultaron las variaciones del NEA (2,3 %), de Cuyo (1,5 %) y de la Patagonia (0,5 %)
- Por provincias, las diferencias son mayores. Del lado de las jurisdicciones con mayor crecimiento del consumo de cemento se tiene a Tucumán (28,2 % interanual), Catamarca (26,4 %), CABA (20,1 %), Santa fe (17,1 %) y Chaco (11,6 %)
- Permanece en territorio negativo la variación de la demanda en La Pampa (-21,5 % interanual), Tierra del Fuego (-12,7 %), Santa Cruz (-11,5 %), San Juan (-6,9 %), Misiones (-5,4 %) y Jujuy (-4,8 %)

En el mes de mayo de 2017, el consumo total de cemento a nivel nacional, según datos presentados por la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP), alcanzó las 967.718 toneladas, lo que significó una mejoría del 9,8% con respecto al mismo mes del año 2016. Es así que, para los primeros cinco meses del corriente año, con un total de 4.512.251 toneladas utilizadas a nivel país, se observó un crecimiento interanual del 7,8%. Este indicador, se encuentra respaldado por el comportamiento del Índice Construya[1], elaborado por el Grupo Construya con los líderes, con el cual guarda una correlación positiva.

[1] El Índice Construya (IC) mide la evolución de los volúmenes vendidos al sector privado de los productos para la construcción que fabrican las empresas líderes que conforman el Grupo Construya (ladrillos cerámicos, cemento portland, cal, aceros largos, carpintería de aluminio, pisos y revestimientos cerámicos, adhesivos y pastinas, pinturas impermeabilizantes, sanitarios, grifería y caños de conducción de agua).

Consumo de Cemento e Indicador de la Construcción (Índice Construya)

Variación interanual



Fuente: IERAL en base a AFCP y Grupo Construya con los líderes

El mes de mayo finaliza con variaciones interanuales positivas tanto para el consumo de cemento total (+9,8%) como para el índice construya (+14,8).

Ahora bien, si se toman los valores consumidos de manera acumulada en los primeros cinco meses del corriente año y se los compara con el mismo período del año 2016, puede observarse que dicho crecimiento fue acompañado por todas las regiones argentinas, aunque con diferencias entre ellas.

La región Pampeana fue una de las únicas que superó al promedio nacional, con un crecimiento del 8,4% en el período analizado. La Pampa fue la provincia de mayor decrecimiento, con un consumo de cemento un 21,5% menor al del período enero – mayo del año 2016. El resto de las provincias que componen la región aumentaron su nivel de consumo de cemento en los primeros cinco meses del año. La Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) mostró el mayor crecimiento dentro de la región (+20,5%), seguida por Santa Fe (+17,1%).

La región **Noroeste** fue la de mayor crecimiento interanual (+11,3%). Este crecimiento fue explicado principalmente por la provincia de Tucumán y Catamarca, con aumentos en el consumo de cemento del 28,2% y 26,4% respectivamente en los primeros cinco meses del año. En el extremo opuesto, se observa la provincia de Jujuy, con una baja en las cantidades

de 4,8% del insumo consumidas en los primeros cinco meses del año, respecto del mismo período de 2016.

Consumo de cemento por provincias. Enero – Mayo 2017

En toneladas y variación interanual

Total País	4.512.251	7,8%	Cuyo	374.861	1,5%
Noroeste	536.666	11,3%	San Luis	74.675	0,6%
Jujuy	71.670	-4,8%	Mendoza	211.322	5,8%
Tucumán	151.442	28,2%	San Juan	88.864	-6,9%
Santiago del Estero	106.693	5,2%	Noreste	301.050	2,3%
Catamarca	42.251	26,4%	Formosa	42.743	8,2%
Salta	121.499	3,1%	Misiones	89.071	-5,4%
La Rioja	43.111	19,4%	Corrientes	77.215	-1,3%
Pampeana	2.923.409	8,4%	Chaco	92.021	11,6%
Entre Ríos	146.608	3,5%	Patagónica	376.265	0,5%
Córdoba	479.288	7,3%	Río Negro	88.199	1,6%
Buenos Aires	1.733.900	7,1%	Neuquén	114.052	7,4%
Santa Fe	377.585	17,1%	Santa Cruz	56.969	-11,5%
La Pampa	27.630	-21,5%	Chubut	96.287	3,1%
CABA	158.398	20,1%	Tierra del Fuego	20.758	-12,7%

Fuente: IERAL en base a AFCP

La región **Noreste** presentó un crecimiento más moderado en el período, del 2,3% respecto de lo consumido entre enero y mayo de 2016. En ella, la provincia de Chaco y Formosa fueron las destacadas, con aumentos del 11,6% y 8,2%, respectivamente.

Por su parte, las regiones con menor crecimiento fueron las de **Cuyo y Patagónica,** con aumentos en el consumo de cemento en los cinco meses considerados en un 1,5% y 0,5% respectivamente. En ellas se destaca la provincia de Mendoza, con un crecimiento del 5,8%, y Neuquén con una suba del 7,4% en las toneladas consumidas entre enero y mayo de 2017 respecto del mismo período de 2016.

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en $ 2004 ($ mm)	2017 I	677.345,6	1,1%	0,3%	0,3%
PIB en US$ ($ mm)	2017 I	553.031,4	-1,4%	18,1%	18,1%
EMAE	abr-17	153,5	0,0%	0,6%	0,4%
IGA-OJF (1993=100)	may-17	182,1	0,1%	4,0%	1,2%
EMI (2012=100)	abr-17	92,3	-0,8%	-2,3%	-2,4%
IPI-OJF (1993=100)	abr-17	171,3	0,0%	2,0%	-1,8%
Servicios Públicos	oct-15	267,2	-0,1%	1,5%	2,5%
Patentes	may-17	77.445,0	23,6%	27,2%	31,2%
Recaudación IVA ($ mm)	may-17	59.734,9	-0,6%	30,5%	25,6%
ISAC	abr-17	168,8	-14,0%	10,5%	3,8%
Importación Bienes de Capital (volumen)	may-17	-	-	15,5%	11,5%
IBIF en $ 2004 ($ mm)	2017 I	129.173,3	1,7%	3,0%	3,0%
		2017 I	2016 IV	2016 III	2016 II
IBIF como % del PIB		19,1%	19,2%	19,8%	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 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	may-17	54.635	-1,62%	27,8%	34,3%
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)	may-17	206.055,4	9,6%	21,0%	30,9%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias ($ mm)	may-17	59.951,9	21,0%	26,1%	29,7%
Gasto ($ mm)	may-17	200.981,7	-3,6%	34,9%	40,3%
		may-17	Acum 16	may-16	Acum 15
Resultado Fiscal Financiero ($ mm)		-44.045,2	-528.862,5	-23.993,6	-301.271,3
Pago de Intereses ($ mm)		59.976,1	894.093,8	47.746,7	325.110,5
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional ($ mm) *		1.064,8	13.030,4	40,0	86.390,3
ANSES ($ mm) *		1.640,7	11.837,8	221,9	54.226,5
		oct-16	ene-oct 16	oct-15	ene-oct 15
Adelantos Transitorios BCRA *		0,0	44.280,0	0,0	40.900,0
		2017 I	2016 IV	2016 III	2016 II
Recaudación Tributaria (% PIB) **		26,7%	28,4%	24,9%	24,0%
Gasto (% PIB) **		24,1%	29,1%	24,3%	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
Inflacion (INDEC, Abril 2016 = 100)	may-17	129,2	1,3%	24,0%	s/d
Inflación (CABA, julio 2011-junio 2012 =100)	may-17	426,6	1,8%	25,4%	32,4%
Inflación (San Luis, 2003=100)	abr-17	1467,8	2,4%	25,4%	35,3%
Salarios (abril 2012=100)*	oct-15	247,0	1,2%	2,6%	1,1%
TCR Bilateral (1997=1)	mar-17	1,2	-2,3%	-18,0%	-15,9%
TCR Multilateral (1997=1)	mar-17	1,0	-2,3%	-15,4%	-11,3%
		28-jun-17	may-17	jul-16	31-dic-16
TCN Oficial ($/US$)		16,72	16,37	14,36	16,17
TCN Brecha		0,0%	0,8%	1,1%	4,3%
TCN Real (R$/US$)		3,28	3,20	3,28	3,29
TCN Euro (US$/€)		1,14	1,10	1,11	1,04

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria ($ mm)	26-jun-17	833.960,0	8,6%	26,3%	35,7%
Depósitos ($ mm)	26-jun-17	2.145.586,6	0,7%	35,5%	44,6%
Sector Público No Financiero	26-jun-17	588.449,3	-2,6%	29,4%	57,8%
Sector Privado No Financiero	26-jun-17	1.548.707,9	2,2%	37,4%	39,5%
Créditos ($ mm)	26-jun-17	1.293.119,1	3,5%	32,8%	30,3%
Sector Público No Financiero	26-jun-17	32.359,6	-4,4%	-47,8%	-41,7%
Sector Privado No Financiero	26-jun-17	1.230.441,6	3,6%	37,8%	34,8%
	Fecha	**Dato**	**may-17**	**30-dic-16**	**jun-16**
Reservas Internacionales BCRA (US$ mm)	26-jun-17	45.687,0	47.722,2	38.772,0	31.375,2
Ratio de cobertura de las reservas	26-jun-17	89,0%	95,5%	53,3%	71,7%
Tasa de interés Badlar PF	27-jun-17	20,1%	19,8%	19,9%	28,9%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	31-may-17	36,9%	36,1%	41,6%	42,8%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	31-may-17	28,5%	29,9%	39,2%	37,8%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	28-jun-17	335	325	410	390
EMBI+ Argentina	28-jun-17	424	412	438	521
EMBI+ Brasil	28-jun-17	290	270	523	382
Tasa LIBOR	28-jun-17	1,23%	1,01%	0,42%	0,45%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	27-jun-17	1,16%	0,91%	0,20%	0,38%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	27-jun-17	0,00%	0,00%	0,38%	0,00%
SELIC (Brasil)	28-jun-17	10,15%	11,10%	14,15%	14,15%
	Fecha	**Dato**	**var% *** **	**var% a/a **** **	**Acumulado**
Índice Merval	28-jun-17	21.394,3	0,50%	75,30%	60,77%
Índice Bovespa	28-jun-17	62.018,0	-4,87%	35,68%	35,49%

* La variación se hace contra el dato registrado una semana antes

** Para el cálculo del último dato se toma un promedio ponderado de los últimos 5 días hábiles.

*** La variación toma los últimos 20 días hábiles contra el mismo período inmediatamente anterior

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

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US$ mm)	may-17	5.415,0	12,2%	0,8%	1,5%
Primarios	may-17	1.569,0	16,6%	-5,7%	-5,2%
MOA	may-17	2.026,0	5,6%	-8,5%	-0,8%
MOI	may-17	1.663,0	14,7%	23,2%	10,8%
Combustibles	may-17	157,0	42,7%	11,3%	10,2%
Exportaciones (volumen)	may-17	-	-	-4,2%	-4,1%
Importaciones (US$ mm)	may-17	6.057,0	22,0%	24,0%	12,7%
Bienes Intermedios	may-17	1.554,0	14,4%	8,8%	3,0%
Bienes de Consumo	may-17	686,0	7,5%	13,6%	16,0%
Bienes de Capital	may-17	1.303,0	17,6%	22,6%	18,5%
Combustibles	may-17	733,0	93,4%	67,0%	34,9%
Importaciones (volumen)	may-17	-	-	14,5%	7,4%
Términos de Intercambio (2004=100)	2017 I	131,3	-2,9%	2,1%	2,1%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	may-17	138,8	0,3%	5,0%	11,7%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	may-17	93,0	2,4%	-2,0%	4,7%
Energía	may-17	64,3	-4,1%	13,6%	41,5%
Petróleo (US$/barril)	may-17	48,5	-5,0%	3,8%	36,1%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var % *	var % a/a **	Acumulado
PIB (en US$ miles de millones)					
Estados Unidos	2017 I	19.007,3	0,2%	1,9%	1,9%
Brasil	2017 I	2.029,0	1,0%	-0,4%	-0,4%
Unión Europea	2016 IV	16.534,5	0,6%	1,7%	1,9%
China	2017 I	10.497,6	1,3%	1,3%	3,0%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	abr-17	118,1	-2,1%	3,4%	4,0%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	abr-17	120,4	0,4%	3,3%	3,0%

* Se toma la variación real desestacionalizada

** La variación interanual toma el PIB constante

DATOS REGIONALES	Fecha	Dato	var %	var % a/a	Acumulado
Patentes					
CABA y Buenos Aires	may-17	36.230,0	12,8%	26,9%	31,7%
Región Pampeana	may-17	16.612,0	12,0%	26,3%	32,4%
NOA	may-17	6.580,0	22,1%	32,5%	33,6%
NEA	may-17	6.218,0	11,2%	20,2%	22,6%
Cuyo	may-17	5.421,0	20,5%	42,2%	37,2%
Región Patagónica	may-17	6.384,0	12,9%	22,0%	25,0%
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%