

Informe Quincenal N°151

Índice

- ◆ **Monetario**
 - Subibaja nominal
 - ¿El BCRA o los bancos?

- ◆ **Financiero**
 - Depósitos y préstamos siguen creciendo fuerte

- ◆ **Inflación**
 - Inflación: 4% en diciembre

- ◆ **Fiscal**
 - Repunte de la recaudación

- ◆ *Anexos: Monitor de variables y Monitor internacional*

Viernes 15 de enero de 2016

labourcapitalgrowth

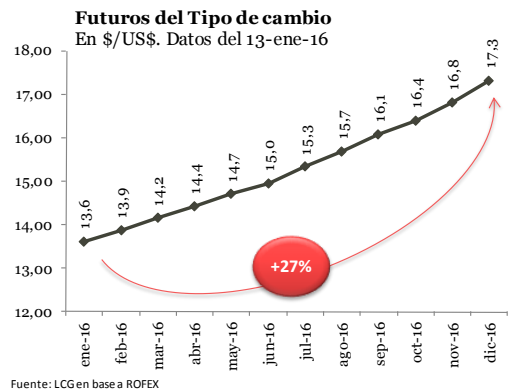
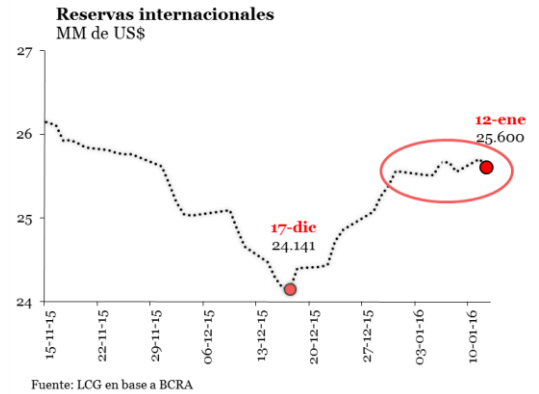
Costa Rica 4161
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

Subibaja nominal

El crecimiento de las reservas ha sido uno de los principales mitigadores del *overshooting* del tipo de cambio. Después de la devaluación habían mostrado una fuerte recuperación y en apenas dos semanas crecieron US\$ 1.500 M. Sin embargo, en los últimos 10 días se estancaron en US\$ 25.600 M.

Si bien se observó una disminución en las liquidaciones del sector agroexportador durante la primera semana de ene-16 (bajaron de US\$ 250 M a US\$ 175 M diarios), no explican por sí el estancamiento en las reservas. Durante las últimas semanas de dic-15 las reservas habían crecido a US\$ 140 M, pero en ese entonces los pagos por importaciones y las compras minoristas a través de los bancos no estaban operativas. Ahora, estos dos componentes se estarían consumiendo las liquidaciones del agro.

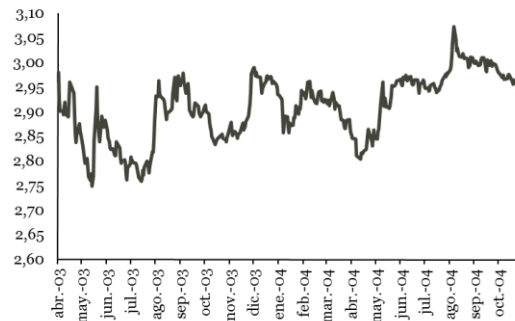
Un contexto de estancamiento o caída de las reservas con tasas de interés en baja¹, exceso de pesos y la sensación de que el tipo de cambio se quedó “corto” puede alentar a la dolarización de carteras. Esto último lo estarían demostrando las expectativas actuales sobre el tipo de cambio futuro: los contratos futuros negociados en el ROFEX estiman una depreciación del Peso del 27% en el año.



¹ El otro factor que cumplió un rol clave en la devaluación y el levantamiento del cepo fue la suba de las tasas de interés. Sin embargo, como veremos más adelante en este Informe, éstas han tenido una caída de 8 pp y se ubican prácticamente en los mismos niveles previos a la devaluación.

Para romper con estas expectativas, el BCRA comenzó a inyectarle volatilidad al tipo de cambio nominal. La devaluación llevó al dólar a \$/US\$ 13,76 y a los dos días bajó a \$/US\$ 12,80, que fue el “piso” que tocó el tipo de cambio el 21 de diciembre. Seguidamente, en la primera semana de enero subió otra vez hasta alcanzar \$/US\$ 13,9, y en los últimos días bajó nuevamente hasta \$/US\$ 13,46. Entendemos que la volatilidad del tipo de cambio nominal llegó para quedarse. De hecho, esto es lo que sucedió en el período 2003-04, cuando el presidente del BCRA era Prat Gay y el tipo de cambio nominal oscilaba cotidianamente con variaciones mensuales cercanas al 10%.

Tipo de cambio nominal



Fuente: LCG en base a BCRA

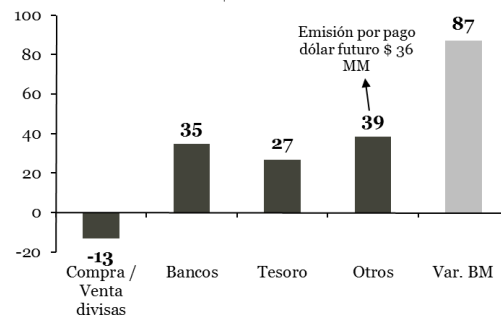
¿El BCRA o los bancos?

La Base Monetaria (BM) continuó creciendo fuertemente: en dic-15 se incrementó 41% ia (promedio mensual) y 11% en relación al mes anterior. Esta dinámica se explicó por tres factores puntuales: el financiamiento al sector público para afrontar el déficit fiscal, el impacto de los contratos de dólar futuro producto de la devaluación, y la política de inversión de los bancos.

El primero de ellos tuvo un fuerte componente estacional y no estaría presente (en similares montos) en los próximos meses. El impacto de los contratos de dólar futuro fue de una sola vez, ya que el tipo de cambio se mantendría estable y los contratos eran de corto plazo e irán venciendo. Finalmente, los bancos actuaron contractivamente recomprando las LEBACs que habían dejado vencer a finales de nov-15 y comienzos de dic-15. Todo ello indica que la BM mostrará una fuerte desaceleración en los próximos meses.

Factores de explicación de la Base Monetaria

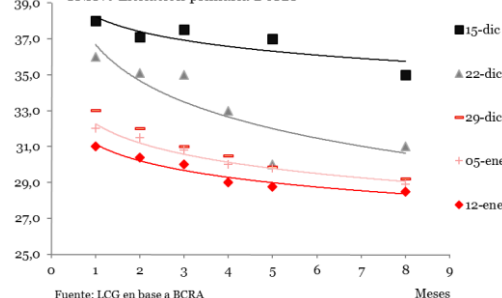
En miles millones de \$



Fuente: LCG en base a BCRA

Tasa de interés Lebaacs

TNA % Licitación primaria BCRA



Fuente: LCG en base a BCRA

El BCRA financió al Tesoro por \$ 27.000 M para cubrir el déficit fiscal a través de Adelantos Transitorios y explicó un tercio del incremento de la BM durante dic-15. La ayuda financiera se concentró en los primeros días del mes durante la anterior administración. En cambio, en la segunda parte del mes la asistencia fue de \$ 5.000 M. Así el stock de Adelantos Transitorios finalizó el año en \$ 332.000 M, igualando a las Reservas Internacionales en pesos valuadas al tipo de cambio actual. **A pesar del rol más activo en materia de emisión de deuda en Pesos, la asistencia del Banco Central al Tesoro aumentó 10% en 2015:** totalizó \$ 180.000 M, cuando la base monetaria creció \$ 160.000 M.

En segundo lugar, el BCRA tuvo que afrontar los pagos por el salto en la cotización de los contratos de dólar futuro como consecuencia de la devaluación. El BCRA tenía posiciones vendidas por US\$ 17.500 M a un precio promedio de \$/US\$ 10,5. Como el tipo de cambio finalmente se ubicó en \$/US\$ 13, **tuvo que emitir \$ 36.000 M²** para cubrir el diferencial de precios. Y eso a pesar de que las negociaciones que llevó adelante el Banco Central le permitieron un ahorro de \$ 10.000 M.

² Por cómo están estructurados los contratos de dólar futuro (*mark to market*), la parte compradora y vendedora ajustan sus posiciones en función del precio de mercado. Esto implica que ante un incremento en el precio del contrato futuro, el BCRA tiene que desembolsar los pesos a pesar de que los contratos tengan fechas de vencimiento en los meses subsiguientes.

Acuerdo negociado con mercados a términos

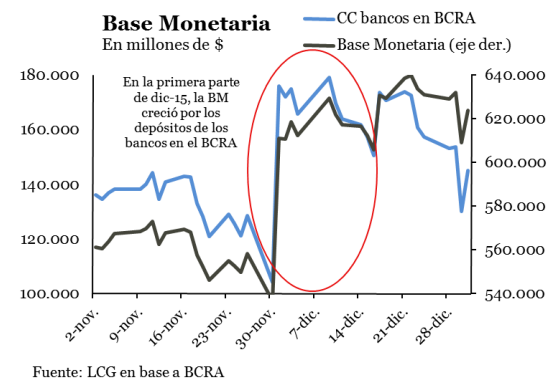
(excluye la posiciones de los bancos)

	Posiciones vendidas*	Precio promedio	Ajuste acordado	Precio corregido	Pérdida BCRA (emisión) $e = (\$/US\$ 13 - d) * a$	Ahorro $f = (d-b) * a$
	(a)	(b)	(c)	(d)		
	US\$ M	\$/US\$	\$/US\$	\$/US\$	\$ M	\$ M
Previo oct-15	9.698	10,5	-	10,5	25.699	0
oct-15	6.120	10,5	1,25	11,7	8.568	7.650
nov-15	1.669	10,5	1,75	12,2	1.502	2.921
TOTAL	17.487				35.769	10.571

Fuente: LCG

* La distribución mensual mantiene la proporción reflejada en el total de las posiciones vendidas.

Por último, los bancos determinaron una expansión de la BM de \$ 35.000 M, que se explica por su estrategia de inversión para aguardar el esperado incremento de las tasas de interés del nuevo gobierno. Por eso, en la primera parte de diciembre expandieron la BM \$ 75.000 M al no renovar las LEBACs que fueron venciendo y disminuyeron su posición de Pases Pasivos. Esos fondos los utilizaron para sobrecumplir la exigencia legal de efectivo mínimo y así contar con más liquidez disponible a partir de la segunda mitad de diciembre³. En este sentido, en la segunda parte del mes pasado los bancos absorbieron \$ 40.000 M de BM, principalmente a través de las compras de LEBACs. El fuerte crecimiento de la BM que provocaron los bancos en dic-15 se revertirá en ene-16.



Esto implica que a fines de dic-15 los bancos aún contaban con liquidez excedente para seguir adquiriendo Letras del BCRA (acumularon liquidez por más de \$ 70.000 M y absorbieron \$ 40.000 M). Esta información

³ Los bancos tienen que inmovilizar un porcentaje de sus depósitos en el BCRA. A esto se lo denomina efectivo mínimo (o encaje legal) y están obligados a cumplirlo todos los meses. La particularidad es que el BCRA determina que para los meses de diciembre, enero y febrero se lo considere como un solo mes en conjunto. Al sobrecumplir la exigencia en diciembre, los bancos cuentan con fondos disponibles para invertir en enero y febrero.

permitía inferir que las tasas de interés se mantendrían en niveles relativamente bajos en comparación con el *overshooting* devenido de la devaluación y el levantamiento del cepo.

Así el BCRA no tuvo problemas en seguir retirando pesos de la economía, ya que los bancos no contaban con otras alternativas para colocar esa liquidez excedente. **En las dos primeras semanas de enero el BCRA absorbió \$ 45.000 M y las tasas de interés continuaron bajando debido al exceso de dinero:** en sólo un mes la tasa de la LEBAC a 35 días pasó de 38% a 31%.

Sin embargo, ya comenzó a observarse una menor oferta por parte de los bancos y un mayor porcentaje aceptado por parte del BCRA. Además, la semana que viene tiene que renovar las primeras Letras que emitió la nueva gestión, siendo uno de los mayores vencimientos semanales de los últimos meses. Incluso, la presión sobre las tasas de interés será mayor en marzo cuando los bancos tengan que volver a inmovilizar fondos en el BCRA para cumplir con la exigencia de efectivo mínimo.

También el Tesoro saldrá al mercado a buscar pesos para financiar el déficit (que en 2016 continuará siendo elevado) y no recurrir (al principio no tanto como en el pasado) a la emisión monetaria. Tanto las autoridades del BCRA con el Ministro de Hacienda y Finanzas continúan haciendo énfasis en que su principal objetivo es contener la tasa de inflación y que para ello es fundamental reducir el crecimiento de los agregados monetarios. Las provincias también serán demandantes de la liquidez ya que varias de ellas necesitan financiamiento. **Una menor oferta de dinero y nuevos competidores en el mercado por los pesos son otros motivos para argumentar que la tasa de interés estaría encontrando su piso.**

Efecto monetario Lebac

En miles de millones de \$

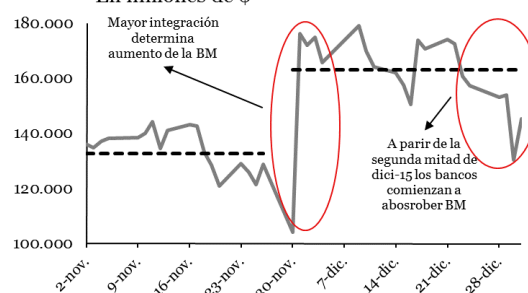
Vencimientos	Efecto monetario (+ expansivo / - contractivo)		
	Licitación primaria	Mercado secundario	Total
I dic	14,1	0,8	18,8
II dic	11,1	7,3	0,4
III dic	13,8	4,7	-1,4
IV dic	12,7	-15,9	-0,6
V dic	14,2	-27,3	-1,6
I ene	15,0	-24,1	0,0
II ene	16,6	-21,1	0,0
III ene	20,8	??	-21,1

Fuente: LCG en base a BCRA

Canalización de la liquidez excedente

Cuenta Corriente bancos en el BCRA

En millones de \$



Fuente: LCG en base a BCRA

Licitaciones primarias Lebac

En miles de millones de \$

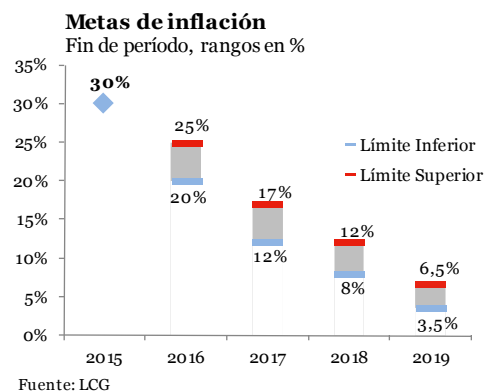
	Ofertado	Licitado	% aceptación	Excedente
I dic	13,3	13,3	100%	0,0
II dic	3,8	3,8	100%	0,0
III dic	23,4	9,0	39%	14,4
IV dic	55,2	28,6	52%	26,6
V dic	64,3	42,8	67%	21,5
I ene	44,1	39,0	88%	5,1
II ene	43,5	37,7	87%	5,7

Fuente: LCG en base a BCRA

Teniendo en cuenta el freno en el crecimiento de las reservas y la demora para conseguir el financiamiento externo por parte del BCRA (comprometió el financiamiento por US\$ 6.000 M a través de un REPO en el exterior), el fuerte crecimiento de los agregados monetarios en pesos (37,9% ia el M2 total en dic-15) y el nivel de Tipo de Cambio Real Multilateral (1,49 dic-01=1), **vemos con buenos ojos el posible incremento de la tasa de interés.**

Sin embargo, genera ciertas dudas la ausencia de un programa monetario y el financiamiento del déficit fiscal que, como anunció recientemente el ministro Prat Gay, continuará siendo elevado (4,8% del PBI proyectado para 2016). Cualesquiera sean las fuentes de financiamiento de ese déficit, afectarán la política monetaria: emisión de deuda local en pesos competirá con las LE-BACs, colocación en el mercado externo requerirá esterilizar los pesos emitidos por los dólares obtenidos, y asistencia financiera vía el BCRA implicará emisión lisa y llana como la observada en los últimos años.

El incremento de la tasa de interés es una herramienta útil en esta coyuntura y necesaria para reequilibrar el mercado monetario. Pero no es sostenible en el largo plazo. En este sentido es imperiosa la necesidad de contar con un nuevo índice de precios y establecer allí un ancla nominal para fijar expectativas. Aun desde la vorágine que implicó tomar posesión, pareciera ser que ésta es la estrategia definida por la actual conducción económica. La meta anunciada contempla un rango de inflación entre 20% y 25% ia para diciembre de este año y de 12%-17% ia para el siguiente. Para el último año de gestión, la inflación objetivo se ubica entre 3,5% y 6,5% ia. Lo que cuesta comprender en esta estrategia son los plazos (8 meses) para publicar el nuevo índice de precios que anunció recientemente el flamante director del Indec.

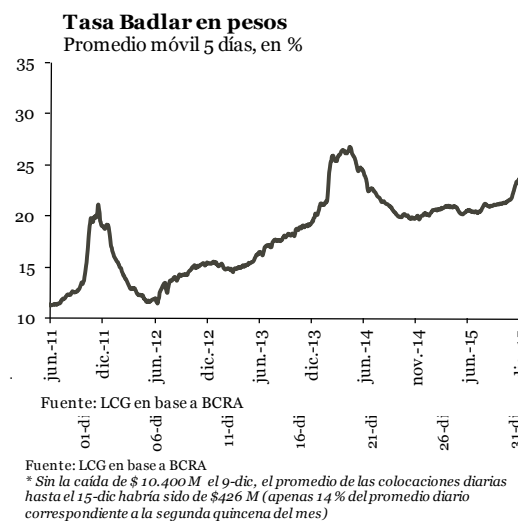


Depósitos y préstamos siguen creciendo fuerte

Los depósitos del sector privado tuvieron un aumento significativo durante diciembre. Crecieron a una tasa del 4,9% mensual (+1,0% real) acumulando un incremento del 42,4% respecto del cierre de 2014.

Las colocaciones a la vista aumentaron 8,9% en relación a noviembre y 36,6% respecto a dic-14. El crecimiento fue relevante tanto en los depósitos en cuenta corriente (+7,2% mensual) como en cajas de ahorro (+10,8%). Por su parte, los depósitos a plazo registraron un incremento más moderado respecto de noviembre (+0,8%) pero mantuvieron el crecimiento alto en relación al año pasado (+48,4%).

Vale decir que en términos de la dinámica que mostraron los plazos fijos, el promedio mensual esconde un mes partido en dos: una primera parte con desarme de posiciones a la espera de la anunciada devaluación (-\$ 770 M diarios hasta 15-dic⁴), y una segunda con aumento de las colocaciones a raíz del incremento de las tasas de interés⁵ y la estabilización de las expectativas de devaluación post corrección cambiaria (+\$ 3.160 M diarios promedio desde el 15-dic). En efecto, tomando los datos de cierre de mes el incremento



⁴ Excluyendo la caída de \$ 10.400 M registrada el 9-dic, el promedio diario de colocaciones en la primera quincena del mes habría sido de \$ 426 M, apenas 14% del promedio colocado por día en la segunda parte del mes.

⁵ La tasa Badlar (aplicada a depósitos superiores a \$ 1 M) aumentó 6,4 pp en la semana que fue del 15 al 22 de diciembre. Al cierre de mes, acumulaba un incremento 3,9 pp.

se eleva a 7,4% (vs 0,8% promedio mensual). Si bien diciembre suele contar con estacionalidad positiva⁶, el aumento superó ampliamente el registrado los diciembre de años anteriores: en términos reales, el incremento mensual fue de \$ 30.740 M, 7,5 veces más que el registrado en dic-14.

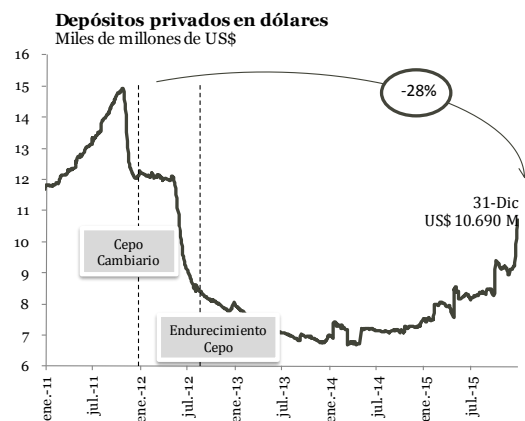
Pero el aumento estuvo concentrado en colocaciones de corto plazo: **el 76% de los nuevos depósitos fueron colocados a menos de 60 días, el 5% entre 60 y 180 días y el resto a un plazo superior.** En total, el 64,2% de las colocaciones a plazo no exceden los 60 días de vencimiento (1 pp más que en nov-15), y el plazo promedio se acortó a 73,3 días.

La Tasa Badlar (para depósitos mayores a \$ 1 M) tocó un máximo de 31,0% el 22-dic. Desde allí, fue ajustando sistemáticamente a la baja, en línea con los menores rendimientos ofrecidos en las licitaciones de las LEBACs. Con datos al 8-ene, acumula una caída de 5,2 pp, ubicándose en 25,75%, y se encuentra apenas 1,4 pp por encima del promedio de los primeros 10 días de diciembre. En paralelo, la expectativa de devaluación para los próximos 6 meses promedia a una tasa anualizada del 24%. Así las cosas, **en la medida que siga cerrándose la brecha entre la tasa de interés de los depósitos a plazo y las expectativas de devaluación, ya sin cepo, difícilmente se mantenga el ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo registrado en el último mes.**

También los depósitos en dólares registraron un crecimiento elevado (+4,6% mensual y 30,2% ia) y una dinámica dispar dentro del mes⁷. En este caso, además del efecto estacional derivado de la posibilidad de eludir el pago del impuesto a los Bienes Personales, la devaluación, la



Fuente: LCG en base a BCRA



Fuente: LCG en base a BCRA.

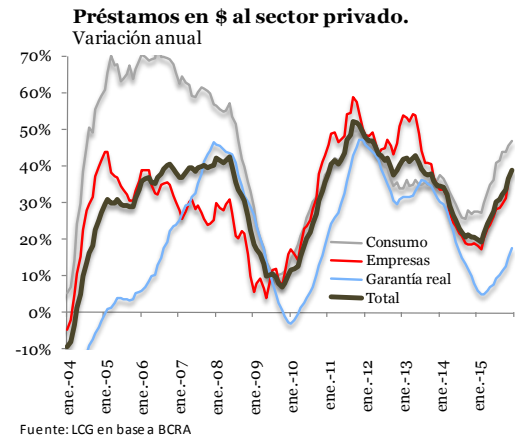
⁶ Los depósitos a plazo no tributan el impuesto a los Bienes Personales, por lo que muchos activos suelen volcarse a plazo fijos para reducir la base imponible sobre la cual tributar.

⁷ Punta contra punta, el stock de los depósitos en dólares creció 18% en diciembre en relación a noviembre (+US\$ 1.621 M).

liberación del cepo y el acuerdo con las cerealeras para la liquidación de divisas fueron todos factores que jugaron a favor del incremento: **pasaron de crecer a un ritmo promedio de US\$ 15 M por día hasta el 17-dic, a uno de US\$ 147 M diarios en el resto del mes.** En total sumaron US\$ 1.620 M y al cierre diciembre totalizaban **US\$ 10.700 M.** A pesar del salto de diciembre, **todavía se mantienen muy por debajo de los niveles pre cepo (-28%, -US\$ 4.140 M).**

En cuanto a los préstamos, diciembre mantuvo el fuerte crecimiento del bimestre previo: +4,8% mensual y 38,9% ia. Los préstamos destinados a financiar el consumo continúan siendo los más dinámicos, sostenidos principalmente por el financiamiento a través de Tarjetas de crédito (+6,8% mensual y 57,3% ia) impulsado por la vigencia del programa Ahora 12. En tanto, los Préstamos Personales crecieron a una tasa inferior, incluso por debajo de la inflación del mes (+2,4% mensual y 37,2% ia). El relajamiento de las restricciones por parte de la nueva gestión también incluyó la liberación de las tasas máximas existentes para los préstamos personales⁸.

El financiamiento a empresas despuntó en diciembre promediando **un aumento del 5,3% mensual en los Adelantos** (lo que implica una aceleración de 2,2 pp respecto del crecimiento promedio del bimestre oct-nov) **y del 6,2% en Descuento de Documentos.** En este último caso, el incremento en la obra pública (en los tres niveles de gobierno) en un año electoral junto con la demora en los pagos a proveedores por parte de los gobiernos podría ayudar explicar el alto crecimiento del mes. **En la comparación anual, el financiamiento a empresas crece por encima del 40%**



⁸ El tope se calculaba a partir de la tasa de corte de la Lebac en pesos de plazo más próximo a los 90 días ajustada por un factor multiplicativo de 1,45. En diciembre, la tasa máxima era del 38,7%.

ia. Distintamente, los préstamos con garantía real (hipotecarios y prendarios) se expanden a un ritmo mucho más lento del 2,6% mensual, apenas 17,5% por encima de los niveles de un año atrás (-6,7% ia real).

Préstamos al sector privado

Variación mensual promedio

	Total	Consumo		Empresas		Garantía real	
		Personales	Tarjeta de Crédito	Adelantos	Desc. Docum.	Hipotec.	Prendarios
ene/sep-15	2,2%	2,5%	2,9%	2,6%	2,3%	0,8%	1,3%
oct/nov-15	4,3%	3,4%	6,9%	3,1%	5,0%	1,8%	3,4%
dic-15	4,8%	2,4%	6,8%	5,3%	6,2%	3,0%	2,1%
Var. Ia	38,9%	37,2%	57,3%	40,5%	43,7%	14,2%	22,2%

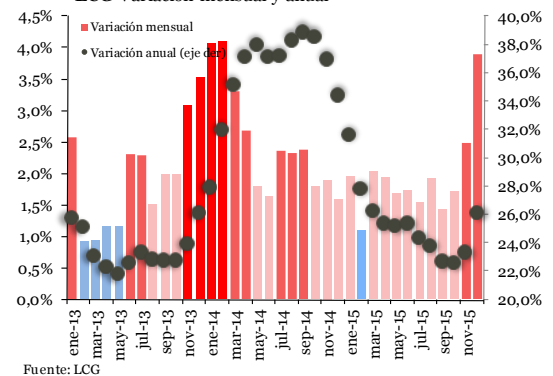
Fuente: LCG en base a BCRA

Después de 4 meses consecutivos en caída, y como usualmente sucede en diciembre, el gap de liquidez de los bancos (medido como la brecha entre el stock de depósitos y préstamos al sector privado) se incrementó en \$ 7.000 M en el último mes del año. Y **con depósitos privados creciendo al 42% ia y préstamos al 39% ia, acumuló un aumento de \$ 47.760 M en todo 2015. Así, esta brecha financió casi 2/3 del incremento que tuvieron las Le-bacs en el activo de los bancos en el último año (+\$ 75.300 M).**

Inflación: 4% en diciembre

El último mes del año cerró con una inflación del 3,9% mensual, lo que implica una aceleración de 1,4 pp respecto del registro de noviembre y de 2,2 pp en relación a la variación promedio del trimestre ago-oct (1,7%). Se trata del mayor incremento desde ene-14 y feb-14, meses que sufrieron de lleno el impacto del anterior salto devalu-

Estimador de precios al consumidor
LCG Variación mensual y anual

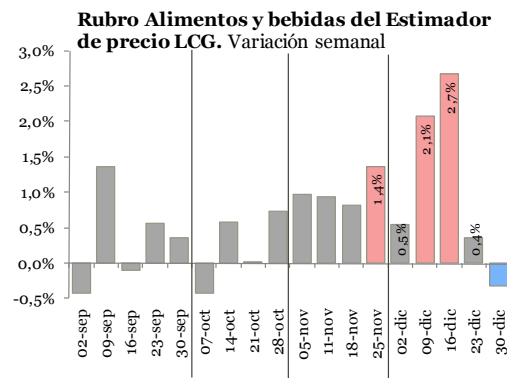


torio. **En términos interanuales, los precios acumularon un aumento del 26,0% reflejando una aceleración 2,8 pp.**

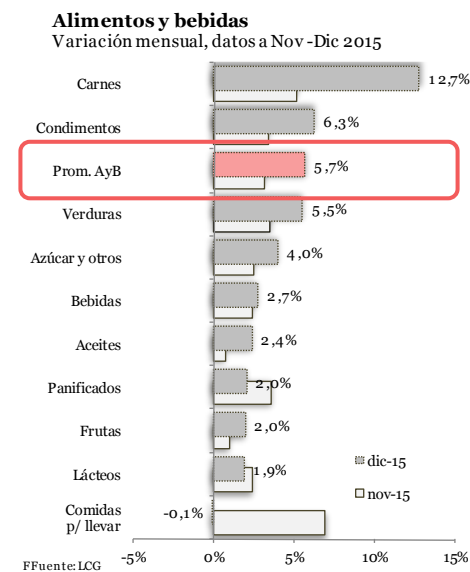
El rubro de **Alimentos y bebidas** despuntó con los mayores aumentos del mes: **promedió una suba del 5,7% mensual, explicando 2/3 de la inflación de diciembre** (2,6 pp). Como mencionáramos en el Informe Quincenal N°150, los incrementos de precios se concentraron en la segunda y tercera semana de diciembre, desacelerando en la cuarta y hasta registrando una caída del 0,3% en la quinta semana⁹. La especulación previa a la devaluación más anticipada de la historia ya había dejado un arrastre de 1,7% en noviembre.

El significativo aumento (por motivos estacionales, genuinos y especulativos) **del sub-rubro Carnes dio un fuerte impulso a la inflación de diciembre: con una suba promedio del 12,7% aportó 3,4 pp del incremento de los alimentos** (60% del total) **y 1,2 pp de la inflación total.** Pero más allá de esto, **el índice de “Alimentos descarnizado” también reflejó una aceleración: promedió una suba del 3,1% mensual, 0,7 pp superior a la de noviembre** (y 1,3 pp mayor a la de ago-oct). Además de verduras (+6,0%), sub-rubros como Condimentos y Azúcar y otros¹⁰, con escaso peso dentro de la canasta de alimentos registraron los mayores aumentos: 6,6% y 4,1%, respectivamente. Distintamente, **los más relevantes como Lácteos, Panificados y Bebidas, que conjuntamente representan el 39% del total, promediaron subas menores** (entre 2% y 3%), **contribuyendo con 0,8 pp a la inflación de Alimentos de diciembre** (15% del total).

Salud y Esparcimiento se destacaron entre el resto de los rubros. **En Salud los incrementos promediaron 4,1% mensual impulsados por el fuerte aumento en los**



Fuente: LCG



Fuente: LCG

⁹ En el caso del rubro de Alimentos y bebidas, el relevamiento de precios se realiza los días miércoles de cada semana.

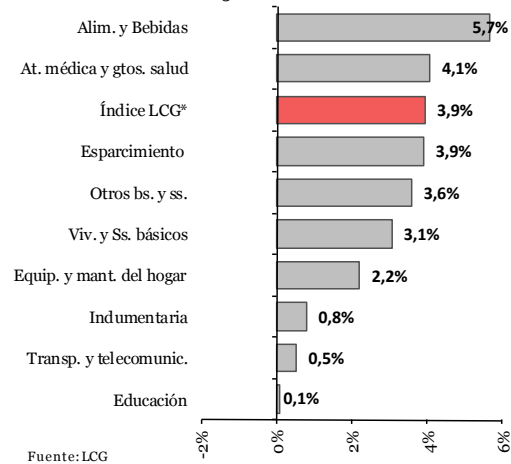
¹⁰ Azúcar, miel, dulces y cacao.

precios de los medicamentos (+10,8%). Vale decir que estos últimos acumularon subas del 24% en el 4T-15, que se elevan a 43% considerando todo el año. **En el caso de Esparcimiento, los aumentos se mantuvieron en línea con la inflación promedio (+3,9%) y estuvieron explicados por los servicios vinculados al turismo: alojamientos (+13% mensual) y pasajes de ómnibus (+13%).**

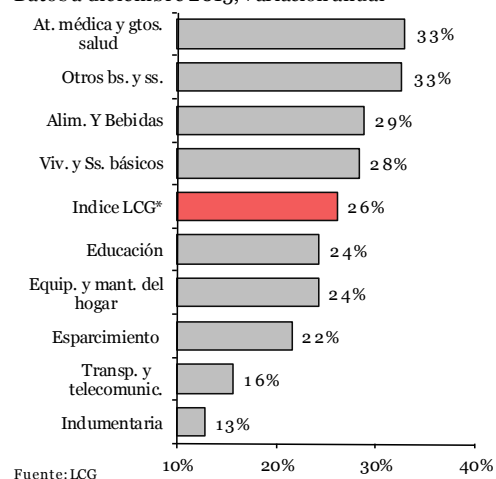
Con subas significativas pero por debajo de la inflación mensual, sobresalieron los rubros **Otros bienes y Servicios (+3,6%)**, impulsado por las subas del 10% en los servicios de cuidado personal y del 4% en artículos de tocador y belleza, **Vivienda y servicios básicos (+3,1%)** como consecuencia de aumentos en materiales y mano de obra para reparación (+7%, concentrados post-devaluación) y alquileres (+3%), y **Equipo y mantenimiento del hogar (+2,2%)**, que reflejó los incrementos en productos de limpieza (+3%), herramientas para mantenimiento (+4%) y servicios para el hogar (+4%). Conjuntamente, estos tres rubros aportaron 0,6 pp de inflación (14% del total). Distintamente, **Indumentaria (+0,8%), Transporte y comunicaciones (+0,5%) y Educación (0,1%)** registraron subas mucho menores.

En términos interanuales, la elevada base de comparación que dejó para los meses siguientes el salto devaluatorio de enero de 2014, el ancla nominal del tipo de cambio durante 2015 y el estancamiento de la actividad económica justifican la marcada desaceleración del ritmo de crecimiento de los precios en el último año. Medida punta contra punta (dic/dic), la inflación resultó 8,3 pp inferior a la acumulada en 2014 (34,3% ia vs 26,0% ia) y en el promedio anual la merma llegó a 10,8 pp (35,9% ia vs 25,1% ia). Salud y Otros bienes y servicios son los rubros que acumularon los mayores aumentos: 33,0% y 32,6% ia, respectivamente. En el primer caso, además del incremento pronunciado en los precios de los me-

Rubros del Estimador de precios al consumidor. Dic-15. Var. mensual



Rubros del Índice de precios al consumidor. Datos a diciembre 2015, variación anual



dicamentos (+43%), resultaron clave los cuatro ajustes autorizados en las cuotas de la medicina prepaga a lo largo del año, acumulando un aumento del 30%.

Con subas apenas por debajo del 30% ia se ubicaron los rubros de Alimentos y bebidas (+28,9% ia, con una aceleración de casi 6 pp en el último mes del año) y Vivienda (+28,3% ia). En el otro extremo se encuentran Transporte y Comunicaciones (+15,6% ia) e Indumentaria (12,8% ia). **En Transporte, la marcada desaceleración interanual de los precios (-21 pp) obedeció al no ajuste de las tarifas del transporte público como colectivos y subtes (sí presentes en 2014, con aumentos entre 70%-100% en el primer caso y del 29% en el último) y a los menores incrementos acordados en taxis (11% ia vs 48% ia) y combustibles (10% ia vs 41% ia en 2014).** La suba se sostuvo por los aumentos permanentes de los automóviles tanto nuevos como usados (+26% ia), en los servicios de reparación asociados a los mismos (+40% ia) y a los incrementos registrados en el apartado de Comunicaciones (+21% ia).

El gobierno anunció que haría una pronta una corrección de las tarifas de electricidad y gas con el fin de reducir el costo fiscal que conllevan los subsidios. Un incremento del orden del 300% en cada caso aportaría 2,2 pp de inflación en el mes¹¹. **Asumiendo una inflación inercial del 3,0% mensual en el 1T-16¹², para alcanzar la banda superior de la meta anunciada por el ministro Prat Gay (+25% ia en diciembre) sería necesario que los precios minoristas promedien un aumento del 1,25% mensual en los 9 meses siguientes.** La proyección luce optimista considerando que luego del salto devaluatorio de ene-14 (+23% ia) la inflación mensual promedió una tasa del 2,0%

¹¹ Un incremento del 50% en los boletos de trenes y colectivos aportaría 0,8 pp adicionales. El Gobierno hizo pública su intención de ajustar estos precios recién en el segundo semestre del año.

¹² Luego del salto devaluatorio de ene-14 (+23%), la inflación promedió una suba del 3,4% mensual en los siguientes tres meses.

Transporte y comunicaciones
Variación dic/dic

	2014	2015
Transporte y comunic.	37%	16%
Transporte	45%	14%
Colectivo urbano	100%	0%
Colectivo suburbano	66%	0%
Subtes	29%	0%
Taxis	30%	18%
Combustibles	41%	10%
Automóviles	33%	26%
Seguro, estac. y otros serv. d/ el automóvil	20%	33%
Comunicaciones	12%	21%

Fuente: LCG

entre may-dic. Para encontrar subas similares a las proyectadas por el gobierno, habría que remontarse a 2009 cuando la caída de la actividad económica (-3,4% ia) provocó una marcada desaceleración de la inflación.

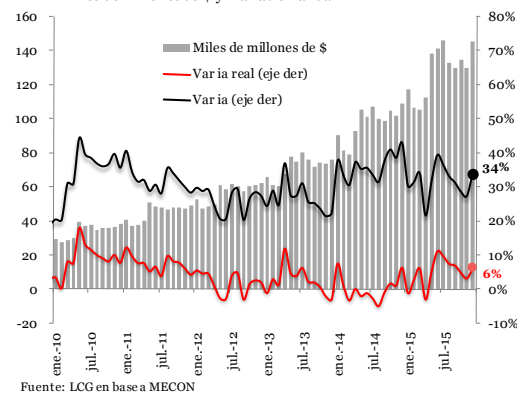
Repunte de la recaudación

Luego de cuatro meses desacelerándose, **la recaudación repuntó en diciembre** (\$ 145.000 M) y **creció 34% ia**. Aun cuando la mejora se produce en un contexto de fuerte aceleración de los precios, **los recursos crecieron 6% ia en términos en reales**.

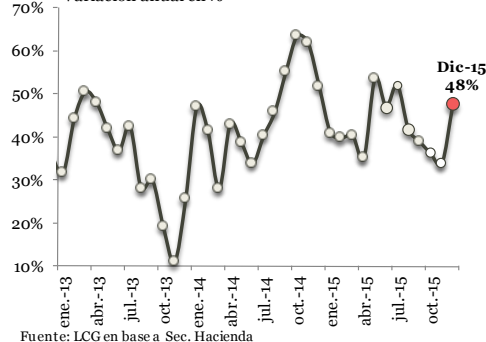
La recuperación de diciembre se explicó por el alto crecimiento del **impuesto a las Ganancias** (+48% ia) y también por una aceleración del **IVA** (+40% ia vs 29,7% ia en 11M-15). En el primer caso, dos factores jugaron a favor: la exención tardía del pago correspondiente al segundo aguinaldo para la cuarta categoría y el anticipo aplicado sobre las operaciones de contrato de dólar futuro¹³. En conjunto, ambas medidas generaron una mejora extraordinaria en el mes y dieron impulso a una recaudación que venía perdiendo impulso en la segunda parte del año, pero desde niveles todavía muy elevados.

Luego de idas y vueltas, **el gobierno estableció en \$ 30.000 brutos** (\$ 5.000 menos que en dic-14) **el tope salarial para quienes están exentos de tributar el impuesto a las ganancias sobre el medio aguinaldo**. Sin embargo, la demora en la publicación de la decisión (18-dic)¹⁴

Recaudación tributaria
Miles de millones de \$ y variación anual



Recaudación Ganancias
Variación anual en %



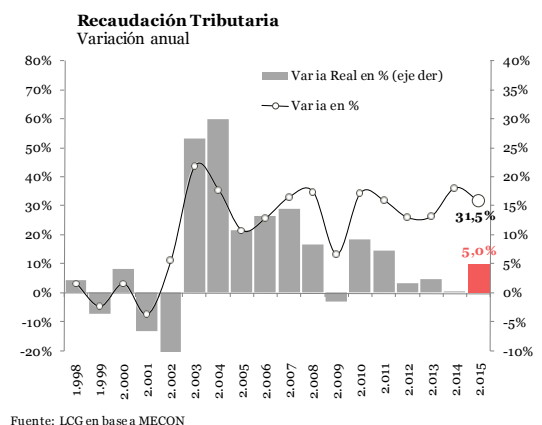
¹³ Se crea un régimen de retención que se aplicará sobre la diferencia entre el precio original pactado de la operación o el surgido de la novación por aplicación de la “Declaración de Emergencia Operatoria Futuros de Dólar ROFEX”. La diferencia sujeta a retención se determinará entre el precio original pactado de la operación o el surgido de la novación por aplicación de cada contrato abierto y el referido precio de cierre concertado para cada uno de ellos.

¹⁴ Decreto 152/2015.

llevó a que muchas empresas realizaran los pagos con la retención, por lo que deberán devolverlo en ene-16. Dado que en dic-14 la medida se aplicó en tiempo y forma, esta demora incrementó artificialmente la recaudación del impuesto, que debería mostrar una desaceleración el próximo mes.

A pesar de la baja de las retenciones, los derechos de exportación (\$ 5.000 M) desaceleraron notablemente su ritmo de caída (-2% ia vs -10% ia en 11M-15). Es que los derechos sobre el complejo sojero mejoraron notablemente (\$ 3.800 M, +330% ia) y alcanzaron su recaudación más elevada de los últimos cuatro meses. El mayor ritmo de liquidación de la industria junto al salto en el tipo de cambio, más que compensaron la reducción de 5 pp en la alícuota de las retenciones del complejo sojero y la eliminación total para el resto de los productos. Esta situación se trasladó directamente a los recursos que reciben las provincias por el **Fondo Federal Solidario, que totalizaron \$ 1.130 M, casi \$ 800 M más que hace un año atrás (medido a precios de dic-15).** Por su parte, los **Derechos de Importación (\$ 3.700 M) aumentaron un 53% ia**, mostrando una mejora importante aun sin considerar el efecto cambiario (+16% ia si se miden en dólares).

En términos anuales, **el 2015 cerró con una recaudación total de \$ 1.538 MM, 31,5% por encima de 2014.** En un escenario donde la inflación se desaceleró fuertemente (-11 pp), la recaudación se mantuvo creciendo por encima de los precios durante casi todo el año¹⁵ y acumuló **una suba del 5,0% ia real**, la más elevada de los últimos cuatro años.



¹⁵ En enero y abril la recaudación cayó 1% ia y 3% ia, respectivamente.

Recaudación tributaria

En millones de \$

	dic-15	Var. % ia.	2015	Var. % ia.
IVA	42.635	40,1%	433.076	30,8%
IVA DGI	30.312	32,5%	316.336	36,8%
Devoluciones (-)	667	-5,1%	5.423	8,0%
IVA DGA	12.990	57,4%	122.163	16,4%
Reintegros (-)	1.052	-	8.831	-21,3%
Ganancias	38.176	47,6%	381.463	42,8%
Créditos y débitos	10.049	35,2%	97.480	27,0%
Derechos de expo	5.008	-1,6%	75.941	-9,7%
Derechos de impo	3.731	52,8%	35.514	18,1%
Bienes personales	1.779	23,7%	18.210	26,9%
Combustibles	5.064	-27,9%	56.478	26,9%
Contrib. seg. social	34.293	31,4%	401.045	34,8%
Otros	4.299	55,4%	38.743	60,3%
TOTAL	145.034	33,6%	1.537.951	31,5%
DGI	86.463	33,6%	875.408	38,2%
DGA	24.278	36,8%	261.403	9,5%
DGI + DGA	110.741	34,2%	1.136.812	30,3%

Fuente: LCG en base a Sec. de Hacienda Mecon

Casi todos los impuestos crecieron por encima de los precios. El componente más dinámico fue **el impuesto a las Ganancias, con un aumento del 43% y aportando 10 pp el incremento agregado**. Al efecto inercial generado por el salto inflacionario de 2014 sobre los balances de las empresas¹⁶, se le sumaron además **las percepciones por gastos en el exterior y atesoramiento en moneda extranjera**¹⁷. **IVA (+31% ia) y Contribuciones a la Seguridad Social (+35%)**, los otros dos pilares del sistema tributario argentino, también mostraron incrementos importantes en términos reales: **augmentaron 3,9% ia y 7,6% ia, respectivamente**. En conjunto, **estos tres impuestos contribuyeron con casi \$ 9 de cada \$ 10 de la recaudación**.

¹⁶ El impuesto determinado para las sociedades con cierre de ejercicio en diciembre aumentó 49% en el ejercicio fiscal 2014.

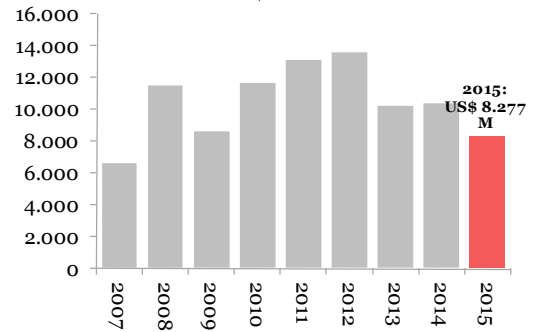
¹⁷ Sólo las compras de moneda extranjera para atesoramiento aportaron 2,5 pp adicionales al incremento anual de Ganancias (\$ 6.800 M).

La nota negativa del 2015 la dieron los Derechos de exportación, que cayeron 9,7% ia. Aun con una cosecha de soja récord (60,8 M de tns en 2014/15) y una devaluación del 14% ia (promedio anual), la caída en los precios internacionales de los *commodities* y la demora registrada en la liquidación durante los últimos meses del año hicieron que **la recaudación de los Derechos de exportación fuera la más baja desde 2007** (US\$ 8.300 M).

Mientras que la actividad creció ligeramente, la suba real de los recursos implicó un **fuerte incremento de la presión tributaria: aumentó 1,9 pp en el año**, muy por encima del promedio anual durante la etapa kirchnerista (+1,1 pp 2003-15). **De esta manera, el kirchnerismo deja la gestión con una presión tributaria récord de 28,3% del PBI, prácticamente duplicando el promedio existente durante la Convertibilidad (14,3% del PBI).** Si se mide per cápita, la recaudación se multiplicó 2,2 veces en términos reales. **A precios de 2015, esta evolución implica que cada familia aporta hoy \$ 90.000 más que en 2003.**

Derechos de Exportación

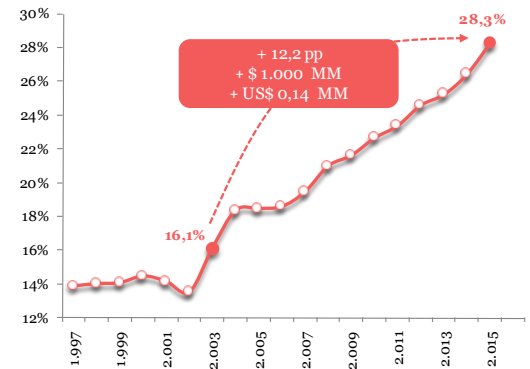
En millones de US\$



Fuente: LCG en base a Sec. Hacienda

Presión tributaria del Gobierno Nacional.

En % del PBI base 2004



Fuente: LCG en base a AFIP e INDEC

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

Anexo: Monitor de variables

Variaciones interanuales	2012	2013	2014	12m	6m	3m	jul-15	ago-15	sep-15	oct-15	nov-15	dic-15
1. Actividad												
EMAE	1,9%	4,9%	0,4%	1,9%	2,5%	2,7%	2,7%	2,6%	2,8%			
EMAE LCG	0,2%	2,5%	-2,4%	0,4%	1,6%	1,7%	2,3%	2,2%	1,7%	1,2%		
EMI	-1,1%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	0,8%	0,3%	2,1%	3,6%	0,1%	-2,6%		
EMI LCG	-1,5%	1,6%	-4,2%	-0,7%	1,0%	1,2%	1,3%	4,9%	0,6%	-1,7%		
ISAC	-3,2%	4,6%	-0,4%	6,0%	7,4%	4,3%	13,2%	3,0%	5,8%	4,0%		
ISSP	7,5%	7,5%	4,1%	2,4%	2,3%	1,9%	2,9%	2,0%	2,3%	1,5%		
Super (Real, LCG)	2,1%	2,4%	1,1%	1,6%	2,0%	2,3%	5,1%	3,2%	1,4%	2,2%		
Shoppings (Real, LCG)	-0,5%	4,2%	-2,5%	4,8%	7,4%	7,6%	21,5%	13,1%	4,2%	5,6%		
Ventas a Concesionarios	-6,1%	16,1%	-36,3%	-0,1%	4,6%	1,7%	3,7%	16,6%	1,9%	9,6%	26,9%	-25,3%
IVA DGI (Real, LCG)	7,8%	3,1%	0,0%	4,4%	8,6%	9,1%	5,9%	15,0%	12,6%	13,0%	10,2%	5,0%
Importaciones	-7,3%	7,5%	-11,3%	-10,8%	-6,4%	-4,1%	-3,7%	-2,6%	0,8%	-10,4%		
Transporte Autom. Metrop.	6,1%	-5,3%	-4,8%	-3,9%	-2,9%	-2,4%	-2,4%	-2,5%	-2,3%	-2,4%		
Consumo Gasoil	-4,2%	2,9%	-3,6%	1,0%	0,1%	-1,7%	2,1%	-6,1%	0,6%	0,4%		
Confianza Consumidor (UTDT)	-17,9%	2,2%	-13,4%	33,8%	30,7%	30,6%	31,2%	29,4%	31,6%	29,6%	38,2%	24,1%
2. Financiero												
Préstamos en pesos al SPrNF	40,3%	34,6%	20,3%	22,8%	24,7%	27,7%	30,1%	30,8%	32,4%	33,6%	36,6%	38,9%
Adelantos	53,7%	19,8%	17,3%	18,3%	18,6%	18,6%	20,1%	17,4%	19,6%	26,2%	37,4%	40,5%
Documentos	47,5%	45,9%	20,5%	24,4%	27,8%	33,1%	35,6%	39,1%	38,8%	37,0%	40,3%	43,7%
Hipotecarios	28,1%	24,8%	10,4%	10,1%	8,0%	8,1%	8,7%	9,2%	9,2%	10,1%	11,8%	14,2%
Prendarios	34,8%	41,4%	4,6%	6,4%	4,7%	7,7%	10,2%	11,7%	13,8%	16,1%	19,2%	22,2%
Personales	29,3%	31,2%	19,1%	22,7%	26,1%	29,4%	31,7%	33,4%	35,2%	35,9%	36,7%	37,2%
Tarjetas	39,9%	42,8%	37,5%	39,8%	42,4%	46,4%	51,5%	50,9%	53,9%	53,3%	54,8%	57,3%
Otros	54,1%	28,1%	15,2%	16,2%	17,2%	19,0%	20,5%	18,2%	19,6%	20,5%	18,4%	17,8%
Depósitos en pesos del SPrNF	41,4%	30,1%	28,8%	32,4%	37,0%	37,4%	38,5%	38,7%	39,5%	39,5%	41,1%	42,4%
Cuenta Corriente	33,6%	19,7%	33,3%	33,2%	35,3%	32,8%	33,1%	31,2%	29,1%	27,0%	29,4%	33,8%
Caja de Ahorro	37,6%	31,7%	27,2%	33,0%	38,1%	38,7%	37,2%	36,8%	38,2%	39,0%	39,7%	40,8%
Plazo Fijo	50,9%	35,7%	27,5%	31,9%	37,7%	39,2%	42,1%	44,1%	46,2%	47,1%	49,0%	48,7%
. Mayorista	61,8%	40,8%	23,7%	26,0%	30,5%	34,3%	35,4%	35,0%	35,3%	36,5%	40,7%	42,1%
. Minorista	42,5%	30,5%	32,1%	39,4%	47,1%	45,8%	50,8%	55,7%	60,0%	61,1%	60,1%	57,7%
Tasas de interés (nivel)												
Encuesta Plazo Fijo (30 d)	12,4	15,1	20,5	20,2	20,5	20,5	20,7	21,2	21,5	21,6	23,7	28,0
Badlar privado (30 d)	13,8	17,0	22,6	20,4	20,6	20,5	20,7	21,0	21,2	21,6	23,4	28,0
Monetarias												
. M2 privado en pesos	33,1%	30,1%	22,9%	30,8%	35,3%	36,3%	36,4%	36,9%	36,1%	36,6%		
. Base monetaria	34,9%	30,1%	19,7%	26,4%	31,4%	33,5%	35,0%	32,7%	34,0%	35,8%	37,1%	40,6%
. Lebac / Nobac	2,2%	19,7%	75,5%	95,1%	83,7%	68,3%	65,7%	55,7%	46,1%	34,4%	26,4%	17,2%
3. Externo												
Exportaciones (ICA)	-3,7%	0,9%	-11,9%	-16,1%	-15,9%	-11,8%	-12,3%	-16,0%	-6,7%	-12,8%		
Precio Soja Chicago	13,8%	-4,2%	-12,1%	-25,1%	-17,1%	-11,0%	-20,5%	-19,7%	-1,5%	-14,7%	-15,5%	
Precio Petróleo WTI	-3,0%	3,8%	-6,5%	-46,7%	-46,2%	-43,9%	-52,0%	-48,7%	-50,5%	-42,2%	-37,0%	
IPMP BCRA	8,7%	-5,8%	-10,4%	-20,0%	-18,5%	-17,5%	-15,9%	-19,7%	-16,0%	-14,1%	-22,2%	
TCN US\$ (nivel)	4,58	5,54	8,22	9,06	9,37	9,54	9,20	9,30	9,43	9,52	9,66	
TCN US\$ (Var. ia)	10,4%	21,2%	48,3%	12,5%	11,9%	12,3%	12,0%	10,7%	11,8%	11,9%	13,3%	
TCR EE.UU. (LCG)	-7,7%	10,6%	9,5%	-10,6%	-9,4%	-8,5%	-10,0%	-10,4%	-9,2%	-8,7%	-7,6%	
TCR Brasil (LCG)	-20,0%	-2,6%	-2,7%	-29,7%	-35,0%	-35,3%	-34,8%	-39,3%	-38,1%	-35,4%	-32,3%	
TCR China (LCG)	-6,8%	8,6%	-9,8%	-10,9%	-10,4%	-10,6%	-9,2%	-12,2%	-10,9%	-10,6%	-10,3%	
TCR EU (LCG)	-13,9%	8,5%	-4,2%	-25,6%	-23,1%	-20,4%	-26,2%	-23,6%	-19,7%	-19,8%	-21,8%	
TCR Multilateral (LCG)	-12,8%	3,4%	29,9%	-21,2%	-21,4%	-20,1%	-22,5%	-23,3%	-20,7%	-20,1%	-19,5%	

Comentarios:

- En todos los casos aparecen variaciones interanuales, con excepción del bloque Tasas de interés y el Tipo de Cambio Nominal que muestran los niveles absolutos.
- La columna "2007" muestra la variación porcentual del promedio del 2007 con respecto al 2006.
- La columna "12m" muestra la variación porcentual del promedio móvil de los últimos 12 meses con respecto al promedio de los 12 meses anteriores.
- Ídem las columnas "6m" y "3m", tomando promedios móviles de 6 y 3 meses, respectivamente.
- Las columnas con meses muestran la variación interanual con respecto al mismo mes del año anterior.

Anexo II: Monitor internacional

País	PBI Real (Var. % ia.)			Producción industrial (Var. % ia.)			Desempleo (en %)		
	Último dato		Prev.	Último dato		Prev.	Último dato		Prev.
Estados Unidos	3T-15	2,1	2,7	nov-15	-1,2	0,3	nov-15	5,0	5,0
Canadá	oct-15	-0,2	0,1				nov-15	7,1	7,0
China	3T-15	6,9	7,0	nov-15	6,2	5,6	3T-15	4,1	4,0
Japón	3T-15	1,6	0,7	nov-15	1,6	-1,4	nov-15	3,3	3,1
Alemania	3T-15	1,7	1,6	oct-15	0,2	0,2	nov-15	6,3	6,4
Francia	3T-15	1,1	1,1	oct-15	3,6	1,7	3T-15	10,2	10,0
España	3T-15	3,4	3,2	oct-15	-0,3	3,8	3T-15	21,2	22,4
Italia	3T-15	0,8	0,6	oct-15	2,9	1,8	3T-15	11,7	12,3
Reino Unido	3T-15	2,1	2,3	oct-15	1,7	1,5	oct-15	5,2	5,3
Australia	3T-15	2,5	1,9				nov-15	5,8	5,9
México	3T-15	2,6	2,3	oct-15	0,5	1,8	nov-15	4,1	4,3
Brasil	3T-15	-4,5	-3,0	oct-15	-11,2	-10,9	nov-15	7,5	7,9
Chile	3T-15	2,3	2,2				oct-15	6,3	6,4

País	Precios al consumidor (Var. % ia.)			Exportaciones (Var. % ia.)			Tasa de interés del Banco Central (en %)		
	Último dato		Prev.	Último dato		Prev.	Último dato		Prev.
Estados Unidos	nov-15	0,5	0,2	oct-15	-6,9	-4,2	28-dic	0,50	0,25
Canadá	nov-15	1,4	1,0	oct-15	-3,5	-1,9	29-dic	0,50	0,50
China	nov-15	1,5	1,3	nov-15	0,0	0,0	29-dic	4,35	4,35
Japón	nov-15	0,3	0,3	nov-15	-3,3	-2,2	04-abr	0,10	0,10
Alemania	nov-15	0,3	0,3	oct-15	3,2	4,2	28-dic	0,05	0,05
Francia	nov-15	0,0	0,1	oct-15	0,7	1,3	28-dic	0,05	0,05
España	nov-15	-0,3	-0,7	oct-15	-0,8	1,1	28-dic	0,05	0,05
Italia	nov-15	0,1	0,3	oct-15	-1,4	1,4	28-dic	0,05	0,05
Reino Unido	nov-15	0,1	-0,1	oct-15	-4,2	-0,4	29-dic	0,50	0,50
Australia	3T-15	1,5	1,5	oct-15	-1,3	5,2			
México	nov-15	2,2	2,5	nov-15	-4,1	-7,4	28-dic	3,25	3,00
Brasil	nov-15	10,5	9,9	nov-15	-11,8	-12,4	28-dic	14,25	14,25
Chile	nov-15	3,9		nov-15	-10,4	-17,9	28-dic	3,50	3,25

Excepto indicación en contrario, todas las variables son de periodicidad mensual (con la salvedad del PBI Real, que es trimestral).

(t): dato con periodicidad trimestral; (m): periodicidad mensual

(*) Media de los últimos pronósticos relevados por Bloomberg

Fuente: LCG en base a Bloomberg