

Informe Quincenal N°155

Índice

- ✦ **Actividad**
 - Primeras luces de alarma

- ✦ **Fiscal**
 - Fin de ciclo: rompiendo récords
 - Comienzo de ciclo: desaceleración forzada del gasto por la transición

- ✦ **Mercado cambiario**
 - No hay dos sin tres
 - La vuelta al mundo

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

Martes 22 de marzo de 2016

labourcapitalgrowth

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

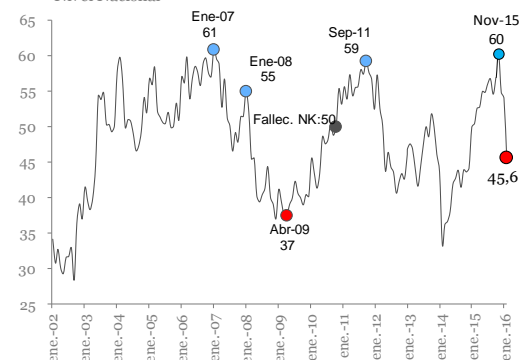
Actividad: primeras luces de alarma

Después de 100 días de gestión macrista, la actividad económica es una variable a monitorear de cerca, ya que los principales sectores que traccionaron el crecimiento en el pasado empiezan a mostrar luces de alarma como consecuencia del salto del tipo de cambio y la aceleración inflacionaria.

Del lado de la demanda, el consumo masivo se ralentiza a partir de salarios atrasados y precios en ascenso, pero también como consecuencia de la sobrerreacción que suelen generar las expectativas de ajuste. A su vez, el escenario de tasas de interés más altas y fuerte caída del salario en dólares profundizan la dinámica contractiva que ya registraba el consumo de bienes durables. Del lado de la oferta, la construcción sufre el frenazo de la obra pública por demoras en los pagos, a la vez que la apertura del cepo y la suba de tasas generan alternativas de ahorro para el excedente de pesos, compensando el efecto positivo de la normalización del acceso a los dólares. Por último, la actividad industrial, aun en un contexto de menor atraso cambiario, sigue afectada por el desplome de Brasil.

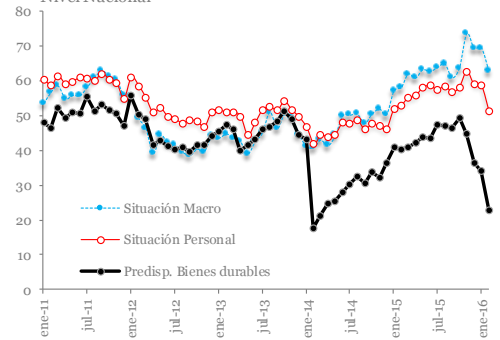
El Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad Di Tella (ICC) lleva tres meses consecutivos en baja, acumulando una caída del 24% contra nov-15 y del 10% en la comparación interanual. El deterioro es generalizado en los distintos subíndices (situación macro, situación personal y predisposición a comprar bienes durables). Es importante destacar que se trata de una baja más abrupta que la evidenciada al inicio de los dos mandatos presidenciales anteriores, afectados rápidamente por el conflicto con el campo (2008) y el establecimiento del cepo cambiario (2012), respectivamente. En la actualidad, el subíndice que proyecta la situación personal de los encuestados promedia una caída del 3% ia en febrero, en tanto que la predisposición a comprar bienes durables se desploma 44% ia (-20% ia en 1B-16) y se ubica prácticamente en los mismos niveles del salto devaluatorio de ene-14. El subíndice relativo a las expectativas sobre la situación económica del país es el único

Índice de confianza del consumidor
Nivel Nacional



Fuente: LCG en base a Universidad di Tella.

Índice de confianza al consumidor
Nivel Nacional

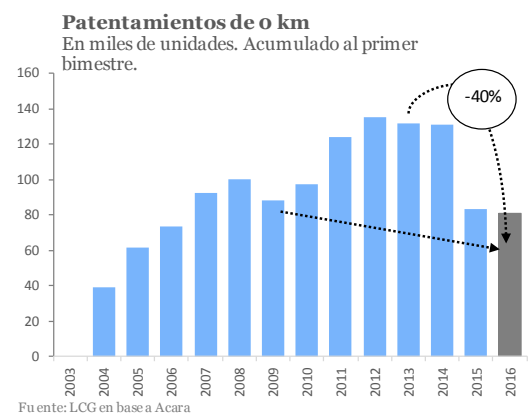
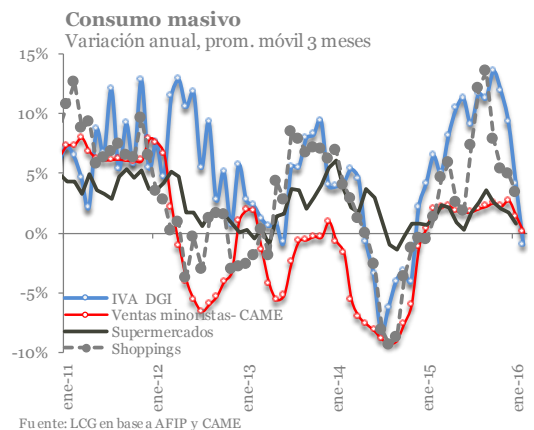


Fuente: LCG en base a UTDT

que todavía registra un crecimiento interanual (+8% ia en feb), pero también retrocede y se ubica 15% por debajo del máximo de nov-15 (en los mismos niveles que al momento de la implementación del cepo cambiario en oct-15).

Varios indicadores de avance vinculados al consumo masivo ya se encuentran en terreno negativo. **Las ventas minoristas relevadas por CAME¹ registraron una caída del 2% ia en enero y del 5% en febrero, y la baja fue generalizada para los 20 subsectores relevados.** Vale decir que esta dinámica se da después de un año de bajo crecimiento (+2%), que no llegó a compensar el derrumbe del 2014 (-7% ia)². Con datos hasta enero, las estadísticas del INDEC muestran que las ventas en supermercados registraron una caída del 0,5% ia (la primera en 12 meses) y las ventas en shoppings se frenaron drásticamente después de crecer al 4% ia en el 4T-15. **La recaudación de IVA-DGI conjuga dos meses consecutivos de caída real (-2% ia en enero y 6% ia en febrero), aun cuando el efecto de acumulación de stocks previo al desmantelamiento del cepo debería estar compensando el impacto de la recesión.** Distintamente, el impuesto a los Débitos y créditos todavía muestra una dinámica de crecimiento con una suba real promedio del 4% ia en el 1B-16.

En línea con la menor predisposición a comprar bienes durables, **las ventas de electrodomésticos comenzaron el año con caídas del 5% y 6% ia según CAME.** El financiamiento con tarjetas de crédito medido en términos reales cayó 4% mensual en febrero y en la comparación interanual ya crece a un ritmo sensiblemente inferior al del cierre de 2015 (19% ia en 1B-16 vs 26% ia en 4T-15). **Por su parte, los patentamientos de automóviles 0 km tuvieron un crecimiento prácticamente nulo en el 1B16: se desplomaron 13% ia en enero, pero se recuperaron 12% ia en febrero.** Aun así, se patentaron apenas 80.500 unidades en el 1B-16, 40% menos que el promedio registrado en



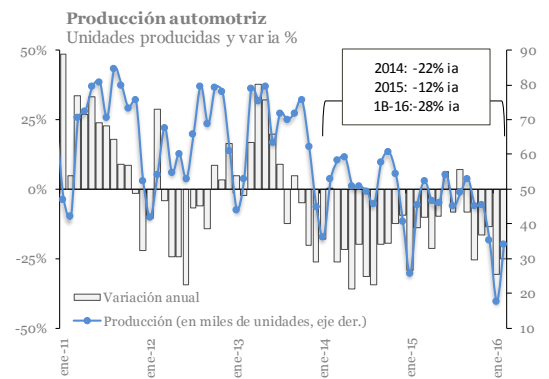
¹ Cámara Argentina de la Mediana Empresa.

² Así, el nivel actual de ventas de bienes durables se ubica bien por debajo de los volúmenes de 2013 (-6%).

los mismos meses de 2012-14 y un 10% por debajo del nivel de 2009.

Después de acumular un crecimiento del 15% ia en el 2S-15, **la actividad de la construcción medida por el Índice Construya³ refleja un crecimiento de sólo 3% ia en enero y una caída del 4% ia en febrero.** Y vale decir que la base de comparación interanual es baja, ya que la recuperación recién se inició en el 2T-15. Así, de mantenerse la dinámica actual, sólo por el efecto de una mayor base de comparación la magnitud de la caída será sensiblemente superior en los próximos meses. Por su parte, **los despachos de cemento se desplomaron 8% ia en el 1B-16.** Además del freno de la obra pública (20% del total) derivado de la demora en los pagos por el cambio de gestión, el efecto combinado del salto en la cotización del dólar y la suba en las tasas de interés generando alternativas para canalizar el exceso de pesos parece haber más que compensando la incipiente mejora en la compraventa de inmuebles por la normalización del acceso al mercado cambiario.

Después de un año con crecimiento industrial prácticamente nulo (+0,2% ia), las principales ramas de la industria también comenzaron el año en retroceso. **La más afectada sigue siendo la industria automotriz, que se mantiene en caída libre: cayó 22% ia en 2014, -12% ia en 2015 y acumula una contracción del 28% ia en el 1B-16⁴.** En los últimos doce meses produjo apenas 2/3 de la producción total de 2011. Obviamente la profunda recesión económica en Brasil impacta directamente sobre el sector: después de haber llegado a absorber el 50% de nuestra producción automotriz, actualmente Brasil sólo da cuenta del 30%. **Pero el desplome de las exportaciones automotrices es generalizado:** en el 1B-16 se contrajeron 43% ia en promedio, y son las ventas a concesionarios locales las que amortiguaron la caída agregada de la producción. **La industria siderúrgica y la petrolera,** que conjuntamente representan más de 1/5 del entramado industrial, **también**



Fuente: LCG en base a ADEFA

Producción automotriz
2010-2016

	Producción		Exportaciones	Ventas a conces.	Stocks
	Unidades	Variación	Variación	Variación	Variación
2010	720.736	41%	39%	32%	-223%
2011	828.772	15%	13%	24%	-127%
2012	764.505	-8%	-18%	7%	-212%
2013	791.007	3%	5%	3%	-129%
2014	617.329	-22%	-17%	-23%	1775%
2015	543.467	-12%	-31%	5%	-148%
1B-16	51.959	-28%	-43%	2%	-192%

Fuente: LCG en base a ADEFA

³ Elaborado por el Grupo Construya.

⁴ Vale decir que salvo por el crecimiento marginal del 3,5% ia en 2013, la producción automotriz cae de forma permanente desde 2012.

acentuaron la baja: la producción de metales básicos se desplomó 12% ia en enero (después de acumular una contracción del 8% ia en 2015) y la refinación de petróleo lo hizo 5% ia.

Indicadores de avance de la actividad económica y el consumo privado

Variación anual

	2014	2015	1T-15	2T-15	3T-15	oct-15	nov-15	dic-15	ene-16	feb-16
Indicadores de consumo										
Masivo	Supermercados	1,1%	2,0%	2,4%	0,3%	3,5%	2,4%	1,8%	1,0%	-0,5%
	Ventas minoristas CAME	-5,3%	2,3%	2,1%	1,7%	2,2%	2,7%	1,6%	3,1%	-2,3%
	Ventas en shoppings	-2,5%	6,1%	4,6%	1,8%	13,6%	5,8%	5,4%	4,0%	0,1%
	Recaudación de IVA DGI	0,0%	9,1%	5,1%	11,3%	11,3%	12,9%	10,1%	5,1%	-2,1%
	Recaudación de Imp. Déb. y Créd.	0,0%	1,3%	-3,6%	3,3%	1,9%	4,5%	-1,2%	7,3%	4,1%
Dura- bles	Electrodomésticos CAME	-7,0%	4,4%	2,8%	5,4%	5,1%	4,6%	4,5%	4,2%	-4,8%
	Patentamientos 0 km	-28,1%	-6,4%	-27,5%	-3,2%	2,3%	9,3%	27,8%	3,9%	-13,3%
	Índice Confianza Consumidor (UTDT)	-13,4%	33,8%	35,0%	39,4%	30,7%	29,6%	38,2%	24,1%	8,1%
Indicadores de la Actividad de la Construcción										
	ISAC (Indec)	-0,4%	-10,7%	5,3%	10,0%	7,2%	4,0%			
	Índice Construya	-5,5%	8,1%	-5,6%	9,3%	15,8%	7,3%	20,3%	11,9%	3,2%
	Despacho de Cemento	-3,5%	7,4%	7,2%	14,7%	6,1%	2,5%	-0,5%	4,6%	-7,5%
Indicadores de la Evolución Industrial										
	Prod. automotriz	-22,0%	-12,0%	-16,2%	-8,9%	-3,7%	-25,6%	-16,6%	-13,4%	-30,6%
	Ref. petróleo	-1,4%	1,4%	-1,2%	1,9%	2,6%	2,3%	3,9%	0,5%	-4,6%
	Ind. siderúrgica	2,3%	-8,4%	-8,4%	-13,7%	-3,7%	0,9%	-9,6%	-13,0%	-11,6%

Fuente: LCG en base a diversas fuentes.

La apuesta del gobierno es que la caída de la actividad se revierta en el segundo semestre del año, a partir del ingreso de capitales derivados del arreglo con los *holdouts* y la reactivación de la obra pública, más lo que pueda aportar el agro a partir de la mejora en la rentabilidad derivada del salto en el tipo de cambio y la rebaja en las retenciones. Más allá de las expectativas oficiales, dada la caída en los salarios reales, las incipientes dificultades que empiezan a manifestarse en el mercado laboral, las tasas de interés reales positivas y la grave crisis política y económica que afecta a nuestro principal socio comercial, **no vemos factible que la mejora en la inversión sea suficiente para compensar la inevitable retracción en el consumo privado: estimamos que el PBI caerá no menos del 1,5% en 2016.**

Fin de ciclo: rompiendo récords

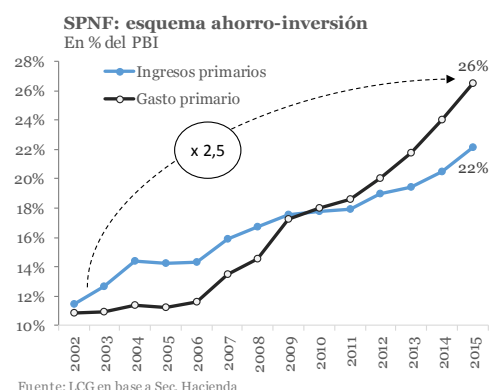
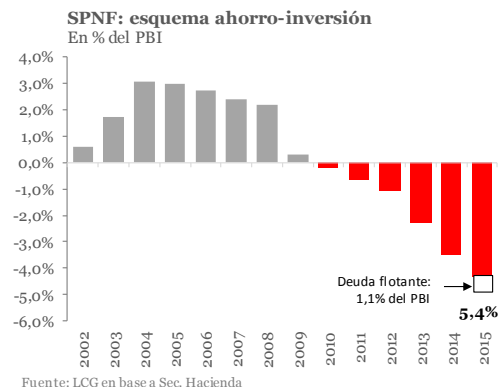
El Ministerio de Hacienda dio a conocer los resultados fiscales de 2015. **El año pasado terminó con un déficit primario sin ingresos extraordinarios⁵ de 4,4% del PBI (0,4 pp superior al de 2014).** Desde la vuelta de la democracia que no se observaba este nivel de déficit primario y **es el séptimo ejercicio consecutivo que finaliza en rojo, acumulando 14 puntos del PBI.**

La nueva administración decidió cargar al resultado de 2015 el aumento del stock de la deuda flotante al 31-dic⁶. Según los cálculos de la Secretaría de Hacienda, la deuda flotante tuvo un incremento de \$ 44 MM (1,1% del PBI). Como dijimos en el Informe Mensual de enero, **al incluir el incremento de la deuda flotante el Gobierno elevaba artificialmente la base de comparación informando un resultado primario sin rentas equivalente al 5,4% del PBI.** Seguramente utilice inversamente este argumento en 2016 para justificar el incremento del gasto base caja, en pos de cancelar esa deuda generada en el ejercicio anterior.

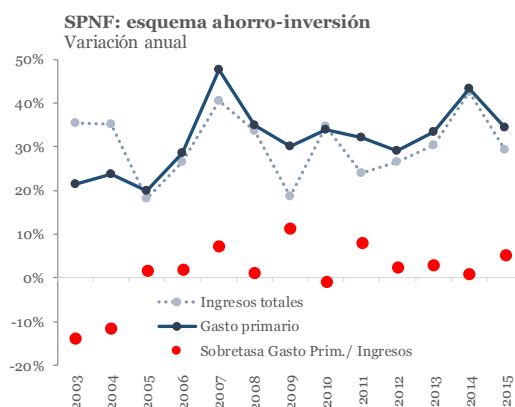
En 2015 el gasto público creció a 34,5% ia, 5,2 pp por encima de los ingresos (+29,3% ia). Se trata del quinto año consecutivo con gastos creciendo más que los ingresos, y resultó la brecha más alta desde 2011. De esta manera, **el gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero alcanzó el récord de 26% del PBI: durante el kirchnerismo el gasto público se multiplicó 2,5 veces.** En el mismo sentido, **la recaudación también rompió todos los récords y el Gobierno Nacional duplicó sus ingresos.**

⁵ No se consideran las rentas del FGS de la Anses y el resultado cuasifiscal del BCRA. A partir de ahora, la nueva administración modificó la metodología de presentación de los datos de las cuentas fiscales eliminando del total de los ingresos del SPNF las rentas de la propiedad derivadas del FGS y del cuasifiscal del BCRA.

⁶ No sólo se trata del desfase que existe entre los gastos devengados en un período y los pagos realizados por los mismos, que en este caso implican la postergación arbitraria de pagos comprometidos. También se incluye el reconocimiento de pasivos subvaluados u ocultos originados en la desaceleración del ritmo de ejecución del presupuesto.



En líneas generales, **el aumento del gasto primario en 2015 se concentró en el componente automático que creció 43% ia**, acelerándose 6 pp respecto a 2014. Salarios (+37% ia) y Jubilaciones (+47%) explicaron el 70% del aumento del gasto total. Los subsidios de ANSES (AUH y AAFF) crecieron 48% y explicaron otro 7%. Por su parte, el gasto discrecional se expandió 21% ia, con un ajuste de los subsidios al sector privado (+20% ia) y de la obra pública (+18% ia). **En un año electoral, las transferencias a las provincias fueron el único componente discrecional con crecimiento real: +46% ia**, equivalente al 12% ia en términos reales.



Sector público nacional
Año 2015

	2014	2015	Variación anual	En % del PBI
	Miles de millones de \$			
Ingresos totales	1.023	1.323	29%	24,3%
Genuinos	906	1.193	32%	21,9%
Tributarios	864	1.128	31%	20,7%
Otros	42	65	54%	1,2%
Extraordinarios	117	130	11%	2,4%
Cuasifiscal BCRA	79	78	0%	1,4%
FGS ANSES	38	52	36%	1,0%
Gasto primario	1.062	1.428	34%	26,2%
Automático	660	943	43%	17,3%
Salarios y operación	230	316	37%	5,8%
Jubilaciones	363	536	47%	9,8%
Subsidios ANSES	51	76	48%	1,4%
Coparticipación soja	15	16	7%	0,3%
Discrecional	402	485	21%	8,9%
Subsidios	223	247	11%	4,5%
Discrecional a pcias.	56	81	46%	1,5%
Obra pública nacional	55	64	18%	1,2%
Resto	69	93	33%	1,7%
Resultado primario	-39	-105	172%	-1,9%
Resultado primario neto de ingresos extraordinarios	-156	-235	51%	-4,3%
Deuda Flotante (increm.)	13	57	339%	1,0%
Resultado primario neto de ingresos extraordinarios TOTAL	-168	-292	73%	-5,4%

Fuente: LCG

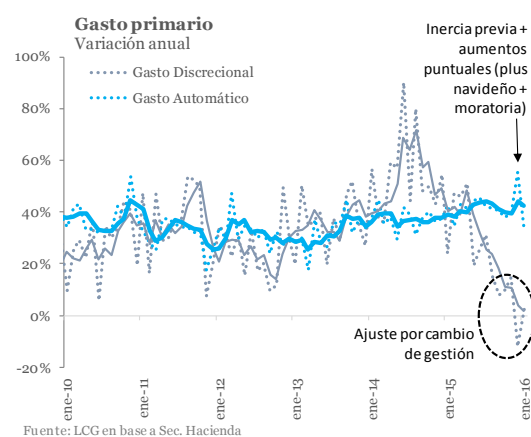
Del lado de los ingresos, los recursos propios promediaron un crecimiento del 32% ia, en línea con la dinámica que tuvo la recaudación tributaria. A diferencia de lo ocurrido en los años anteriores, en 2015 los ingresos extraordinarios (rentas del FGS y transferencia del cuasifiscal del BCRA) tuvieron un crecimiento modesto (+11% ia), aunque sumaron un total de \$ 130 MM.

Comienzo de ciclo: desaceleración forzada del gasto por la transición

En ene-16, el resultado primario sin rentas fue apenas deficitario en \$ 500 M. Si bien no presentó grandes diferencias en relación a ene-15 (déficit de \$ 1,5 MM), **sobresalió el bajo crecimiento de los gastos (23% ia).** Sin embargo, esta desaceleración es sólo coyuntural y está asociada al cambio de gestión y los problemas administrativos que conlleva la transición (cambio de autoridades y organigramas, nuevos ministerios, etc.). Esto se observa marcadamente en la contracción de la porción discrecional del gasto público. Distintamente, el gasto automático mantuvo la inercia previa.

En los primeros dos meses de gestión, el gasto discrecional se contrajo 5% en la comparación interanual (-12% ia en diciembre y +2% ia en enero). La contracción de diciembre explica el crecimiento de la deuda flotante de 2015 ya que el gasto se devengó, pero no se abonó. El gasto en obra pública se redujo 25% ia, los giros a las provincias 4% y los subsidios (excluyendo los de ANSES) 1% ia.

Por su parte, el gasto automático se aceleró fuerte en diciembre (+55% ia), pero en enero volvió a crecer por debajo del promedio previo (+33% ia). La aceleración inicial estuvo motorizada por aumentos del 71% ia en el gasto previsional y 80% en los subsidios de ANSES. En el primer caso, además del plus navideño de \$ 400 otorgado a los jubilados de la mí-



nima para moderar el impacto de la suba de precios post devaluación, influyó la liquidación de un mayor número nuevos jubilados por la moratoria previsional. En el segundo, el bono de \$ 400 a los beneficiarios de la AUH explicó 1/3 del aumento y aportó 29 pp a la tasa de crecimiento. **Ya sin estos factores puntuales en enero, las jubilaciones (+46% ia) volvieron a ser el principal motor del gasto, explicando casi ¾ del aumento.** Salarios y gastos operativos promediaron un aumento del 11% ia (-12% ia real), afectado principalmente por las menores erogaciones que implicó el traspaso de la Policía Federal a la CABA (aproximadamente \$ 2.000 M).

Sector público nacional

	dic-15		ene-16	
	\$ MM	Var ia	\$ MM	Var ia
Ingresos totales	123,5	28%	122,6	26%
Genuinos	114,3	28%	120,3	30%
Tributarios	106,5	36%	116,3	30%
Otros	7,8	-28%	4,0	22%
Extraordinarios	9,2	28%	2,2	-48%
Cuasifiscal BCRA	0,1	33%	0,0	-
FGS ANSES	9,0	27%	2,2	-48%
Gasto primario	157,9	32%	120,9	23%
Automático	121,0	55%	87,3	33%
Salarios y operación	37,7	26%	28,0	11%
Jubilaciones	73,5	71%	52,2	46%
Subsidios ANSES	8,7	80%	5,8	29%
Coparticipación soja	1,1	329%	1,4	169%
Discrecional	36,8	-12%	33,6	2%
Subsidios	21,6	-19%	23,6	19%
Discrecional a pcias.	8,8	32%	4,4	-31%
Obra pública nacional	3,6	-23%	3,3	-28%
Resto	2,7	-28%	2,2	11%
Resultado primario	-34,4	47%	1,7	-215%
Resultado primario neto de ingresos extraordinarios	-43,5	42%	-0,6	-90%

Fuente: LCG en base a Sec. De Hacienda

Los recursos crecieron 27% ia en el bimestre dic-ene, traccionados principalmente por los ingresos tributarios (+33% ia).

La nueva administración no apeló al financiamiento con recursos extraordinarios: no transfirió parte del resultado cuasifiscal del BCRA y las rentas del FGS sumaron un monto menor al de los meses previos.

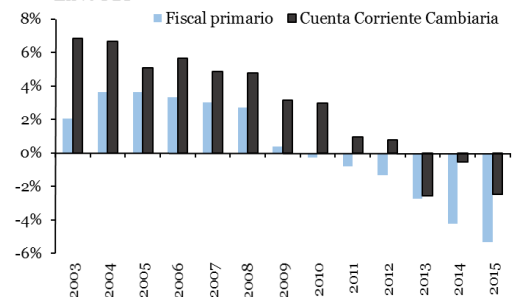
Los datos de enero fueron positivos, pero a su vez adelantan las dificultades que tendrá el Gobierno para lograr una reducción del déficit fiscal. Los ingresos aún no reflejan toda la reducción de impuestos comprometida por el Gobierno (estacionalmente las retenciones impactan con la liquidación de la cosecha gruesa, la suba del MNI de Ganancias terminará de sentirse en abril y otros anuncios, como la reducción del IVA a la canasta alimenticia, que aún no se implementaron) ni tampoco el efecto de la devolución a las provincias del total de la precoparticipación del 15% a la Anses. Por otro lado, los gastos tienen un componente inercial muy fuerte. **El gasto previsional va a aumentar por encima del 40% este año, lo que le pone un piso de 17 pp al crecimiento del gasto primario, mientras que los ingresos tendrán un techo de crecimiento del 25%.** El gasto discrecional que se encuentra “pisado”, en algún momento va a tener que ponerse al día.

El desafío del gobierno para el 2016 será llegar a la meta de 4,8% del PBI de déficit primario: aun sin considerar el contexto macro, no será nada sencillo que pueda alcanzarla. Las prioridades pueden ser modificadas y la actividad, que empieza a encender luces de alerta, puede reclamar un poco de impulso a la política fiscal generando un mayor déficit.

No hay dos sin tres

Allá lejos en el pasado quedó aquella premisa que explicaba la solvencia del modelo económico durante los años dorados del kirchnerismo: los superávits gemelos (fiscal y de cuenta corriente). **En 2015 el déficit fiscal primario fue deficitario por séptimo año consecutivo, a la vez que la**

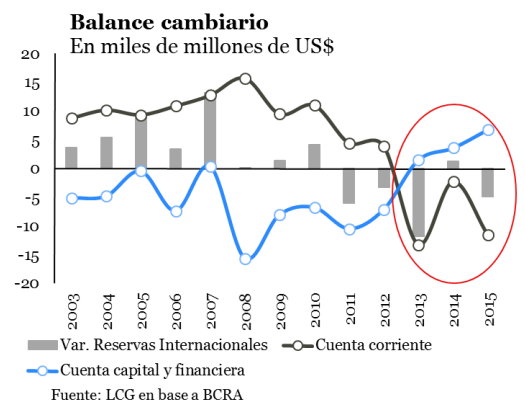
Cuenta Corriente y resultado fiscal
En % PBI



Fuente: LCG en base a Min. Hacienda y Finanzas Públicas y BCRA

Cuenta Corriente⁷ quedó en rojo por tercera vez consecutiva, a pesar de las trabas a las importaciones implementadas.

El año pasado la Cuenta Corriente tuvo un resultado negativo de US\$ 11,6 MM (US\$ 9,2 MM superior al de 2014). Para evitar una mayor pérdida de reservas, desde que el saldo de la Cuenta Corriente se volvió negativo la Cuenta Capital pasó a ser superavitaria, lo que implicó un aumento del endeudamiento del país con el resto del mundo. En rigor, **la Cuenta Capital y Financiera tuvo un superávit de US\$ 6,7 MM** debido a la contabilización de los US\$ 10,8 MM del *swap* cambiario con el Banco de China. De esta manera, **las reservas internacionales brutas cayeron US\$ 4,9 MM en 2015, caída que se eleva a US\$ 15,7 MM en caso de netear el *swap* chino.**



Balance cambiario

En miles de millones de U\$

	2003-2012	2013	2014	2015
Cuenta corriente	9,6	-13,3	-2,3	-11,6
Mercancías	15,1	1,7	8,9	3,5
Intereses de deuda Gob. Nac.	-3,3	-3,5	-3,5	-5,8
Turismo	-0,1	-8,7	-5,4	-8,4
Utilidades y dividendos	-2,3	-1,4	-1,4	-0,3
Resto	0,3	-0,8	-0,6	-0,6
Cuenta capital y financiera	-6,6	1,5	3,5	6,7
Inversión real directa	2,2	2,4	1,7	1,3
Préstamos privados	0,4	-3,3	-0,7	-1,1
Dolarización de carteras	-9,1	0,4	-3,2	-8,5
Pagos de capital sector público neto	-0,8	-1,2	2,9	3,4
Otros	0,7	3,2	3,0	11,6
Var. Reservas Internacionales	3,0	-11,8	1,2	-4,9

Fuente: LCG en base a BCRA

⁷ La Cuenta Corriente Cambiaria está compuesta por los saldos netos de los bienes y servicios exportados e importados y el pago neto de rentas (intereses y giro de utilidades y dividendos). La cuenta capital cambiaria está compuesta por las amortizaciones y nuevas colocaciones de deuda, la compra neta de billetes y la inversión extranjera neta.

El déficit de la Cuenta Corriente lo explican principalmente tres rubros: el deterioro de la balanza comercial, el agujero negro del turismo y los pagos de intereses de la deuda externa. En relación al año anterior los vencimientos de intereses de la deuda crecieron 67% y las salidas de fondos por turismo 55%. **El saldo de mercancías (exportaciones menos importaciones) tuvo un enorme retroceso en relación a 2014: el superávit comercial se redujo de US\$ 8,9 MM a 3,5 US\$ MM.**

El saldo comercial cambiario se ha venido deteriorando de forma persistente en los últimos años. Las razones de ello son variadas, pero sobresalen el atraso cambiario, la baja en los precios de los *commodities* y la errática política energética. Se puede comparar el resultado de 2015 con los años previos diferenciando dos etapas distintas: la de 2003 a 2006 (que se caracterizó por un tipo de cambio real muy competitivo) y la de 2007-14 (con precios de los *commodities* altos). En relación a ambos períodos, el saldo comercial de 2015 fue alrededor de US\$ 10 MM inferior, pero hacia su interior el comportamiento en cada etapa fue diferente.

En comparación con la etapa de tipo de cambio súper competitivo, en 2015 se exportaron más agroalimentos por US\$ 12,5 MM, pero también se importaron más bienes por un monto similar. Además, la balanza comercial energética se volvió deficitaria, lo que implica un deterioro neto de US\$ 8,0 MM. Y por el encarecimiento del Peso y el mayor ingreso de los habitantes, las importaciones de maquinarias y equipos fueron US\$ 4,0 MM mayores en 2015

En relación al período 2007-14, el deterioro se explica principalmente por dos factores: menos exportaciones del sector agroalimentario por US\$ 4,5 MM debido a la baja de los precios internacionales, y un mayor deterioro de la balanza energética por US\$ 3,5 MM.

CUENTA MERCANCÍAS

En miles de millones de US\$

	Industria agroexportadora	Ind. automotriz y metales	Maquinarias y equipos	Energía	Resto expo	Resto Im po	Cuenta Mercancías
TC súper competitivo (2003-2006)	16,4	-1,2	-1,7	2,4	8,0	-11,1	12,8
Boom commodities (2007-2014)	33,4	-5,0	-4,9	-2,1	15,4	-23,1	13,8
2015	28,9	-4,0	-5,7	-5,6	13,7	-23,9	3,5
2015 / TC súper competitivo	12,5	-2,8	-4,0	-8,0	5,7	-12,7	-9,3
2015 / Boom commodities	-4,5	1,0	-0,8	-3,5	-1,6	-0,8	-10,3

Fuente: LCG en base a BCRA

Resumiendo, **en relación a la etapa de tipo de cambio súper competitivo (2003-06), los precios de los commodities son mejores, pero los mayores ingresos que se obtienen por este fenómeno son absorbidos completamente para financiar las mayores importaciones. Y la baja del saldo comercial en relación a ese período se explica por el deterioro de la balanza energética y las mayores importaciones de maquinaria, equipos y automóviles. En comparación con la etapa del boom de commodities (2007-14), la caída en el saldo comercial se justifica por la baja en los precios internacionales y por un mayor deterioro de la balanza energética, ya que el resto de los componentes no ha mostrado cambios significativos.**

Como mencionamos, **la Cuenta Capital y Financiera tuvo en 2015 un superávit de US\$ 6,7 MM.** Entre 2003 y 2012 promedió el mismo valor, pero con signo contrario. La Cuenta Capital refleja el nivel de endeudamiento del país (sector privado y público) con el resto del mundo. Cuando el saldo es positivo, Argentina se está endeudando con el resto de los países. En 2015, la principal fuente de endeudamiento fue el préstamo con el Banco de China⁸ por US\$ 10,8 MM. Esa deuda sirvió para financiar la dolarización de carteras por US\$ 8,5

⁸ Si bien técnicamente fue un canje de monedas, en la práctica y por cómo se contabilizó en el balance del BCRA, las reservas internacionales y el balance cambiario, lo consideramos como un préstamo que tomó Argentina con China.

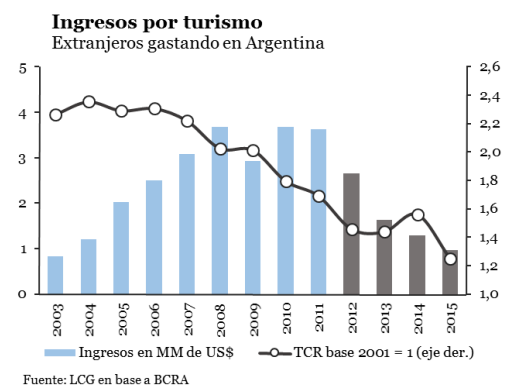
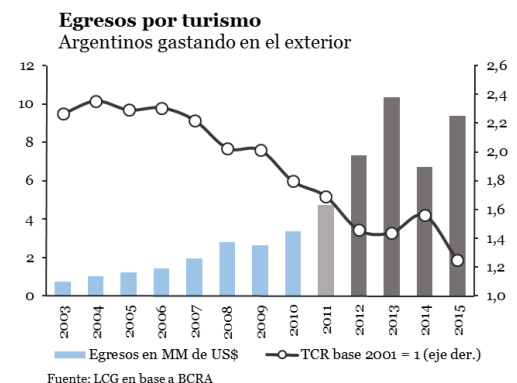
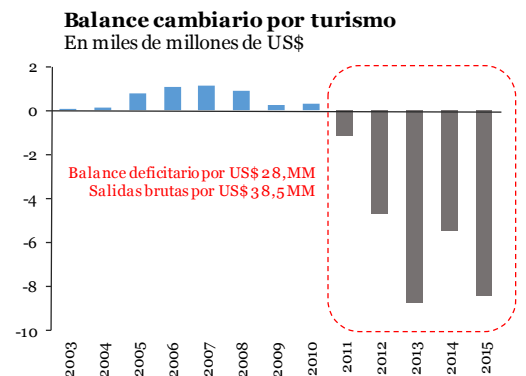
MM, principalmente a través de la compra de billetes que autorizaba la AFIP.

La vuelta al mundo

¿Quién dijo que durante el kirchnerismo la Argentina se había cerrado al mundo? Desde la óptica del turismo, la respuesta es claramente opuesta: **en los últimos 5 años los argentinos gastaron en el exterior US\$ 38,5 MM (US\$ 7,7 MM anuales).** Hasta 2010 la cuenta de turismo había sido superavitaria: ingresaban más dólares por los extranjeros que visitaban nuestro país que lo gastado por los argentinos en el exterior. Sin embargo, **a partir de 2011 se conjugó un doble efecto sobre el balance cambiario del turismo.** Por el lado del turismo receptivo, se redujo el ingreso de turistas extranjeros (-10% en promedio) pero principalmente se desplomaron los ingresos de divisas debido a la brecha cambiaria, lo que hizo que **los ingresos por turismo se redujeran en promedio 55% con respecto a 2011.** Con respecto al turismo de argentinos en el exterior, el efecto combinado del cepo y el atraso cambiario provocaron un auténtico boom: **los egresos por turismo aumentaron 77% vs 2011, y en 2015 la cuenta cambiaria por turismo fue deficitaria en US\$ 8,4 MM.**

La explicación del cambio en este comportamiento es el encarecimiento relativo de Argentina. El ingreso de extranjeros alcanzó un máximo en 2008 y se mantuvo relativamente estable hasta 2011. En ese entonces el TCRM (tipo de cambio real multilateral) era de 1,9 (índice base dic-01=1). Sin embargo, **se observa una marcada disminución del turismo receptivo a partir de 2012⁹ cuando el TCRM estuvo por debajo de 1,7.**

⁹ El ingreso de extranjeros también se vio afectado por el fin del “súper Real” brasilero en 2012 pero esto se capta en la apreciación del tipo de cambio real argentino. Y el cepo también generó un incentivo para que los turistas no liquiden sus divisas en el mercado formal.



Por otro lado, los argentinos salieron a recorrer el mundo en 2011 cuando el TCRM fue de 1,8 y el turismo al exterior alcanzó su apogeo en 2012 cuando el TCR perforó 1,5. En 2013 a pesar de las restricciones cuantitativas para comprar moneda extranjera y el recargo en los consumos con tarjetas de crédito, se fueron del país US\$ 10 MM y el TCRM era de 1,44.

Analizando el comportamiento del turismo como una variable que permita inferir los precios relativos de Argentina con el resto del mundo se observa que tanto para los residentes como para los extranjeros **cuando el TCRM queda por debajo de 1,75 las salidas al exterior se aceleran y los ingresos se frenan. Actualmente, el TCRM se ubica en 1,50, por lo que para alcanzar ese TCRM de “equilibrio” para el turismo se necesitaría un tipo de cambio de 17,5** (17% más alto que el nivel actual). Más allá de esto, **es de esperar que el déficit cambiario por turismo se reduzca sensiblemente en 2016:** además de los mayores ingresos de divisas de extranjeros por la eliminación de la brecha cambiaria, por el lado de los egresos deben tenerse en cuenta los adelantos de pagos realizados en 2015, la caída en el salario en dólares, la eliminación de los planes con cuotas sin interés, y la eliminación de la percepción de Ganancias del 35% (que funcionaba como un “incentivo” para el turismo en el exterior de los asalariados formales de altos ingresos).

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

Anexo: Monitor de variables

Variaciones interanuales	2013	2014	2015	12m	6m	3m	sep-15	oct-15	nov-15	dic-15	ene-16	feb-16
1. Actividad												
EMAE	4,9%	0,4%		1,9%	2,5%	2,7%	2,8%					
EMAE LCG	2,5%	-2,4%	1,1%	1,1%	1,4%	1,1%	1,7%	1,2%	1,8%	2,0%	-0,8%	
EMI	-0,2%	-0,2%		-0,3%	0,8%	0,3%	0,1%	-2,6%				
EMI LCG	1,6%	-4,2%	-0,4%	0,4%	1,3%	1,4%	0,6%	-1,7%	2,3%	2,0%	-0,4%	
ISAC	4,6%	-0,4%		6,0%	7,4%	4,3%	5,8%	4,0%				
ISSP	7,5%	4,1%		2,4%	2,3%	1,9%	2,3%	1,5%				
Super (Real, LCG)	2,4%	1,1%		1,6%	2,0%	2,3%	1,4%	2,2%				
Shoppings (Real, LCG)	4,2%	-2,5%		4,8%	7,4%	7,6%	4,2%	5,6%				
Ventas a Concesionarios	16,1%	-36,3%	-0,1%	8,0%	9,9%	8,4%	1,9%	9,6%	26,9%	-25,3%	46,3%	19,3%
IVA DGI (Real, LCG)	3,1%	0,0%	9,1%	8,0%	5,2%	-1,0%	12,7%	12,9%	10,1%	5,1%	-2,1%	-6,0%
Importaciones	9,5%	-12,4%	-8,3%	-17,0%	-16,0%	-18,0%	-9,1%	-13,1%	-18,1%	-24,1%		
Transporte Autom. Metrop.	-5,3%	-4,8%		-3,9%	-2,9%	-2,4%	-2,3%	-2,4%				
Consumo Gasoil	2,9%	-3,6%	2,2%	2,2%	0,5%	2,0%	0,6%	0,8%	1,5%	3,9%		
Confianza Consumidor (UTDT)	2,2%	-13,4%	33,8%	27,5%	19,2%	6,8%	31,6%	29,6%	38,2%	24,1%	8,1%	-9,7%
2. Financiero												
Préstamos en pesos al SPRNF	34,6%	20,3%	39,2%	31,2%	35,6%	36,9%	32,2%	33,5%	36,4%	39,2%	36,7%	35,0%
Adelantos	19,8%	17,3%	40,2%	25,8%	32,7%	37,8%	19,6%	26,2%	37,4%	40,2%	36,7%	36,7%
Documentos	45,9%	20,5%	44,2%	35,6%	39,1%	39,5%	38,8%	37,1%	40,4%	44,2%	38,6%	35,6%
Hipotecarios	24,8%	10,4%	14,4%	10,5%	12,6%	14,8%	9,2%	10,1%	11,8%	14,4%	15,2%	14,9%
Prendarios	41,4%	4,6%	22,4%	13,2%	19,7%	22,7%	13,9%	19,5%	22,4%	22,4%	23,4%	22,4%
Personales	31,2%	19,1%	37,3%	32,5%	36,2%	36,5%	35,2%	35,9%	36,7%	37,3%	36,4%	35,8%
Tarjetas	42,8%	37,5%	58,7%	50,2%	54,4%	54,7%	53,8%	53,4%	54,8%	58,7%	54,1%	51,5%
Depósitos en pesos del SPRNF	30,1%	28,8%	42,5%	38,3%	39,8%	39,5%	39,6%	39,6%	41,2%	42,5%	38,9%	37,3%
Cuenta Corriente	19,7%	33,3%	33,8%	30,1%	27,3%	26,2%	29,1%	27,0%	29,4%	33,8%	21,7%	23,1%
Caja de Ahorro	31,7%	27,2%	40,7%	36,6%	35,6%	32,7%	38,2%	39,0%	39,7%	40,7%	29,3%	28,3%
Plazo Fijo	35,7%	27,5%	48,7%	43,9%	49,5%	51,4%	46,2%	47,1%	49,0%	48,7%	54,9%	50,4%
. Mayorista	40,8%	23,7%	47,4%	40,5%	45,1%	48,5%	39,4%	40,5%	44,9%	47,4%	53,1%	45,1%
. Minorista	30,5%	32,1%	51,6%	45,1%	55,7%	55,9%	55,2%	56,4%	55,2%	51,6%	58,3%	57,4%
Tasas de interés (nivel)												
Encuesta Plazo Fijo (30 d)	15,1	20,5	21,4	22,2	23,7	25,1	21,5	21,6	23,7	26,1	25,0	24,2
Badlar privado (30 d)	17,0	22,6	21,5	22,5	24,3	26,6	21,2	21,6	23,4	27,3	26,3	26,2
Monetarias												
. M2 privado en pesos	30,1%	22,9%	35,1%	34,6%	33,3%	30,0%	36,1%	36,6%	38,4%	31,6%	32,1%	29,4%
. Base monetaria	30,1%	19,7%	33,1%	33,3%	34,3%	32,8%	34,7%	35,8%	37,1%	40,6%	32,8%	25,2%
. Lebac	19,7%	75,5%	61,9%	52,1%	36,0%	36,7%	45,9%	34,4%	26,4%	17,2%	42,1%	48,2%
3. Externo												
Exportaciones (ICA)	-5,0%	-10,0%		-17,0%	-16,0%	-18,0%	-9,1%	-13,1%	-18,1%	-24,1%		
Precio Soja Chicago	-4,2%	-12,1%	-24,6%	-24,6%	-14,9%	-14,9%	-1,5%	-14,7%	-15,5%	-14,5%	-7,5%	
Precio Petróleo WTI	3,8%	-6,5%	-46,0%	-46,0%	-45,0%	-37,3%	-50,5%	-42,2%	-37,0%	-30,5%	-30,3%	
IPMP BCRA	-5,8%	-10,4%	-20,5%	-20,8%	-18,9%	-21,2%	-16,0%	-14,2%	-21,5%	-21,5%	-20,4%	
TCN US\$ (nivel)	5,54	8,22	9,44	9,87	10,79	12,16	9,43	9,52	9,66	12,93	13,90	
TCN US\$ (Var. ia)	21,2%	48,3%	14,8%	19,4%	27,0%	42,4%	11,8%	11,9%	13,3%	52,7%	60,9%	
TCR EE.UU. (LCG)	10,6%	9,5%	-17,4%	-4,9%	2,1%	14,0%	-8,8%	-8,5%	-7,6%	22,0%	28,4%	
TCR Brasil (LCG)	-2,6%	-2,6%	-8,7%	-28,9%	-27,5%	-16,0%	-37,9%	-35,2%	-32,3%	-9,5%	-5,4%	
TCR China (LCG)	8,6%	-9,8%	-19,9%	-5,7%	-0,9%	9,8%	-10,5%	-10,5%	-10,4%	17,7%	22,7%	
TCR EU (LCG)	8,5%	-4,2%	-9,2%	-20,1%	-10,1%	2,1%	-19,4%	-19,6%	-21,9%	9,0%	21,9%	
TCR Multilateral (LCG)	3,4%	29,9%	14,8%	-16,9%	-10,5%	1,3%	-20,4%	-20,0%	-19,6%	8,5%	16,3%	

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	4T-15	1,8	2,1	ene-16	-0,7	-1,9	ene-16	4,9	5,0
Canadá	nov-15	0,2	-0,2				ene-16	7,2	7,1
China	4T-15	6,8	6,9	dic-15	5,9	6,2	3T-15 (t)	4,1	4,0
Japón	4T-15	0,5	1,7	dic-15	-1,9	1,7	dic-15	3,3	3,3
Alemania	4T-15	1,3	1,7	dic-15	-2,3	0,1	ene-16	6,2	6,3
Francia	4T-15	1,3	1,1	dic-15	-0,7	3,0	3T-15 (t)	10,2	10,0
España	4T-15	3,5	3,2	dic-15	2,9	6,0	4T-15 (t)	20,9	21,2
Italia	4T-15	1,0	0,8	dic-15	-1,0	1,1	3T-15 (t)	11,7	12,3
Reino Unido	4T-15	1,9	2,1	dic-15	-0,4	0,7	dic-15	5,1	5,1
Australia	3T-15	2,5	1,9				ene-16	6,0	5,8
México	4T-15	2,5	2,8	dic-15	0,0	0,2	dic-15	4,4	4,2
Brasil	3T-15	-4,5	-3,0	dic-15	-11,9	-12,4	ene-16	7,6	6,9
Chile	3T-15	2,3	2,2				dic-15	5,8	6,1

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	ene-16	1,4	0,7	dic-15	-6,9	-7,2	25-feb	0,50	0,50
Canadá	ene-16	2,0	1,6	dic-15	3,4	-0,7	25-feb	0,50	0,50
China	ene-16	1,8	1,6	ene-16	0,0	0,0	25-feb	4,35	4,35
Japón	dic-15	0,2	0,3	ene-16	-12,9	-8,0	04-abr	0,10	0,10
Alemania	ene-16	0,6	0,5	dic-15	3,3	7,8	24-feb	0,05	0,05
Francia	ene-16	0,2	0,2	dic-15	0,9	4,0	24-feb	0,05	0,05
España	ene-16	-0,3	0,0	dic-15	4,1	18,6	24-feb	0,05	0,05
Italia	ene-16	0,3	0,1	dic-15	3,0	6,3	24-feb	0,05	0,05
Reino Unido	ene-16	0,3	0,2	dic-15	-3,3	-1,9	25-feb	0,50	0,50
Australia	4T-15 (t)	1,7	1,5	dic-15	-6,8	-1,9			
México	ene-16	2,6	2,1	dic-15	-9,3	-4,1	24-feb	3,75	3,25
Brasil	ene-16	10,7	10,7	ene-16	-17,9	-4,0	24-feb	14,25	14,25
Chile	ene-16	4,8		ene-16	-14,1	-26,4	24-feb	3,50	3,50

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