

Informe Quincenal N° 162

Índice

- ✦ **Actividad**
 - Nuevo sinceramiento del PBI
 - Una economía más “grande”
 - Recalculando el Cupón del PBI
 - Industria y construcción a la baja

- ✦ **Financiero**
 - Continúa la fuerte desaceleración de la intermediación financiera

- ✦ **Fiscal**
 - Ganancias, soja y actividad afectaron la recaudación

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

Jueves 7 de julio de 2016

labourcapitalgrowth

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

Nuevo sinceramiento del PBI

La semana pasada el **Indec reanudó la difusión de los datos de las Cuentas Nacionales**. Y, además, lo hizo sincerando el pasado ya que **también publicó la revisión de las estimaciones presentadas por la administración anterior**.

El primer dato a mencionar es que **en el 1T-16 la economía se contrajo 0,7% respecto al 4T-15 y ya acumula 3 trimestres consecutivos en baja (-1,2% acumulado)**. En relación a un año atrás, todavía registra crecimiento, pero de apenas **0,5% ia** (impulsado por una baja base de comparación interanual). Aun reflejando un marcado freno, el consumo privado siguió siendo el principal motor: se expandió 1% ia (contra 8% ia en el 4T-15) y aportó 0,8 pp de crecimiento. El consumo público también contribuyó positivamente: +3% ia, +0,4 pp. Distintamente, la inversión cayó 4% ia, restando 0,7 pp de expansión. En este caso, influyó tanto el parate de la Construcción afectada por el freno de la obra pública (-4% ia) como la menor inversión en Equipo durable de producción (-2% ia), principalmente de origen nacional (-6% ia). Finalmente, la demanda externa también jugó en contra. Aun cuando los volúmenes exportados se recuperaron sensiblemente (+13% ia vs -3% ia en 4T-15), las cantidades importadas mantuvieron el ritmo previo contrarrestando este efecto. En total, el sector externo restó 0,6 pp de crecimiento.

En cuanto al sinceramiento de las estadísticas, el dato más relevante es que **se reconoce un crecimiento económico acumulado 18 pp inferior en el período 2004-15: se redujo del 66% al 49%**. El nuevo dato se encuentra en línea con la estimación LCG que acumuló un crecimiento del 50% en el mismo período. Al comparar la evolución de las dos series del PBI base 2004, se observa que, **la última estimación sí reconoce años de recesión, algo que la administración anterior había tratado de “evitar”**. De hecho, las correcciones se concentraron en esos años: en 2009 la caída del PBI fue del 6,1% ia (en lugar del crecimiento nulo reflejado en las estimaciones previas),

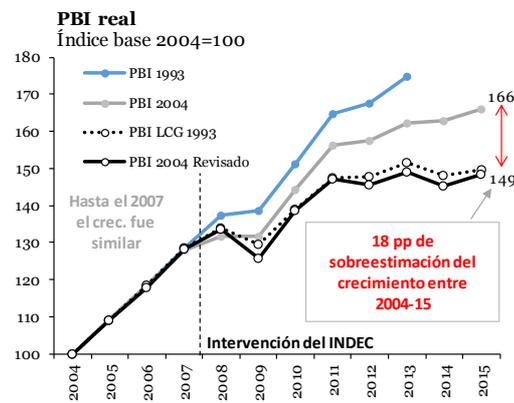
PBI real

Variación anual

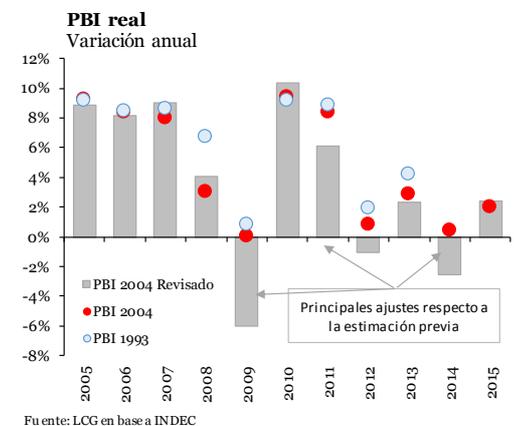
	4T-15	1T-16	
		Var ia	Contrib.
Consumo privado	8,0%	1,1%	0,8%
Consumo público	5,6%	2,7%	0,4%
Inversión	12,0%	-3,8%	-0,7%
Exportaciones	-3,4%	13,1%	2,3%
Importaciones (-)	14,6%	12,2%	2,9%
Var. De Existencias*	-23,7%	150,4%	0,7%
PBI	2,2%	0,5%	

Fuente: LCG en base a INDEC

* Incluye Discrep. Estadística



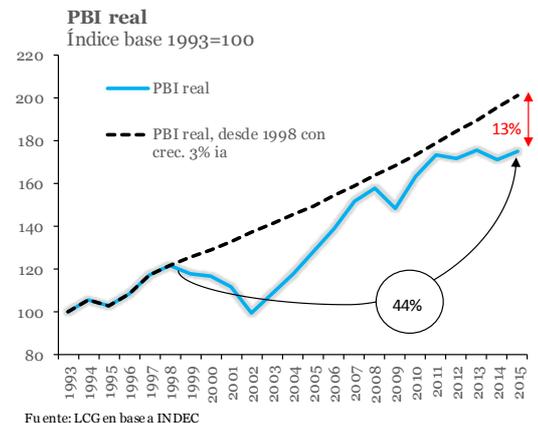
Fuente: LCG en base a INDEC



Fuente: LCG en base a INDEC

en 2012 de 1,1% ia (vs. +0,8% ia) y en 2014 2,6% ia (vs. +0,5% ia). Con esto, **la tasa promedio de crecimiento del PBI durante la gestión CFK (2008-15) se reduce 1,6 pp, pasando de 3,3% a 1,8%. Y tomando toda la gestión kirchnerista (2003-15), se ubica en 4,5% anual, 1 pp por debajo de la estimación previa.**

Ya con estadísticas nuevas, puede afirmarse que **el tamaño de la economía es 44% superior al máximo alcanzado en la Convertibilidad en 1998. Sin embargo, aun creciendo a tasas “chinas” en los primeros años de la gestión K (8,7% ia entre 2003-07) y a una tasa promedio del 4,5% anual durante los 12 años, actualmente el PBI se ubica 13% por debajo del nivel que habría alcanzado si desde 1998 se hubiera crecido todos los años a una tasa del 3% ia (promedio histórico).**



Una economía más “grande”

Pese a que la expansión real de la economía fue 18 pp menor, el último dato del PBI medido a precios corrientes resulta 7% mayor que el estimado anteriormente¹. Esto se explica a partir del reconocimiento de una suba más pronunciada de los precios implícitos: el diferencial del incremento acumulado del deflactor es de 195 pp (710% en lugar de 515% entre 2004 y 2015). **La tasa de crecimiento anual promedio del deflactor del PBI se incrementa 3 pp (pasa del 18% al 21%).** En los mismos años, el Estimador de precios LCG tuvo un incremento anual promedio del 21%.

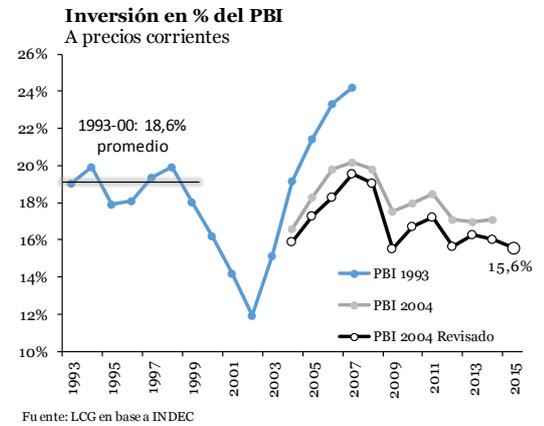
A su vez, la nueva estimación de las Cuentas Nacionales sinceró una evolución de la inversión aún peor que la reflejada a partir del cambio de base del PBI: **el cociente inversión/PBI a precios corrientes fue de 15,6% en 2015,**

¹ Dado que la versión anterior de los datos sólo se encuentra disponible hasta 2T-15, para la estimación 2015 se incluyeron las correcciones iniciales realizadas por la actual administración del INDEC y la evolución del IPI presentado en la nueva versión.

ubicándose 3 pp por debajo del promedio de la Convertibilidad. Muestra un marcado deterioro a partir de 2007 (19,5% del PBI), acumulando una caída de 4 pp en los últimos ocho años.

Obviamente, el PBI nominal más grande “mejora” de forma instantánea distintos indicadores de la economía que se calculan en función del PBI (déficit primario, presión tributaria, gasto público, deuda pública, etc.). Por ejemplo, medido en dólares al tipo de cambio oficial, en 2015 el PBI argentino totalizó US\$ 618 MM (vs. US\$ 574 MM), y llegó a más que duplicar el máximo de la Convertibilidad. Y el PBI per cápita pasó de US\$ 13.500 (estimación anterior) a US\$ 14.600 con la última corrección.

Para 2016 esperamos que la actividad tenga una caída del 1,8% ia y un aumento de los precios implícitos del PBI del 39% ia promedio. El PBI nominal se ubicará por encima de \$ 7.900 MM (contra \$ 7.400 MM estimado en función de los datos previos). El crecimiento nominal de la economía se traduciría en una de las medidas de mayor ahorro fiscal adoptada hasta ahora por el Gobierno: la meta de déficit primario de 4,8% del PBI estimada inicialmente, se reduce automáticamente a 4,4% considerando un PBI nominal mayor. Vale decir, en nuestro último Informe Mensual² habíamos elevado la meta inicial de 4,8% a 5,2% a partir el impacto fiscal que tendrá el Programa de Reparación Histórica a los jubilados. Con el nuevo PBI, el déficit primario estimado para 2016 vuelve a ser de 4,8% del PBI.



Re-estimación del Déficit primario
En \$ MM y en % del PBI

	PBI		Déficit primario	
	Nominal		\$ MM	% PBI
Estimación inicial	\$ MM		\$ MM	4,8%
Estimación inicial + PRH y otros	7.373,0		353,9	4,8%
Cambio serie PBI	7.373,0	7.975,0	383,4	5,2%
				4,8%

Fuente: LCG en base a INDEC y estimaciones propias

Recalculando el Cupón

Los cambios en las estimaciones del PBI real y el PBI nominal tienen implicancias directas en el cálculo del Cupón del PBI y ponen en evidencia, una vez más, los mayores costos derivados de la manipulación de las estadísticas: **la grosera sobreestimación del crecimiento acumulado del**

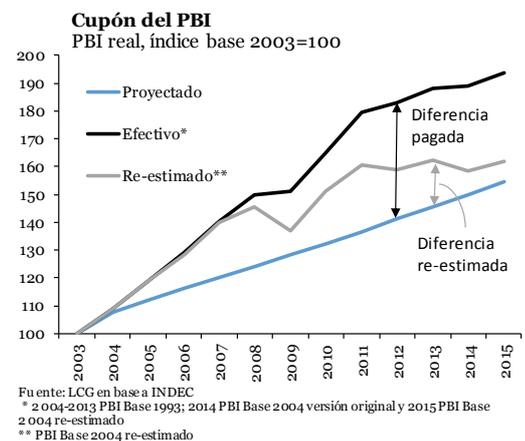
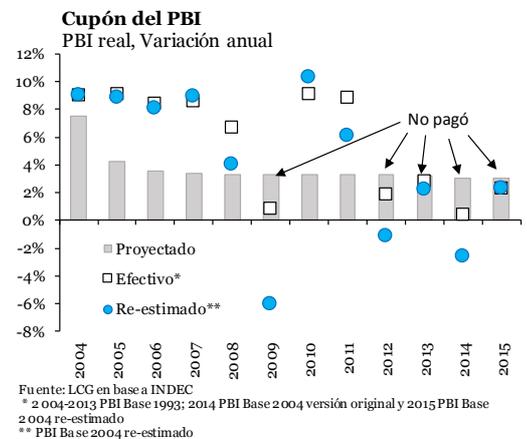
² “El inevitable camino hacia una nueva reforma previsional”

PBI (+18 pp entre 2004 y 2015) hizo que se abonaran “indebidamente” US\$ 1.900 M.

Entre las cláusulas que gatillan el pago del Cupón del PBI, se encuentra la de un crecimiento real de la economía superior al umbral establecido inicialmente por el Gobierno³. Aun con la corrección a la baja del crecimiento anual para el período 2004-2015, **debe decirse que siempre que se pagó el Cupón, correspondía hacerlo**. Es decir, esta cláusula se hizo efectiva entre 2004-2008 y 2010-11 independientemente de la versión del PBI utilizada para su cálculo.

Sin embargo, como anticipamos, los pagos resultaron mayores a los derivados a partir de emplear estadísticas veraces. Esto obedece a que el pago del Cupón surge de actualizar a valores corrientes el 5% de la diferencia entre el dato efectivo del PBI real y el PBI base estipulado en el prospecto. Así, **la sobreestimación de crecimiento terminó teniendo efectos acumulados en el tiempo, ampliando progresivamente la diferencia respecto del PBI base y elevando las obligaciones en los años en los cuales correspondía el pago**. También la brecha surgida de la sobreestimación del crecimiento resultó parcialmente compensada con la subestimación de los deflatores del PBI (+190% vs 280% entre 2004-2012)⁴ utilizados para la actualización de la diferencia real.

Todavía no resulta clara la forma en que se emplearán los nuevos datos del PBI⁵. Si bien el prospecto de la emisión del Cupón⁶ contempla la posibilidad de cambio del año base para el cálculo del PBI real, obviamente omite un escenario en el cual los datos estadísticos podrían haber sido manipulados. Ante esta situación **son varias las in-**



³ Las otras dos cláusulas que aplican para el pago del Cupón refieren a: 1) un nivel del PBI real superior al proyectado para cada año y; 2) no exceder el monto máximo a desembolsar (US\$ 42 MM).

⁴ El aumento de 280% para el acumulado 2004-2012 surge del deflactor implícito del PBI Base 1993, que es la versión utilizada para el cálculo de los pagos del Cupón en esos años.

⁵ Tampoco había quedado definida en 2014, cuando se cambió la base del PBI de 1993 a 2004.

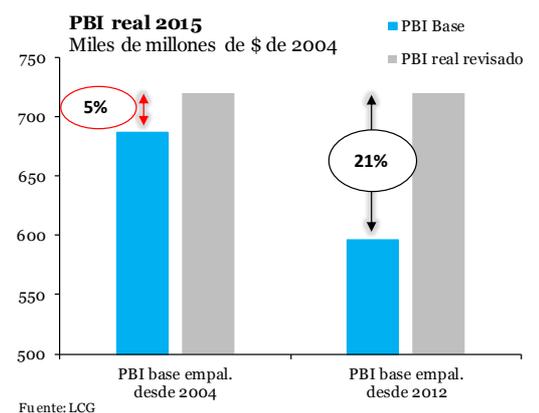
⁶ Decretos 1375/2004 y 563/2010.

interpretaciones de cálculo. Por ejemplo, 1) que el PBI base se recalcule desde 2004 con la nueva estructura del PBI o 2) que el PBI base se empalme a partir del año en que dejó de publicarse la versión anterior (desde 2012). En el medio, existen otras opciones que no podrían descartarse dada la ambigüedad del texto. Pero lo relevante es que **dependiendo la metodología que cálculo que defina el Gobierno el flujo de pagos y el precio del Cupón cambiarán radicalmente.**

El precio del Cupón depende de una gran serie de factores dentro de los cuales sobresalen la tasa de crecimiento esperada, el crecimiento acumulado y la tasa de descuento que se utilice para descontar el flujo de pagos generado. Y, desde el cambio de base del PBI en 2014, el precio también pasó a depender de la manera en que se empalmara la nueva serie de PBI. Como no hubo pagos desde ese entonces, la metodología de cambio de base nunca quedó definida. **Antes de la publicación de la revisión del PBI, el precio del Cupón era aproximadamente US\$ 10 por 100 unidades nominales.** Ese precio reflejaba una de las múltiples combinaciones de las variables mencionadas. Asumiendo que el consenso del mercado estimaba que el empalme del PBI base se realizaba desde 2012, **el precio era compatible con un escenario de crecimiento “escalonado”: un año pagaba otro no (-1,8% en 2016 y después alterna tasas de 3,1% y 1,5% cada año)**⁷.

Con datos oficiales hasta 2015 la brecha respecto del PBI real base se reduce a 5% en el primer escenario contra 21% en el segundo. Entonces, **si la interpretación oficial es la de reemplazar toda la serie desde 2004, el precio del cupón tendería a ser nulo utilizando el mismo escenario de crecimiento escalonado.**

Inteligentemente **el Gobierno lanzó un día antes de la publicación del nuevo PBI una oferta de recompra del Cupón** a través del intercambio de opciones, a un precio de US\$ 12 por cada 100 unidades nominales. **Hay tres factores que empujan a la participación del canje: i)**



⁷ Asumimos una tasa de descuento del 6% anual.

la amenaza latente del cambio de base y el desplome del precio de mercado del Cupón, ii) hasta tanto no haya pagos (diciembre de 2018 en el mejor de los casos) el Gobierno puede seguir “pateando” la definición metodológica y iii) el Ministro de Hacienda siempre mantuvo una posición crítica respecto del canje de la deuda y, en particular, del “premio” que significó el Cupón del PBI.

Industria y construcción a la baja

El INDEC volvió a publicar el Estimador Mensual Industrial (EMI) y el Indicador Sintético de la actividad de la Construcción (ISAC) y los resultados reflejaron un freno en ambos sectores. **En los primeros 5 meses del año la caída en la producción industrial fue de 3% ia. Puntualmente en mayo, la contracción fue de 4,3% ia y sumó 4 meses consecutivos en caída.** En líneas generales, la dinámica observada responde a la debilidad de la demanda- interna y externa- sumado a factores climáticos adversos.

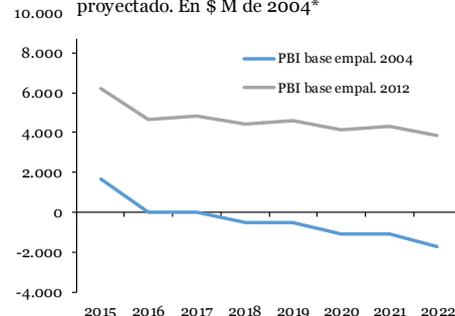
El sector más perjudicado es el automotriz, que acumuló en mayo un descenso del 13% ia. La fuerte baja en las exportaciones (-26,5% ia acumulado, -15,5% ia en mayo), explicada por la recesión que golpea a Brasil, es la principal causa de la caída en la producción automotriz⁸⁹. Excluyendo la producción de autos, **el resto de la industria metalmecánica se contrajo un 10% ia en lo que va del año.** Su descenso está asociado a la menor fabricación de piezas, partes y componentes destinados al resto de las industrias, así como también la caída en las ventas de electrodomésticos¹⁰. **Otro sector que impulsó a la baja la actividad industrial fue la industria de Metálicas**

8 Las menores exportaciones a Brasil explican el 79% de la caída de las exportaciones totales.

9 En contraste, las ventas internas de vehículos nacionales resultaron 14% superior a los primeros 5 meses de 2015.

10 Según CAME las ventas de electrodomésticos cayeron un 10,1% ia en el acumulado a mayo.

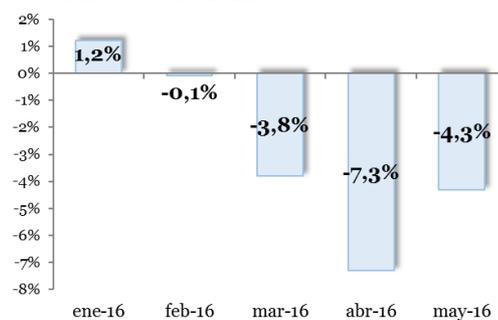
Cupón del PBI
5% de la diferencia entre el PBI Base y el PBI proyectado. En \$ M de 2004*



Fuente: LCG

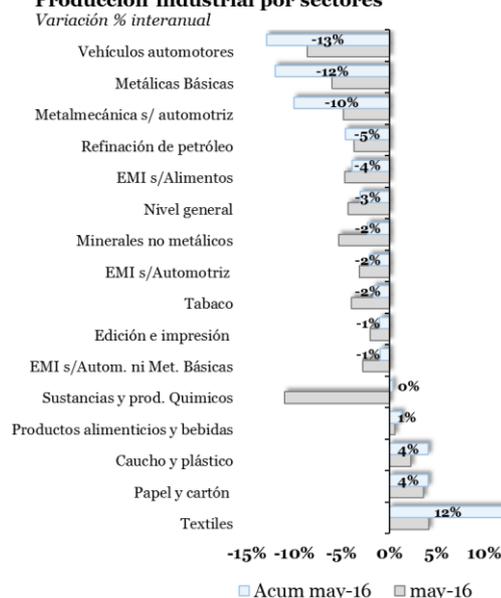
* Se asume una caída del PBI real del 1,8% en 2016. Para el período 2017-2022 se asume una tasa de crecimiento promedio del 2,3% anual, alternando tasas de 3,5% y 1,5% para cada año.

Estimador Mensual Industrial
Variación % interanual



Fuente: LCG en base a INDEC

Producción industrial por sectores



Fuente: LCG en base a INDEC

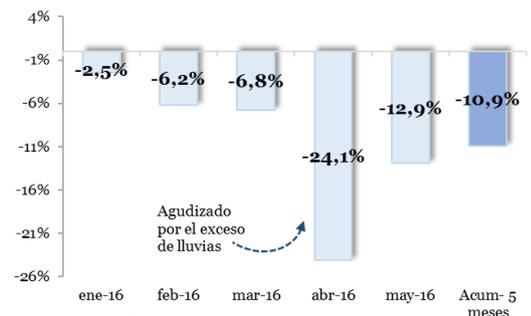
Básicas, que en términos interanuales entre enero y mayo registró una merma en la producción del -12%, mientras que en mayo cayó 6% ia. El mal desempeño del complejo de metalmecánica y la fuerte caída en la actividad de la construcción (-11% ia acumulado, -13% ia en mayo) impactaron de forma muy negativa en la actividad del sector¹¹. **Sin contar el sector automotriz y el de Metálicas Básicas, la caída del en la producción industrial fue mucho más leve (-1% ia acumulado, -2,8% ia en mayo).** El resto de los sectores que mostraron bajas en lo que va del año fueron Refinación de Petróleo (-4,6% ia acumulado, -3,7% ia en mayo), Tabaco (-1,7% ia acumulado, -4% ia en mayo) y Edición e impresión (-1% ia acumulado, -2% ia en mayo).

En sentido contrario, **el sector que más aportó al crecimiento de la industria, dada su elevada ponderación en la producción total, fue el de Alimentos y Bebidas. En los primeros 5 meses del año acumularon una suba del 1,3% ia.** Sin embargo, el crecimiento del período fue muy dispar. Mientras que en el 1-T-2016 el incremento fue del 6,6% ia - dinamizado especialmente por la mayor molienda de cereales y oleaginosas- la fuerte caída de abril (-13,4% ia) y el leve repunte de mayo (+0,6% ia) neutralizaron la suba inicial. El exceso de lluvias durante abril retrajo fuertemente la producción del mes, afectando asimismo en la producción de mayo. Los otros sectores que exhibieron un aumento en el acumulado a mayo fueron Textiles (12,3% ia acumulado, 4,2% ia a mayo), Papel y cartón (4,1% ia acumulado, 3,6% ia en mayo), Caucho y plásticos (4,1% ia acumulado, 2,3% ia en mayo) y Sustancias y Productos químicos (0,4% ia acumulado, -11% ia en mayo).

En paralelo, **el ISAC exhibió una caída acumulada de 10,9% ia y de 12,9% ia en mayo.** En líneas generales, la actividad del sector se vio afectada negativamente por el freno en la obra pública, y, como mencionáramos anteriormente, la inusual frecuencia de las lluvias de abril agudizó fuertemente la caída. Las consecuencias se evidenciaron a

11 Según la Cámara Argentina del Acero, las bajas acumuladas a mayo fueron 15,2% ia para el acero crudo, 19,2% ia para el hierro primario y 10,5% ia para los laminados en caliente.

Actividad de la Construcción
Variación % interanual



Fuente: LCG e base a INDEC

su vez en el empleo del sector. En efecto, en abril- último dato publicado por el INDEC- se registraron 59 mil puestos de trabajo menos que en el mismo mes del año anterior, y 10,8 mil menos que en marzo.

En cuanto a las perspectivas del sector, un dato alentador es que la superficie a cubrir registrada por los permisos otorgados para construcciones privadas, aumentó en mayo 6,8% respecto de abril y 15,1% medido en términos interanuales. Asimismo, si bien los resultados de la encuesta a empresarios del sector realizada por el INDEC indicaron que más del 60% de los empresarios espera que la actividad se mantenga sin cambios, la mayoría de ellos se mostró optimistas respecto al impacto positivo de la reactivación de la obra pública.

Continúa la fuerte desaceleración de la intermediación financiera

En junio los depósitos del sector privado continuaron desacelerándose. Tuvieron un crecimiento anual de 25% que representa una desaceleración nominal de 17 pp en el año. Con el cepo los depósitos en moneda nacional habían crecido artificialmente ya que no había escapatoria del Peso. Los fondos que acumulaban las empresas no se podían convertir fácilmente en dólares para ahorro, utilizarse en importaciones o destinarse al giro de utilidades al exterior. Por eso, uno de los principales factores de la desaceleración de los depósitos es el levantamiento del cepo que descomprimió las posiciones de depósitos a plazo mayoristas en pesos. También, con la suba de las tasas de interés, estos depósitos se fueron a la búsqueda de inversiones financieras sustitutas de los plazos fijos (Lebac, bonos, acciones, etc.). Por último, los depósitos a la vista padecen el incremento de precios y los agentes minimizan sus posiciones en cuentas corrientes y cajas de ahorro.

Depósitos privados en pesos
Variación mensual y anual

	Total	Vista	A Plazo	Mayor.	Minor.
Variación mensual					
jun-16	2,9%	2,9%	2,7%	1,4%	3,8%
1S-16	1,0%	-0,2%	1,9%	-0,7%	5,6%
Variación anual					
jun-16	25,4%	20,9%	27,5%	2,3%	57,2%
1S-16	32,1%	24,4%	38,2%	32,5%	56,9%

Fuente: LCG en base a BCRA

Estacional (aguinaldo + IIGG)

Menor actividad + inflación alta

Entre feb-may -\$ 25,7 MM
En jun-16 +2,8 MM

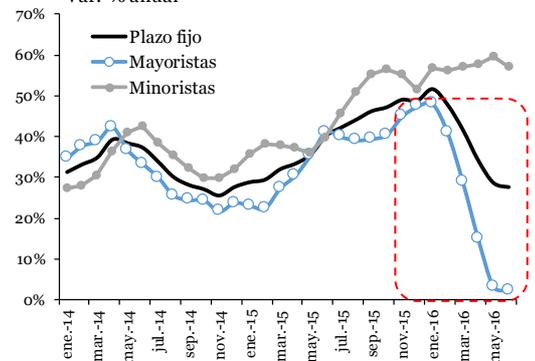
Los depósitos a la vista aumentaron 2,9% en la comparación mensual, obedeciendo principalmente a cuestiones estacionales como el pago del aguinaldo y la acumulación de fondos líquidos por parte de las empresas para la cancelación del IIGG, entre otros. De hecho, en términos absolutos, aún con una inflación que promedia el 40% ia, el incremento mensual fue de \$ 12 MM en jun-16 contra \$ 16 MM en jun-15. Comparado a un año atrás crecen a una tasa de apenas 21% ia (-14% ia real).

Por su parte, los depósitos a plazo crecieron 2,7% mensual contra 0,6% mensual promedio en el trimestre mar-may. Con el aumento de las tasas, las colocaciones mayoristas se habían corrido hacia otros activos financieros más atractivos como las Lebac: entre febrero y mayo el stock de plazos fijos de más de \$ 1 millón cayó \$ 25,7 MM. En junio volvieron a crecer (+1,4% mensual, \$ 2,8 MM) pero a un ritmo inferior al observado el año pasado, razón por la cual la tasa anual se desacelera fuertemente. **El stock de plazos fijos mayoristas en pesos es igual en términos nominales al de un año atrás. Distintamente, las colocaciones minoristas crecieron 3,8% en el mes y 57% ia en el último año.**

El proceso de baja de tasas de interés todavía no se traslada a las decisiones de los ahorristas. Dado que continuará bajando, se esperaría que el ahorrista se ubicase en posiciones más largas para anclar la tasa de interés actual. En junio los plazos fijos más cortos (1 mes) fueron los más dinámicos con aumentos del 4%, mientras que el resto lo hizo al 1%.

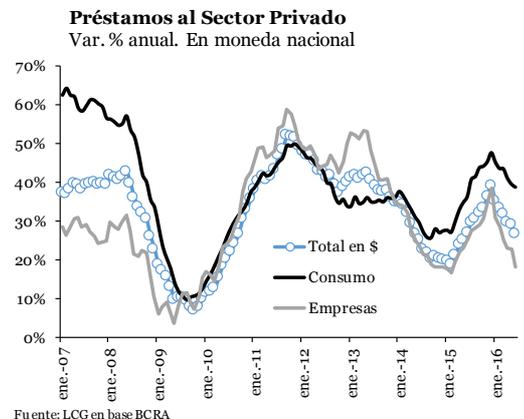
En paralelo, **los préstamos al sector privado también acumulan una desaceleración de 17 pp en el año.** En junio promediaron un aumento del 0,7% mensual (en línea con los tres meses previos), reflejando una contracción del 2% mensual. Medido en términos absolutos, el stock de préstamos aumentó \$ 5,3 MM en el último mes, menos del 30% del incremento mensual promedio registrado el año pasado (\$ 18,1 MM).

Depósitos privados a plazo
Var. % anual



Fuente: LCG en base a BCRA

Dentro de un ajuste generalizado, existe una **fuerte disparidad entre las distintas líneas de financiamiento**. Los préstamos al consumo siguen siendo los más dinámicos (+1,7% mensual) y en la comparación interanual empatan la suba de precios. A partir del Programa Ahora 12, el financiamiento con Tarjetas de Crédito sigue reflejando mayores tasas de crecimiento interanual (+44% ia) que los Préstamos Personales (+33% ia). **En el otro extremo, el financiamiento a las Empresas se mantiene estancado: -0,6% mensual y 18% ia en junio (-16% ia real)**. El Descuento de Documentos, afectado por la suba de tasas y el parate de la obra pública, suma el sexto mes consecutivo en baja (-2% mensual en junio); los Adelantos crecieron 2% pero por motivos estacionales (financiamiento para el pago de aguinaldos e IIGG). Los préstamos con Garantía Real (hipotecarios y prendarios), que representan apenas del 12% del stock total, crecieron sólo 1% en el mes y 16% en relación a un año atrás.



Préstamos al sector privado en pesos
Variación mensual y anual

	EMPRESAS	Adelantos	Docu- mentos	GARANTIA REAL	CONSUMO	Personales	Tarjetas de Crédito	TOTAL
Variación mensual								
jun-16	-0,6%	1,8%	-2,0%	1,0%	1,7%	1,8%	1,6%	0,7%
1S-16	-1,0%	1,4%	-1,7%	0,4%	1,6%	1,8%	1,4%	0,3%
Variación anual								
jun-16	18,2%	29,4%	21,1%	16,0%	38,8%	33,3%	44,3%	26,7%
1S-16	24,7%	32,5%	30,3%	17,2%	41,9%	34,9%	49,0%	31,0%

Fuente: LCG en base a BCRA

Freno de la obra pública +
suba de tasas

Para los próximos meses la moderación de las tasas de interés impulsará la oferta de préstamos al sector privado. Los bancos deberán reemplazar con préstamos al sector privado la rentabilidad extraordinaria que ofrecieron las Lebacs en el primer semestre. **Sin embargo, no será suficiente para evitar la fuerte desaceleración del primer semestre. Estimamos que el año cerrará con un crecimiento de apenas el 15% ia (-16% ia real) que representa una desaceleración de 24 pp en relación a 2015¹².**

¹² Apenas más moderada que la registrada en 2009 que pasó de 43% en may-08 a 7% ia en sep-09. Aun así, vale decir que el ajuste en términos

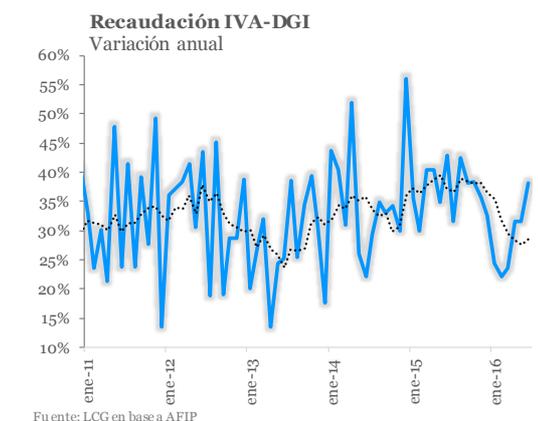
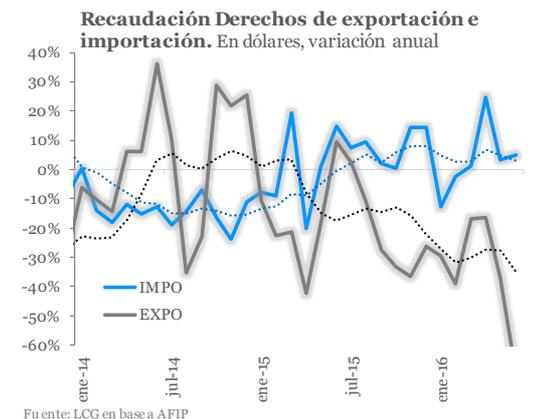
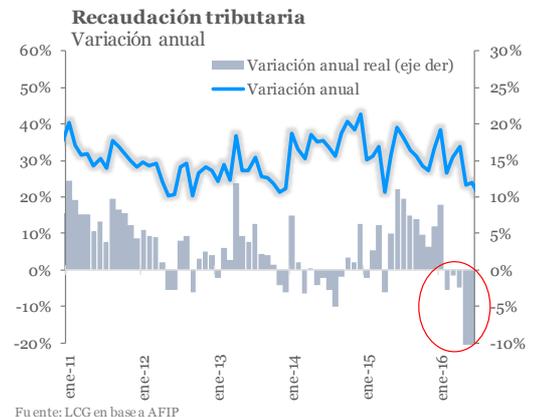
Ganancias, soja y actividad afectaron la recaudación

En junio la recaudación creció apenas 24% ia, lo que implica una caída del 12% ia medida en términos reales. Gracias al fuerte crecimiento registrado en los primeros meses del año, el 1S-16 cierra con una suba promedio del 29% ia (-4% ia real).

El 60% del aumento de los recursos estuvo explicado por la recaudación de los impuestos vinculados a la actividad local, el 35% por el aporte de las contribuciones a la seguridad social y, a diferencia de lo que venía ocurriendo, sólo el 5% por la suba de los asociados al comercio exterior. Aun así, al interior de cada grupo se dieron dinámicas bien distintas.

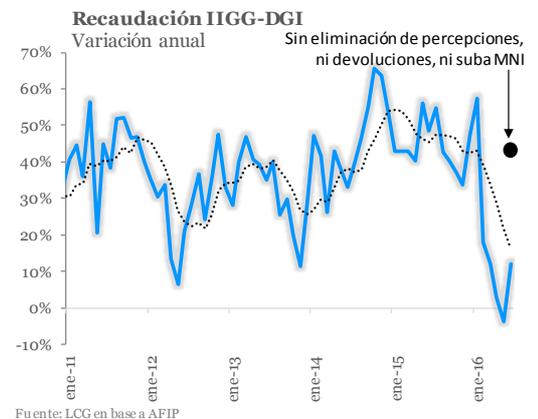
El menor aporte del comercio exterior obedeció a menor liquidación de soja y la baja de las alícuotas impulsadas por el Gobierno. Los Derechos de Exportación tuvieron una caída del 53% (-70% ia medida en dólares). Por la soja se recaudó 45% ia menos que un año atrás, algo que esperábamos dado el freno registrado en las liquidaciones de CIARA. Distintamente, los impuestos vinculados a las importaciones registraron fuertes aumentos, aunque impulsados por el efecto tipo de cambio: los Derechos de Importación subieron 65% ia (5% ia en dólares), Ganancias DGA 61% ia e IVA DGA 42% ia.

Dentro de los impuestos vinculados al ámbito local, el IVA DGI se destaca con un aumento del 38% ia (-1,5% ia real). Más allá de la volatilidad que suele caracterizarlo, registró una marcada recuperación respecto al crecimiento previo: +11 pp contra el promedio de los cinco meses previos (+27% ia). También Créditos y Débitos recuperó dinamismo: creció 45% ia, después de aumentar sólo 25% ia en mayo. Con esto, el último bimestre promedió un incremento similar al de los meses previos.



reales en esta oportunidad será sensiblemente mayor. En 2009, los préstamos al sector privado cayeron 4% ia en términos reales.

Por su parte, Ganancias-DGI siguió tirando para abajo la recaudación: en junio sólo se recaudaron \$ 46,5 MM, apenas 12% más que un año atrás. En este caso influyeron varios factores: menores anticipos por parte de las empresas basados en las ganancias más bajas obtenidas en 2015, la eliminación de las percepciones realizadas por la compra de moneda extranjera y los gastos en el exterior (en jun-15 aportaron \$ 3.100 M), la devolución de las mismas (\$ 3.300 M en jun-16) y el aumento del mínimo no imponible para los trabajadores de la IV categoría (aproximadamente \$ 3.600 M). El levantamiento del Cepo y la actualización del MNI le restaron \$ 10.000 M a la recaudación del mes y 27 pp de crecimiento al impuesto (corregido por este efecto, el IIGG habría crecido 39% ia).



Recaudación tributaria

En millones de \$

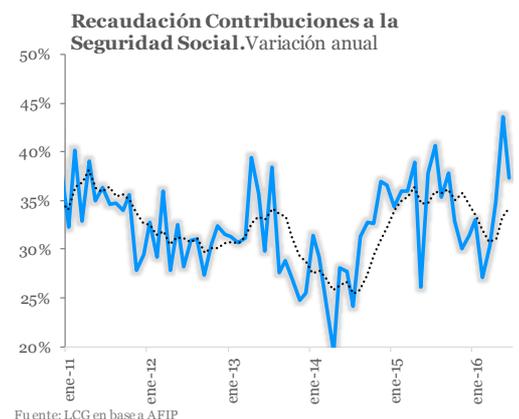
	jun-16			Acum. 2016		
	\$ M	Variación anual	Contrib. a Var. ia.	\$ M	Variación anual	Contrib. a Var. ia.
IVA	47.832	40,5%	41%	274.646	38,3%	36%
IVA DGI	33.306	38,2%	27%	187.807	28,6%	20%
Devoluciones (-)	-300	-40,2%	1%	-1.078	-59,7%	1%
IVA DGA	14.825	41,9%	13%	87.917	59,3%	16%
Reintegros (-)	-2.200	83,3%	-3%	-8.258	68,4%	-2%
Ganancias	48.970	13,8%	18%	211.954	16,9%	15%
Ganancias DGI	46.448	12,0%	15%	197.511	14,2%	12%
Ganancias DGA	2.522	61,0%	3%	14.443	74,8%	3%
Créditos y débitos	11.227	44,8%	10%	60.131	35,9%	8%
Bienes personales	3.161	29,2%	2%	12.197	19,1%	1%
Combustibles	7.690	29,4%	5%	30.795	15,0%	2%
Der. Exportación	4.931	-52,6%	-16%	40.583	1,4%	0%
Der. Importación	4.724	64,1%	5%	26.547	67,1%	5%
Contrib. Seg. Social	42.489	37,3%	34%	250.488	34,4%	31%
Otros	5.773	27,0%	4%	31.886	41,3%	4%
TOTAL	174.597	24,0%	100%	930.971	29,1%	100%
DGI	105.106	24,3%	61%	510.992	23,0%	46%
DGA	27.002	6,7%	5%	169.491	42,0%	24%
SEGURIDAD SOCIAL	42.489	37,3%	34%	250.488	34,4%	31%
TOTAL	174.597	24,0%	100%	930.971	29,1%	100%

Fuente: LCG en base a AFIP

Las contribuciones a la Seguridad Social volvieron a mostrar un crecimiento mayor al resto, impulsadas por el cierre de las paritarias en los últimos meses: aumentaron 37% respecto al año anterior y contribuyeron con 1 de cada \$ 3 recaudados. En lo que va del año promedian un incremento del 34% ia.

labourcapitalgrowth

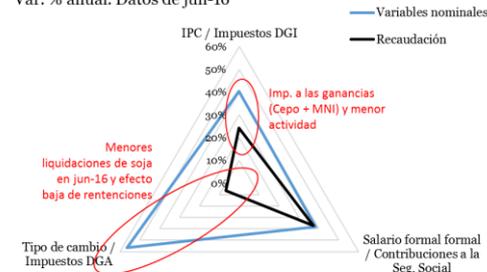
Costa Rica 4161
(5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar



La desaceleración de la recaudación tributaria está en línea con lo que esperábamos. La menor liquidación de soja le quitó 6 pp al crecimiento de la recaudación de junio (asumiendo una liquidación en dólares igual a la de jun-15) y la baja de los DE explicó otros 3 pp. Finalmente, los cambios en el IIGG (cepo + MNI) otros 7 pp. Por lo que ajustada por estos tres efectos la recaudación habría crecido 40% ia, quedando 4 pp por debajo del crecimiento nominal esperado de la recaudación. Esta diferencia se explica por la menor actividad económica.

Recaudación y nominalidad

Var. % anual. Datos de jun-16



Fuente: LCG en base a Afip y Min. de Hacienda y Finanzas

Recaudación y nominalidad

	Participación	Var. Anual	Recaudación	Dif pp
IPC / Impuestos DGI	50%	40%	24%	-11,4 pp
Salario formal formal / Contribuciones a la Seg. Social	25%	38%	37%	-0,8 pp
Tipo de cambio / Impuestos DGA	25%	56%	7%	-31,8 pp
Total	100%	44%	24%	-13,8 pp

Fuente: LCG en base a AFIP y Min. De Hacienda y Finanzas

Incremento esperado recaudación sin efecto actividad económica ni cambios tributarios

Pérdida de recaudación

Las cuestiones que afectan al IIGG seguirán presentes en los próximos meses y continuarán impactando en la dinámica de la recaudación. Distintamente, entendemos que la caída de los derechos de exportación (básicamente del complejo sojero) fue solo coyuntural y será revertida. **Seguimos proyectando un crecimiento de la recaudación del 27% ia en 2016, lo que implica incremento del 26% ia en los próximos 6 meses. Para la Nación, netean-do la Coparticipación a las provincias, representará un incremento en el 2S-16 de 23% ia.**

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.

Anexo: Monitor de variables

Variaciones interanuales	2013	2014	2015	12m	6m	3m	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16
1. Actividad												
EMAE	4,9%	0,4%		1,2%	1,6%	1,5%						
EMI	-0,2%	-0,2%		-5,1%	1,5%	-0,1%	-3,8%	-7,3%	-4,3%	
ISAC	4,6%	-0,4%		-14,8%	-2,5%	-6,2%	-6,8%	-24,1%	-12,9%	
ISSP	7,5%	4,1%		2,4%	2,3%	1,9%						
Super (Real, LCG)	2,4%	1,1%	1,9%	0,4%	-1,3%	-3,6%	-0,6%	-0,2%	-3,8%	-6,7%		
Shoppings (Real, LCG)	4,2%	-2,5%	6,1%	4,1%	0,7%	-1,7%	-3,0%	-1,8%	-6,4%	3,1%		
Ventas a Concesionarios	16,1%	-36,3%	-4,4%	12,1%	16,6%	25,4%	52,6%	22,5%	20,1%	38,1%	19,8%	9,2%
IVA DGI (Real, LCG)	3,1%	0,0%	9,2%	2,9%	-4,2%	-3,6%	-2,1%	-6,0%	-6,1%	-4,0%	-5,3%	-1,5%
Importaciones	9,5%	-12,4%	-8,4%	-3,7%	-3,7%	-6,4%	-3,6%	1,0%	-6,6%	-10,7%	-1,8%	
Transporte Autom. Metropol.	-5,3%	-4,8%		-3,9%	-2,9%	-2,4%						
Consumo Gasoil	2,9%	-3,6%	2,2%	1,4%	0,2%	-0,6%	-4,4%	-1,3%				
Confianza Consumidor (UTDT)	2,2%	-13,4%	33,8%	7,0%	-12,5%	-21,0%	8,1%	-9,7%	-8,4%	-18,3%	-22,4%	-22,2%
2. Financiero												
Préstamos en pesos al SPRNF	34,6%	20,3%	39,2%	32,3%	30,9%	28,5%	35,2%	33,5%	31,9%	29,8%	29,1%	26,7%
Adelantos	19,8%	17,3%	40,2%	29,6%	32,4%	30,4%	36,7%	36,7%	30,4%	28,9%	33,1%	29,4%
Documentos	45,9%	20,5%	44,2%	34,5%	30,3%	25,4%	38,2%	35,2%	32,6%	29,3%	26,1%	21,1%
Hipotecarios	24,8%	10,4%	14,4%	12,2%	13,8%	12,7%	15,2%	14,9%	14,4%	13,6%	12,8%	11,8%
Prendarios	41,4%	4,6%	22,4%	18,9%	22,0%	21,5%	23,4%	22,4%	21,9%	21,0%	21,6%	22,1%
Personales	31,2%	19,1%	37,3%	35,0%	34,9%	34,0%	36,4%	35,8%	35,5%	34,6%	34,0%	33,3%
Tarjetas	42,8%	37,5%	58,7%	51,2%	48,9%	45,7%	54,1%	51,6%	51,7%	47,6%	45,2%	44,3%
Depósitos en pesos del SPRNF	30,1%	28,8%	42,5%	35,7%	31,9%	27,4%	38,9%	37,2%	34,8%	30,3%	26,6%	25,4%
Cuenta Corriente	19,7%	33,3%	33,8%	25,6%	21,2%	19,5%	21,7%	23,2%	23,8%	20,2%	20,2%	18,3%
Caja de Ahorro	31,7%	27,2%	40,7%	32,7%	27,5%	26,0%	29,3%	28,3%	29,3%	28,9%	25,8%	23,6%
Plazo Fijo	35,7%	27,5%	48,7%	41,6%	37,7%	29,9%	51,6%	47,7%	41,5%	34,1%	28,5%	27,5%
. Mayorista	40,8%	23,7%	47,4%	30,6%	21,3%	6,6%	48,1%	40,9%	28,7%	14,8%	3,1%	2,3%
. Minorista	30,5%	32,1%	51,6%	2,3%	57,5%	58,1%	56,8%	56,2%	57,1%	57,6%	59,6%	57,2%
Tasas de interés (nivel)												
Encuesta Plazo Fijo (30 d)	15,1	20,5	21,4	24,5	26,5		25,0	24,2	27,0	27,7	28,3	26,9
Badlar privado (30 d)	17,0	22,6	21,5	25,0	28,8		26,3	26,2	29,7	30,7	31,0	29,1
Monetarias												
. M2 privado en pesos	30,1%	22,9%	35,1%	29,6%	24,1%	20,4%	29,0%	29,3%	26,1%	22,7%	21,2%	17,7%
. Base monetaria	30,1%	19,7%	33,1%	31,8%	27,7%	26,4%	32,8%	25,2%	29,1%	27,5%	24,9%	26,8%
. Lebac	19,7%	75,5%	61,9%	50,7%	58,9%	72,0%	42,1%	48,2%	44,9%	62,0%	72,0%	81,6%
3. Externo												
Exportaciones (ICA)	-5,0%	-10,0%	-16,9%	-10,2%	-3,8%	-2%	1,5%	6,5%	0,9%	-8,4%	2,7%	
Precio Soja Chicago	-4,2%	-12,1%	-24,6%	-7,7%	0,2%	10%	-7,5%	-17,1%	-4,7%	5,4%	14,4%	11,1%
Precio Petróleo WTI	3,8%	-6,5%	-46,0%	-36,3%	-23,4%	-20,1%	-30,3%	-32,2%	-19,5%	-23,0%	-18,6%	-18,7%
IPMP BCRA	-5,8%	-10,4%	-20,6%	-13,4%	-7,9%	1,3%	-19,7%	-17,3%	-12,9%	-6,1%	2,8%	7,3%
TCN US\$ (nivel)	5,54	8,22	9,44	12,31	14,62	14,44	13,90	15,83	14,70	14,29	13,98	15,04
TCN US\$ (Var. ia)	21,2%	48,3%	14,8%	42,5%	65,0%	60,3%	60,9%	81,5%	66,6%	60,4%	55,3%	65,3%
TCR EE.UU. (LCG)	10,6%	9,5%	-17,4%	9,9%	24,8%	17,1%	28,3%	40,9%	27,6%	18,3%	12,9%	20,1%
TCR Brasil (LCG)	-2,6%	-2,6%	-8,7%	-12,5%	11,6%	14,8%	-5,4%	9,7%	23,7%	12,7%	8,0%	23,5%
TCR China (LCG)	8,6%	-9,8%	-19,9%	6,6%	19,9%	11,8%	22,7%	36,6%	24,5%	14,7%	7,4%	13,2%
TCR EU (LCG)	8,5%	-4,2%	-9,2%	1,5%	24,3%	18,2%	21,9%	35,4%	34,1%	20,9%	14,7%	18,9%
TCR Multilateral (LCG)	3,4%	29,9%	14,8%	0,6%	20,3%	15,6%	16,2%	30,5%	28,0%	17,0%	10,7%	19,2%

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	1T-16	2,1	2,0	may-16	-1,4	-1,2	may-16	4,7	5,0
Canadá	abr-16	<i>(m)</i> 1,5	1,2				may-16	6,9	7,1
China	1T-16	6,7	6,8	may-16	6,0	6,0	1T-16	<i>(t)</i> 4,0	4,1
Japón	1T-16	0,1	0,7	may-16	-0,1	-3,3			
Alemania	1T-16	1,6	1,3	abr-16	1,2	0,4	jun-16	6,1	6,1
Francia	1T-16	1,3	1,3	abr-16	1,9	-0,8	1T-16	<i>(t)</i> 9,9	9,9
España	1T-16	3,4	3,5	abr-16	8,9	-1,6	1T-16	<i>(t)</i> 21,0	20,9
Italia	1T-16	1,0	1,1	abr-16	1,8	0,5	1T-16	<i>(t)</i> 11,6	11,6
Reino Unido	1T-16	2,0	1,8	abr-16	1,6	-0,2	may-16	5,0	5,0
Australia	1T-16	3,1	2,9				may-16	5,7	5,7
México	1T-16	2,6	2,4	abr-16	1,9	-1,9	may-16	4,0	3,9
Brasil	1T-16	-5,4	-5,9	may-16	-7,8	-6,9	feb-16	8,2	7,6
Chile	1T-16	1,7	1,4				may-16	6,8	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	may-16	1,0	1,1	mar-16	-5,4	-4,1	05-jul	0,50	0,50
Canadá	may-16	1,5	1,7	abr-16	-2,3	-4,5	05-jul	0,50	0,50
China	may-16	2,0	2,3	may-16	0,0	0,0	05-jul	4,35	4,35
Japón	may-16	-0,4	-0,3	may-16	-11,3	-10,1	04-abr	0,10	0,10
Alemania	jun-16	0,4	0,1	abr-16	3,9	-0,5	04-jul	0,00	0,00
Francia	jun-16	0,2	0,0	abr-16	-3,4	-3,9	04-jul	0,00	0,00
España	jun-16	-0,8	-1,0	abr-16	6,3	-3,3	04-jul	0,00	0,00
Italia	jun-16	-0,4	-0,3	abr-16	-1,0	-1,2	04-jul	0,00	0,00
Reino Unido	may-16	0,3	0,3	abr-16	4,3	0,3	05-jul	0,50	0,50
Australia	1T-16	<i>(t)</i> 1,3	1,7	may-16	3,1	2,6			
México	may-16	2,6	2,5	may-16	0,3	-7,7	05-jul	4,25	4,25
Brasil	may-16	9,3	9,3	jun-16	-14,7	4,8	04-jul	14,25	14,25
Chile	may-16	4,2		may-16	1,6	-11,0	05-jul	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