



Informe de Mayo de 2014

Contexto Internacional

En las últimas semanas, se han dado a conocer los datos de crecimiento de las principales economías durante el primer trimestre de 2014.

Estados Unidos ha informado una tasa de crecimiento anualizada del 0,1% para los primeros tres meses del año. Si bien es un crecimiento muy bajo, se atribuye dicho resultado a las malas condiciones climáticas acontecidas en el invierno. De esta forma, la presidenta de la Reserva Federal se ha mostrado optimista en torno al futuro desenvolvimiento de la economía estadounidense en los próximos meses del año.

Por otro lado, se han dado a conocer los datos referidos al mercado laboral en el mes de abril. La tasa de desempleo alcanzó el 6,3% y la creación de empleo no agrícola fue de 288 mil personas, representando el valor más alto desde enero de 2012. Sin embargo, cabe remarcar que la tasa de participación ha disminuido notablemente en abril (62,8%) lo cual indica que parte de la reducción en la tasa de desempleo se debe a personas que se retiraron del mercado laboral.

Si bien la economía muestra indicios de mejora, aún no todos los mercados están completamente recuperados. Además, se observan riesgos, tanto en el plano internacional como en el plano doméstico (como por ejemplo menor dinamismo del mercado inmobiliario), que podrían afectar el desenvolvimiento de la economía. Así, de acuerdo a lo mencionado por la presidenta de la FED, se espera que el fin de la compra de activos realizada por la FED sea en el último trimestre del año y que las tasas de interés de los federal funds se mantengan en niveles bajos hasta mediados de 2015.

Respecto a la Eurozona, se ha informado una tasa de crecimiento trimestral del 0,2%, valor similar al del último trimestre de 2013 pero inferior al crecimiento previsto por la Comisión Europea. Además se observa una gran disparidad entre los países miembros: Alemania creció al 0,8%, España al 0,4%, Francia no creció, Italia mostró un crecimiento negativo del 0,7%, entre otros. La situación del mercado laboral continúa como en meses anteriores; en marzo la tasa de desempleo en la eurozona fue del 11,8% y también se observa una gran disparidad entre los países miembros.

Lo descripto anteriormente, junto con una tasa de inflación baja (0,7% en abril) podría llevar al Banco Central Europeo a tomar medidas de política monetaria en su próxima reunión.

En lo que respecta a Brasil, la entrada de capitales tanto por el canal financiero como por el comercial produjo una apreciación de su moneda de 10% desde finales de enero, que se estabilizó a partir de abril en torno a 2,22 R/US\$. Sin embargo, las expectativas de tipo de cambio a fin de año siguen en torno a los 2,45 R/US\$, es decir, se espera una devaluación del 10% en el país vecino, posiblemente después de las elecciones de octubre.

Desde el punto de vista de la economía real, Brasil continúa creciendo a paso lento. En el primer trimestre su economía se expandió un 1,56% respecto al mismo periodo de 2013, y se espera una evolución de la economía similar a lo largo de todo el año.

Al mismo tiempo, sigue la preocupación por el nivel de inflación, que en abril llegó a 6,28% anual, acercándose al límite superior de la meta establecida por el Banco Central (6,5%).

Economía argentina

• Nivel de actividad

La economía argentina se encuentra transcurriendo la parte descendente del ciclo económico desde el segundo trimestre del pasado año. Siguiendo el Indicador General de Actividad (IGA) en el mes de abril el crecimiento se vio resentido en 1,7% respecto de su par de 2013 y es el segundo mes consecutivo de caída interanual. En los primeros cuatro meses del año, se encuentra 0,8% por debajo en relación al año anterior. Con los datos provistos por el INDEC, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), a pesar de que difiere en los niveles, comparte la tendencia descendente (ver Gráfico N° 1).

Pensando hacia adelante, es probable que el segundo trimestre del año pueda verse favorecido por las recomposiciones salariales, el aumento de las asignaciones sociales y la liquidación de la cosecha gruesa. Estos factores pueden llegar a dinamizar algunos sectores de la economía mejorando la performance respecto del primer trimestre, pero no logrando atenuar la caída interanual.

Respecto del consumo, el mes de abril fue muy similar al de marzo, presentando caídas en casi todos los indicadores monitoreados, como ventas minoristas, ventas de supermercado, patentamiento de automóviles, patentamiento de motos, entre otros. Los bienes durables siguen siendo los más afectados.

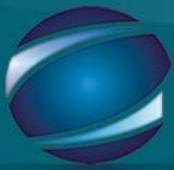
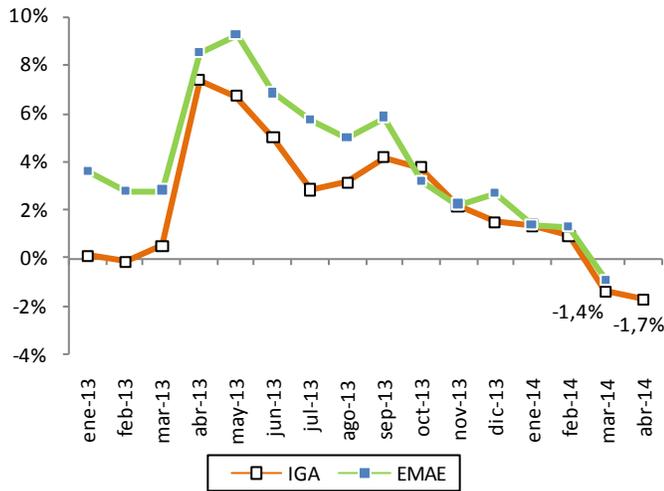


Gráfico N° 1: IGA y EMAE. Variación porcentual interanual

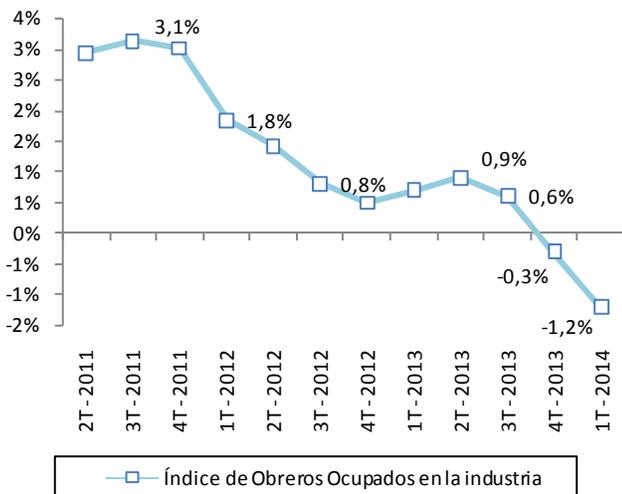


Fuente: IIE sobre la base de INDEC, OJF y Asociados

• Industria

El sector industrial se encuentra en recesión técnica desde el tercer trimestre de 2013, tanto medido por índices privados o por el índice oficial. La disminución en la producción industrial tiene su correlato en el empleo. En primer lugar se dejan de utilizar las horas extras, luego se opta por las suspensiones y por último la medida más drástica es despedir empleados. En el Gráfico N° 2 se observa la variación interanual de la cantidad de empleados en la industria.

Gráfico N° 2: Índice de Obreros Ocupados en la industria



Fuente: IIE sobre la base de INDEC

Para cuantificar un poco este impacto, cabe destacar que para el año 2013, 1,3 millones de personas eran empleados

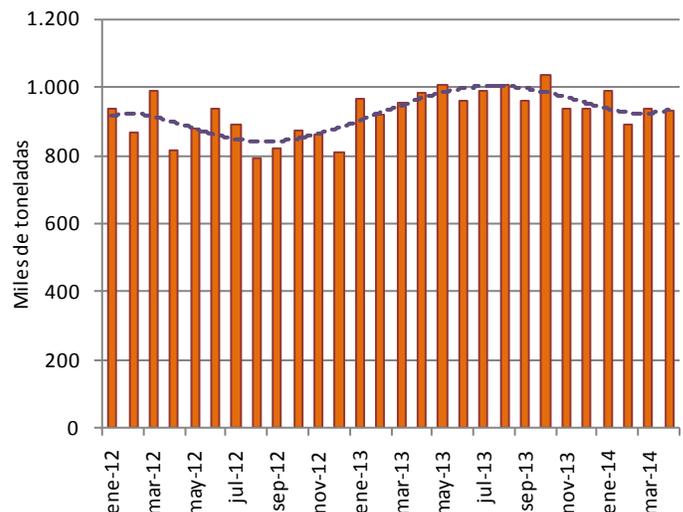
industriales, por lo que una caída del 1,2% significa cerca de 15 mil puestos de trabajo menos en el país.

En el caso particular de la industria automotriz, de la misma manera que tomó un rol protagónico en 2013 compensando la caída de la mayoría de las ramas industriales, en el primer cuatrimestre del año es la que más sufre la recesión. Entre enero y abril de 2014, se fabricaron 44 mil autos menos en el país (la mitad debería haber ido a Brasil y la otra mitad debería haberse vendido en el país para mantener los niveles de 2013). De ese total, Córdoba aportó una merma de 19 mil vehículos menos, por lo que la provincia se ha resentido más que el total del país.

• Construcción

En lo que respecta a la construcción, durante el primer trimestre de 2014 el sector exhibió una leve retracción respecto al año previo. El Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) disminuyó 2,6% en términos interanuales, aunque dicha caída fue más marcada en el mes de marzo, cuando el retroceso alcanzó un 4,2%. Uno de los factores explicativos de esta situación radica en el incremento en los costos de la construcción, que según el INDEC son 33,9% más elevados en abril de 2014 que en el mismo mes de 2013. Una variable equivalente, calculada por la Dirección General de Estadística y Censos para la provincia de Córdoba, muestra peores resultados en el territorio mediterráneo, donde el incremento supera el 44%. Debe señalarse que en abril se hizo efectivo el primer tramo del acuerdo salarial para los trabajadores de la construcción.

Gráfico N° 3: Consumo de cemento Portland desestacionalizado



Fuente: IIE sobre la base de INDEC.



Los despachos de materiales presentan una performance similar al agregado de la construcción. Pinturas para construcción, asfalto y ladrillos huecos cayeron durante el primer trimestre del año, mientras que pisos y revestimientos cerámicos y hierro redondo para hormigón mostraron crecimiento. Un análisis especial exige el consumo de cemento Portland, el cual tras un 2013 récord cayó 2,6% en los primeros cuatro meses de 2014.

• **Agro**

Por otro lado, como ya se venía anticipando, la cosecha 2013/14 viene alcanzando valores récords para los cultivos más importantes. Según estimaciones privadas, la cosecha de soja, trigo, maíz, girasol y sorgo podría llegar a 96,1 millones de toneladas. Actualmente, se presenta un avance de la cosecha cercano al 70% en soja y de 30% en maíz.

El valor esperado es de US\$40.000 millones, de los cuales Córdoba aportaría el 27%, es decir, cerca de US\$11.000 millones. Esto es un dato positivo para Córdoba, dado que en la campaña anterior, su participación había sido de 24%. Este mayor peso se basa en un crecimiento superior de la producción de soja en la provincia (24,3% contra 10,5% que aumenta en Argentina). Adicionalmente, la producción de maíz crecería un 4,1% en Córdoba, siendo que a nivel nacional, el maíz comercial muestra una baja del 11%.

Además la liquidación de “agrodólares” alcanzó hasta la segunda semana de mayo casi US\$10.000 millones, lo que es un récord histórico. Sin embargo, el ritmo de venta de la producción de soja viene más lento que años anteriores, mostrando una venta del 28% del total de la producción, contra un 34% del año anterior y un 50% del promedio de los últimos cinco años. Este atraso en las ventas se justifica, por un lado en las condiciones climáticas que han ralentizado la cosecha y por otro, por la incertidumbre cambiaria agravada por las microdevaluaciones de la semana del 12 de mayo.

• **Análisis monetario**

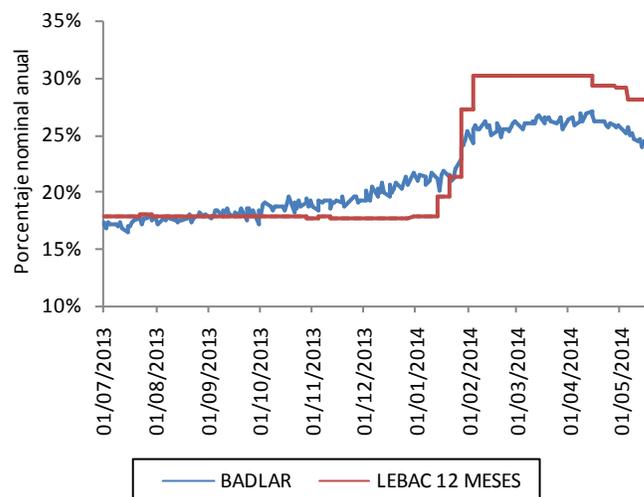
La liquidación récord de divisas de cereales y oleaginosas permitió al Banco Central (BCRA) realizar una compra neta de divisas de US\$2.446 millones, la mayor cifra para el mes de abril en los últimos 12 años. Así, el BCRA logró acumular reservas por US\$1.213 millones, valor que se obtiene luego de considerar el pago de deuda, la variación en los encajes bancarios de depósitos en moneda extranjera, entre otros.

La contracara de la compra neta de divisas mencionada, es la emisión monetaria. Este factor, junto con la cancelación de pasivos del BCRA, fueron los responsables del aumento de la base monetaria observado en abril, \$3.133 millones. Cabe aclarar

que dicha emisión fue parcialmente compensada por cancelación de deuda del sector público y por la colocación de LEBACs y NOBACs en el sistema financiero.

Respecto a las tasas de interés, el BCRA decidió reducir en 200 puntos básicos las tasas de interés de sus letras (LEBACs) luego del incremento de 1.200 p.b. a principios de año. Si bien el impacto de dicha medida no es inmediato en el sector real, en el sector monetario ya se observan cambios en algunas variables, como por ejemplo, la tasa de interés BADLAR ha disminuido 200 puntos básicos. (ver Gráfico N° 4).

Gráfico N° 4: Tasa de interés badlar y LEBAC a 12 meses

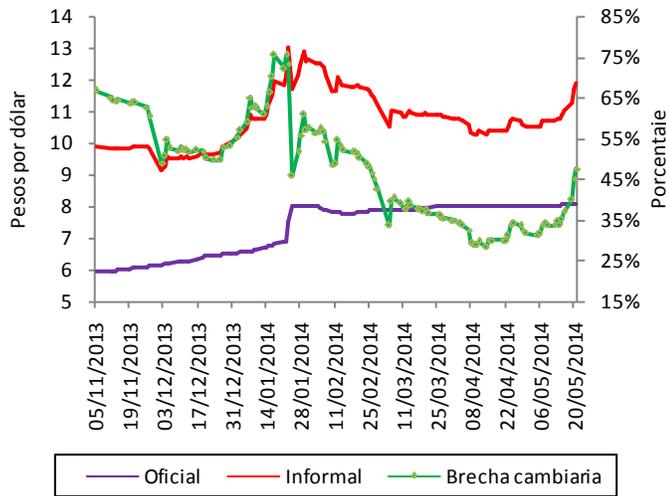


Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Tal como se observa en el Gráfico N° 5, en las últimas semanas la brecha cambiaria ha mostrado una tendencia alcista lo cual se debe tanto a la baja de tasas de interés mencionada anteriormente como a las microdevaluaciones realizadas entre el 09 y 16 de mayo que llevaron a que el tipo de cambio oficial aumente del \$8,00 al \$8,06 por dólar estadounidense.

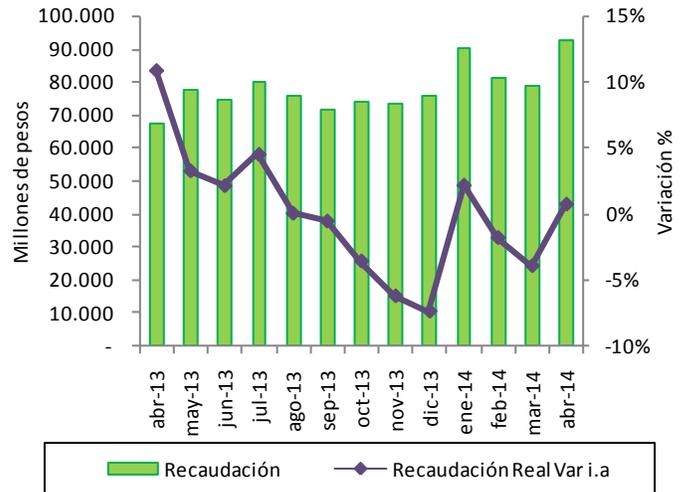


Gráfico N° 5: Tipo de cambio oficial, paralelo y brecha cambiaria



Fuente: IIE sobre la base de BCRA, dolarblue.net y Ámbito Financiero.

Gráfico N° 6. Recaudación Nominal y Recaudación Real



Fuente: IIE sobre la base de MECON, Estadística de San Luis e INDEC.

• Comercio exterior

Desde el punto de vista del comercio exterior, el primer cuatrimestre del año registró un superávit comercial de US\$1.046 millones, 58% menos que el mismo período del año anterior y el más bajo desde 2001. Las exportaciones cayeron un 10% respecto al primer cuatrimestre de 2013, mientras las importaciones disminuyeron un 5%. Las mayores caídas en las exportaciones fueron explicadas por los productos primarios (-36%), mientras por el lado de las importaciones fueron los vehículos de pasajeros los que experimentaron las mayores caídas (-31%).

• Análisis fiscal

Por otro lado, en el mes de abril la recaudación tributaria marcó un valor récord en términos nominales de \$92.737 millones, lo cual implica un incremento interanual del 37,12%. El acumulado del primer cuatrimestre fue de \$342.927 millones.

Sin embargo, si consideramos esta variable en términos reales, se observa que la variación interanual fue de solo el 0,77%, luego de que los últimos meses del año 2013 registraron variaciones negativas. Esta mejora se debió a los buenos niveles de ingresos del mes de enero y la desaceleración en el crecimiento de precios en el primer cuatrimestre del corriente año (ver Gráfico N° 6).

• Sector social

Con relación al sector social, si se tiene en cuenta el nivel general de salarios reales existente en la economía, puede observarse cómo en el primer trimestre de 2014 la reducción evidenciada en los mismos fue la más marcada desde 2012. Concretamente, existió una variación interanual real del -5%.

A su vez, el primer trimestre del año evidenció reducciones en las tasas de actividad (proporción de la población económicamente activa como porcentaje de la población total) y de empleo (población ocupada como porcentaje de la población total). Las mismas mostraron disminuciones del 2% y 1% respectivamente en relación al primer trimestre de 2013. De hecho, la tasa de actividad fue la más baja en 11 años y la tasa de empleo la menor desde el primer trimestre del 2007.