



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 898 – 12 de Febrero de 2015

Coordinador: **Jorge Vasconcelos**

Editorial – **Marcelo Capello, Néstor Grión y Pedro Degiovanni**

Los préstamos al gobierno ya representan dos tercios del activo del Banco Central

En Foco 1 – Jorge Vasconcelos e Inés Butler

Acuerdos con China: ¿ políticas de estado o urgencias de coyuntura con efectos de largo plazo?

En Foco 2 – Patricio Vimberg

El 2015 arrancó sin signos de reversión en el deterioro del nivel de actividad

En Foco 3 – Carolina De Urioste

Inflación: la canasta de clase media-alta se encareció un 3,44% en enero, lo que apunta a un 32% en el año

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

En Foco 4 – Alejandra Marconi

Aunque se redujo respecto de 2013, el déficit de la balanza de Turismo fue de 5,4 mil millones de dólares

En Foco 5 – Eliana Miranda

Brasil: Ajuste fiscal y Real más devaluado ... ¿alcanzará para sacar a Brasil del pantano?

En Foco 6 – Alejandra Marconi y Soledad Barone

El dato regional de la semana:

Patentamientos: la caída en el Norte y en provincias pampeanas duplica la merma de la Patagonia

Editorial:**5*****Los préstamos al gobierno ya representan dos tercios del activo del Banco Central***

- Las acreencias vinculadas con el Tesoro Nacional pasaron de representar el 13,3 % del activo del Banco Central en 2004 a 66 % en 2014
- Si el gobierno hubiera normalizado las relaciones financieras con el exterior y refinanciado en el mercado los vencimientos de deuda externa, entonces el nivel actual de las reservas del BCRA se situaría en torno a los 85 mil millones de dólares, en lugar de los 31 mil millones actuales
- Descontando compromisos de corto plazo y los encajes de los depósitos en dólares, el nivel de las reservas en términos netos cerró 2014 en 16,9 mil millones de dólares. Dado los pasivos en pesos del Central, el tipo de cambio de cobertura resulta en 27,3 pesos por dólar, situación que complica y condiciona la gestión económica del próximo gobierno.

En Foco 1:**17*****Acuerdos con China: ¿ políticas de estado o urgencias de coyuntura con efectos de largo plazo?***

- Los acuerdos con China tienen un común denominador, y es el hecho que el país asiático ofrece un financiamiento de largo plazo que la Argentina hoy no está en condiciones de obtener. Pero si nuestro país normalizara en 2016 sus relaciones financieras externas, ¿ no podría también mejorar significativamente las condiciones de lo que hoy se está firmando?
- El acercamiento con China puede tener costos en las relaciones con Brasil y esto sería una señal de alerta para muchos proyectos fabriles: el mercado regional es el más relevante en términos de las cadenas de valor industriales
- No está en discusión la conveniencia de estrechar relaciones con China, pero la Argentina debería apuntar a introducir más competencia entre potenciales oferentes de financiamiento y tecnología.

En Foco 2:**22*****El 2015 arrancó sin signos de reversión en el deterioro del nivel de actividad***

- El IVA real apunta una baja de 5,6% interanual en enero y mantiene el ritmo de caída del último trimestre del año pasado (-5,6%). Por otro lado, la confianza en el gobierno aumenta 1,6% interanual en enero tras caer 11,3% en el último trimestre de 2014, aunque cabe aclarar que la medición fue anterior a la muerte del fiscal Nisman
- Las exportaciones a Brasil se contrajeron 20,2% en enero, reflejando la difícil coyuntura brasileña, la tendencia a la depreciación del real y la crisis que atraviesa el Mercosur. De hecho, la participación de los productos "made in Argentina" en las importaciones totales de Brasil se sitúa en apenas 6,17%, el guarismo más bajo de los últimos 25 años
- Los patentamientos de autos disminuyeron 38,7% interanual en enero y marcaron el peor resultado desde el año 2006. De no revertirse esta tendencia, el 2015 podría registrar un descenso de entre 20% y 25% con respecto al 2014, año en el que los patentamientos ya se habían contraído 28,6%

En Foco 3: 30

Inflación: la canasta de clase media-alta se encareció un 3,44% en enero, lo que apunta a un 32% en el año

- Aunque enero de 2015 marcó una tasa de inflación inferior a igual mes de 2014 (según el CPE del CEMA), la variación de precios este año supera a la registrada en 2012 y 2013, cuando la inflación anual se situaba en el andarivel del 25%.
- Según índice de precios elaborado por PriceStats y publicado semanalmente en la revista The Economist la inflación de enero fue de 2,07% mensual y 36,04% interanual
- La mayor variación mensual según el CEMA fue en el rubro de esparcimiento (14,21%), mientras que hubo disminuciones en los rubros de indumentaria (-0,49%) y transporte y comunicaciones (0,47%).

En Foco 4: 33

Aunque se redujo respecto de 2013, el déficit de la balanza de Turismo fue de 5,4 mil millones de dólares

- Los ingresos de dólares en el mercado oficial de cambios por el rubro Viajes y Turismo cayeron 21 % interanual en el 2014, pero los egresos lo hicieron más aún (- 35%), lo que permitió un recorte del rojo de 2013, que había llegado a casi 9 mil millones de dólares
- La devaluación de enero del año pasado encareció los viajes hacia el extranjero, y también se acentuaron los controles y se encarecieron las compras en el exterior efectuadas por internet
- Se observa un incremento en la llegada de turistas extranjeros al país, pero este es un fenómeno dominado por viajeros de países limítrofes, que al parecer utilizan el mercado informal de cambios para aprovechar la brecha con el segmento oficial (por lo que las divisas no llegan al Banco Central)

En Foco 5: 36

Brasil: Ajuste fiscal y Real más devaluado ... ¿alcanzará para sacar a Brasil del pantano?

- En el Presupuesto 2015, el gobierno estableció como meta un superávit primario de 1,2% del PIB. El déficit de 2014, equivalente a 0,6 puntos del Producto, obliga a realizar un ajuste fiscal de casi 2 puntos del PIB durante este año.
- La economía no crece, la confianza de empresarios y consumidores continúa a la baja, pero la inflación todavía elevada obliga al Banco Central a utilizar política monetaria contractiva para frenar las presiones inflacionarias. La Selic se ubica en 12,25% anual desde enero de este año.
- La devaluación del Real hasta una paridad actual de R\$/US\$ 2,86 mejora la competitividad de la economía: desde la fuerte apreciación de mediados de 2011 la moneda se devaluó un 22% frente a una canasta de monedas.

En Foco 6: 39

El dato regional de la semana: Patentamientos: la caída en el Norte y en provincias pampeanas duplica la merma de la Patagonia

- A nivel nacional, el patentamiento de vehículos cero kilómetro registró en enero una caída de 38 % interanual
- Aunque el fenómeno fue generalizado en términos regionales, la intensidad de la merma fue mucho mayor en algunas provincias del Norte y de la zona pampeña, que superaron el - 40 % interanual.
- En cambio, en la Patagonia el descenso fue algo más moderado, con Santa Cruz , Neuquén y Tierra del Fuego cayendo entre el 22 y el 23 %

Editorial

Los préstamos al gobierno ya representan dos tercios del activo del Banco Central

- Las acreencias vinculadas con el Tesoro Nacional pasaron de representar el 13,3 % del activo del Banco Central en 2004 a 66 % en 2014
- Si el gobierno hubiera normalizado las relaciones financieras con el exterior y refinanciado en el mercado los vencimientos de deuda externa, entonces el nivel actual de las reservas del BCRA se situaría en torno a los 85 mil millones de dólares, en lugar de los 31 mil millones actuales
- Descontando compromisos de corto plazo y los encajes de los depósitos en dólares, el nivel de las reservas en términos netos cerró 2014 en 16,9 mil millones de dólares. Dado los pasivos en pesos del Central, el tipo de cambio de cobertura resulta en 27,3 pesos por dólar, situación que complica y condiciona la gestión económica del próximo gobierno.

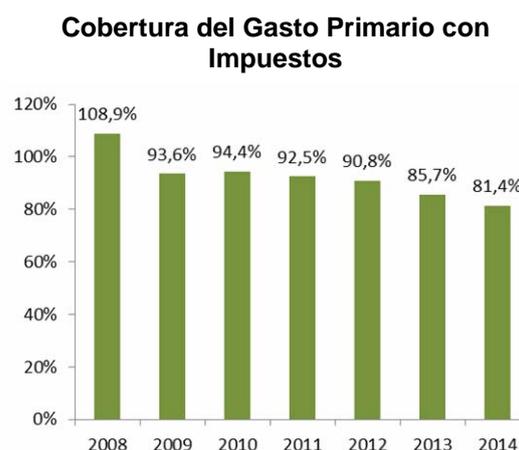
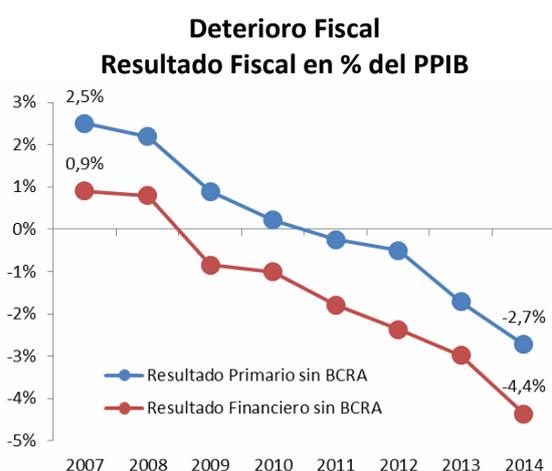
La muerte del Fiscal Alberto Nisman, así como el tiempo y las circunstancias en que se produjo, significan un duro trance institucional para Argentina. Puede convertirse en un punto de inflexión en materia de calidad de la convivencia y de las instituciones republicanas del país, para mejor o para peor. Dilucidar claramente lo ocurrido resulta imperativo para la credibilidad de la justicia y la política en Argentina, para la vigencia del estado de derecho y el principio de igualdad ante la ley. Esclarecer el hecho también resulta importante para la economía del país. La muerte del Fiscal aumenta la percepción de inseguridad personal y jurídica en Argentina, lo cual podría tener también consecuencias sobre la marcha de la economía. Afecta la inversión a corto y largo plazo, y nos ubica en un peldaño claramente inferior en materia de elegibilidad para los negocios internacionales.

Esta situación de extrema gravedad institucional se suma a un contexto en que Argentina tenía ya en los últimos años claros inconvenientes en su relación con el mundo, en materia comercial y financiera. El inexistente acceso al financiamiento internacional junto a los problemas de competitividad estructural y cambiaria condujeron nuevamente a Argentina al viejo problema de la escasez de reservas y la restricción externa, a pesar de haber transcurrido una de las décadas más benévolas para los términos del intercambio externo del país del que se tenga recuerdo en muchos años. Tal escasez de divisas terminó tacleando las

posibilidades de crecimiento de la economía local, pues el país no es lo suficientemente competitivo ni atractivo para los capitales reales y financieros como para financiar una expansión complementaria de sus importaciones. Las consecuentes restricciones que se debieron implementar sobre las compras al exterior terminó ralentizando la marcha de la actividad económica, además de generar reclamos, represalias y fallos adversos en materia comercial a nivel internacional.

Buena parte de los actuales problemas se deben, además, a una expansión fiscal y del consumo insostenible en el tiempo, que no resultó posible de financiar en términos normales. Y la elevada inflación generada en combinación con medidas de congelamiento de precios de alcance parcial (tarifas especialmente) han provocado una distorsión de precios relativos significativa, que desalienta la inversión (a la espera de que las correcciones inevitables transparenten los verdaderos precios relativos de la economía) y empeora los saldos comerciales y financieros con el exterior.

La fragilidad macro de Argentina se refleja claramente revisando la contabilidad del BCRA. Pero la punta del iceberg se ubica en el comportamiento fiscal. Diversas decisiones de política respecto al gasto público hicieron que el gobierno nacional pase de un superávit primario de 2,5% del PIB en 2007 a un déficit de 2,7% en 2014 (excluyendo utilidades del BCRA). La política de subsidios económicos indiscriminados sin dudas fue la principal responsable, representando ya más de un 5% del PIB, cuando no llegaban a 1% en el no tan lejano año 2006.



Fuente: Ieral de Fundación Mediterránea en base a MECON, BCRA y JP Morgan.

Así las cosas, si se consideran sólo los recursos más genuinos del SPN, como son los impuestos, se pasó de cubrir totalmente el gasto primario con dicho tipo de recursos en

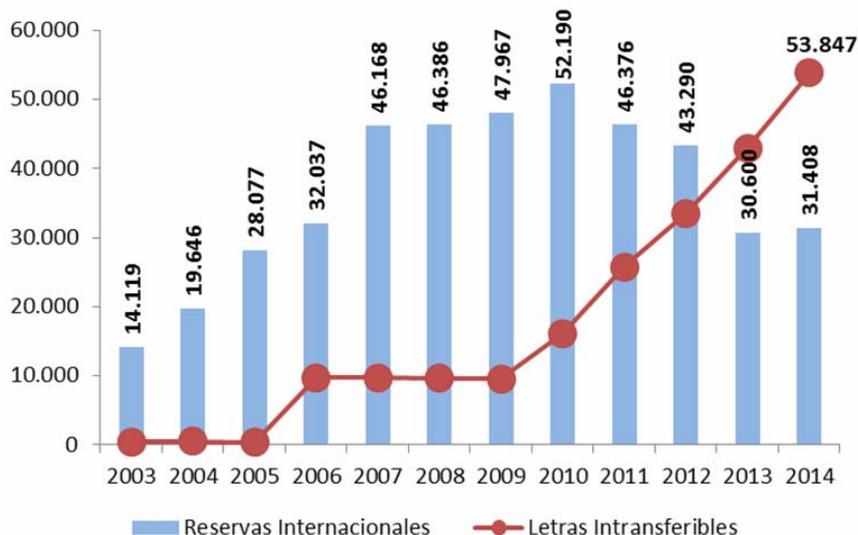
2008, a cubrir sólo un 81% en 2014, en una tendencia claramente declinante para dicho indicador, que se agrava todos los años. Se llega a esta situación en 2014 con un gasto primario creciendo a mayor ritmo que los impuestos e ingresos de la seguridad social (43,4% versus 36,3%), por lo que un quinto del gasto primario debe financiarse con recursos extraordinarios o endeudamiento.

La consecuencia de esta situación ha sido que el BCRA se tuviera que hacer cargo de auxiliar masivamente al Tesoro, ya sea usando sus reservas en divisas para hacer frente a los vencimientos de deuda externa, como emitiendo dinero a tasas que crecen exponencialmente para prestarle al fisco nacional. Por supuesto que esta política económica ha tenido graves consecuencias para la calidad del activo del BCRA, que se tratan a continuación.

BCRA, asistencia al Tesoro Nacional y caída de Reservas Internacionales

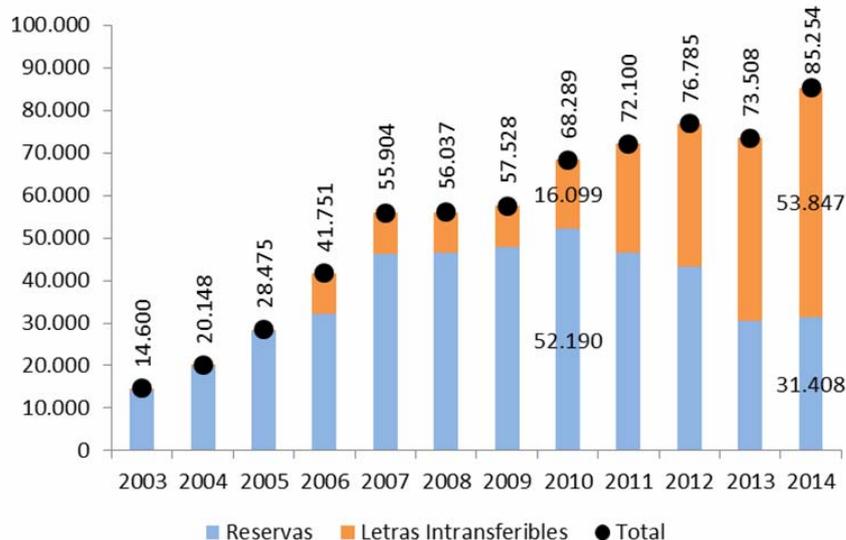
Argentina pasó en relativamente poco tiempo de los alrededor de u\$s 52 mil millones de reservas en el BCRA a una situación de administración diaria de las divisas (2014 finalizó con u\$s 31.408 millones). Se llegó a esta situación por el deterioro en la cuenta corriente y un proceso de fuga de capitales, pero especialmente por el uso de dichas reservas para cancelar los vencimientos de la deuda externa, al no haber logrado en todos estos años una solución definitiva al default y el regreso a los mercados internacionales de crédito. Fue el mismo gobierno que mediante la colocación de Letras Intransferibles al BCRA a cambio de sus reservas le extrajo en total u\$s 53.847 millones en los últimos años, una cifra significativa que equivale al 170% de las reservas. Si, en cambio, a los vencimientos de deuda los hubiera refinanciado en el mercado, el stock actual de reservas resultaría de aproximadamente u\$s 85 mil millones (sin considerar los efectos positivos que podrían haber resultado de una menor fuga de divisas).

Evolución de las Reservas Internacionales y del Stock de Letras por el uso de reservas por parte del Tesoro Nacional



Fuente: Ieral de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Evolución de las Reservas Internacionales y del Stock de Letras por el uso de reservas por parte del Tesoro Nacional

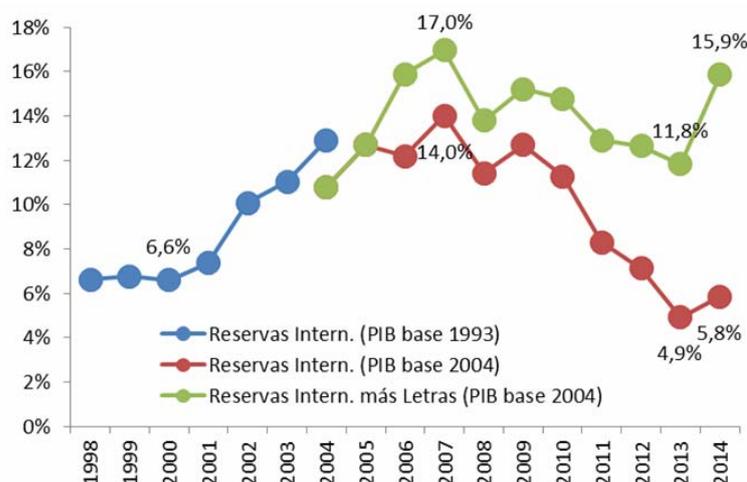


Fuente: Ieral de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Así las cosas, las reservas del BCRA resultan equivalentes a 5,8% del PIB nominal en 2014. Habían alcanzado un record de 17,0% del PIB en 2007. Desde entonces caen. El nivel actual resulta similar al existente en los últimos años de la Convertibilidad. Entre 2002 y 2007 se

produjo una gran acumulación de reservas en el BCRA, con un tipo de cambio por debajo de su nivel de equilibrio, que generaba alto superávit de balanza comercial y de pagos, que con un BCRA que no deseaba convalidar una caída del tipo de cambio nominal, se traducía en acumulación de reservas. Tal situación cambió desde 2007, aún cuando fue en este período que se visualizaron los mayores precios para nuestras exportaciones.

Evolución de las Reservas Internacionales del BCRA
En % del PIB

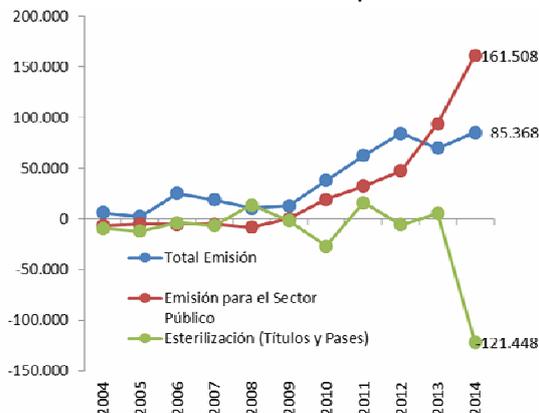


Fuente: Ieral de Fundación Mediterránea en base a MECON y BCRA.

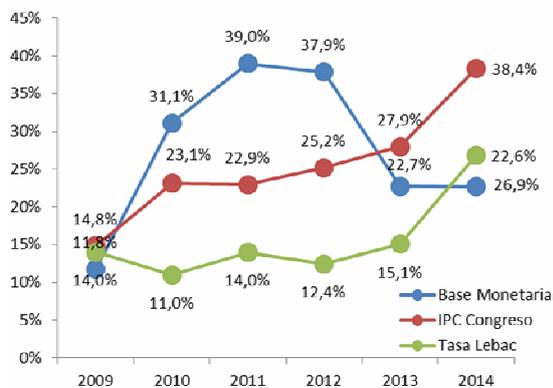
Tal evolución de reservas en el BCRA implica sin dudas riesgos macroeconómicos importantes (la caída de los precios de exportación sumado a las devaluaciones de nuestros socios comerciales entran en claro conflicto con la actual estrategia de atrasar el tipo de cambio para reducir la inflación). Pero la proximidad del recambio de gobierno incentiva en la administración saliente la estrategia de seguir atrasando el tipo cambio en sus últimos meses de gestión, dejando el problema a resolver por la próxima administración.

Ya se mencionó que el nivel de gasto público actual no puede ser cubierto con los impuestos existentes y debe el BCRA emitir dinero para financiar al Tesoro. En 2014 dicho auxilio representó una emisión de \$161.508 millones (72% más que en 2013). Como el total de la base monetaria creció \$ 85.368 (22% interanual), para que esto fuera posible fue necesario un gran esfuerzo esterilizador mediante la colocación de LEBACs y suba de tasas. Los siguientes gráficos muestran la dinámica de las principales variables.

Emisión para financiar al Sector Público En Millones de \$



Efectos sobre las tasas de emisión, inflación e interés (datos a fin de periodo)



Fuente: Ieral de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Con la dinámica antes expuesta, la consecuencia ha sido que en 2014 el 66% del activo del BCRA está representado por acreencias respecto al Tesoro Nacional, cuando en 2004 esa relación era apenas del 13,3% .

Acreencias del BCRA con el Tesoro Nacional En % del Activo del BCRA



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Los siguientes dos cuadros muestran la estructura del balance en el año 2007 y en el 2014. Se aprecia que los cambios más significativos se dieron en el activo. Las reservas pierden 40 puntos porcentuales de participación (8% del PIB), que es cubierto básicamente por acreencias con el Tesoro (Títulos Públicos +27,5 pp, Adelantos Transitorios +13,2pp) . También se observa un deterioro del Patrimonio Neto del organismo monetario.

**El Balance del BCRA
En % del Total de Activos**

	2007	2014	Dif.
Total Activo	100,0%	100,0%	0,0%
Reservas Internacionales	64,2%	24,2%	-40,1%
Títulos Públicos	15,8%	43,3%	27,5%
Adelantos Transitorios	9,4%	22,6%	13,2%
Otros Activos	10,5%	9,8%	-0,7%
Total Pasivo	86,8%	90,3%	3,5%
Base Monetaria	43,8%	41,6%	-2,2%
Cuenta Corriente en otra monedas	3,7%	6,2%	2,5%
Títulos emitidos por el BCRA	25,2%	25,4%	0,1%
Otros Pasivos	14,0%	17,0%	3,0%
Patrimonio Neto	13,2%	9,7%	-3,5%

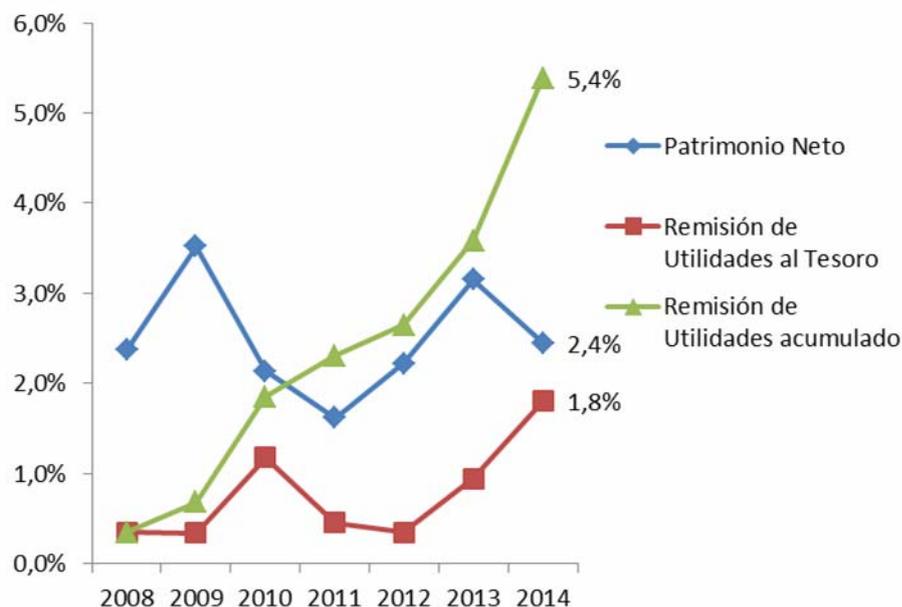
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

**El Balance del BCRA
En % del PIB**

	2007	2014	Dif.
Total Activo	22,0%	25,1%	3,0%
Reservas Internacionales	14,2%	6,1%	-8,1%
Títulos Públicos	3,5%	10,9%	7,4%
Adelantos Transitorios	2,1%	5,7%	3,6%
Otros Activos	2,3%	2,5%	0,2%
Total Pasivo	19,1%	22,6%	3,5%
Base Monetaria	9,7%	10,4%	0,8%
Cuenta Corriente en otra monedas	0,8%	1,6%	0,7%
Títulos emitidos por el BCRA	5,6%	6,4%	0,8%
Otros Pasivos	3,1%	4,3%	1,2%
Patrimonio Neto	2,9%	2,4%	-0,5%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Patrimonio neto del BCRA y remisión de utilidades al Tesoro



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

En enero de 2014 se produjo una fuerte devaluación (23%) como consecuencia de una política monetaria expansiva que resultaba insostenible. La aceleración de la inflación en los meses posteriores obligó al Banco Central a replantear sus políticas, incorporando al menú de medidas restrictivas (cepo al dólar), herramientas más ortodoxas (suba de tasas). En términos comparativos, enero de 2015 fue mucho más tranquilo, pero la situación estructural sigue siendo igual de compleja que hace un año atrás.

A la luz de las políticas implementadas, queda claro que la autoridad monetaria tiene presente que el nivel de inflación actual y la demanda de dólares tiene relación con el crecimiento de los medios de pago de la economía. El margen de acción es muy limitado por el financiamiento que exige la situación fiscal y por decisiones de política que muy probablemente no cambiarán con la actual gestión, como la posibilidad de un arreglo con los holdouts. Dado este contexto, el control de la estabilidad monetaria y cambiaria se está logrando a costa de la continuidad del proceso recesivo, principalmente en el sector industrial, y de agravar la situación que encontrará la administración entrante en diciembre.

La situación monetaria en enero

	31-dic-13	31-ene-14	31-dic-14	31-ene-15	Diferencia % en el mes		Dif. i.a.
					ene-14	ene-15	ene-15
Reservas Internacionales (u\$s)	30,600	27,748	31,408	31,452	-9.3%	0.1%	13.3%
Base Monetaria (\$)	377,197	363,858	462,564	447,994	-3.5%	-3.1%	23.1%
Títulos Públicos (u\$s)	46,299	45,693	56,309	56,414	-1.3%	0.2%	23.5%
Adelantos Transitorios (\$)	182,600	182,650	251,450	249,550	0.0%	-0.8%	36.6%
Lebac en \$ (monto)	110,546	114,715	261,457	298,212	3.8%	14.1%	160.0%
Lebac en \$ (tasa 90 días)	16.0%	25.9%	26.8%	26.6%	9.9%	-0.2%	0.7%
Tipo de Cambio	6.52	8.02	8.55	8.64	23.0%	1.0%	7.7%
Tipo de Cambio de Conversión	12.33	13.11	14.73	14.24	6.4%	-3.3%	8.6%

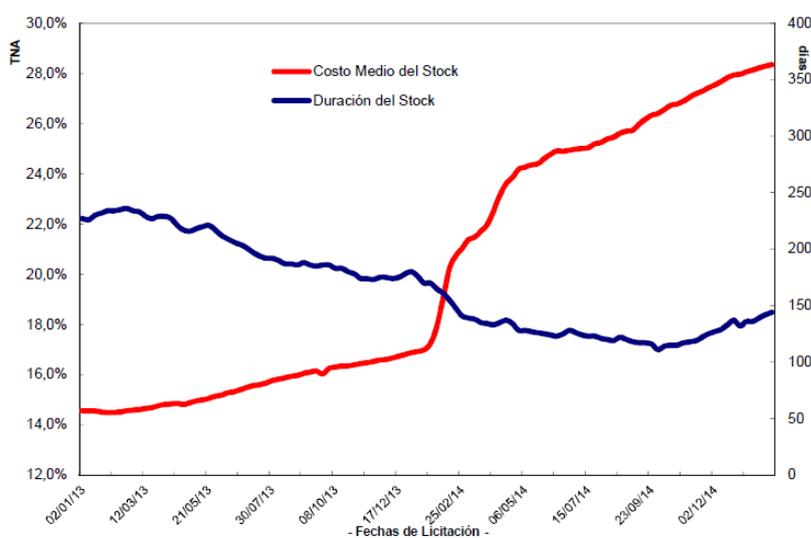
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Factores explicativos del aumento en la base Monetaria

	Total	Sector Público	Títulos y Pases	Resto
2013	69.845	94.082	7.176	-31.413
2014	85.368	161.508	-121.435	45.296
Dic-13	40.351	21.779	21.579	-3.008
Ene-14	-13.339	8.515	-18.080	-3.774
Dic-14	53.440	32.921	12.469	8.050
Ene-15	-14.570	4.824	-17.637	-1.757

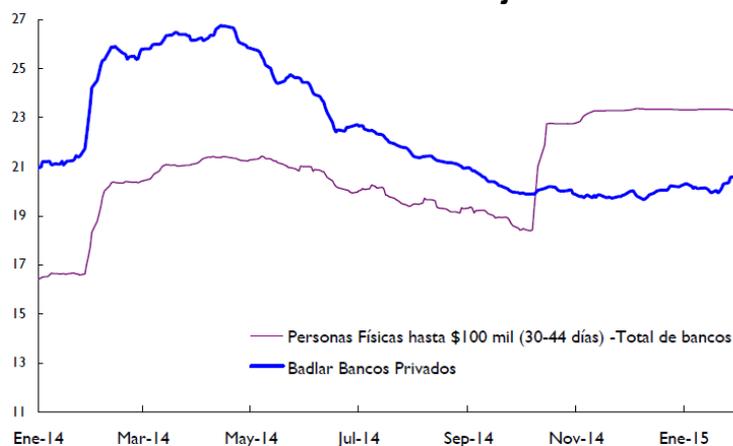
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Letras y Notas



Fuente: BCRA.

Tasas de Interés de Plazo Fijo en Pesos



Fuente: BCRA.

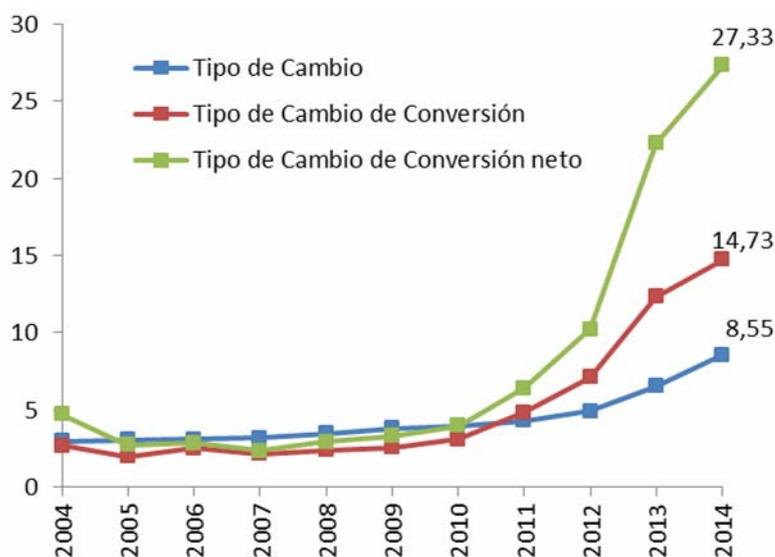
El tipo de cambio de cobertura de la Base Monetaria

El crecimiento de la Base Monetaria y la caída de las Reservas Internacionales afectaron el tipo de cambio de cobertura (tipo de cambio que permitiría respaldar la base monetaria plenamente con las reservas existentes). Si bien el nivel de reservas óptimo depende de cada país (de sus fundamentos actuales y su historia macroeconómica reciente), en Argentina dicho tipo de cambio "implícito" es observado con interés por los analistas financieros.

A fines de 2014 el tipo de cambio de cobertura ascendía a 14,73 pesos por dólar, cuando el tipo de cambio oficial se ubicaba en 8,55 \$/u\$. No obstante, si se considera una versión de las reservas internacionales que no incluye encajes por depósitos en dólares (son un pasivo del BCRA) ni otros pasivos del BCRA que compensan parte de sus reservas, dicho tipo de cambio de conversión se ubicó en 2014 en 27,33 \$/u\$.. Tal guarismo no incluye el efecto de las importaciones devengadas pero no pagadas en 2014, que como deuda flotante se estiman en más de u\$s 5 mil millones.

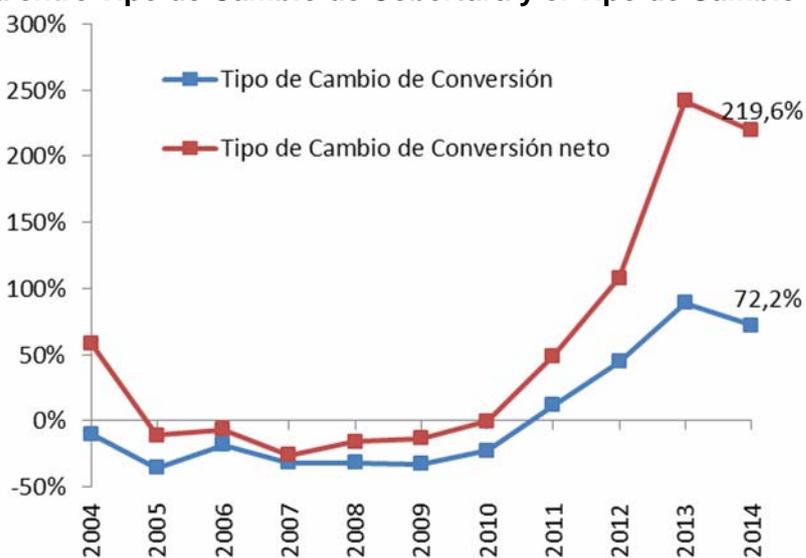
La consistencia entre la política fiscal y monetaria debe seguirse con cuidado en 2015, por cuanto la estrategia de compensar la caída de reservas con préstamos de corto plazo por parte de Bancos Centrales de otros países puede ser observada como una solución cortoplacista por parte de los mercados, que deberá ser modificada con la nueva administración de gobierno (por la situación de reservas así como por el creciente problema de competitividad), y eso derivar en problemas derivados de expectativas de devaluación de la moneda local a medida que avanza el año.

Tipo de cambio oficial y de cobertura de la base monetaria



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Brecha entre Tipo de Cambio de Cobertura y el Tipo de Cambio Oficial



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

Tipo de cambio oficial, diferentes definiciones de las Reservas y Tipo de Cambio de Cobertura de la Base

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
(a) Base Monetaria (mill de \$)	52,477	54,710	80,066	99,279	109,449	122,350	160,408	222,922	307,352	377,197	462,564
(b) Reservas Internacionales (mill de u\$s)	19,646	28,077	32,037	46,168	46,386	47,967	52,190	46,376	43,290	30,600	31,408
Cuentas Corrientes en otras monedas (mill de u\$s)	2,706	2,159	2,404	2,658	4,979	7,332	9,849	5,725	8,467	10,944	8,454
Asignaciones DEG	0	0	0	0	0	0	490	489	489	490	461
Swaps y otros pasivos	5,806	5,614	1,601	921	3,739	3,356	1,285	5,342	4,287	2,237	5,569
(c) Reservas Internacionales netas	11,133	20,304	28,032	42,588	37,668	37,280	40,566	34,820	30,048	16,929	16,924
En % del Total	57%	72%	87%	92%	81%	78%	78%	75%	69%	55%	54%
Tipo de Cambio	2.97	3.03	3.07	3.15	3.45	3.80	3.98	4.30	4.92	6.52	8.55
Tipo de Cambio de Conversión (a)/(b)	2.67	1.95	2.50	2.15	2.36	2.55	3.07	4.81	7.10	12.33	14.73
Tipo de Cambio de Conversión Neto de Cta Cte (a)/(c)	4.71	2.69	2.86	2.33	2.91	3.28	3.95	6.40	10.23	22.28	27.33

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA.

En Foco 1

Acuerdos con China: ¿ políticas de estado o urgencias de coyuntura con efectos de largo plazo?

- Los acuerdos con China tienen un común denominador, y es el hecho que el país asiático ofrece un financiamiento de largo plazo que la Argentina hoy no está en condiciones de obtener. Pero si nuestro país normalizara en 2016 sus relaciones financieras externas, ¿ no podría también mejorar significativamente las condiciones de lo que hoy se está firmando?
- El acercamiento con China puede tener costos en las relaciones con Brasil y esto sería una señal de alerta para muchos proyectos fabriles: el mercado regional es el más relevante en términos de las cadenas de valor industriales
- No está en discusión la conveniencia de estrechar relaciones con China, pero la Argentina debería apuntar a introducir más competencia entre potenciales oferentes de financiamiento y tecnología.

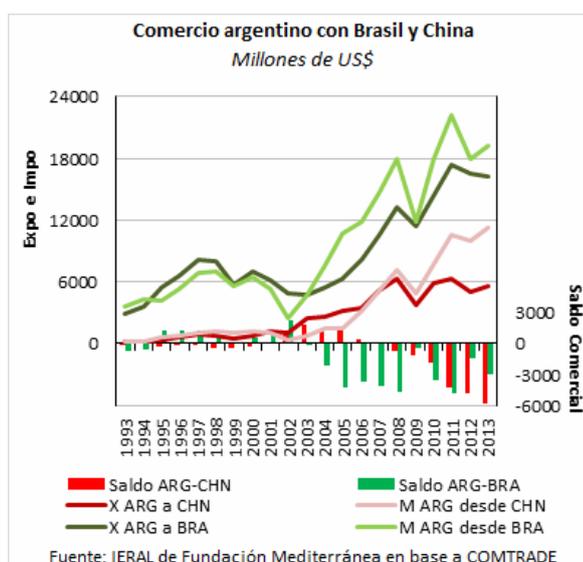
La agenda externa de Argentina debiera formar parte del set de políticas de estado y, en ese sentido, definirse en función del largo plazo y las necesidades de desarrollo estructurales. Los acuerdos recientemente firmados con China distan de encuadrar en esa categoría por dos razones principales:

a) Ni los representantes de los partidos de la oposición ni las entidades empresariales y sindicales han tenido acceso a la “letra chica” de los compromisos, y esta falta de generación de consensos no permite asegurar la continuidad en el tiempo de estas iniciativas;

b) La mayoría de las iniciativas encaradas tienen un sesgo en común que tiene que ver con la actual incapacidad de Argentina de acceder al mercado de capitales y lograr, de ese modo, financiamiento de largo plazo para sus proyectos de infraestructura. Dado que China parece estar dispuesta a otorgar ese financiamiento de largo plazo, entonces se plantean dos problemas desde el punto de vista de nuestro país: por un lado, se está cristalizando una situación coyuntural (la falta de dólares) que no será permanente pero que en el ínterin genera compromisos que sacrifican precios, tecnología y competencia a cambio de financiamiento, y, por otro, por esas mismas condiciones, no queda claro si las obras y proyectos son seleccionados en función de las prioridades del país o si lo están siendo en función de las disponibilidades del proveedor, en un contexto en el cual, se sabe, China atraviesa un ciclo de elevada capacidad ociosa en sectores vinculados a la inversión. Este

ciclo amenaza ser extendido en el tiempo, ya que el gigante asiático está en medio de un cambio en el modelo de crecimiento, dando mucho mayor énfasis al consumo que a la inversión, lo que deja al descubierto franjas importantes de sectores sobre-invertidos en función del ritmo de crecimiento de la demanda interna china que se espera de aquí en más.

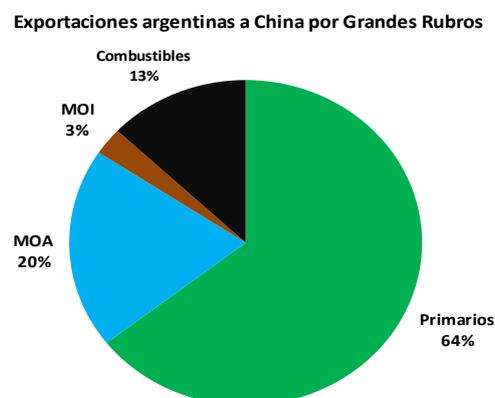
China, un socio estratégico



La relevancia de China, tanto en el mundo como para la región y para la Argentina, ha crecido a pasos agigantados. Así, ya para este año la economía China pasaría a ser la economía más grande del mundo, el principal país exportador y el segundo importador luego de EEUU. Y como socio regional, pasó de representar el 1,1% en 1995 a 16,8% en 2014 como lugar de destino de las exportaciones. Si se toma las importaciones de commodities, la demanda china es aún más relevante, ya que representa el principal comprador a nivel mundial.

La relación bilateral ha reflejado esta dinámica, aunque con la particularidad de una evolución mucho más acelerada de las importaciones argentinas de origen chino que de las exportaciones de nuestro país con ese destino, que genera un creciente déficit comercial.

La otra cuestión, vinculada con las exportaciones a China, es su excesiva concentración en productos primarios: las exportaciones de soja, tanto en granos como procesada, explica más del 70% de las ventas a ese país. De hecho, todo el crecimiento de las exportaciones en la última



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a COMTRADE

década es resultado de la expansión de productos primarios ya que las manufacturas, tanto agropecuarias como industriales, se han mantenido prácticamente estancadas.

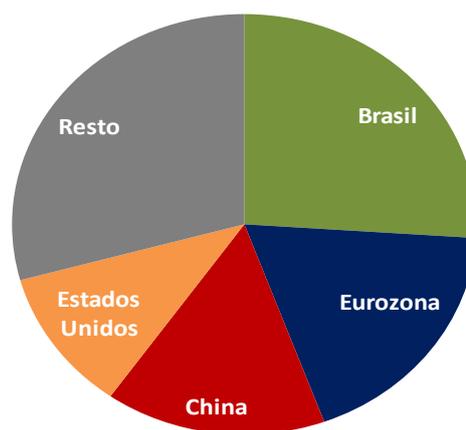
En lo que se refiere a las importaciones, China ha pasado a representar el 15% de las importaciones totales de Argentina, cuando en el año 2000 su peso era de 5% y en 1995 de sólo el 3%. En la última década, además, las importaciones de China han constituido una fuerte competencia para Brasil. El principal socio del Mercosur, que en 2005 abastecía el 37% de las importaciones argentinas redujo su participación a 26% en 2013, mientras que el avance de China fue de 5% a 15% de market share en ese período. Este desplazamiento fue muy notorio en el rubro de bienes de capital.

En este contexto, la firma de los acuerdos constituye una vuelta de tuerca adicional en el deteriorado clima del Mercosur. Y puede ser muy negativo para las inversiones industriales en la Argentina en la medida en que se interprete que una derivación del giro exterior del país será la mantención o incluso la intensificación de las trabas para el comercio en el seno de la región: las nuevas tecnologías demandan especialización y escala para formar parte de cadenas de valor y, como la Argentina tiene un mercado interno acotado, necesita mercados ampliados para atraer inversiones.

Los Acuerdos firmados con China

Las conversaciones para el acuerdo se iniciaron en 2013, con la firma de un Memorándum de Entendimiento sobre el establecimiento de un mecanismo de Diálogo Estratégico para la Cooperación y la Coordinación Económica que creó una Comisión Bicameral Permanente presidida por los cancilleres de ambos países y, luego, la firma del acuerdo que se cerró con la empresa China Machinery Engineering Corporation (CMEC) para la reconstrucción y equipamiento ferroviario del Belgrano Cargas luego de su estatización. El acuerdo consistía en un crédito¹ del Banco de Desarrollo de China canalizado a través de la empresa que se obliga a invertir en el ramal. El crédito era de un total de US\$2099 millones y el gobierno argentino se comprometía a aportar US\$370

Importaciones argentinas por origen (2013)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a COMTRADE

¹ El crédito sería por 15 años con cuatro años de gracia y una tasa de 7,1% anual

millones como anticipo para que CMEC inicie la construcción. En septiembre de 2014 se realizó el primer desembolso chino.

Luego, en julio de 2014 se firmaron una serie de acuerdos, entre los que se encontraba el Convenio Marco de Cooperación en materia Económica y de Inversiones que fue aprobado en el Senado en diciembre de 2014, y queda pendiente para su tratamiento en las sesiones de 2015 de la Cámara baja. Este convenio es el que permite la adjudicación de obras sin licitación en su artículo 5 si cuentan con financiamiento y el artículo 6 otorga a la otra parte igualdad de condiciones respecto de los nacionales para actividades laborales y profesionales, empleados o por cuenta propia. Finalmente, con fecha 4 de febrero de 2015, en el marco de la visita oficial de la Presidenta Cristina Fernández a la República Popular de China, se suscribieron 14 nuevos Acuerdos.

Esta serie de convenios incluyen, además de la de los trenes, obras vinculadas con la construcción de dos represas hidroeléctricas y dos centrales nucleares, que suman en total, nueva deuda por más de US\$20.000 millones. En esta cifra no se computa el Acuerdo de Swaps con el Banco Central de China por U\$S 11.000 millones.

Desde el punto de vista de China, acuerdos como los que se están firmando con la Argentina y otros países de la región forman parte de una nueva estrategia, que refleja el aumento de su poder económico, tanto financiero como comercial, en los últimos años². Argentina tiene relevancia para China por su dotación de recursos, pero esta característica de nuestro país podría ser plenamente puesta en valor si las negociaciones se hicieran en el marco de múltiples opciones, tanto en términos de acceso a financiamiento como a tecnología y mercados. Si nuestro país negocia sin opciones a la vista, entonces será inevitable ingresar al terreno de la controversia, lo que dificulta que esos eventuales acuerdos adquieran el status de políticas de estado.

El común denominador de los acuerdos con China es el hecho que el país asiático ofrece un financiamiento de largo plazo que la Argentina hoy no está en condiciones de obtener, y esto inevitablemente acentúa la controversia. Porque un gobierno al que le quedan sólo meses de gestión avanza en compromisos que deberán asumir las futuras gestiones y porque no se considera que la falta de acceso al financiamiento externo actual sea un mal crónico del país, sino sólo el resultado de las prioridades (o falta de) del gobierno actual. Si la Argentina normalizara en 2016 sus relaciones financieras externas, quizá podría mejorar significativamente las condiciones que hoy está aceptando -por falta de opciones- para encarar emprendimientos de largo plazo.

² Ver “China’s Economic Statecraft: turning Wealth into Power”, James Reilly, Lowy Institute for International Policy, Sydney.

En Síntesis

No está en discusión la conveniencia de estrechar relaciones comerciales y financieras con China. Pero si cabe el interrogante acerca de si no pueden mejorarse las condiciones de los acuerdos en discusión, introduciendo más competencia entre distintos potenciales oferentes. Además, cabe también el debate acerca de si la asignación de prioridades de los proyectos surge estrictamente de las necesidades internas del país o si está condicionado por la disponibilidad de recursos del lado de la oferta. Es por ello que se advierten, con la todavía parcial información disponible, 4 posibles riesgos, tres vinculados con cuestiones económicas y uno más de índole política, a raíz de los acuerdos en danza: en primer lugar, como se define la selección de proyectos; en segundo término, cuánto se resigna en precios, calidad y transparencia, cuando se prevé la adjudicación de concesiones sin licitación; en tercer lugar, cuál será el verdadero efecto multiplicador en términos de empleo de los proyectos teniendo en cuenta las cláusulas redactadas. El cuarto, de índole más política, es el riesgo de que la Argentina, al mismo tiempo que abre sus puertas a China, las esté cerrando con otros socios estratégicos como es el caso de Brasil. Y la posibilidad de nuestro país de avanzar en cadenas de valor industriales depende crucialmente del acceso a los mercados regionales, ya que China es un gran mercado pero demanda de nuestro país productos básicamente primarios.

En Foco 2

El 2015 arrancó sin signos de reversión en el deterioro del nivel de actividad

- El IVA real apunta una baja de 5,6% interanual en enero y mantiene el ritmo de caída del último trimestre del año pasado (-5,6%). Por otro lado, la confianza en el gobierno aumenta 1,6% interanual en enero tras caer 11,3% en el último trimestre de 2014, aunque cabe aclarar que la medición fue anterior a la muerte del fiscal Nisman
- Las exportaciones a Brasil se contrajeron 20,2% en enero, reflejando la difícil coyuntura brasileña, la tendencia a la depreciación del real y la crisis que atraviesa el Mercosur. De hecho, la participación de los productos “made in Argentina” en las importaciones totales de Brasil se sitúa en apenas 6,17%, el guarismo más bajo de los últimos 25 años
- Los patentamientos de autos disminuyeron 38,7% interanual en enero y marcaron el peor resultado desde el año 2006. De no revertirse esta tendencia, el 2015 podría registrar un descenso de entre 20% y 25% con respecto al 2014, año en el que los patentamientos ya se habían contraído 28,6%

Luego de que el 2014 cerrara con un magro resultado en términos de nivel de actividad, el comienzo del 2015 muestra una leve desaceleración en algunos rubros aunque, en líneas generales, la mayoría de los indicadores relevados se mantienen en terreno negativo.

El menor nivel de consumo, que se refleja por la baja en la recaudación de IVA en términos reales en el primer mes del año, estuvo acompañado por un aumento en la confianza del consumidor (14,4% en enero), con mejoras relativas en todos los subíndices pero influenciada por un recorte en la caída que registraba la predisposición a adquirir bienes durables e inmuebles (de -27,3% en el último trimestre de 2014 a -5,4% en enero de 2015). Es importante resaltar que la encuesta para determinar este indicador fue realizada en la primera quincena de enero, previo a la muerte del fiscal Nisman. De hecho, lejos de evidenciar una reactivación en la demanda, la cantidad de autos patentados en el primer mes del año fue la menor en los últimos 10 años y mantuvo en enero el fuerte ritmo contractivo que apuntó en los 3 meses a diciembre del año pasado (-38,7%).

Indicadores de actividad

Variación interanual (%)

	2014 IV	ene-15	Diferencia
Recaudación IVA real	-5,6	-5,6	0,0
Exportaciones a Brasil	-6,5	-20,2	-13,7
Producción Automotriz	-14,6	-29,1	-14,5
Patentamientos	-38,7	-38,7	0,0
Despachos de cemento	-3,5	1,3	4,9
ISAC*	1,8		
Escrituras en CABA*	-13,3		
Empleo en la construcción**	-2,0		
Confianza Consumidor UTDT	-9,8	14,4	24,2
Durables + Inmuebles	-27,3	-5,4	21,8

* datos hasta diciembre

** datos hasta noviembre

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCEP, DNRPA, UTDT, IERIC, Indec, Mecon, MDIC Brasil, Adefa y datos de mercado

Por el lado de la oferta, las exportaciones a Brasil aceleraron su ritmo decreciente y se contrajeron 20,2% en el mes de enero luego de haberlo hecho a una tasa de -6,5% en el último trimestre del año pasado. La merma en la demanda de nuestro principal socio comercial afectó fuertemente la exportación de vehículos argentinos (-61,1% en enero) y, a su vez, los niveles de producción: tras haber registrado una caída de 14,6% en el cuarto trimestre de 2014, la producción automotriz acelera su ritmo contractivo y apunta un -29,1% interanual en enero de este año.

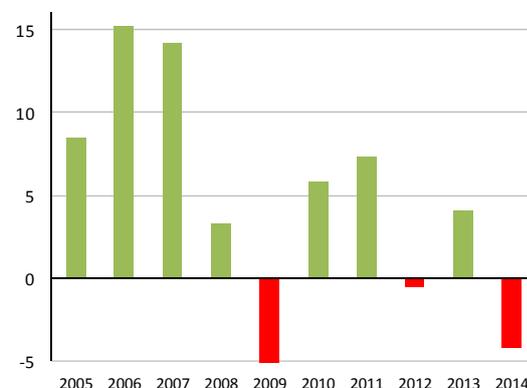
Recaudación de IVA real

La recaudación de IVA en términos reales, que sirve como termómetro para medir el nivel de consumo de una economía, registró en 2014 uno de los peores resultados de la última década, disminuyendo 4,2% y siendo superado sólo por la caída del año 2009 (-5,2%), causada por la crisis internacional.

La contracción del 2014 tendió a profundizarse hacia fin de año y en el último trimestre registró una merma de 5,6% interanual. La performance de esta variable en enero de este año se mantuvo inalterada y registró una caída idéntica de 5,6% en términos reales. Si bien hubo una desaceleración en la inflación fruto de que la base de comparación sea enero 2014, mes en el que se efectuó la devaluación, el aumento nominal en la recaudación de IVA fue de apenas 27%.

Cuando se desagrega por fuente de origen, el IVA muestra una evolución dispar: el IVA DGI, que representa las compras internas, muestra recortes en su tasa de caída desde el piso de julio del año pasado, aunque a enero de este año sólo alcanza un aumento de 0,6% interanual; mientras que el IVA DGA, que abarca las compras al exterior, mantiene su tendencia bajista y apunta una disminución de 19,5% en enero, tras haberse contraído 16,4% en el último trimestre del año.

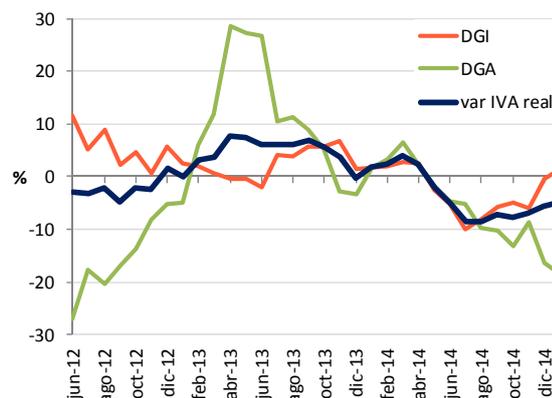
Recaudación de IVA en términos reales*
Var% a/a



* IVA neto de devoluciones

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon, INDEC, DPEyC San Luis y Congreso de la Nación

Recaudación por IVA*, en términos reales
Variación interanual, promedio móvil 3 meses



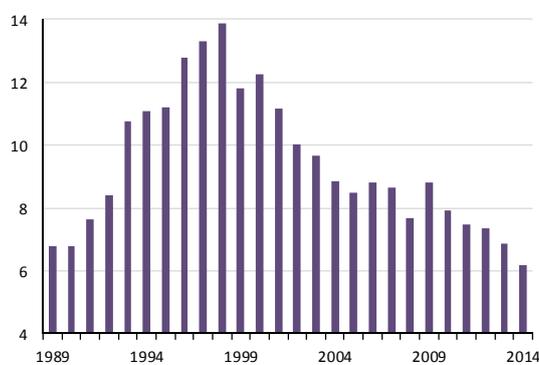
*IVA bruto, antes de reintegros y devoluciones

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon y datos de mercado

Comercio con Brasil

Los débiles indicadores de actividad de Brasil sumados al encarecimiento de sus importaciones debido a la tendencia a la depreciación del real se traducen en una menor demanda de bienes del resto del mundo: las importaciones brasileras pasaron de contraerse 9,4% interanual en el último trimestre del año a hacerlo un 16% en enero. Frente a este escenario, las exportaciones argentinas al país vecino acentuaron la caída, desde -6,5% interanual en los últimos 3 meses de 2014 a una merma de 20,2% interanual en enero.

Market share de Argentina en Brasil
(% de Exportaciones argentinas / Importaciones totales de Brasil)



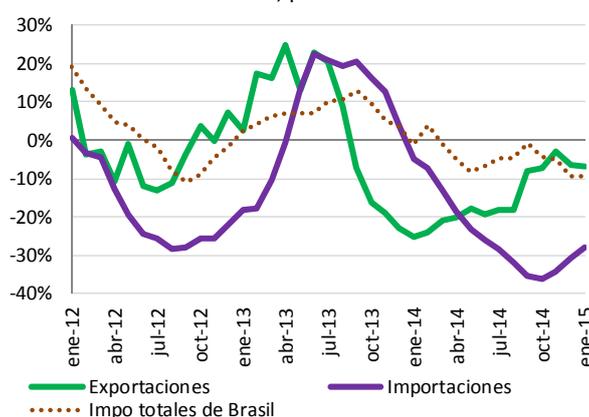
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC

Sin embargo, no toda la caída responde al magro desempeño de los indicadores de Brasil sino que también surgen por la pérdida de competitividad argentina. Un resultado que pone de manifiesto esta situación es el descenso del market share argentino en el país vecino: mientras que las exportaciones argentinas a Brasil disminuyeron 14,1% en 2014, las importaciones totales de aquel país se redujeron 4,5%. A causa de esto, Argentina mantuvo la tendencia a la baja en la porción de mercado que acapara en su principal destino de exportación, pasando de proveer 6,87% de las importaciones brasileras en 2013 a representar sólo 6,17% el año pasado, el peor resultado en los últimos 25 años.

Por otro lado, las importaciones argentinas desde Brasil mantuvieron un significativo nivel de caída aunque recortando levemente su tasa negativa: tras haber disminuido 30,8% en el último trimestre del año, pasaron a caer 29,4% interanual en enero. La fuerte baja en las importaciones que se evidenció durante todo el 2014 hace que, en los 12 meses a enero de este año, el saldo comercial con Brasil sea superavitario, un resultado que no ocurría desde diciembre de 2003. Esta situación, que pareciera ser favorable en un momento de escasez de divisas, se alcanza a través de un notable freno a las importaciones.

Comercio con Brasil

Variación interanual, promedio móvil 3 meses

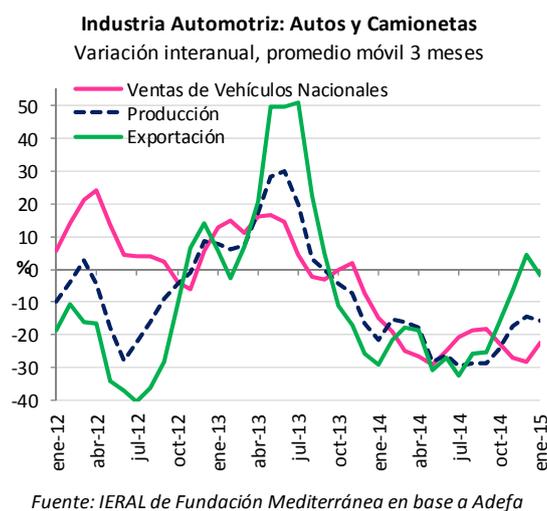


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC Brasil

Industria automotriz

El menor dinamismo en las exportaciones a Brasil sumado a la baja confianza del consumidor a adquirir bienes durables e inmuebles en 2014 provocó un magro resultado para los indicadores de la industria automotriz, tanto por el lado de la oferta como por el lado de la demanda.

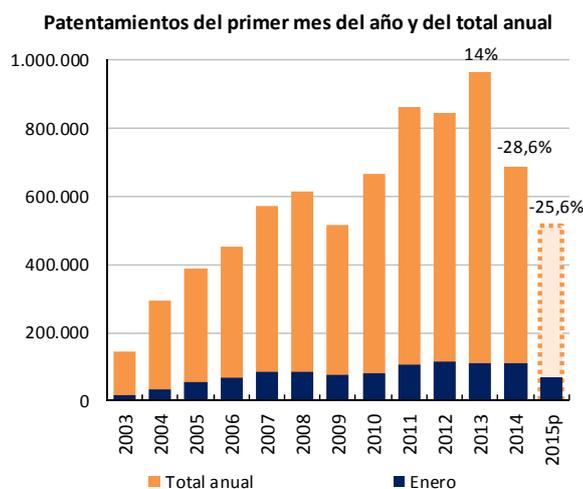
La producción en 2014 fue de apenas 617 mil unidades, resultado 22% menor al del año anterior pero que también se ubica por debajo de todo el cuatrienio 2010-2013, en el que la producción llegó a superar (y en algunos casos con creces) las 700 mil unidades. En el comienzo del 2015, esta dinámica no parece mejorar: si bien a fines del año pasado se había logrado un recorte en el nivel de caída, cerrando el cuarto trimestre con una baja de 14,6% interanual, en el primer mes de este año se aceleró la tendencia decreciente y se registró una merma de 29,1% interanual.



Por otra parte, la menor demanda de Brasil, país que representa el destino de 85% de las exportaciones argentinas de autos, provocó un fuerte derrumbe en la exportación en el comienzo del 2015: tras una merma de 17,4% en las exportaciones durante el 2014, las ventas al exterior en enero se desplomaron 61,1% con respecto a igual mes del año anterior. Si bien puede pensarse que este guarismo se encuentra sobreestimado debido a que en enero de 2014 se produjo la devaluación y el tipo de cambio más favorable pudo haber impulsado las exportaciones, las cantidades exportadas en enero son incluso menores a las del peor mes de 2009-2010. Para reflejar la dependencia de Brasil en las exportaciones de este sector cabe mencionar que, mientras que las variaciones físicas interanuales de enero (positivas o negativas) no superan las 500 unidades en el resto de los destinos, a Brasil se exportaron 12.500 unidades menos, lo que significó una caída de 71% interanual.

Por el lado de la demanda, los patentamientos mantuvieron el nivel de caída de fines del año pasado y reflejaron una merma idéntica en el cuarto trimestre de 2014 y en enero de este año, de 38,7% interanual. Enero es el mes en el que estacionalmente se patentan más autos, debido a que se acumulan las compras de vehículos de los últimos meses del año anterior para ser anotados como modelos del año siguiente. Sin embargo, el guarismo de 2015 es muy pobre, de apenas 67.079 autos patentados, teniendo que retroceder hasta 2006 para encontrar un resultado peor para el primer mes del año. Este guarismo surge a pesar de que al inicio del 2015 se haya actualizado un 15% la base del impuesto a los autos de alta gama.

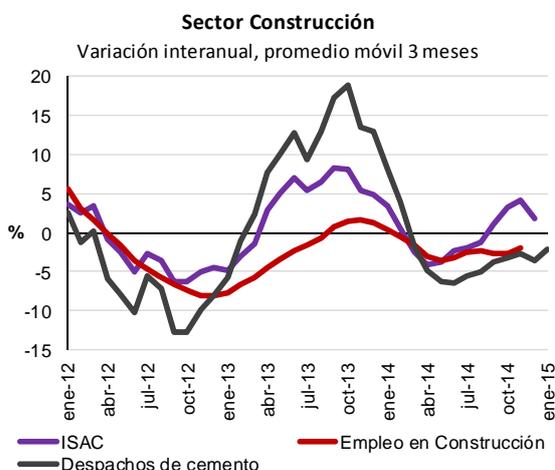
De hecho, en el período 2003-2014, los patentamientos de los meses de enero representaron, en promedio, 13,1% del total anual de autos patentados. Si se supone, a modo de ejercicio, que en 2015 se mantiene este orden de magnitud, las patentes a fin de año registrarían una caída de entre 20% y 25% con respecto al guarismo de 2014, que a su vez marcó una reducción de 28,6% frente a 2013. Debe aclararse que este cálculo no es una proyección sino un ejercicio que surge de la observación de la evolución histórica de los patentamientos.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNPR

Construcción

Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), elaborado por el INDEC, la industria de la construcción ha retrocedido 0,4% durante el 2014 aunque mejorando a partir del trimestre móvil a septiembre, cuando la variación pasó a ubicarse en terreno positivo.



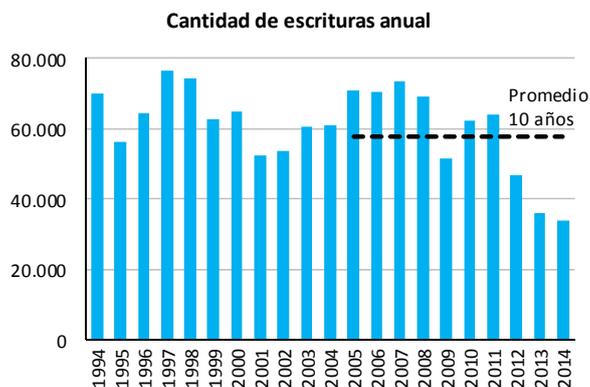
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Afcp, IERIC e INDEC

Así, el ISAC registró en el cuarto trimestre un aumento de 1,8%, explicado mayormente por los rubros Edificios para viviendas (segmento que representa un 58% del índice general) que duplicó su tasa de expansión con respecto al tercer trimestre, pasando de 1,9% a 4%; y por la expansión en las Construcciones petroleras (15,4%) aunque ésta se desaceleró contra el valor del tercer trimestre (23,6%). Por otra parte, los rubros Otros destinos y Otras obras de infraestructura profundizaron levemente su ritmo de caída y apuntaron bajas de 1,5% y 3,1% respectivamente, mientras que Obras viales obtuvo el peor resultado en el cuarto trimestre al contraerse 4,2% interanual.

Por otro lado, los despachos de cemento, uno de los principales insumos del sector, cayeron 3,9% durante el 2014 y 3,5% en el último trimestre del año. Sin embargo, enero fue un mes particularmente favorable, en donde este indicador presentó una suba de 1,3% con respecto al mismo mes del año pasado.

Si se desagregan los despachos de cemento por envase se puede observar que la caída del cuarto trimestre del año pasado fue producida principalmente por una contracción de los despachos en bolsa (-5,2%), representativos de las obras privadas, remodelaciones, etc; mientras que los despachos a granel, utilizados para la obra pública, apenas disminuyeron 0,7% interanual.

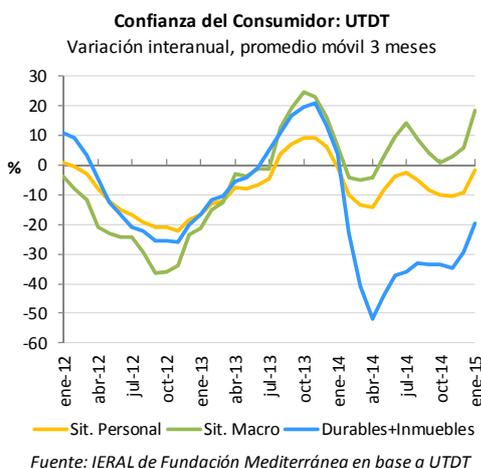
Para finalizar, la cantidad de escrituras en CABA disminuyó 6,2% durante 2014 luego de haberlo hecho a tasas de -27,2% y -23% en 2012 y 2013, respectivamente. De esta manera y con un pobre resultado en el último trimestre (-13,3% interanual) los actos escriturados durante el año pasado son casi la mitad del promedio de los últimos 10 años.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IERIC

Confianza del consumidor

La confianza del consumidor se contrajo 13,4% durante el 2014, año en el que el indicador se derrumbó en el mes de febrero debido a la devaluación de enero, luego recuperó parte del desplome aunque perdió dinamismo hacia fin de año y finalizó el cuarto trimestre con una baja de 9,8%. Sin embargo, la confianza en enero de este año marcó un significativo repunte (en parte debido a una baja base de comparación) y creció 14,4% con respecto al mismo mes del año pasado, con una mejora relativa en todos los subíndices, ya sea acelerando su ritmo expansivo o recortando su nivel de caída. Cabe destacar, sin embargo, que la encuesta por la que se calcula este indicador fue efectuada antes de la muerte del fiscal Nisman.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UTDT

Los mejores resultados los obtuvieron los subíndices Situación Macroeconómica, que luego de haber aumentado 7,2% interanual en el último trimestre del año pasado, aumenta 38,7% en enero de este año; y Situación Personal, que registra una suba de 11,2% en enero luego de la caída de 9,6% en el último trimestre del año. Por último, el subíndice Bienes durables e Inmuebles reflejó un significativo recorte en su tasa de caída y se contrajo 5,4% en enero tras la baja de 27,3% en el último trimestre de 2014. La disminución en este último subíndice se

debe principalmente a una menor predisposición a adquirir automóviles y casas (-16,3%) mientras que el segmento de electrodomésticos aumenta en términos interanuales (2,2%).

En Foco 3

Inflación: la canasta de clase media-alta se encareció un 3,44% en enero, lo que apunta a un 32% en el año

- Aunque enero de 2015 marcó una tasa de inflación inferior a igual mes de 2014 (según el CPE del CEMA), la variación de precios este año supera a la registrada en 2012 y 2013, cuando la inflación anual se situaba en el andarivel del 25%.
- Según índice de precios elaborado por PriceStats y publicado semanalmente en la revista The Economist la inflación de enero fue de 2,07% mensual y 36,04% interanual
- La mayor variación mensual según el CEMA fue en el rubro de esparcimiento (14,21%), mientras que hubo disminuciones en los rubros de indumentaria (-0,49%) y transporte y comunicaciones (0,47%).

Según la Canasta del Profesional Ejecutivo (CPE) de la UCEMA, la inflación de enero fue de 3,44%. Esto implica una aceleración de 1.4 puntos porcentuales respecto de la trayectoria del último trimestre de 2014, pero hay que considerar que se trata de una canasta diferente de la de otros indicadores de inflación, puesto que pondera más los consumos de la clase media alta de la Ciudad de Buenos Aires. El nivel general de la canasta aumentó en términos interanuales un 34,9%. Por su parte, el índice de precios elaborado por PriceStats y publicado semanalmente en la revista The Economist arrojó una suba de 2,07% en el primer mes, llevando la inflación anualizada a 36,04%.

CPE - UCEMA

Variación (%)

	enero	anual
2012	3.27	25.30
2013	2.88	26.32
2014	5.54	37.63
2015	3.44	32.69*

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UCEMA

* Proyección en base a la estacionalidad del mes

Enero es un mes que presenta mucha estacionalidad. En 2014, la inflación mensual de enero fue de 5,5%, pero se trató de un caso excepcional puesto que ésta fue afectada principalmente por la devaluación del período. En comparación, 2013 mostró una inflación mensual de 2,88% en enero contra una variación mensual promedio de 1,88% para los restantes meses del año, y en 2012 estos guarismos fueron de 3,27% y 1,77% respectivamente. De esta forma, en ausencia de variaciones externas, la inflación de enero suele ser aproximadamente 1,5 veces la del promedio del resto del año. De mantenerse estas relaciones estadísticas, entonces la inflación de 3,44% de enero estaría anticipando un andarivel de inflación mensual de entre el 2,2% y el 2,3%, apuntando a una variación anual del orden del 32%. Cabe recordar que esto es todo según los datos de la Canasta del Profesional Ejecutivo del CEMA que, puesto que apunta a un consumidor de clase media-alta, presenta cifras algo distintas de los indicadores de mayor difusión.

Evolución por rubros

Respecto de la evolución de los distintos componentes de la canasta, a continuación se presenta la información desagregada del CPE. El mayor incremento interanual fue en la categoría indumentaria, con un salto de 47,6%, seguida por vivienda y servicios básicos, que subió 45,8%. También aumentó por encima del promedio el rubro esparcimiento (38,2%), mientras los menores aumentos interanuales fueron en transporte y comunicaciones (27,2%), otros bienes y servicios (27,8%) y alimentos y bebidas (29,8%).

CPE - UCEMA: Enero		
Variación (%)		
Rubro	Mensual	Interanual
Nivel General	3,44	34,9
Alimentos y Bebidas	2,12	29,8
Indumentaria	-0,47	47,6
Vivienda y ss básicos	2,84	45,8
Equipamiento y manten hogar	1,26	34,4
Salud	1,67	31,1
Transp y com	-0,49	27,2
Esparcimiento	14,21	38,2
Educación	0,41	34,8
Otros	1,07	27,8

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UCEMA

En relación a las variaciones mensuales, sólo dos rubros de la CPE mostraron una variación negativa: transporte y comunicaciones (-0,49%) e indumentaria (-0,47%). Mientras tanto, el rubro esparcimiento mostró una gran variación mensual de 14,21%, lo que, al tratarse de un rubro al que se le da mayor importancia en esta canasta, explica la mayor variación en el índice general en comparación con otros índices de precios. Los otros rubros tuvieron aumentos más moderados, en orden descendente: vivienda y servicios básicos (2,84%), alimentos y bebidas (2,12%), atención médica y gastos para la salud (1,67%), equipamiento y mantenimiento del hogar (1,26%), otros bienes y servicios (1,07%) y educación (0,41%).

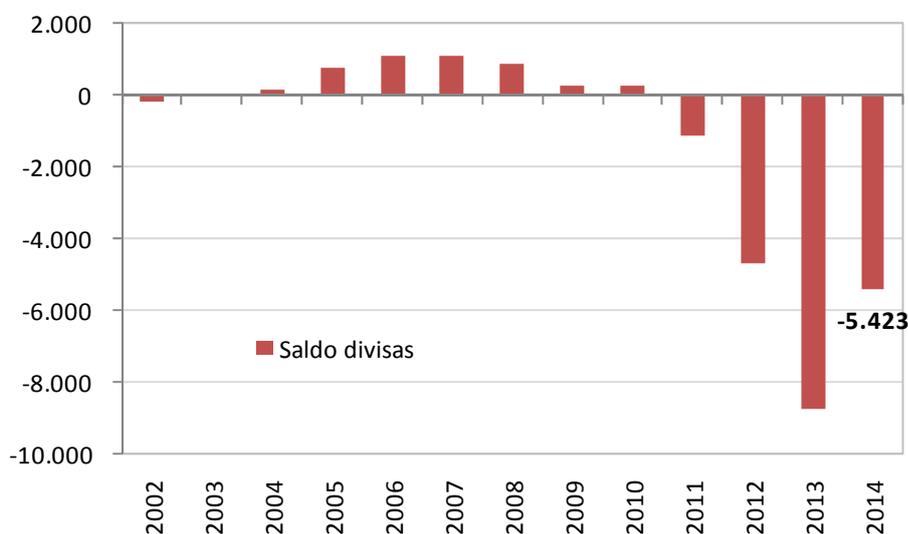
En Foco 4

Aunque se redujo respecto de 2013, el déficit de la balanza de Turismo fue de 5,4 mil millones de dólares

- Los ingresos de dólares en el mercado oficial de cambios por el rubro Viajes y Turismo cayeron 21 % interanual en el 2014, pero los egresos lo hicieron más aún (- 35%), lo que permitió un recorte del rojo de 2013, que había llegado a casi 9 mil millones de dólares
- La devaluación de enero del año pasado encareció los viajes hacia el extranjero, y también se acentuaron los controles y se encarecieron las compras en el exterior efectuadas por internet
- Se observa un incremento en la llegada de turistas extranjeros al país, pero este es un fenómeno dominado por viajeros de países limítrofes, que al parecer utilizan el mercado informal de cambios para aprovechar la brecha con el segmento oficial (por lo que las divisas no llegan al Banco Central)

Durante 2014 el movimiento de divisas a través del turismo quedó algo relegado de la escena, luego de la fuerte atención que mereció durante 2013, cuando el déficit neto de divisas por esa vía rondó los US\$9.000 millones (incluyendo compras por internet). En 2014, en cambio, la devaluación de enero encareció los viajes hacia el extranjero, así como la existencia de mayores controles y costos para las compras por internet, redujeron ese déficit en un 38%, hasta los US\$5.400 millones.

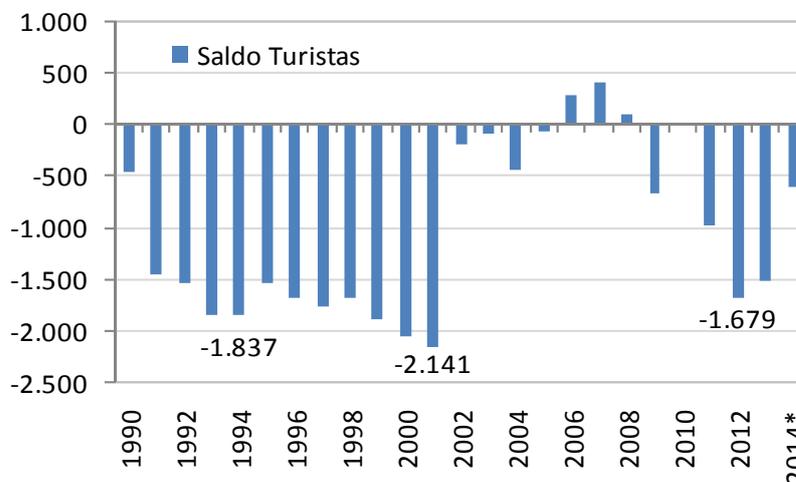
Saldo de Divisas por motivo Turismo, Viajes y Pasajes



Fuente: IERAL en base a BCRA

Confirmando esta tendencia, el déficit de turistas se redujo aproximadamente en un 60%, de acuerdo a cifras preliminares de INDEC. Esto se da no solo por una disminución de los turistas argentinos que viajan al exterior, que en 2014 resultó del -3,4%, sino también por un incremento de los turistas de origen extranjero que llegaron al país, del orden del 13%.

Saldo de turistas



Fuente: IERAL en base a INDEC

El ingreso de divisas con motivo turístico a través del mercado único de cambios del Banco Central en 2014 sufrió una caída del 21%. Al mismo tiempo, el gasto total promedio por viajero no se ha reducido de manera significativa, al menos en los primeros tres trimestres del año.

Una posible explicación a este fenómeno reside en que una mayor cantidad de turistas provenientes del exterior puedan estar cambiando los dólares en el mercado informal, teniendo en cuenta la atractiva brecha que se abrió entre ambos valores en particular hacia mediados de año. En esta hipótesis toma relevancia también el hecho que un poco más del 50% de los turistas ingresaron por vía terrestre, indicando una mayor preponderancia de procedencia desde países limítrofes. Los turistas originarios de países vecinos se incrementaron en un 22% durante los primeros 9 meses de 2014, mientras que aquellos provenientes del “resto del mundo” se mantuvieron sin variaciones.

Por el contrario, la salida de divisas a través del BCRA por el mismo motivo sufrió una caída del 35%. Esto se explica en parte por la menor cantidad de viajeros y la drástica disminución en las compras por internet, pero también puede reflejar un menor volumen de adquisición de pasajes y paquetes por adelantado, implicando una disminución de los turistas que pasarán sus vacaciones de verano en el exterior.

Lo cierto es que la balanza cambiaria del turismo continúa aun generando desequilibrios en el Banco Central, al tiempo que el déficit de viajeros tiende a morigerarse. Las mayores retenciones impuestas a fin de 2013, junto con el encarecimiento que produjo la devaluación sobre el turismo exterior, provocó una caída, aunque leve, de la salida de turistas argentinos. Esto probablemente explique en buena medida la exitosa temporada en los principales centros turísticos locales.

En Foco 5

Brasil: Ajuste fiscal y Real más devaluado ... ¿alcanzará para sacar a Brasil del pantano?

- En el Presupuesto 2015, el gobierno estableció como meta un superávit primario de 1,2% del PIB. El déficit de 2014, equivalente a 0,6 puntos del Producto, obliga a realizar un ajuste fiscal de casi 2 puntos del PIB durante este año.
- La economía no crece, la confianza de empresarios y consumidores continúa a la baja, pero la inflación todavía elevada obliga al Banco Central a utilizar política monetaria contractiva para frenar las presiones inflacionarias. La Selic se ubica en 12,25% anual desde enero de este año.
- La devaluación del Real hasta una paridad actual de R\$/US\$ 2,86 mejora la competitividad de la economía: desde la fuerte apreciación de mediados de 2011 la moneda se devaluó un 22% frente a una canasta de monedas.

El 2015 será un año de crecimiento nulo para Brasil, o puede ser peor aún, considerando que el vecino país está atravesando una crisis hídrica que puede generar restricciones en la generación de energía eléctrica y afectar aún más el crecimiento. Desequilibrios acumulados en los últimos años y expectativas en mínimos niveles están llevando a Dilma, en este, su segundo mandato, a realizar ajustes, con el arduo desafío de lograr apoyo político en el Congreso, en donde hoy ambas cámaras están presididas por el PMDB. En este sentido, desde comienzos de año ya fueron anunciados recortes de gastos, aumento de impuestos e incremento de la tasa de interés de referencia.

Brasil: Expectativa del consumidor y confianza del empresario industrial



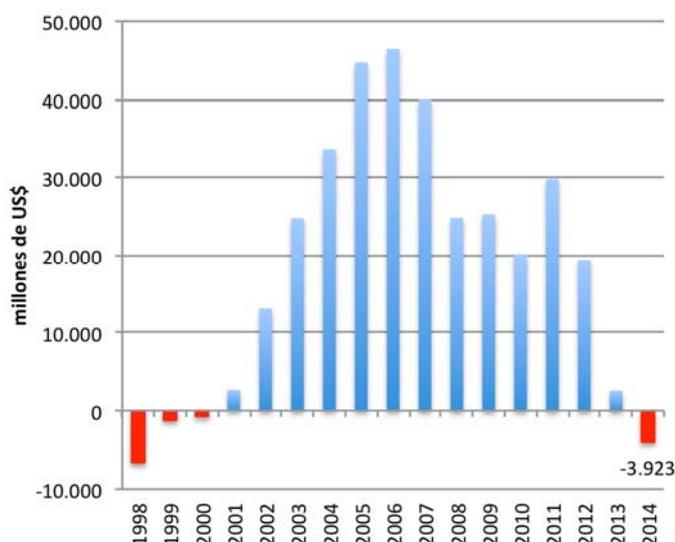
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CNI

2014 fue un año de crecimiento nulo para el vecino país, con alta inflación, contracción en la industria y del consumo. Reanimar la confianza de quienes toman todos los días decisiones de consumo e inversión es difícil en este momento (porque la economía se quedó sin instrumentos genuinos) pero inevitable: como el resto de los emergentes, Brasil contará con vientos menos favorables desde el sector externo.

El real se deprecia desde mediados del año pasado, mejorando la competitividad cambiaria de esta economía que anotó en 2014 el primer déficit comercial en 14 años. Pero la depreciación de la moneda encuentra su límite por el lado de la inflación: los precios anotaron 6,4% de variación interanual en 2014, y se espera un nivel similar para este año como consecuencia de una continuidad en el sinceramiento de los precios administrados. El Banco Central de Brasil llevó la tasa de interés hasta 12,25% anual en la reunión de enero, con el objetivo de frenar las presiones inflacionarias, medida que condiciona aún más al alicaído crecimiento.

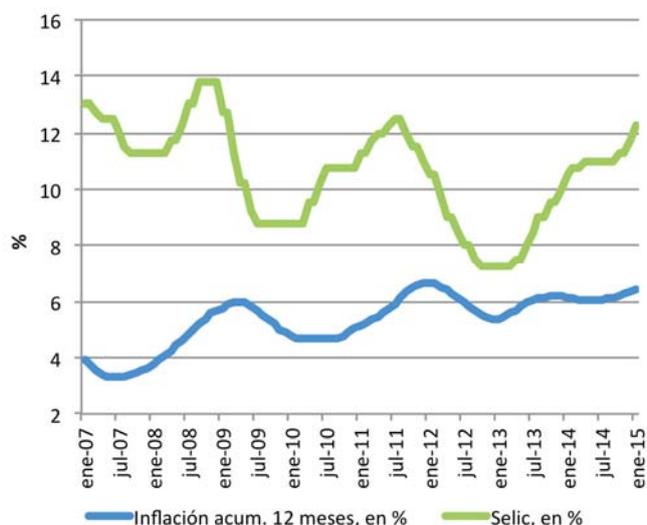
El rezago de los precios administrados fue uno de los instrumentos que el gobierno utilizó para incentivar la economía en los últimos años, a la vez que se contenía de manera artificial a la inflación. Esa política comenzó a revertirse durante 2014, y continuará desarmándose durante este año, porque ahora la prioridad es el saneamiento de las cuentas públicas. En el Presupuesto Nacional para 2015, el gobierno estableció una meta de superávit primario de 1,2% del Producto, luego del rojo de -0,6% del PIB anotado en 2014. Revertir las cuentas

Brasil: Balanza comercial
millones de US\$



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secex

Brasil: Tasa de interés y evolución de la inflación



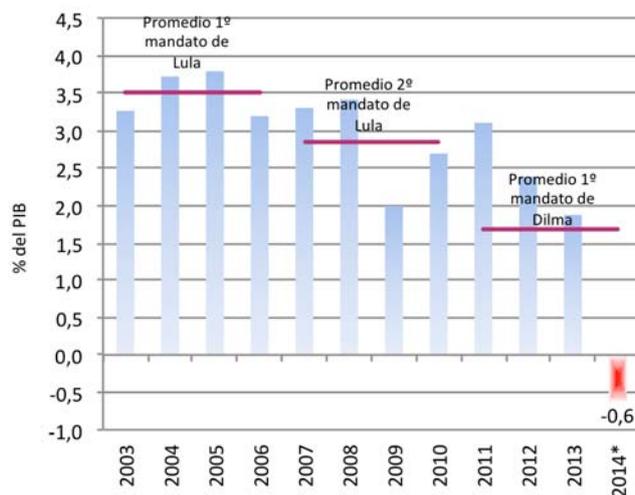
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE

fiscales en 1,8 puntos del Producto es una meta ambiciosa, pero su cumplimiento es hoy unos de los principales pilares para restaurar la confianza en la política económica.

El tipo de cambio nominal hoy anota R\$/US\$ 2,86 y las proyecciones muestran que a fin de año habrá de ubicarse en torno a estos niveles. El tipo de cambio real, a diferencia del nominal, toma en cuenta la inflación local e internacional con el objeto de expresar el precio relativo de los bienes locales en relación a los del resto del mundo. Con datos hasta diciembre, el tipo de cambio real multilateral de Brasil ya se encuentra un 16% depreciado respecto a comienzos de 1998, año previo a la devaluación del Real, y con la depreciación de un 6% adicional

anotada en los últimos 45 días, la mejora de competitividad se acentúa. Como se observa en el gráfico de la derecha, fue a mediados de 2011 el momento de un importante deterioro en la competitividad, cuando el tipo de cambio rozó los R\$/US\$ 1,5. Desde entonces, el Real se devaluó un 22% respecto de la canasta de monedas de sus socios comerciales.

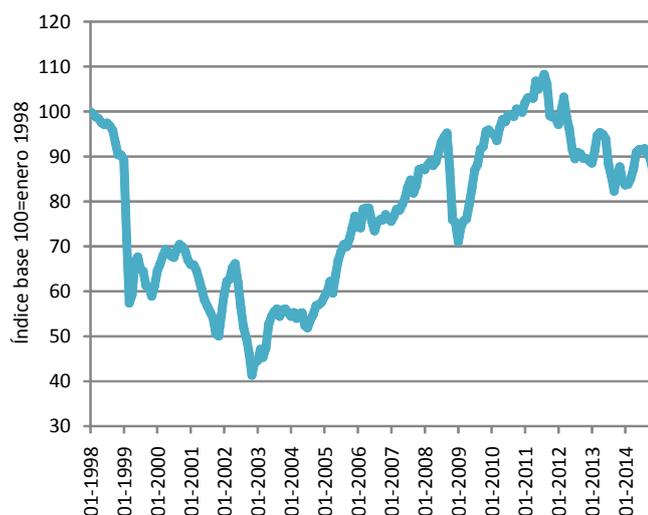
Brasil: Superávit primario en porcentaje del PIB



* Acumulado de 12 meses a octubre

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipeadata

Brasil: Tipo de cambio real multilateral



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base al BIS

En Foco 6

El dato regional de la semana:

Patentamientos: la caída en el Norte y en provincias pampeanas duplica la merma de la Patagonia

- A nivel nacional, el patentamiento de vehículos cero kilómetro registró en enero una caída de 38 % interanual
- Aunque el fenómeno fue generalizado en términos regionales, la intensidad de la merma fue mucho mayor en algunas provincias del Norte y de la zona pampeana, que superaron el – 40 % interanual.
- En cambio, en la Patagonia el descenso fue algo más moderado, con Santa Cruz , Neuquén y Tierra del Fuego cayendo entre el 22 y el 23 %

El primer mes del año no trajo buenas noticias para el sector automotriz, ya que el patentamiento de vehículos cero kilometro continuó en caída, alcanzando en enero una baja del -38% contra igual mes del año anterior.

A nivel provincial la caída fue generalizada, siendo la región Pampeana la más afectada, con una variación negativa del 40,2%, alcanzando así las 45.365 unidades patentadas, lo que representa poco más de 2/3 del total del país. Entre las provincias que la componen, Córdoba fue la de menor baja, con -35,7%.

En el extremo opuesto se ubica la Patagonia, en donde la variable analizada sufrió una merma del 25%, siendo la provincia de Chubut la de mayor caída, con -28,7%. La región totaliza así 6.220 unidades patentadas.

El Noroeste tuvo movimientos dispares entre las provincias que la conforman, que oscilaron entre -32% en el caso de Salta y -43% en La Rioja. De esta forma la región promedió una caída del 36%.

Patentamiento de autos. Enero 2015

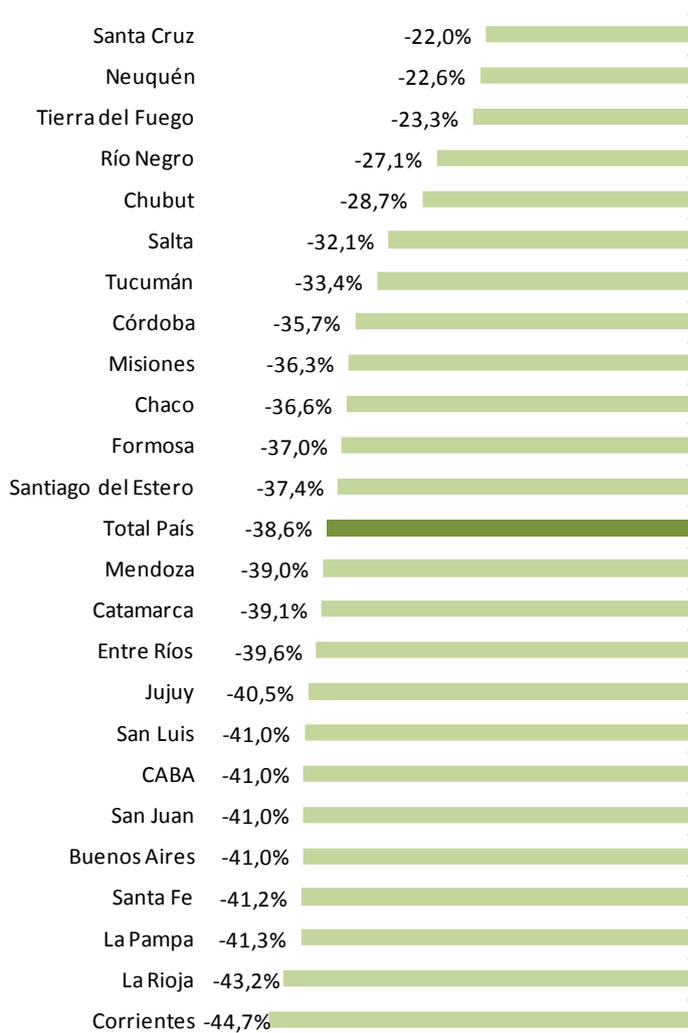
Unidades y variación interanual.

Total País	67.150	-38,6%	Cuyo	3.999	-39,7%
Noroeste	6.472	-36,1%	Mendoza	2.565	-39,0%
Salta	1.724	-32,1%	San Luis	653	-41,0%
Tucumán	1.853	-33,4%	San Juan	781	-41,0%
Santiago del Estero	866	-37,4%	Noreste	5.094	-39,3%
Catamarca	631	-39,1%	Misiones	1.340	-36,3%
Jujuy	929	-40,5%	Chaco	1.458	-36,6%
La Rioja	469	-43,2%	Formosa	751	-37,0%
Pampeana	45.365	-40,2%	Corrientes	1.545	-44,7%
Córdoba	6.846	-35,7%	Patagónica	6.220	-25,0%
Entre Ríos	2.036	-39,6%	Santa Cruz	1.123	-22,0%
CABA	9.268	-41,0%	Neuquén	1.814	-22,6%
Buenos Aires	20.797	-41,0%	Tierra del Fuego	628	-23,3%
Santa Fe	5.707	-41,2%	Río Negro	1.109	-27,1%
La Pampa	711	-41,3%	Chubut	1.546	-28,7%

Fuente: IERAL en base a DNRPA

Por último, las zonas de Cuyo y el Noreste, son las que menos patentamientos de cero kilómetros sumaron al total nacional (4 y 5 mil respectivamente), lo que representó en ambas una caída del 39% respecto a enero de 2014. En la segunda, la las bajas se ubicaron entre -36% en Misiones y -44,7% en Corrientes.

Patentamiento de autos. Enero 2015
variación interanual.



Fuente: IERAL en base a DNRPA

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2014 III	865.624,3	-2,4%	-0,8%	0,0%
PIB en US\$ (\$ mm)	2014 III	533.446,2	-1,6%	-14,0%	-15,6%
EMAE	nov-14	211,9	-0,1%	0,2%	0,0%
IGA-OJF (1993=100)	dic-14	159,1	0,1%	-3,0%	-2,6%
EMI (2006=100)	dic-14	127,8	-1,0%	-2,4%	-2,5%
IPI-OJF (1993=100)	dic-14	167,6	-0,8%	0,1%	-3,6%
Servicios Públicos	dic-14	264,9	0,1%	1,5%	4,1%
Patentes	ene-15	67.139,0	-	-38,6%	-38,6%
Recaudación IVA (\$ mm)	ene-15	33.544,7	-	23,2%	23,2%
ISAC	dic-14	174,8	-4,0%	0,2%	-0,4%
Importación Bienes de Capital (volumen)	dic-14	-	-	-2,0%	3,0%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2014 III	182.441,0	7,0%	-4,7%	-4,1%
		2014 III	2014 II	2014 I	2013 IV
IBIF como % del PIB		21,1%	19,2%	19,9%	21,3%

* La variación con respecto al último período toma datos desestacionalizados

** La variación acumulada toma la variación desde enero hasta el último dato contra igual período del año anterior

MERCADO DE TRABAJO	Fecha	Dato	var	var a/a	Acumulado
PEA (en miles de personas)	2014 III	11.897	0,1%	1,0%	2,4%
PEA (% de la población total)	2014 III	44,7%	-0,10 pp	-1,37 pp	-0,69 pp
Desempleo (% de la PEA)	2014 III	7,5%	0,00 pp	0,70 pp	-0,04 pp
Empleo Total (% de la población total)	2014 III	41,3%	-0,10 pp	-1,60 pp	-0,61 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2014 II	33,1%	0,30 pp	-1,40 pp	-0,30 pp
Recaudación de la Seguridad Social	ene-15	36.577	46,16%	29,8%	29,8%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2014 III	133,1	-16,2%	-16,4%	-5,0%
Brasil	2014 III	133,1	-16,2%	-16,4%	-5,0%
México	2014 III	156,7	-2,7%	9,4%	8,6%
Estados Unidos	2014 III	103,5	-0,2%	0,0%	-0,3%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	ene-15	117.458,4	8,2%	30,1%	30,1%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	ene-15	29.140,5	1,3%	28,7%	28,7%
Gasto (\$ mm)	dic-14	119.745,6	30,3%	42,9%	43,3%
		dic-14	ene-dic 14	dic-13	ene-dic 14
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-31.897,3	-109.719,9	-25.621,2	-64.477,4
Pago de Intereses (\$ mm)		8.560,9	71.178,2	5.723,5	41.998,4
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		33,1	79.840,4	3.916,5	34.881,1
ANSES (\$ mm) *		7.167,3	39.022,9	2.232,6	22.927,8
		dic-14	ene-ago 14	dic-13	ene-ago 14
Adelantos Transitorios BCRA *		19.000,0	68.850,0	24.820,0	54.870,0
		2014 III	2014 II	2014 I	2013 IV
Recaudación Tributaria (% PIB) **		27,6%	27,5%	26,9%	24,5%
Gasto (% PIB) **		25,4%	23,8%	22,6%	23,9%

* Los datos hacen referencia al flujo mensual

** El ratio toma el PIB publicado por las estadísticas oficiales

PRECIOS	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Inflación (IPCNu, IV 2013=100)	dic-14	127,3	1,0%	23,9%	-
Inflación (San Luis, 2003=100)	dic-14	781,0	1,5%	39,0%	42,7%
Salarios (abril 2012=100)*	dic-14	196,0	1,0%	-3,2%	-1,8%
TCR Bilateral (1997=100)	dic-14	120,3	-2,3%	-4,2%	12,0%
TCR Multilateral (1997=100)	dic-14	121,3	-4,3%	-10,3%	3,4%
		11-feb-15	ene-15	dic-14	ene-14
TCN Oficial (\$/US\$)		8,69	8,62	8,57	7,08
TCN Brecha		51,3%	58,8%	61,1%	61,2%
TCN Real (R\$/US\$)		2,87	2,64	2,66	2,38
TCN Euro (US\$/€)		1,13	1,16	1,21	1,36

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	30-ene-15	447.995,0	1,2%	24,2%	23,3%
Depósitos (\$ mm)	30-ene-15	1.048.374,0	4,4%	28,8%	28,7%
Sector Público No Financiero	30-ene-15	323.424,0	6,0%	28,5%	25,9%
Sector Privado No Financiero	30-ene-15	721.950,0	3,8%	29,1%	30,0%
Créditos (\$ mm)	30-ene-15	658.476,6	1,2%	15,8%	16,9%
Sector Público No Financiero	30-ene-15	45.669,1	9,0%	5,4%	-1,5%
Sector Privado No Financiero	30-ene-15	601.370,8	0,6%	17,3%	19,1%
	Fecha	Dato	ene-15	31-dic-13	feb-14
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	30-ene-15	31.452,0	31.272,0	30.599,0	27.666,1
Ratio de cobertura de las reservas	30-ene-15	60,7%	59,4%	52,9%	62,8%
Tasa de interés Badlar PF	30-ene-15	20,3%	20,0%	21,6%	20,3%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	30-dic-14	37,4%	37,7%	39,2%	35,0%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	30-dic-14	28,1%	27,9%	24,8%	21,7%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	30-ene-15	433	388	387	347
EMBI+ Argentina	30-ene-15	740	745	719	819
EMBI+ Brasil	30-ene-15	314	265	259	235
Tasa LIBOR	30-ene-15	0,17%	0,16%	0,17%	0,17%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	30-ene-15	0,11%	0,12%	0,06%	0,09%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	30-ene-15	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
SELIC (Brasil)	30-ene-15	12,15%	11,58%	11,65%	9,90%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	30-ene-15	8.490,5	-2,88%	158,54%	51,29%
Índice Bovespa	30-ene-15	46.908,0	-2,77%	0,86%	-0,62%

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

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

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

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

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	dic-14	4.573,0	-13,4%	-13,2%	-11,9%
Primarios	dic-14	648,0	-10,0%	0,8%	-19,3%
MOA	dic-14	1.753,0	-15,7%	-17,7%	-3,3%
MOI	dic-14	1.939,0	-12,0%	-8,9%	-14,6%
Combustibles	dic-14	233,0	-15,9%	-36,0%	-20,5%
Exportaciones (volumen)	dic-14	-	-	-9,0%	-10,0%
Importaciones (US\$ mm)	dic-14	4.499,0	-6,6%	-12,8%	-11,4%
Bienes Intermedios	dic-14	1.377,0	-3,2%	-4,2%	-4,0%
Bienes de Consumo	dic-14	539,0	4,9%	1,7%	-10,4%
Bienes de Capital	dic-14	941,0	-13,8%	-3,3%	3,2%
Combustibles	dic-14	633,0	-0,5%	15,5%	-3,8%
Importaciones (volumen)	dic-14	-	-	-16,0%	-12,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2014 III	132,9	-2,1%	-1,5%	-0,6%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	ene-15	145,7	-3,2%	-11,7%	-11,7%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	ene-15	98,9	-2,5%	-9,1%	-9,1%
Energía	ene-15	63,0	-19,8%	-50,2%	-50,2%
Petróleo (US\$/barril)	ene-15	47,3	-20,2%	-50,1%	-50,1%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2014 IV	17.710,7	0,7%	2,5%	2,4%
Brasil	2014 III	2.276,2	0,1%	-0,2%	0,2%
Unión Europea	2014 III	17.488,7	0,3%	1,4%	1,4%
China	2014 IV	41.406,7	1,5%	1,5%	7,1%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	nov-14	137,5	-1,0%	2,2%	3,1%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	nov-14	127,2	0,1%	2,5%	3,3%

* Se toma la variación real desestacionalizada

** La variación interanual toma el PIB constante

DATOS REGIONALES	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Patentes					
CABA y Buenos Aires	ene-15	30.058,0	-21,5%	-41,0%	-41,0%
Región Pampeana	ene-15	15.300,0	-21,5%	-38,6%	-38,6%
NOA	ene-15	5.135,0	-13,6%	-35,2%	-35,2%
NEA	ene-15	5.958,0	-17,5%	-39,0%	-39,0%
Cuyo	ene-15	4.468,0	-27,1%	-40,1%	-40,1%
Región Patagónica	ene-15	6.220,0	-16,1%	-25,0%	-25,0%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2014 IV	1.180,1	-0,8%	-3,2%	-4,2%
Región Pampeana	2014 IV	697,1	-2,2%	-3,1%	-4,1%
NOA	2014 IV	269,7	-0,5%	-3,3%	-2,0%
NEA	2014 IV	284,0	-4,1%	-6,6%	-6,2%
Cuyo	2014 IV	296,4	-3,5%	-7,9%	-3,6%
Región Patagónica	2014 IV	247,3	20,3%	3,0%	4,7%