

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 907 – 1 de Abril de 2015

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Claves para abrir el CEPO Cambiario

En Foco 1 – Inés Butler

La economía de 2016 tendrá menos capacidad ociosa y más cuellos de botella que la de 2002

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

En los últimos dos meses cayó un 50% interanual la liquidación de dólares de la agroindustria

En Foco 3 – Eliana Miranda

Internacional: Se desplaza el centro de gravedad en el crecimiento de la economía mundial

En Foco 4 – Carolina Beltramino

El dato regional de la semana:
Consumo de Gasoil por Regiones

Selección de Indicadores

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

Editorial:**4****Claves para abrir el CEPO Cambiario**

- La Argentina ha acumulado suficiente experiencia en materia de cepos cambiarios y también en los procesos de eliminación de esta distorsión. Desde 1941 se registran cinco etapas, incluida la actual, en las que la brecha alcanzó un nivel significativo, de más de 10 %, entre el tipo de cambio paralelo y el oficial
- Hay elementos en común en la dinámica que lleva a la implantación de restricciones cambiarias: alto déficit fiscal, elevada inflación, caída del tipo de cambio real, deterioro del balance comercial y pérdida de reservas del Banco Central
- Las experiencias anteriores indican que la fórmula para salir del cepo requiere corregir el atraso cambiario, frenar la inflación y mejorar las cuentas fiscales. En todos los casos se logró una rápida eliminación de la brecha cambiaria y una mejoría en la balance del comercio exterior y de las reservas del Banco Central. No parece ser un requisito indispensable eliminar inmediatamente la inflación y el desequilibrio fiscal, pero si lograr avances notorios en ambos flancos

En Foco 1:**12*****La economía de 2016 tendrá menos capacidad ociosa y más cuellos de botella que la de 2002***

- A partir de la crisis de 2001/02, la economía pudo recuperarse rápidamente con políticas de estímulo de la demanda porque existía una gran capacidad ociosa. Técnicamente, esto se conoce como brecha de producto, que alcanzó en aquel entonces al equivalente a 18 puntos porcentuales del PBI
- En cambio, en 2014 la diferencia entre el PIB observado y el potencial habría sido de entre el 3 y el 4 %, y el estimado para este año se sitúa entre el 6 y el 7 %
- No sólo la brecha de producto es significativamente menor a la de 2002, sino que en el presente se observan importantes cuellos de botella (en energía y transporte, por ejemplo), que obligan a generar soluciones por el lado de la oferta (lo que implica nuevas inversiones) en simultáneo con una eventual recuperación de la demanda agregada

En Foco 2:**15*****En los últimos dos meses cayó un 50 % interanual la liquidación de dólares de la agroindustria***

- Mientras en febrero y marzo del año pasado el sector aportó divisas en torno a los 2.000 millones de dólares por mes, este año ese guarismo se ubica en los 1.000 millones
- La compra –venta neta de divisas por parte del Banco Central acumula un saldo negativo de algo más de 1.000 millones de dólares en lo que va del año
- Por su parte, las Reservas se ubicaron en torno a US\$31.428 millones hacia fin del mes pasado

En Foco 3:**18*****Internacional: Se desplaza el centro de gravedad en el crecimiento de la economía mundial***

- La Eurozona mejora sus perspectivas, de la mano de una política monetaria extraordinariamente expansiva, un euro más depreciado (ya muy cerca de la paridad con el dólar) y precios de la energía en niveles más bajos
- La economía norteamericana pierde fuerza en el primer trimestre del año y se desacelera la creación de empleo. Sin embargo, no se pone en duda que estén dados los fundamentos para un crecimiento sostenido
- China parece encaminarse hacia otra nueva “normalidad” en materia de crecimiento, con proyecciones en torno al 7% para 2015

En Foco 4:**23*****El dato regional de la semana: Consumo de Gasoil por Regiones***

- La demanda de gasoil cayó 2,4% en 2014 respecto del año anterior, por la menor actividad en el sector agrícola y la contracción de la actividad industrial. Así, el consumo de este combustible fue el más bajo de los últimos cinco años
- En enero de 2015 se observa un incremento de 1% respecto de igual mes del año anterior, fenómeno explicado por el desempeño de la región Pampeana (+1,2%), que refleja el mayor volumen de granos transportados hacia los puertos
- La región de Cuyo continúa mostrando el peor desempeño (-2,5%), y lleva acumulados trece meses consecutivos de caídas interanuales en los despachos de gasoil. El Noroeste también cayó (-1,3%) y el NOA tuvo una leve mejoría (0,3%), mientras que en la Patagonia el consumo aumentó 3,7%

Selección de Indicadores:**27**

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley Nº 11723 - Nº 2328, Registro de Propiedad Intelectual Nº (en trámite). ISSN Nº 1667-4790 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610, 5º piso B (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001) Córdoba, Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org.

Editorial

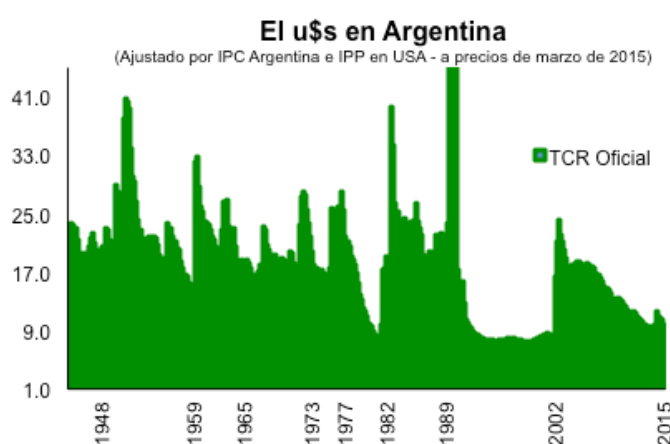
Claves para abrir el CEPO Cambiario

- La Argentina ha acumulado suficiente experiencia en materia de cepos cambiarios y también en los procesos de eliminación de esta distorsión. Desde 1941 se registran cinco etapas, incluida la actual, en las que la brecha alcanzó un nivel significativo, de más de 10 %, entre el tipo de cambio paralelo y el oficial
- Hay elementos en común en la dinámica que lleva a la implantación de restricciones cambiarias: alto déficit fiscal, elevada inflación, caída del tipo de cambio real, deterioro del balance comercial y pérdida de reservas del Banco Central
- Las experiencias anteriores indican que la fórmula para salir del cepo requiere corregir el atraso cambiario, frenar la inflación y mejorar las cuentas fiscales. En todos los casos se logró una rápida eliminación de la brecha cambiaria y una mejoría en el balance del comercio exterior y de las reservas del Banco Central. No parece ser un requisito indispensable eliminar inmediatamente la inflación y el desequilibrio fiscal, pero si lograr avances notorios en ambos flancos

En las últimas semanas, distintos candidatos presidenciales y economistas afines a ellos han estado evaluando la posibilidad de eliminar el Cepo Cambiario a partir de la próxima administración. El presente artículo intenta avanzar sobre esta temática respondiendo, a través de la experiencia empírica de nuestro país, preguntas muy concretas como las siguientes: ¿Es posible una salida rápida del cepo o debería ser gradual?, ¿Se necesita una gran devaluación previa? ¿La eliminación de la brecha cambiaria se produce por una suba del precio oficial de la divisa o por una caída del dólar paralelo ("Blue")?, ¿Cómo es la dinámica del Tipo de Cambio Real Oficial (TCR – poder adquisitivo del dólar) después de la eliminación de la brecha cambiaria?, ¿Es probable que se produzca una sobre-reacción ("overshooting") en el TCR?, ¿Debe solucionarse totalmente el problema inflacionario para eliminar la brecha cambiaria?, ¿Deben equilibrarse las cuentas fiscales para erradicar el cepo cambiario?

Antes de responder estas preguntas relacionadas con la eliminación de la brecha cambiaria, debemos analizar aunque sea muy rápidamente el proceso de génesis del Cepo de forma tal de identificar las principales causas que llevaron a las autoridades económicas a implementarlo hacia fines de 2011.

El Cepo cambiario no es otra cosa que la existencia de restricciones para la adquisición de divisas al tipo de cambio oficial para diversos fines: ahorro, viajes al exterior, importación de bienes, pagos de dividendos, etc. La respuesta simple del por qué aparecieron estas restricciones es porque faltan dólares. En economía cuando se produce la escasez de algún bien o servicio generalmente es porque su precio (en este caso el tipo de cambio oficial) es muy barato y por lo tanto, su demanda resulta muy alta y su oferta muy baja. El actual faltante de dólares en la economía de nuestro país no es la excepción ya que como puede apreciarse en el siguiente gráfico, el poder adquisitivo del dólar es uno de los más bajos de la historia reciente.



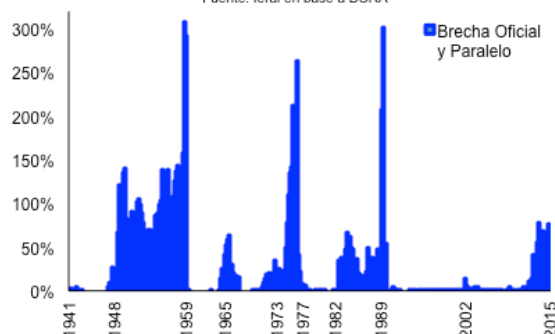
De esta forma, la pregunta clave es ¿por qué se cayó tanto el poder adquisitivo del dólar en Argentina durante los últimos años?. La respuesta, es bien sabida y ha sido analizada múltiples veces en estos informes pero bien vale la pena resumir las razones que tienen que ver claramente con los desequilibrios fiscales que presenta la economía de nuestro país: como el déficit fiscal ha sido financiado básicamente con emisión monetaria, esto derivó en un exceso de pesos que se tradujo en un nivel elevado de inflación. El Gobierno (Banco Central) para no retro-alimentar este proceso, fue devaluando el tipo de cambio muy por debajo del ritmo inflacionario generando caídas permanentes del TCR y deteriorando el Balance Comercial (entrada neta de dólares por motivos comerciales). De esta forma, el bajo TCR (dólar barato) se tradujo en faltante de dólares que fue esquilmando las reservas del Banco Central. Para frenar este proceso, las autoridades decidieron implementar el denominado Cepo cambiario hacia fines de 2011 y con éste, se produjo el nacimiento de una brecha cambiaria relevante (superior al 10%).

El proceso descripto anteriormente no fue nuevo en Argentina. Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, desde 1941 hasta la fecha pueden encontrarse al menos cinco episodios¹ donde han surgido estas brechas cambiarias (superiores al 10%).

¹ Abril de 1947, Junio de 1964, Abril de 1971, Julio de 1982 y Noviembre de 2011.

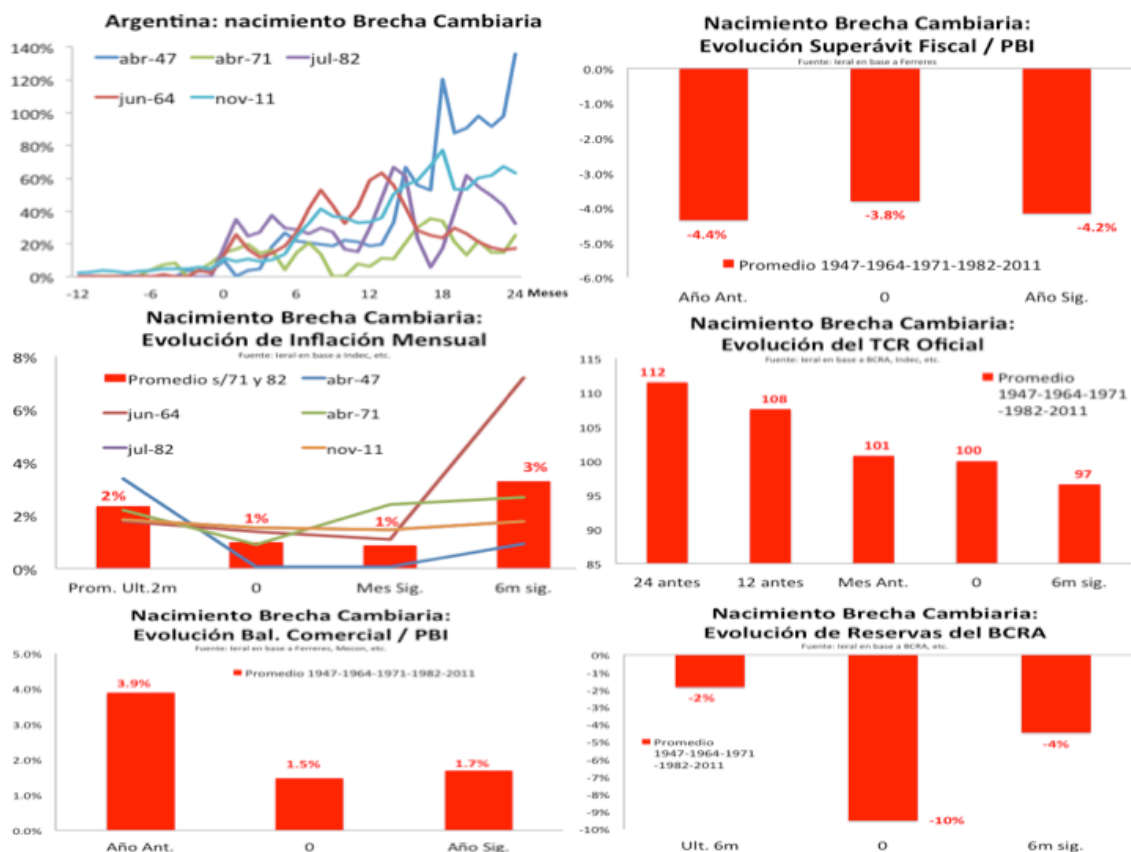
El u\$s en Argentina

Fuente: Ieral en base a BCRA



Si bien, los contextos externos e internos en estos cinco episodios fueron muy diferentes, como puede apreciarse en los siguientes gráficos, todos ellos tienen en común la dinámica macroeconómica que condujo al cepo hacia fines de 2011: alto déficit fiscal, elevada inflación, caída del TCR, deterioro del Balance Comercial y pérdida de reservas del Banco Central.

Macroeconomía del nacimiento de brecha cambiaria

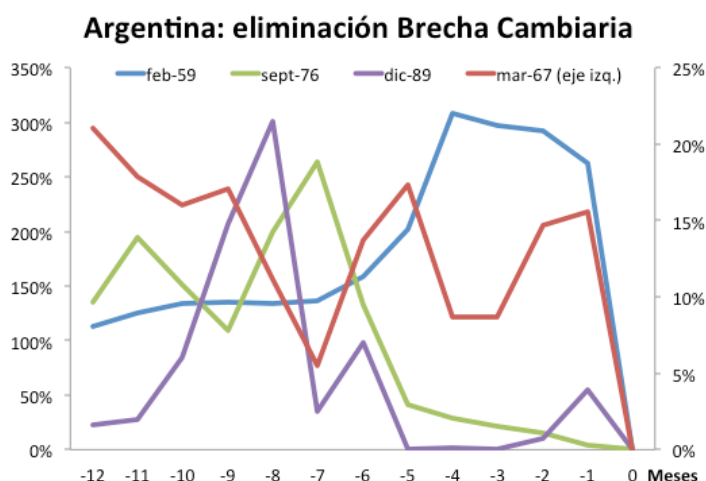


De esta forma, la fórmula clara para salir del Cepo se basa en tres pilares: un Tipo de cambio oficial más alto (de forma tal de eliminar su atraso), que se frene la inflación y que mejoren las cuentas fiscales.

Si bien estos pilares son indiscutibles dada la evidencia empírica mostrada anteriormente, no arroja luz sobre las preguntas claves que formuláramos al principio del artículo. Para responder las mismas, también vamos a utilizar la evidencia empírica de nuestro país, pero ahora analizaremos los períodos donde las brechas cambiarias fueron eliminadas².

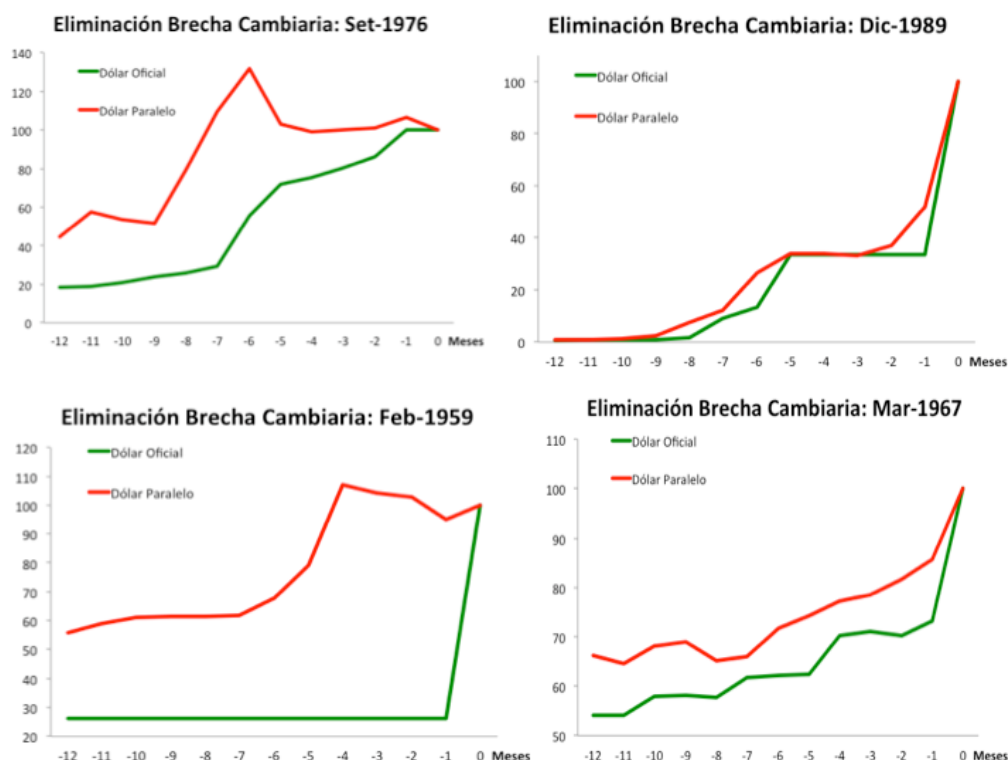
- **¿Es posible una salida rápida del cepo o debería ser gradual?, ¿Se necesita una gran devaluación previa? ¿La eliminación de la brecha cambiaria se produce por una suba del precio oficial de la divisa o por una caída del dólar paralelo (“Blue”)?**

En general, las eliminaciones de las brechas se han realizado bastante rápido. Con la excepción del año 1976 donde la brecha desapareció en 6 meses, para el resto de los casos la diferencia entre el dólar oficial y el paralelo desapareció prácticamente en 1 mes como puede apreciarse en el siguiente gráfico.



El tamaño de la devaluación obviamente depende del grado de atraso con el que llegue el TCR. La evidencia empírica muestra un único caso (Febrero de 1959) que, con una sola devaluación mensual se equipararon los tipos de cambio oficial y paralelo. En el resto de los casos, se observa durante algunos meses devaluaciones oficiales superiores a la del mercado paralelo. En aquellos casos donde el precio de la divisa del mercado paralelo creció fuertemente en los meses previos a la eliminación de la brecha (1959 y 1976), el mayor ritmo de devaluación oficial no se trasladó al mercado de cambios marginal.

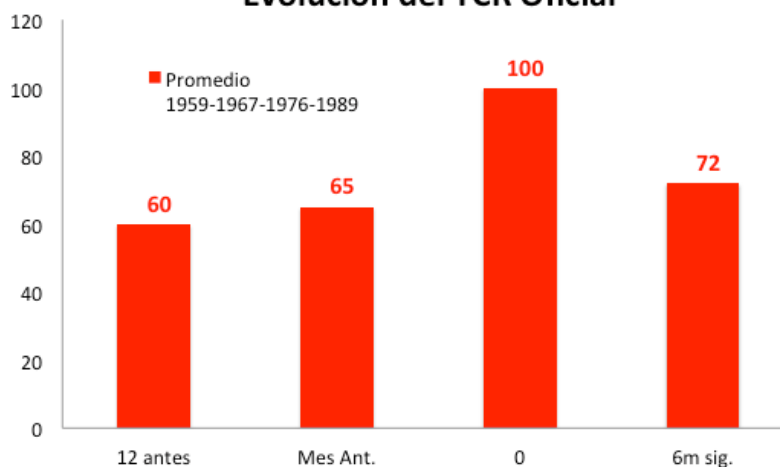
²Febrero de 1959, Marzo de 1967, Septiembre de 1976 y Diciembre de 1989.



- **¿Cómo es la dinámica del Tipo de Cambio Real Oficial (poder adquisitivo del dólar) después de la eliminación de la brecha cambiaria?, ¿Es probable que se produzca una sobre-reacción (“overshooting”) en el TCR?**

Dado que uno de los problemas claves era que el TCR estaba atrasado, es dable esperar que para eliminar la brecha cambiaria, el TCR tenga que aumentar. La evidencia empírica promedio muestra que efectivamente este precio relativo mejora al eliminarse la brecha cambiaria pero con alguna sobre-reacción en el cortísimo plazo. Como también era dable de esperar, luego del “overshooting”, el TCR termina estabilizándose en niveles más altos que los previos a la eliminación de la brecha.

Eliminación Brecha Cambiaria: Evolución del TCR Oficial



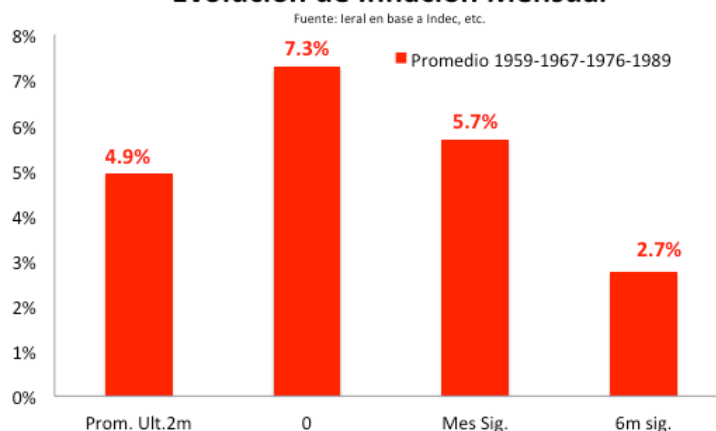
- **¿Debe solucionarse totalmente el problema inflacionario para eliminar la brecha cambiaria?**

Argentina actualmente enfrenta al menos dos restricciones muy importantes que dificultan una eliminación rápida de la inflación. La primera está relacionada con la inflación reprimida derivada del atraso cambiario y tarifario. Claramente resultará muy difícil para cualquier administración eliminar esta inflación reprimida de un día para el otro. El otro problema tiene que ver con las restricciones de credibilidad que hay actualmente en Argentina con los sistemas cambiarios. La experiencia empírica muestra que bajar rápidamente la inflación requiere de fuertes (y creíbles) fijaciones del tipo de cambio nominal (en el caso de nuestro país los ejemplos son en junio de 1985 y abril de 1991). Dados los problemas que se originaron con la caída de la convertibilidad, cualquier administración podría tener serios problemas de credibilidad si intentase estabilizar la inflación mediante una fuerte ancla cambiaria nuevamente.

Por lo tanto, si bien es esperable en una nueva administración el lanzamiento de un plan anti-inflacionario, lo más probable es que el ritmo de crecimiento de los precios se reduzca pero que no llegue tan rápidamente a los niveles internacionales. Dada esta restricción, ¿es posible eliminar la brecha cambiaria aún con una inflación, si bien más baja que la actual, todavía bastante alejada de los estándares internacionales?

La respuesta es afirmativa de acuerdo a la evidencia empírica de nuestro país. Como puede apreciarse en el siguiente gráfico, en el momento de la eliminación de la brecha cambiaria la inflación se acelera (por la devaluación) y luego cae a niveles bastante más bajos que en los meses previos pero que en términos absolutos siguen siendo elevados.

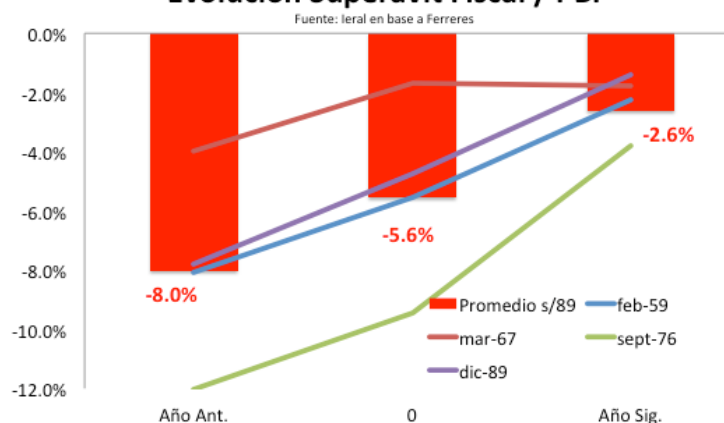
Eliminación Brecha Cambiaria: Evolución de Inflación Mensual



- **¿Deben equilibrarse las cuentas fiscales para erradicar el cepo cambiario?**

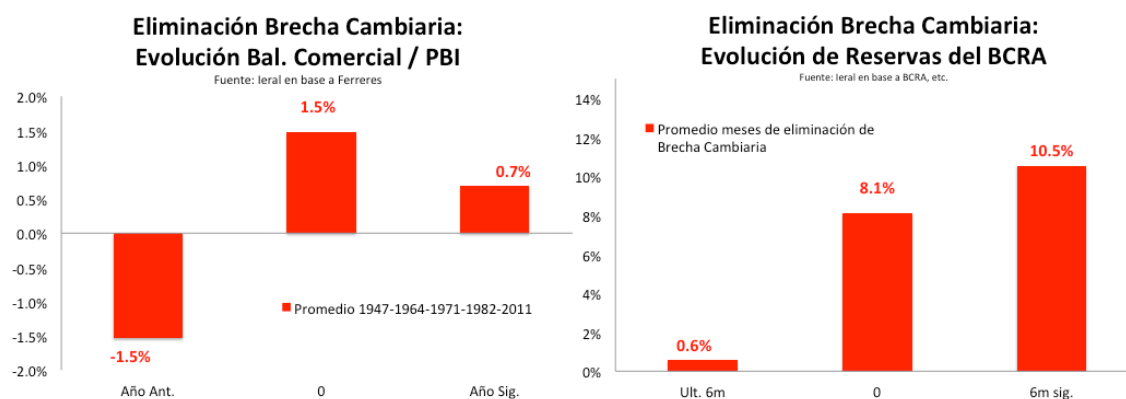
Al igual que la pregunta anterior, este punto también resulta muy relevante para la Argentina actual ya que dados los enormes problemas de exceso de gasto público (subsidios económicos) y de altísima presión impositiva, la próxima administración difícilmente pueda resolver completamente estos desequilibrios rápidamente. La evidencia empírica de nuestro país muestra que en el año de la eliminación de la brecha cambiaria (y el año subsiguiente) claramente se requiere de una importante mejora en las cuentas fiscales pero no necesariamente las mismas deben equilibrarse en el mismo año en que se elimina la brecha cambiaria.

Eliminación Brecha Cambiaria: Evolución Superávit Fiscal / PBI



De esta forma, si bien la eliminación de la brecha cambiaria requiere atacar rápidamente los problemas que originaron el nacimiento de la misma (atraso cambiario, inflación y cuentas fiscales), la eliminación completa tanto de la inflación como de los desequilibrios fiscales no parecen ser requisitos indispensables aunque sí una importante mejora en los mismos.

Por último, la evidencia empírica también muestra que el combo de eliminar el atraso cambiario junto con una reducción importante y sostenible en los desequilibrios fiscales y en la inflación, no solamente permiten eliminar la brecha cambiaria, sino también solucionar el faltante divisas que sufrió la economía durante la existencia de las restricciones cambiarias.



En Foco 1

La economía de 2016 tendrá menos capacidad ociosa y más cuellos de botella que la de 2002

- A partir de la crisis de 2001/02, la economía pudo recuperarse rápidamente con políticas de estímulo de la demanda porque existía una gran capacidad ociosa. Técnicamente, esto se conoce como brecha de producto, que alcanzó en aquel entonces al equivalente a 18 puntos porcentuales del PBI
- En cambio, en 2014 la diferencia entre el PIB observado y el potencial habría sido de entre el 3 y el 4 %, y el estimado para este año se sitúa entre el 6 y el 7 %
- No sólo la brecha de producto es significativamente menor a la de 2002, sino que en el presente se observan importantes cuellos de botella (en energía y transporte, por ejemplo), que obligan a generar soluciones por el lado de la oferta (lo que implica nuevas inversiones) en simultáneo con una eventual recuperación de la demanda agregada

Las estimaciones del IERAL de la brecha de producto, esto es de la diferencia entre el PIB observado y el potencial rondaría el 3 / 4% en 2014 y terminaría 2015 en 6 / 7%. Esto contrasta con 2002, cuando la brecha alcanzó casi 18% como resultado de varios años de recesión y la caída del PIB ese año, que fue del 10,9%. Como se sabe, una economía con exceso de capacidad ociosa (con brecha positiva de producto) tiene capacidad de recuperación más rápida y menos costosa ante un cambio en el contexto que modifique expectativas, mientras que una economía que se encuentre más cerca de su potencial sólo podrá crecer si realiza un esfuerzo por expandir su capacidad instalada mediante más inversión.

A esta capacidad de reacción más acotada para el próximo año, se suma que existen cuellos de botella que pueden complicar más la situación y obligar a generar soluciones por el lado de la oferta en lugar de impulsar el crecimiento por el lado de la demanda.

La dinámica del PIB

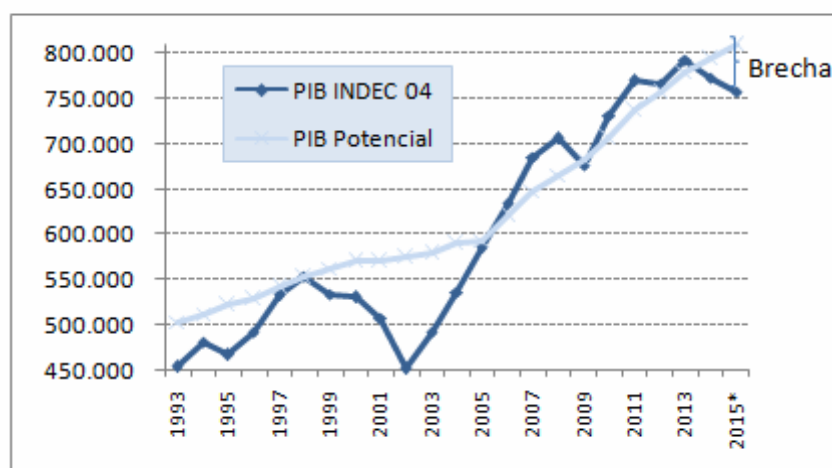
La semana pasada el INDEC publicó los datos del nivel de actividad del IV trimestre, que, según esta información oficial, permaneció estancado respecto al III trimestre y creció 0,4% respecto al IV de 2013. De este modo, según el INDEC, en el 2014 la economía Argentina registró un crecimiento de 0,5%.

En este proceso, la formación de capital registró un retroceso de 5,6%, el consumo privado, -05% y las exportaciones, -8,1% y el único componente de la demanda agregada que registró crecimiento fue el Consumo Público, que se incrementó 3,8%. Esto generó una contracción global de la Demanda Agregada de 1,9%, que se tradujo en una caída en las importaciones de 12,6% ya que el PIB registró una variación levemente positiva.

Por su parte, las mediciones privadas coinciden en que la producción Nacional registró un retroceso en 2014. Estas discrepancias generan un importante margen de error en las estimaciones y enturbian el diagnóstico sobre las posibilidades de crecimiento.

Teniendo en cuenta la dinámica del capital, el empleo y la productividad que surgen de los datos oficiales y estimaciones propias y comparando con la dinámica observada del PIB que surge de las estimaciones privadas (que encuentran una caída del orden de 2,5% en 2014), se puede evaluar la magnitud de la brecha de producto. Para 2014, se encuentra una mejora acotada del capital, cuyo crecimiento rondaría el 1,4%, y de la productividad, que no supera el 1%, mientras que se observa una caída del 1,4% en el empleo. Así, mientras se estima una caída para el PIB observado, la mejora del capital y la productividad, si bien acotadas, se tradujeron en un leve incremento del PIB potencial, de modo tal que pareciera que la economía tiene margen para crecer sin mayores inversiones. Las estimaciones muestran una brecha de producto potencial del orden del 3 o 4%. Si en 2014 el PIB no hubiera registrado caída, como surge de las estadísticas oficiales, más de la mitad de esta brecha se diluye.

La brecha de producto en Argentina



Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC, OJFerrerres y Arklems.

Cuellos de botella

Este exceso de capacidad que pareciera surgir de las estadísticas esconde situaciones poco homogéneas que probablemente dificultarían esta posibilidad de 'crecer sin inversión'. En

numerosos sectores existen cuellos de botella que sería necesario ‘destrabar’ para poder crecer. Tal es el caso de la provisión de energía, sea el gas en invierno o la electricidad en verano, también se observan restricciones en la matriz de transporte, con problemas en transporte terrestre como fluvial con el tema del dragado de los ríos. Probablemente, también existan problemas de capacitación laboral para la reinserción de los desempleados.

Es difícil cuantificar cuan restrictivos son o el costo de resolver cada uno de ellos, factores relevantes a la hora de diseñar un ranking de prioridades, y probablemente sea esta una de las tareas de diagnóstico más importante que deban realizar quienes aspiren a dirigir el país a partir de 2016

En síntesis, la próxima administración no tendrá una tarea fácil, ya que si bien existe capacidad productiva ociosa que permitiría un crecimiento relativamente fácil, también deberá contemplar los numerosos cuellos de botella latentes, que se volverán más restrictivos en un escenario de crecimiento.

En Foco 2

En los últimos dos meses cayó un 50% interanual la liquidación de dólares de la agroindustria

- Mientras en febrero y marzo del año pasado el sector aportó divisas en torno a los 2.000 millones de dólares por mes, este año ese guarismo se ubica en los 1.000 millones
- La compra –venta neta de divisas por parte del Banco Central acumula un saldo negativo de algo más de 1.000 millones de dólares en lo que va del año
- Por su parte, las Reservas se ubicaron en torno a US\$31.428 millones hacia fin del mes pasado

Con datos del primer trimestre del año casi completo, se tiene que el indicador de compras netas de dólares por parte del Central se ubicó en torno a -US\$ 1.280,3 millones mensuales. Este guarismo, implica un deterioro respecto del saldo de diciembre (-US\$842,7 millones), aunque está en línea con los saldos observados en idénticos periodos de años anteriores. Analizando por separado, el nivel de liquidación de divisas por parte del sector agroindustrial muestra una contracción del 52% respecto de igual mes del año pasado y profundiza su contracción respecto de los primeros meses. Por su parte, el saldo negativo en las compras netas de divisas por parte del BCRA muestra un saldo negativo por tercer mes consecutivo.

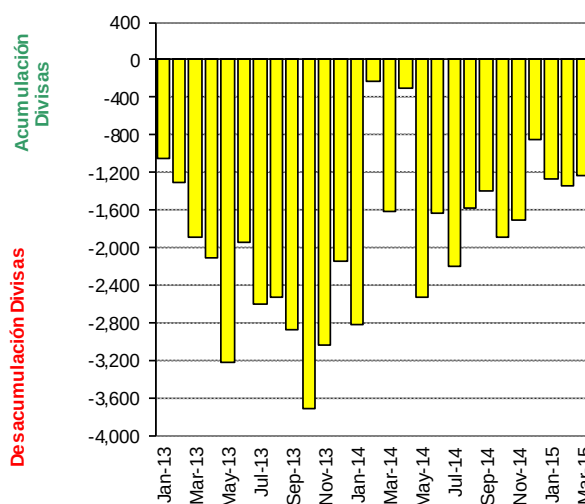
A partir de los datos de liquidación de divisas y de la compra-venta de dólares por parte del Central, se ha construido un indicador que permite tener una idea de la acumulación o no de esas divisas liquidadas en forma de reservas internacionales en el Banco Central. En este sentido, el indicador refleja la diferencia entre la liquidación de divisas por parte de exportadores e industriales de aceite y cereales; y la compra/venta de dólares por parte de la Autoridad Monetaria.

Como muestra el gráfico, tomando el acumulado mensual, el indicador de compra/venta neta de divisas por parte del Central refleja que luego de tocar un mínimo de -US\$ 842,7 millones a fines del año pasado, el saldo se expandió hasta -US\$ 1.334,9 millones en febrero y en marzo (con datos hasta el día 20), se ubicó en -US\$ 1.231,7 millones. Este comportamiento, estuvo motorizado principalmente por el deterioro en la capacidad del BCRA que captar las divisas liquidadas, pero también agravado por la contracción en los volúmenes de dólares liquidados

por el sector agroindustrial. En este sentido, las compras netas del Central vienen mostrando un saldo negativo de -US\$187,4 en enero, -US\$399,8 en febrero y, -US\$430,1 millones el mes pasado para acumular un rojo de 1.000 millones de dólares en lo que va del año. Por su parte, el volumen de dólares liquidados -que se había mantenido estable en enero respecto de igual mes del año pasado (US\$1.086,9 millones)-, en febrero ha disminuido significativamente en términos interanuales (-51% a/a), hasta US\$935,1 millones. En marzo, este comportamiento se profundizó: la liquidación de “agrodólares” cayó 52% interanual.

Compra/Venta de divisas "netas" del BCRA

Compra/Vta del BCRA - Liquidación CIARACEC (dato mensual)

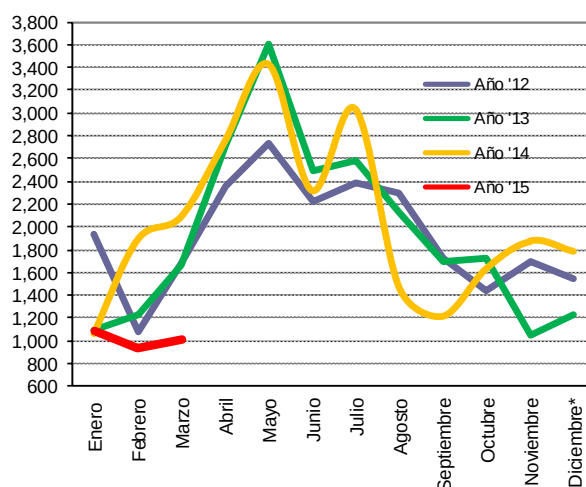


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos CiaraCec y BCRA

Como muestra el gráfico, tanto en febrero como en marzo de este año, la trayectoria de la liquidación de “agrodólares” ha disminuido notablemente respecto a años anteriores. Esto es, mientras que en febrero/marzo de 2013 y 2014 se liquidaban US\$1.212/US\$1.671 y US\$1.892/US\$2.094 millones respectivamente, en febrero/marzo de este año el volumen liquidado apenas sumó US\$935/US\$1.004 millones para esos dos meses bajo análisis. Como se mencionara en informes anteriores, posiblemente aquí estén operando una serie de factores que incluyen, entre otros, la baja de los precios internacionales y la

Volumen mensual de Liquidaciones

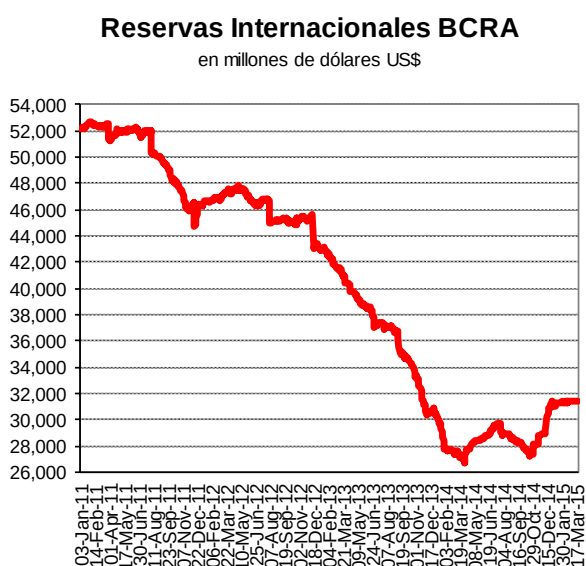
en millones de dolares, acumulado mensual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos CiaraCec y BCRA

expectativa de unificación cambiaria que potencialmente podría implementar un nuevo gobierno.

En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA han logrado crecer apenas levemente este año, para ubicarse en torno a US\$31.428 millones durante los últimos días del mes pasado. Un guarismo superior al registrado en meses anteriores, pero todavía muy lejos de los US\$52.000 millones que acumulaban a principios de 2011.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

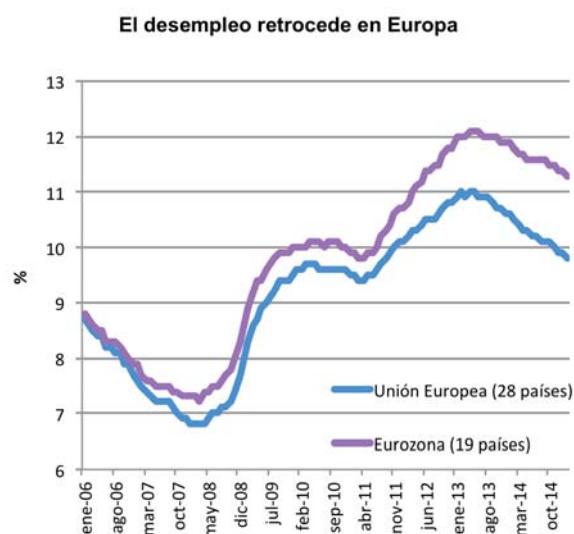
En Foco 3

Internacional: Se desplaza el centro de gravedad en el crecimiento de la economía mundial

- La Eurozona mejora sus perspectivas, de la mano de una política monetaria extraordinariamente expansiva, un euro más depreciado (ya muy cerca de la paridad con el dólar) y precios de la energía en niveles más bajos
- La economía norteamericana pierde fuerza en el primer trimestre del año y se desacelera la creación de empleo. Sin embargo, no se pone en duda que estén dados los fundamentos para un crecimiento sostenido
- China parece encaminarse hacia otra nueva “normalidad” en materia de crecimiento, con proyecciones en torno al 7% para 2015

Un mundo en el que los países desarrollados vuelven a tomar la delantera, mientras los emergentes desaceleran. Ese parece ser el cuadro de situación en este comienzo de 2015. Europa, con perspectivas de un cambio positivo en el ritmo de crecimiento, y Estados Unidos, con un primer trimestre menos dinámico, pero que no pone en duda la existencia de fundamentos para un crecimiento sólido. El foco de atención está puesto en la acción de los principales Bancos Centrales, con Estados Unidos dilatando un poco más el alza de las tasas de interés (para septiembre, tal vez), y Europa, en la etapa inicial de una política incisiva que busca incentivar la economía y combatir, a la vez, los riesgos deflacionarios. China pierde fuerza, con proyecciones de crecimiento del PIB en torno al 7% para este año, y parte de los BRICs (Brasil y Rusia), en recesión, completan el cuadro.

Los indicadores líderes de la OECD, que anticipan cambios cualitativos de la economía, están mostrando un cambio positivo para la Eurozona para los próximos meses. El nuevo ciclo de política monetaria expansiva del Banco Central Europeo, que se pone en práctica a través del programa de compra de activos, se suma a un escenario internacional de menores precios de la energía, más benigno para la región. La



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

demanda doméstica está respondiendo en forma positiva al nivel más bajo en los precios del barril: las ventas minoristas crecen a un ritmo que supera el de los últimos 10 años. El euro más débil, ya cerca de la paridad con el dólar, anticipa un mayor dinamismo de la demanda externa. Por su parte, el mercado laboral viene recuperándose poco a poco, con una tasa de desempleo que deja atrás, de a poco pero en forma sostenida, el techo del 12%. Entre los países más complicados, España ha logrado recortar en 3 puntos porcentuales el pico de desempleo de 26,3% de comienzos de 2013. Todavía un nivel muy elevado, pero que persiste en el camino descendente.

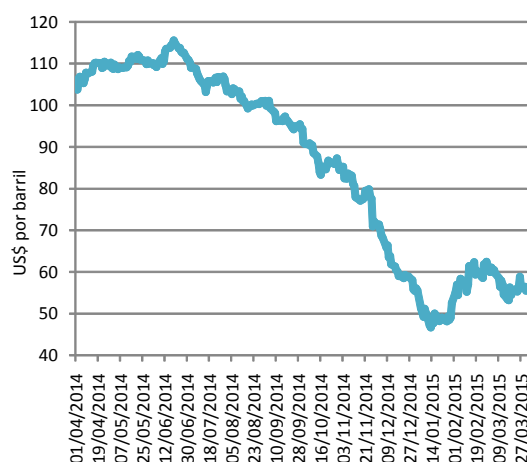
Los riesgos de deflación se alejan, de la mano de la expansión cuantitativa y de un euro más depreciado, que encarece los precios de importación.

Notar que, en los últimos meses, la inflación se ha desacelerado con fuerza en países como Estados Unidos, coincidiendo con la abrupta caída en el precio internacional del petróleo, que bajó desde US\$115 hasta un rango de entre US\$50 y US\$60 (en el que se mueve en la actualidad). En el caso de Europa, la caída de los precios de la energía profundizó la desaceleración de precios que ya se observaba desde mediados de 2013. En ambas regiones la inflación adopta signo negativo en la variación interanual (de -0,1% en ambos casos), pero si se excluyen los precios de la energía, el nivel general de precios adopta signo positivo: de 1,9% interanual en el caso de Estados Unidos, y de 0,6% anual en el caso de la Eurozona.

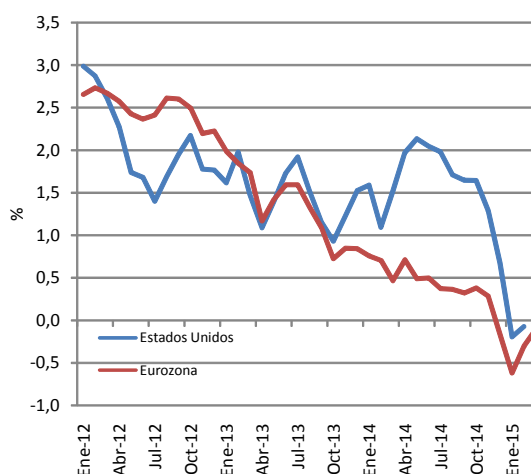


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de mercado

Precio del petróleo Brent
Dólares por barril



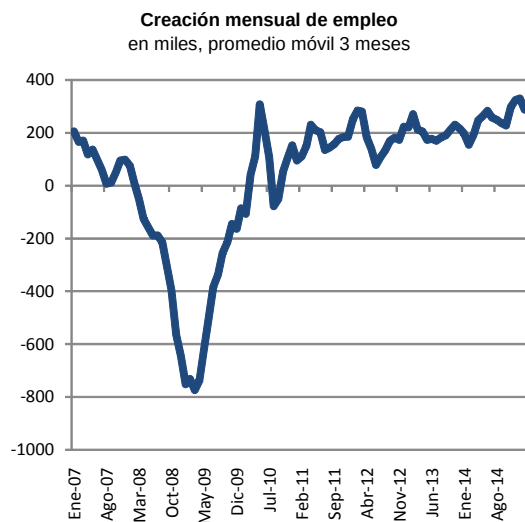
Inflación en Estados Unidos y Europa



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de mercado Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

En Estados Unidos están dadas las condiciones para la tan esperada suba de tasas. Sin embargo, todo parece indicar que la Reserva Federal seguirá manejando la política monetaria con cautela. No sólo dilatando la primera subida de tasas para el segundo semestre del año, sino que además, todo hace pensar en que las subas de tasas de interés, cuando comiencen, serán pausadas y moderadas. En el primer trimestre del año, el nivel de actividad perdió dinamismo, mientras que el mercado laboral, que hasta el mes de enero creaba, en promedio, más de 300 mil puestos por mes, empezó a desacelerar el ritmo. Es importante notar que la tasa de desempleo ya se ubica en 5,5%, igualando el promedio de las últimas dos décadas. A favor de una salida monetaria cauta, está también el hecho de que el dólar se ha apreciado con fuerza respecto a una canasta de monedas lo que, junto con la caída de los precios de la energía, aleja los riesgos inflacionarios. Si este escenario se ratificara, la tasa de referencia, Fed Funds, recién tocaría el 1% hacia fin de 2016, lo que hace pensar en tasas de largo plazo en torno al 3% para ese entonces, un escenario menos perjudicial de lo que podía preverse, hace poco tiempo atrás, para países como la Argentina.

Estados Unidos



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

China, por su parte, continúa desacelerando, y las proyecciones de su gobierno ubican el crecimiento del PIB en 7% para este año, reflejando un cambio en el modelo de crecimiento, que desplaza a la inversión con el consumo para motorizar la economía, con un consecuente crecimiento más pausado de la productividad. Las autoridades parecen estar aceptando esta situación. Los indicadores líderes de la OECD anticipan un crecimiento estable para los próximos meses, lo que hace pensar que este nuevo nivel de tasas de crecimiento llegó para quedarse.

En Foco 4

El dato regional de la semana: Consumo de Gasoil por Regiones

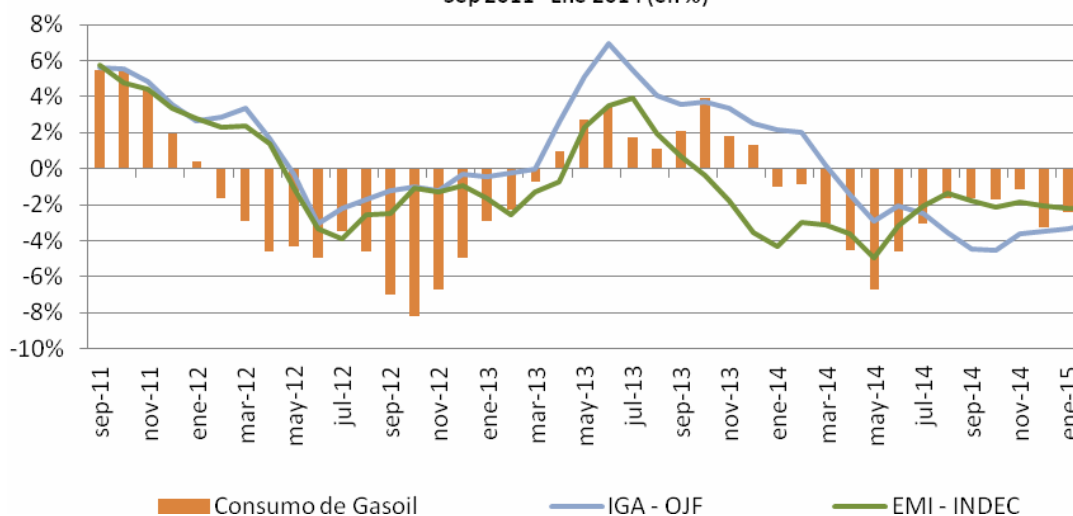
- La demanda de gasoil cayó 2,4% en 2014 respecto del año anterior, por la menor actividad en el sector agrícola y la contracción de la actividad industrial. Así, el consumo de este combustible fue el más bajo de los últimos cinco años
- En enero de 2015 se observa un incremento de 1% respecto de igual mes del año anterior, fenómeno explicado por el desempeño de la región Pampeana (+1,2%), que refleja el mayor volumen de granos transportados hacia los puertos
- La región de Cuyo continúa mostrando el peor desempeño (-2,5%), y lleva acumulados trece meses consecutivos de caídas interanuales en los despachos de gasoil. El Noroeste también cayó (-1,3%) y el NOA tuvo una leve mejoría (0,3%), mientras que en la Patagonia el consumo aumentó 3,7%

La demanda de gasoil está fuertemente relacionada con el nivel de actividad económica. El gasoil de grado 2, que en los últimos 4 años representó más del 87% de las ventas de gasoil en nuestro país, es un insumo clave para la actividad agropecuaria, un indicador útil al momento de medir la actividad industrial, y el principal combustible del transporte de carga y pasajeros.

Durante el año 2014 el consumo de gasoil a nivel nacional se mantuvo 2,4% por debajo de los niveles registrados durante el año 2013, y si consideramos únicamente el gasoil de grado 2, el guarismo resulta en -3,7%. De manera consistente, el Índice General de Actividad (IGA - OJF)¹, y el Estimador Mensual Industrial (EMI - INDEC), mostraron en 2014 contracciones de -2,5% en ambos casos.

¹ Orlando J Ferreres & Asociados

Consumo de Gasoil, Índice General de Actividad (IGA) y Estimador Mensual Industrial (EMI)
Evolución interanual- Promedio trimestral móvil
Sep 2011 - Ene 2014 (en %)



Fuente: IERAL en base a datos de la Secretaría de Energía de la Nación, INDEC y OJF.

En el mes de enero del 2015

2, la demanda de gasoil mostró una recuperación de 1% interanual, fundamentalmente traccionada por la región Pampeana (+1,2%) que representa el 69% del consumo nacional.

Este crecimiento en la demanda de Gasoil durante el mes de enero, se explica en parte por un incremento en las toneladas de granos transportadas hacia los puertos. En el primer mes de 2015 se transportaron hacia los puertos 336 mil toneladas más de que en enero de 20143 . Considerando camiones de flete largo con capacidad de transporte de 28 toneladas, y una distancia promedio de 350 km entre la explotación agrícola/ industria procesadora y puertos de exportación4 , el incremento en los embarques contribuiría a explicar el consumo de más de 3340 m3 de gasoil5 (un incremento de 0,5% respecto del gasoil demandado por la zona pampeana en enero de 2014).

El dinamismo de la región observado en el primer mes del año se explicó por la expansión en la demanda de gasoil de Capital Federal y la Provincia de Buenos Aires.

² Último dato de consumo de gasoil disponible a la fecha

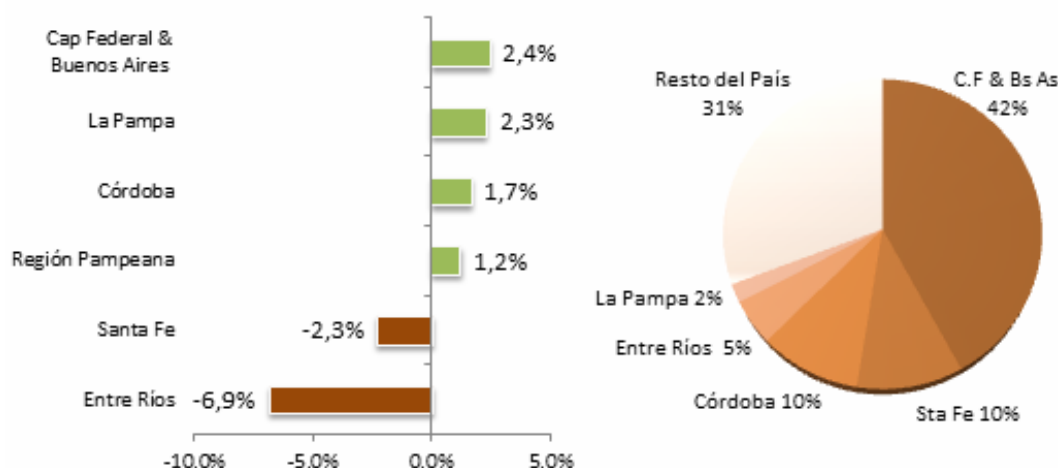
³ Se consideran los datos de embarques del sector exportador (trigo, maíz, sorgo, cebada cerv. y cebada forraj. Y soja) publicados por el MINAGRI.

⁴ La distancia promedio de un camión que realiza sólo flete largo, en viaje de ida y vuelta, será de 700 km.

⁵ En base a cálculos realizados por la Bolsa de Comercio de Rosario. Julio Calzada y Florencia Matteo. "Proyección de consumo de gasoil para la campaña 2013/ 2014".

La Pampa y Córdoba, también registraron aumentos en el consumo de gasoil de 2,3% y 1,7% respectivamente. Sin embargo, los metros cúbicos de gasoil demandados en dichas provincias son 10,4% y 4% menores a los valores registrados en 2013.

Región Pampeana y Provincias que la Componen
Variación interanual en enero 2015 y Participación en el Consumo de Gasoil (*)



Fuente: IERAL en base a datos de la Secretaría de Energía de la Nación.

(*) Promedio 2010 – 2014

La provincia de Santa Fe (10% del consumo nacional), mostró una caída de 2,3% respecto enero de 2014, y una variación de -12,5% respecto igual mes del año 2013. Durante el año 2014, dicha provincia acumuló una reducción en el consumo de gasoil de 1,7%, sirviendo como termómetro de la actividad económica que se contrajo un 1,2% respecto del año anterior.

La provincia de Entre Ríos mostró el peor resultado de la región, con un nivel de ventas de gasoil 6,9 menor al registrado en enero de 2014, y 14,9% menor a enero de 2013.

Consumo aparente de Gasoil
Variación interanual (%) – Enero 2015

Total País	1,0%	Cuyo	-2,5%
		<i>San Luis</i>	8,0%
Pampeana	1,2%	<i>Mendoza</i>	-4,2%
<i>Cap Federal & Buenos Aires</i>	2,4%	<i>San Juan</i>	-3,8%
<i>Córdoba</i>	1,7%	Noreste	-1,3%
<i>La Pampa</i>	2,3%	<i>Misiones</i>	-1,3%
<i>Santa Fe</i>	-2,3%	<i>Formosa</i>	-13,0%
<i>Entre Ríos</i>	-6,9%	<i>Corrientes</i>	-0,6%
Noroeste	0,3%	<i>Chaco</i>	1,3%
<i>Santiago del Estero</i>	-5,6%	Patagónica	3,7%
<i>Salta</i>	-1,9%	<i>Neuquén</i>	1,7%
<i>Tucumán</i>	0,5%	<i>Río Negro</i>	-1,7%
<i>Catamarca</i>	15,5%	<i>Tierra Del Fuego</i>	11,2%
<i>La Rioja</i>	-0,7%	<i>Chubut</i>	5,3%
<i>Jujuy</i>	0,7%	<i>Santa Cruz</i>	6,3%

Fuente: IERAL en base a datos de la Secretaría de Energía de la Nación.

La región Patagónica continúa registrando el incremento más notable en las ventas de gasoil. La demanda del combustible en dicha región fue impulsada por Chubut y Santa Cruz, que en conjunto representan cerca del 50% del consumo de la región, y aumentaron 5,3% y 6,3% respectivamente.

Por otro lado, es necesario destacar que Neuquén ya no muestra una demanda tan vigorosa como en los 3 primeros trimestres de 2014. Si bien ha evidenciado en enero un crecimiento interanual, el desempeño trimestral móvil refleja una caída de -1,5% al comparar con igual período del año anterior.

La región que ha mostrado peor desempeño fue Cuyo (-2,5%), que ya acumula trece meses consecutivos de caídas interanuales en los despachos de gasoil.

Mendoza y San Juan continúan mostrando caídas en el consumo de gasoil, relacionadas con su pobre desempeño económico. Ambas provincias mostraron en 2014 una contracción en su nivel de actividad económica superior a la media nacional, de -3,8% y -5,1% respectivamente⁶.

En la región NEA, se registra en enero de 2015 una contracción interanual de -1,3%. Únicamente Chaco mostró una evolución positiva del guarismo (1,3%), aunque mostrando una

⁶ Ieral Mendoza. Monitor de Provincias

desaceleración respecto de las tasas de crecimiento que había alcanzado en el último trimestre del año (+8%). Corrientes y Misiones, por otro lado, muestran una desaceleración del ritmo de caída de la demanda del combustible en relación a lo observado en el último trimestre del año.

El Noroeste ha logrado mantener la demanda de gasoil en primer mes del año (0,3%), aunque las provincias que integran la región han tenido comportamientos disímiles,

Dado que en 2014 se registró el menor consumo de gasoil de los últimos 5 años, sumado al nuevo record de producción agrícola que se espera para el año 2015, es esperable que en el transcurso del año no se manifiesten caídas interanuales importantes, y que la demanda de gasoil tienda a mantenerse respecto del año anterior.

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	dic-14	213,0	0,1%	0,6%	0,0%
IGA-OJF (1993=100)	feb-15	149,7	0,2%	-2,8%	-2,9%
EMI (2006=100)	ene-15	111,8	1,1%	-12,5%	-2,1%
IPI-OJF (1993=100)	feb-15	149,7	-0,6%	-2,5%	-2,2%
Servicios Públicos	ene-15	257,9	-0,2%	2,1%	2,1%
Patentes	feb-15	43.742,0	-	-25,7%	-34,0%
Recaudación IVA (\$ mm)	feb-15	31.013,2	-	25,7%	24,4%
ISAC	ene-15	177,0	2,1%	0,1%	0,1%
Importación Bienes de Capital (volumen)	ene-15	-	-	-9,0%	-9,0%
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	feb-15	27.460	-24,93%	30,7%	30,2%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2014 IV	148,1	-6,7%	-7,9%	-4,6%
Brasil	2014 IV	148,1	-6,7%	-7,9%	-4,6%
México	2014 IV	160,7	2,6%	2,6%	7,7%
Estados Unidos	2014 IV	102,3	0,1%	-0,4%	-0,6%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var %	var % a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	feb-15	106.557,9	-9,3%	31,3%	30,6%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	feb-15	28.518,4	-2,1%	34,3%	31,4%
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
	ene-15	ene-ago 14	ene-14	ene-ago 14	
Adelantos Transitorios BCRA *		-1.900,0	66.950,0	50,0	54.920,0
	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)	feb-15	129,9	0,9%	-	-
Inflación (San Luis, 2003=100)	feb-15	808,6	2,0%	28,9%	40,9%
Salarios (abril 2012=100)*	ene-15	199,8	2,0%	-2,1%	-1,8%
TCR Bilateral (1997=100)	ene-15	119,8	0,0%	-13,3%	-13,3%
TCR Multilateral (1997=100)	ene-15	120,6	-0,6%	-17,9%	-17,9%
	26-mar-15	feb-15	dic-14	feb-14	
TCN Oficial (\$/US\$)		8,82	8,70	8,57	7,87
TCN Brecha		45,4%	51,1%	61,1%	52,0%
TCN Real (R\$/US\$)		3,18	2,82	2,66	2,38
TCN Euro (US\$/€)		1,09	1,13	1,21	1,37

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var % *	var % a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	13-mar-15	452.219,0	-0,3%	27,5%	26,7%
Depósitos (\$ mm)	13-mar-15	1.060.995,5	-1,2%	30,6%	29,9%
Sector Público No Financiero	13-mar-15	318.721,4	-1,8%	24,2%	27,2%
Sector Privado No Financiero	13-mar-15	739.027,2	-1,0%	33,7%	31,1%
Créditos (\$ mm)	13-mar-15	662.750,9	-0,3%	18,0%	16,7%
Sector Público No Financiero	13-mar-15	39.811,3	-1,5%	-6,5%	-3,0%
Sector Privado No Financiero	13-mar-15	611.232,0	-0,3%	20,6%	19,0%
	Fecha	Dato	feb-15	31-dic-13	mar-14
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	13-mar-15	31.391,0	31.342,9	30.599,0	27.310,6
Ratio de cobertura de las reservas	13-mar-15	61,0%	60,5%	52,9%	61,5%
Tasa de interés Badlar PF	19-mar-15	21,6%	20,3%	21,6%	21,9%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	27-feb-15	37,4%	37,7%	39,2%	35,0%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	27-feb-15	28,1%	27,9%	24,8%	21,7%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	25-mar-15	402	402	387	356
EMBI+ Argentina	25-mar-15	608	685	719	926
EMBI+ Brasil	25-mar-15	324	309	259	250
Tasa LIBOR	24-mar-15	0,17%	0,17%	0,17%	0,16%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	25-mar-15	0,11%	0,11%	0,06%	0,07%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	25-mar-15	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
SELIC (Brasil)	25-mar-15	12,65%	12,15%	11,65%	10,20%
	Fecha	Dato	var % ***	var % a/a ****	Acumulado
Índice Merval	25-mar-15	11.166,17	9,57%	132,05%	58,38%
Índice Bovespa	25-mar-15	51.858,00	0,94%	-3,95%	2,29%

* 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 período inmediatamente anterior

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

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var %	var % a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	ene-15	4.294,0	-6,1%	-17,9%	-17,9%
Primarios	ene-15	905,0	39,7%	16,0%	16,0%
MOA	ene-15	1.798,0	2,6%	-15,3%	-15,3%
MOI	ene-15	1.378,0	-28,9%	-24,2%	-24,2%
Combustibles	ene-15	213,0	-8,6%	-58,2%	-58,2%
Exportaciones (volumen)	ene-15	-	-	-9,0%	-9,0%
Importaciones (US\$ mm)	ene-15	4.221,0	-6,2%	-18,8%	-18,8%
Bienes Intermedios	ene-15	1.559,0	13,2%	-0,9%	-0,9%
Bienes de Consumo	ene-15	550,0	2,0%	-12,1%	-12,1%
Bienes de Capital	ene-15	903,0	-4,0%	-12,8%	-12,8%
Combustibles	ene-15	240,0	-62,1%	-53,8%	-53,8%
Importaciones (volumen)	ene-15	-	-	-12,0%	-12,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2014 IV	125,3	-5,6%	-5,6%	-2,6%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	feb-15	142,5	-2,2%	-14,6%	-13,2%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	feb-15	96,6	-2,3%	-14,5%	-11,9%
Energía	feb-15	70,4	11,7%	-46,0%	-48,0%
Petróleo (US\$/barril)	feb-15	50,6	7,1%	-49,8%	-50,0%

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)	dic-14	139,2	0,9%	4,4%	3,3%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	dic-14	128,1	0,4%	3,1%	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	feb-15	20.691,0	-10,0%	-28,3%	-36,4%
Región Pampeana	feb-15	9.498,0	-8,0%	-21,9%	-33,1%
NOA	feb-15	3.128,0	-1,1%	-19,2%	-29,9%
NEA	feb-15	3.618,0	-3,2%	-24,6%	-34,1%
Cuyo	feb-15	2.689,0	-13,4%	-32,2%	-37,4%
Región Patagónica	feb-15	4.118,0	-7,7%	-21,0%	-23,4%
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%