



# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 925 – 25 de junio de 2015

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Marcelo Capello y Néstor Grión**

El ciclo político de la economía, funcionando a pleno

**En Foco 1 – Joaquín Berro Madero**

En lo que va de 2015, el Central solo ha podido captar 15,7 dólares de cada 100 liquidados por la agroindustria

**En Foco 2 – Patricio Vimberg**

El saldo comercial ya es deficitario y podría profundizarse en lo que resta de 2015

**En Foco 3 – Eliana Miranda**

Internacional: Los países desarrollados, a la espera de la definición del drama griego para consolidar la recuperación

**En Foco 4 – Alejandra Marconi y Soledad Barone**

El dato regional de la semana:

El aumento en el consumo de cemento se consolida en el primer cuatrimestre

**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*****El ciclo político de la economía, funcionando a pleno***

- En 2014 la política monetaria fue contractiva y hubo un intento de recuperar el tipo de cambio, mientras que en lo que va de 2015 se logró pasar la inflación a un andarivel más bajo, pero a costa de usar al dólar (mercado oficial) como ancla. No obstante, recientemente se encendió una señal amarilla, ya que la tasa de expansión monetaria supera en 8 puntos porcentuales a la tasa de inflación anualizada del último trimestre
- Mientras tanto, los desequilibrios se acentúan: en los cinco primeros meses de 2015, para el caso de la Administración Pública Nacional, se amplió a 18,5 puntos porcentuales la brecha entre la variación interanual de los ingresos genuinos (22,3 %) y el gasto primario ( 40,8 %). Así, pese a que este año ya se llevan colocados 30 mil millones de pesos en unos nuevos títulos públicos (BONAC), la emisión monetaria para financiar al sector público ya representa el 16,1 % de los ingresos genuinos
- La caída del precio internacional de los combustibles ayudó a contener el monto de las importaciones y de los subsidios a la energía, que este año se incrementan a un ritmo interanual de 18,2 %, cuando en 2014 lo habían hecho un 83,4 %. Sin embargo, las transferencias al sector Transportes se incrementan al 46,1 % interanual, por lo que las partidas de subsidios suben al 23,8 % interanual

**En Foco 1:****9*****En lo que va de 2015, el Central solo ha podido captar 15,7 dólares de cada 100 liquidados por la agroindustria***

- El indicador de compra/ventas netas del Central muestra en junio un saldo mensual negativo de US\$1.876 millones
- En lo que va de 2015, por menores precios y por la reticencia de los chacareros a desprenderse de los granos, la liquidación de divisas de la agroindustria cae 21,3% interanual. A su vez, el saldo neto de compras de divisas por parte del Banco Central fue de 1,5 mil millones de dólares, contra 4,0 mil millones en igual período de 2014
- Por su parte, las Reservas Internacionales se ubicaron en torno a US\$33.703 millones hacia fines del mes pasado

**En Foco 2:****13*****El saldo comercial ya es deficitario y podría profundizarse en lo que resta de 2015***

- En el período enero-mayo la balanza comercial sería negativa en US\$ 883 millones, considerando datos alternativos al informe ICA
- Sin contar combustibles, las exportaciones disminuyen 20,7% interanual en los dos primeros meses del segundo trimestre (-11% en el primer trimestre), mientras que las importaciones pasan de caer 8,8% en el primer trimestre a 5,5% en el segundo trimestre
- Debido a baja en el precio del combustible, el déficit energético contabiliza US\$ 5,5 mil millones en los doce meses a mayo, recortando mil millones con respecto al rojo de 2014

**En Foco 3:****16*****Internacional: Los países desarrollados, a la espera de la definición del drama griego para consolidar la recuperación***

- Todo indica que Grecia no quiere quedar fuera del Euro, pero esto a su vez choca con una Troika que quiere evitar malos precedentes
- La última parte del año puede mostrar ritmos de crecimiento saludables en Estados Unidos y la Eurozona, pero también el comienzo de una temporal bifurcación de caminos en la política monetaria. La suba de tasas en Estados Unidos comenzaría entre septiembre y diciembre
- La estabilización de los precios de la energía parece haberle puesto un piso a la deflación. Tanto en Estados Unidos como en la Eurozona la inflación abandonó el terreno negativo en mayo: la variación de los precios fue nula en el caso de Estados Unidos y de 0,3% anual en el club del Euro

**En Foco 4:****19*****El dato regional de la semana: El aumento en el consumo de cemento se consolida en el primer cuatrimestre***

- Los despachos registran un incremento interanual de 9,7 %, que coincide con un aumento de 10,5 % en el indicador sintético de la Construcción, reflejando la importancia del año electoral para el sector
- En Cuyo se verifica el mayor incremento del consumo de cemento, con 16,3 % interanual, aunque con una significativa brecha entre lo que ocurre en San Luis (40,1 % de aumento) y en San Juan (2,4 % de caída). Con una suba de 12,5 %, la Patagonia ocupa el segundo lugar del ranking, destacándose Neuquén y Tierra del Fuego, con variaciones en torno a 18 %
- La región de mayor ponderación en las ventas es la pampeana, que registra un aumento de 9,9 % interanual, aunque con una marcada diferencia entre CABA (17,2 %) y Córdoba (6,1 %). En el NOA la mejora fue de 5,8 % y en el NEA de 3,1 %

**Selección de Indicadores:****23**

## Editorial

### El ciclo político de la economía, funcionando a pleno

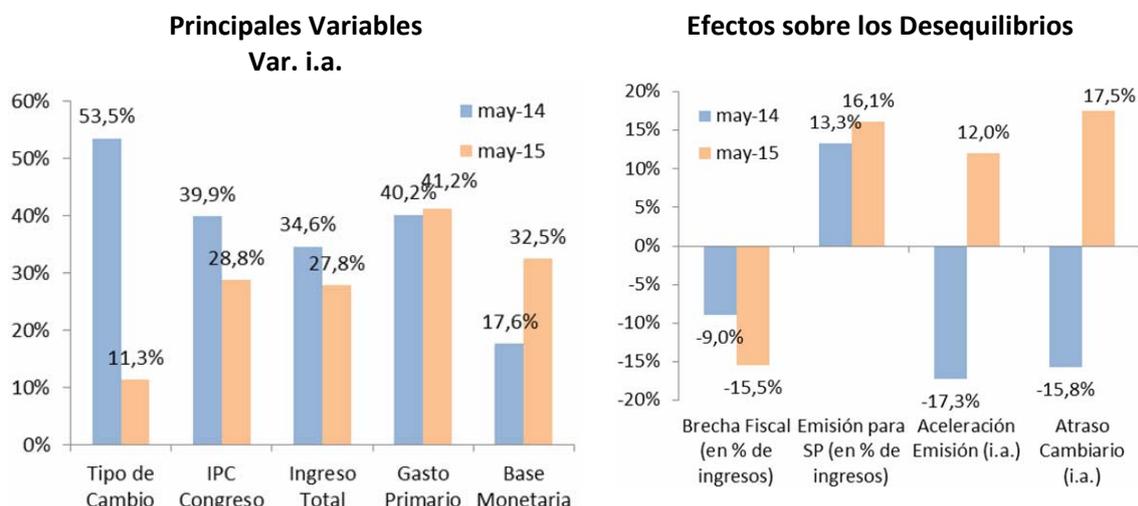
- En 2014 la política monetaria fue contractiva y hubo un intento de recuperar el tipo de cambio, mientras que en lo que va de 2015 se logró pasar la inflación a un andarivel más bajo, pero a costa de usar al dólar (mercado oficial) como ancla. No obstante, recientemente se encendió una señal amarilla, ya que la tasa de expansión monetaria supera en 8 puntos porcentuales a la tasa de inflación anualizada del último trimestre
- Mientras tanto, los desequilibrios se acentúan: en los cinco primeros meses de 2015, para el caso de la Administración Pública Nacional, se amplió a 18,5 puntos porcentuales la brecha entre la variación interanual de los ingresos genuinos ( 22,3 %) y el gasto primario ( 40,8 %). Así, pese a que este año ya se llevan colocados 30 mil millones de pesos en unos nuevos títulos públicos (BONAC), la emisión monetaria para financiar al sector público ya representa el 16,1 % de los ingresos genuinos
- La caída del precio internacional de los combustibles ayudó a contener el monto de las importaciones y de los subsidios a la energía, que este año se incrementan a un ritmo interanual de 18,2 %, cuando en 2014 lo habían hecho un 83,4 %. Sin embargo, las transferencias al sector Transportes se incrementan al 46,1 % interanual, por lo que las partidas de subsidios suben al 23,8 % interanual

Se denomina ciclo político de la economía al hecho que normalmente los gobiernos suelen generar expansiones fiscales y/o monetarias previo a los eventos electorales importantes, y que luego de ellos las distorsiones acumuladas suelen conducir a medidas que revierten esas expansiones, que en muchos casos resultan recesivas. Este tipo de conductas en el sector público parece indicar que, para el votante, importa mucho más lo que ocurre con la actividad económica en los meses previos a las elecciones que en los posteriores.

Argentina muestra en 2015 claramente una característica de ciclo político de la economía, en que las variables macro y fiscales a mayo de este año muestran una dinámica que contrasta marcadamente con lo que sucedía un año atrás. Por razones electorales, la política fiscal y monetaria están resultando mucho más expansivas, a la vez que se recurre (una vez más) al atraso cambiario como ancla (transitoria) contra la inflación.

En el plano fiscal, de acuerdo a ASAP, en los primeros cinco meses del año los ingresos públicos de la Administración Nacional crecen un 22,3% interanual, contra un 40,8% que lo

hace el gasto primario. Esta brecha de 18,5 puntos porcentuales implica un fuerte deterioro del saldo presupuestario, que como se observa en los gráficos siguientes, la brecha fiscal (resultado primario/sobre ingresos, excluyendo utilidades del BCRA) resulta del 15,5%, cuando lo era del 9% un año atrás.

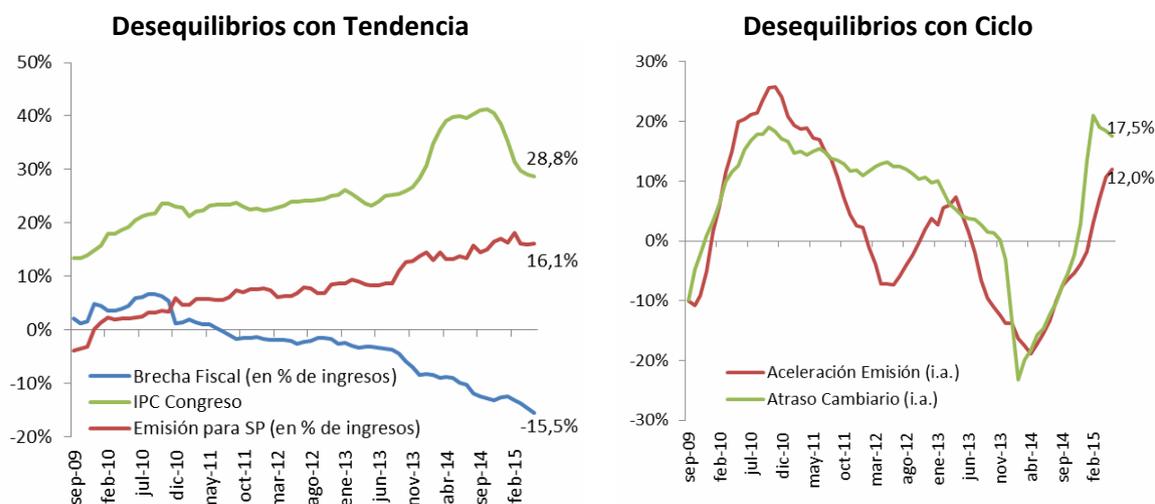


Fuente: IERAL en base a Mecon, ASAP e IPC Congreso

Con brecha fiscal creciente, deben aumentar las fuentes de financiamiento. Como en lo que va de 2015 aumentó la emisión del BCRA para prestarle al Tesoro (16,1% contra 13,3% que crecía a mayo/14) el BCRA tienen cada vez menos margen para compensar emitiendo LEBAC, después de un gran aumento en este sentido verificado en 2014. Así las cosas, la base monetaria sube en 2015 (32,5%) mucho más rápido que en 2014 (17,6%), seguramente también con un objetivo de reactivación ligado al ciclo electoral.

La desaceleración de la inflación (pasó de un 39,9% a un 28,8%) resultó posible por la contención monetaria en meses previos y el uso del tipo de cambio como ancla (a mayo/15 creció sólo 11,3%, muy por debajo de la inflación).

Otra lectura se obtiene considerando la evolución de los desequilibrios mencionados. En los gráficos siguientes se aprecia un comportamiento tendencial creciente en la inflación y en la brecha fiscal (déficit) y la emisión necesaria para financiar al sector público. Dada la fragilidad del balance del BCRA (costo creciente de la esterilización) y los límites que establece su Carta Orgánica, este año el Tesoro está tomando deuda en pesos mediante la colocación de BONAC, por el cual ya se llevan emitidos alrededor de \$30.000 millones. Esto alivia la situación patrimonial del BCRA, pero el resto de los efectos expansivos se mantienen (la menor esterilización inyecta dinero que es tomado luego por bonos del Tesoro).



Fuente: IERAL en base a Mecon, ASAP e IPC Congreso

Lo cierto es que en 2014 existió contracción monetaria y se intentó recuperar el tipo de cambio, mientras en 2015 se logró bajar la inflación pero a costa de usar el tipo de cambio como ancla, a lo que se agrega que en los últimos meses subió mucho la tasa de expansión monetaria, 8 puntos por arriba de la inflación anualizada del trimestre. Lo anterior deja activada una importante presión sobre el tipo de cambio para los próximos meses, con el riesgo que se haga sentir ya fuertemente antes de las elecciones en la cotización del dólar blue, como ha comenzado a ocurrir la última semana.

### Ejecución de la Administración Pública Nacional

Según ASAP, en los primeros cinco meses de este año los ingresos de la Administración Pública Nacional (base devengado) crecieron un 22,3%. Si bien los ingresos impositivos (32,8%, destacándose ganancias y combustibles) y los relacionados con la seguridad social (35,2%) tuvieron un buen desempeño, los ingresos por retenciones muestran una caída del 12,6%. También han sido menores las rentas de propiedad, por menores transferencias desde el BCRA (para el total del año la cifra será similar a la de 2014).

Por su parte, las erogaciones totales crecieron un 40,8% en el periodo considerado. En base a la clasificación funcional del gasto, se advierte un mayor crecimiento de los servicios sociales (44,8% la seguridad social y 53,1% el resto) respecto a los servicios económicos (27,9%, destacándose transporte con un 37,2%). Como resultado, el déficit financiero de la Administración Nacional en el periodo enero-mayo pasó de \$6.507 millones en 2014 a \$70.761 millones en 2015.

**Administración Pública Nacional**  
**Ejecución presupuestaria - Base devengado**  
**En millones de \$ corrientes**

|                                | ene-may14      | ene-may15      | var %          |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Ingreso Total</b>           | <b>332.519</b> | <b>406.670</b> | <b>22,3%</b>   |
| Ingresos Tributarios           | 201.045        | 246.353        | 22,5%          |
| Comercio Exterior              | 45.269         | 39.560         | -12,6%         |
| Resto                          | 155.776        | 206.793        | 32,8%          |
| Contribuciones a la Seg. Socia | 101.577        | 137.312        | 35,2%          |
| Rentas de la Propiedad         | 21.913         | 11.901         | -45,7%         |
| Resto de Ingresos              | 7.984          | 11.105         | 39,1%          |
| <b>Gasto Total</b>             | <b>339.026</b> | <b>477.431</b> | <b>40,8%</b>   |
| Servicios Sociales             | 197.971        | 290.999        | 47,0%          |
| Seguridad Social               | 146.013        | 211.443        | 44,8%          |
| Resto                          | 51.958         | 79.556         | 53,1%          |
| Servicios Económicos           | 81.999         | 104.892        | 27,9%          |
| Energía y Combustible          | 53.588         | 64.134         | 19,7%          |
| Transporte                     | 23.708         | 32.536         | 37,2%          |
| Resto                          | 4.704          | 8.222          | 74,8%          |
| Intereses                      | 21.102         | 29.268         | 38,7%          |
| Resto del Gasto                | 37.954         | 52.273         | 37,7%          |
| <b>Gasto Primario</b>          | <b>317.924</b> | <b>448.163</b> | <b>41,0%</b>   |
| <b>Superávit Primario</b>      | <b>14.595</b>  | <b>-41.493</b> | <b>-384,3%</b> |
| <b>Superávit Financiero</b>    | <b>-6.507</b>  | <b>-70.761</b> | <b>987,5%</b>  |

Fuente: ASAP

### Transferencias de carácter económico

De acuerdo a ASAP, las transferencias de carácter económico (corrientes y de capital) totalizaron cerca de \$ 89.408 millones en los primeros cinco meses de 2015, registrando un incremento del orden del 24% interanual, muy inferior al 60% de incremento que tuvo lugar en el año 2014.

### Transferencias de carácter económico

|                   | Enero-Mayo    |               |              | Total<br>2014 |
|-------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
|                   | 2014          | 2015          | var          |               |
| Sector Energético | 53.191        | 62.895        | 18,2%        | 83,4%         |
| Sector Transporte | 14.160        | 20.690        | 46,1%        | 30,5%         |
| Resto de Sectores | 4.889         | 5.823         | 19,1%        | 3,0%          |
| <b>Total</b>      | <b>72.240</b> | <b>89.408</b> | <b>23,8%</b> | <b>60,1%</b>  |

Fuente: ASAP

Las transferencias se concentran en el sector energético y el transporte. Se advierte una desaceleración en el primer caso (CAMESSA y ENARSA son los principales destinos). Por el contrario, las transferencias al sector transporte crecen a mayor ritmo en el corriente año (46,1%).

## En Foco 1

### **En lo que va de 2015, el Central solo ha podido captar 15,7 dólares de cada 100 liquidados por la agroindustria**

- El indicador de compra/ventas netas del Central muestra en junio un saldo mensual negativo de US\$1.876 millones
- En lo que va de 2015, por menores precios y por la reticencia de los chacareros a desprenderse de los granos, la liquidación de divisas de la agroindustria cae 21,3% interanual. A su vez, el saldo neto de compras de divisas por parte del Banco Central fue de 1,5 mil millones de dólares, contra 4,0 mil millones en igual período de 2014
- Por su parte, las Reservas Internacionales se ubicaron en torno a US\$33.703 millones hacia fines del mes pasado

En las primeras semanas de junio de vislumbra un aumento en el saldo negativo del indicador de compra/venta neta de dólares por parte del Central. Esto implica un deterioro aún mayor en la capacidad de la Autoridad Monetaria para transformar la liquidación de divisas del sector agroindustrial en Reservas Internacionales. Tomando el acumulado mensual al 12 de junio, mientras que ese sector de la economía liquido US\$2.390 millones, el BCRA tuvo compras netas de dólares por apenas US\$514 millones, arrojando una saldo negativo para el indicador de -US\$1.876 millones. Más aun, extrapolado este cálculo al acumulado anual, siempre hasta el 12 de junio, se tiene que, de cada 100 dólares liquidados, sólo 15,7 dólares han quedado como reservas del Central.

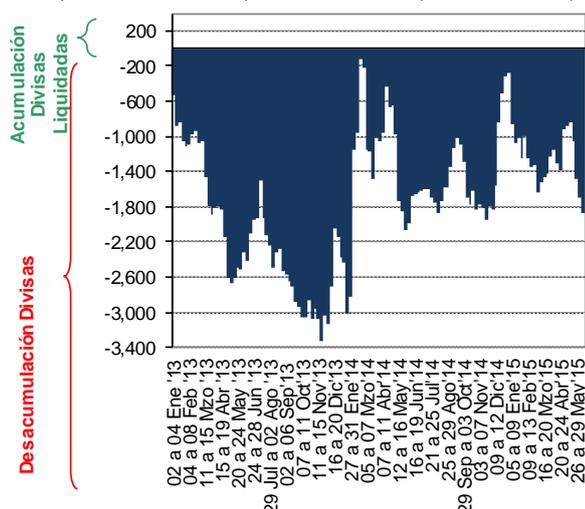
A partir de los datos de liquidación de divisas por parte del sector agroindustrial y de la compra-venta de dólares por parte del Central, se ha construido un indicador que permite tener una idea de la acumulación o no de esas divisas en forma de reservas internacionales en el Banco Central.

Como muestra el gráfico, tomando el acumulado mensual semana a semana, el indicador de compra/venta neta de divisas por parte del Central refleja que luego de tocar un mínimo de -US\$ 858,3 millones a principios de 2015, el saldo se amplió hasta -US\$ 1.638,8 millones a principios de marzo, para luego comenzar a mejorar paulatinamente achicando el saldo (gracias a mayores volúmenes de compras de dólares por parte del BCRA) hasta -US\$851,8 millones a mediados del mes pasado. Sin embargo, esa tendencia se revirtió completamente

en las últimas cuatro semanas para las que se tiene datos. Así las cosas, como se mencionara en el primer párrafo, al 12 de junio el indicador muestra un saldo negativo mensual que alcanza -US\$1.876,3 millones, un mínimo para la serie en lo que va de 2015.

### Compra/Venta de divisas "netas" del BCRA

Compra/Vta del BCRA - Liquidación CIARACEC (acum. 4 semanas)



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

Este comportamiento, estuvo motorizado principalmente por el deterioro en la capacidad del BCRA que captar las divisas liquidadas, pero también agravado por la evolución en los volúmenes de dólares liquidados por el sector agroindustrial. Los datos reflejan que, las compras netas del Central mostraron un saldo negativo en enero, febrero y marzo. Durante el segundo trimestre del año esta tendencia se revirtió, sobre todo durante mayo, aunque no lo suficiente como para recomponer en forma significativa las Reservas. Por su parte, el volumen de dólares liquidados ha disminuido significativamente en términos interanuales.

### Resultado neto de compra/venta de divisas por parte del BCRA

en millones de dólares

| Acumulado de cada año  | Divisas Liquidadas | Compra/Vta BCRA | Ratio | Rdo. Neto |
|------------------------|--------------------|-----------------|-------|-----------|
| Año 2012, hasta 15/Jun | 10,838.2           | 6,720.9         | 62.0% | -4,117    |
| Año 2013, hasta 14/Jun | 11,747.5           | 1,109.4         | 9.4%  | -10,638   |
| Año 2014, hasta 13/Jun | 11,893.7           | 4,098.6         | 34.5% | -7,795    |
| Año 2015, hasta 12/Jun | 9,354.6            | 1,470.7         | 15.7% | -7,884    |

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

Como refleja la tabla anterior, para el acumulado desde comienzos de año hasta ahora, se registra una disminución en el volumen de divisas liquidadas (-21,3% a/a), pasando de US\$11.893,7 millones en 2014 a US\$9.354,6 este año. Y, por el lado de las compras netas de dólares por parte del Central, en el acumulado del año -pese al reciente repunte de abril y

principios de mayo- suma solo US\$1470,1 millones, 64% menos que los US\$4.098,6 millones acumulados en idéntico periodo del año pasado.

Este comportamiento implica que mientras que en 2012 y 2014 el Banco Central logro captar 62 y 34,5 dólares por cada 100 liquidados por los chacareros; este año apenas logro retener 15,7. 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 incertidumbre sobre la política cambiaria del próximo gobierno.

En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA han logrado crecer levemente este año, para ubicarse en torno a US\$33.703 millones durante las primeras semanas de junio. Un guarismo superior al registrado en meses anteriores, pero todavía muy lejos de los US\$52.000 millones que acumulaban a principios de 2011.

### Reservas Internacionales BCRA

en millones de dólares US\$



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

## En Foco 2

### **El saldo comercial ya es deficitario y podría profundizarse en lo que resta de 2015**

- En el período enero-mayo la balanza comercial sería negativa en US\$ 883 millones, considerando datos alternativos al informe ICA
- Sin contar combustibles, las exportaciones disminuyen 20,7% interanual en los dos primeros meses del segundo trimestre (-11% en el primer trimestre), mientras que las importaciones pasan de caer 8,8% en el primer trimestre a 5,5% en el segundo trimestre
- Debido a baja en el precio del combustible, el déficit energético contabiliza US\$ 5,5 mil millones en los doce meses a mayo, recortando mil millones con respecto al rojo de 2014

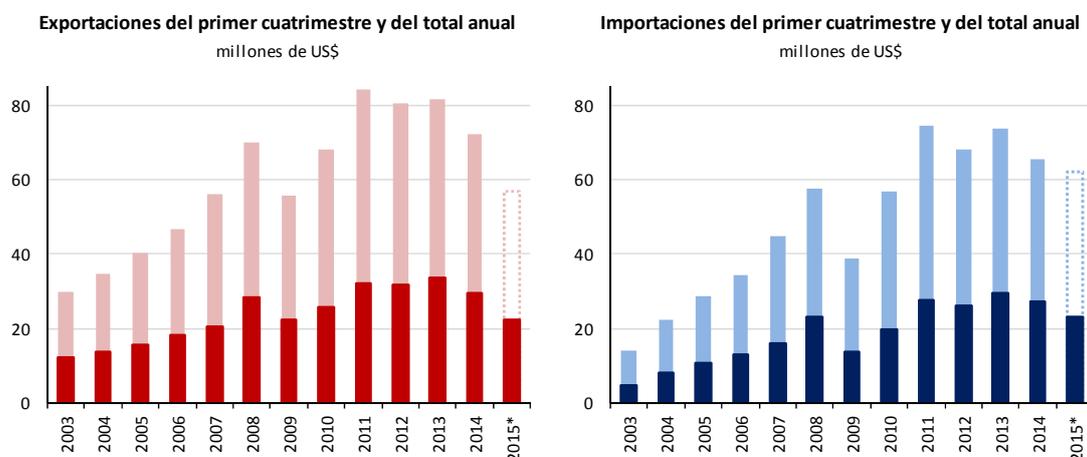
Los indicadores de comercio exterior continúan mostrando la fragilidad del sector externo y la dificultad de la economía argentina de generar dólares de forma genuina. En los primeros dos meses del segundo trimestre, las exportaciones profundizan la caída a 22,7% interanual, tras la merma de 15,6% del período enero-marzo, mientras que las importaciones se contraen 13,9%, recortando levemente la caída frente al -15,9% del primer trimestre.

De esta manera, en lo que va del año las exportaciones acumulan un total de US\$ 23,9 mil millones (-18,9% interanual) y las importaciones US\$ 23,1 mil millones (-15,1%), dejando como consecuencia un saldo de apenas US\$ 776 millones. Este guarismo compara con un superávit comercial tres veces mayor para igual período del año pasado (US\$ 2,3 mil millones).

Si bien estos datos surgen del informe Intercambio Comercial Argentino (ICA), presentado por el INDEC, existe una base de datos alternativa de acceso limitado (llamada Base Usuaria) a partir de la cual se verifica una disidencia en los guarismos mencionados, a pesar de ser ambas relevadas por el instituto oficial. Si bien los datos de cada una de las fuentes nunca fueron idénticos, con el paso del tiempo tendían a igualarse. Sin embargo, desde el 2013, los datos de exportaciones del ICA fueron sistemáticamente mayores a los de la Base Usuaria, finalizando el año pasado con una importante brecha de US\$ 4,5 mil millones entre ambas mediciones. Debido a que las importaciones no muestran diferencias significativas entre las dos fuentes, esto indicaría que el superávit comercial del 2014 se situó alrededor de US\$ 2,1 mil millones, en vez de los US\$ 6,6 mil millones informados por el ICA.

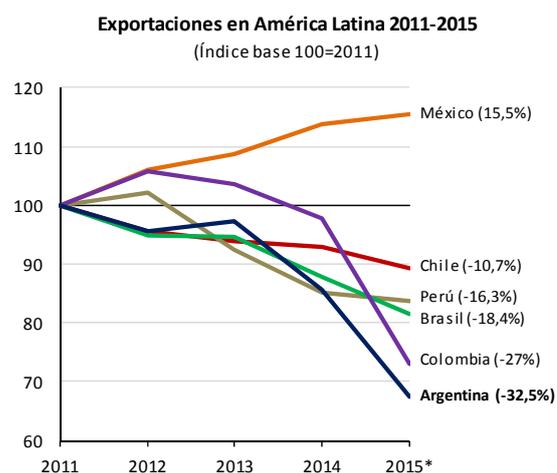
En el período enero-abril, esta diferencia entre exportaciones Base Usaria e ICA fue de US\$ 1.659 millones. Por lo tanto, aun suponiendo que en mayo no haya diferencia entre ambas fuentes, de todos modos, el déficit comercial en los primeros cinco meses del año sería de US\$ 883 millones.

Extrapolando los datos del período enero-mayo y teniendo en cuenta la estacionalidad del período, se tiene que el 2015 finalizaría con una caída de alrededor de 21% interanual en las exportaciones y una merma del orden del 6% en las importaciones. De esta manera, el año acabaría con un significativo déficit comercial, luego de 14 años de superávit.



Fuente: IERAL en base a INDEC

Aunque en los países vecinos también se evidencien caídas en las exportaciones, la Argentina se posiciona como una de las economías latinoamericanas de peor desempeño exportador en el último quinquenio. Tomando como referencia el 2011, año en el que se registró el pico de exportaciones por US\$ 84 mil millones y a partir del cual se implementó el llamado cepo cambiario, el 2015 marcaría una retracción de 32,5% en las exportaciones argentinas. Este guarismo será alrededor del doble del que registrará Brasil (-18,4%) y Perú (-16,3%) y el triple de la merma estimada en Chile (-10,7%).



Fuente: IERAL en base a TradeMap y Citibank

### Comercio sin combustibles

Si se excluyen del análisis las ventas externas de combustibles, las exportaciones totales registran una merma de 20,7% interanual en los dos primeros meses del segundo trimestre, profundizando el rojo con respecto al -11% del primer trimestre y manteniéndose todos los rubros en terreno negativo. Descomponiendo la caída se verifica que casi dos tercios de la

contracción se encuentran explicados por el derrumbe de 28,9% interanual de las MOA, luego de la caída de 10,1% en el primer trimestre; un tercio está influenciado por una merma de 22,7% en las MOI, profundizando la caída con respecto al -16,8% de los primeros tres meses del año; y apenas 1 punto porcentual de la caída total se explica por la exportación de Bienes primarios que se contrae 3,7% interanual en lo que va del segundo trimestre, luego de la leve disminución de 0,4% en el primero.

| <b>Comercio Exterior</b>             |              |              |              |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Variación interanual (%)             |              |              |              |
|                                      | I Trim 2015  | Bim a may-15 | Diferencia   |
| <b>Exportaciones s/ combustibles</b> | <b>-11.0</b> | <b>-20.7</b> | <b>-9.7</b>  |
| <i>Primarios</i>                     | <i>-0.4</i>  | <i>-3.7</i>  | <i>-3.3</i>  |
| <i>MOA</i>                           | <i>-10.1</i> | <i>-28.9</i> | <i>-18.8</i> |
| <i>MOI</i>                           | <i>-16.8</i> | <i>-22.7</i> | <i>-6.0</i>  |
| <b>Importaciones s/ combustibles</b> | <b>-8.8</b>  | <b>-5.5</b>  | <b>3.3</b>   |
| <i>Bienes de Capital</i>             | <i>2.1</i>   | <i>6.2</i>   | <i>4.1</i>   |
| <i>Bienes Intermedios</i>            | <i>-3.1</i>  | <i>-6.4</i>  | <i>-3.3</i>  |
| <i>Piezas y acc de bb de capital</i> | <i>-19.1</i> | <i>-10.7</i> | <i>8.4</i>   |
| <i>Bienes de Consumo</i>             | <i>-5.7</i>  | <i>-5.6</i>  | <i>0.0</i>   |
| <i>Vehículos automotores</i>         | <i>-36.6</i> | <i>-18.7</i> | <i>17.9</i>  |
| <i>Resto</i>                         | <i>27.5</i>  | <i>27.8</i>  | <i>0.3</i>   |
| <b>Combustibles y energía</b>        |              |              |              |
| <i>Exportaciones</i>                 | <i>-56.9</i> | <i>-54.9</i> | <i>2.0</i>   |
| <i>Importaciones</i>                 | <i>-57.2</i> | <i>-45.3</i> | <i>11.9</i>  |

Fuente: IERAL en base a Indec

Por el otro lado, las importaciones sin combustibles se contraen 5,5% interanual en el bimestre a mayo, desacelerando la caída con respecto al 8,8% del primer trimestre y recortando casi 10 puntos porcentuales con respecto a la merma incluyendo las importaciones energéticas (éstas representan 14% del total, una proporción relativamente alta). El rubro Bienes de capital es el único que se expande en lo que va del segundo trimestre (6,2% interanual), mejorando con respecto al primer trimestre (2,1%) y siendo explicado en parte por el atraso cambiario que permite, si se consigue autorización, adquirir capital a tipo de cambio oficial.



Fuente: IERAL en base a INDEC

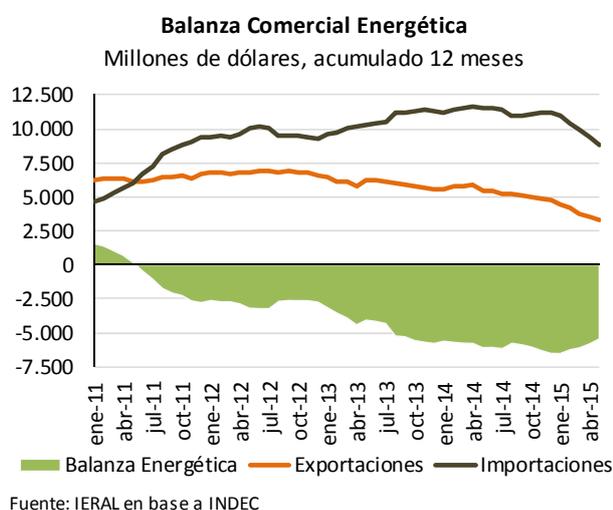
En cambio, el resto de los rubros se mantuvo en terreno negativo en el bimestre a mayo, aunque con comportamientos heterogéneos. La importación de Vehículos automotores evidenció una contracción de 18,7% interanual, todavía significativa aunque recortando fuertemente la caída con respecto al 36,6% del primer trimestre. Piezas y accesorios de bienes de capital se contrae 10,7% y recorta 8,4 p.p. la caída del período enero-marzo y Bienes

intermedios disminuye 6,4%, profundizando levemente el rojo de 3,1% del primer trimestre. La compra de Bienes de consumo del exterior mantiene un nivel de reducción igual al primer trimestre y anota una baja de 5,6% interanual en lo que va del segundo.

### Balanza energética

En lo que va del año, las exportaciones energéticas disminuyen 56,2% interanual, fuertemente influenciadas por una fuerte baja de 49% en los precios, impulsada por la merma en el precio del barril de petróleo. De forma similar, las importaciones se contraen 51,2%, aunque la baja en los precios fue de 35%, debido a que el gas ocupa una importante proporción de los insumos energéticos importados

El hecho de que las importaciones de combustibles sean 2,5 veces, en dólares, las exportaciones, hace que, ante una merma de magnitud similar, el déficit energético evidencie un recorte. Sin embargo, éste todavía se encuentra en un nivel significativo: en los doce meses a mayo, el rojo en la balanza de combustibles fue de US\$ 5,5 mil millones, descomprimiéndose con respecto al déficit de US\$ 6,5 mil millones registrado a fin de 2014.



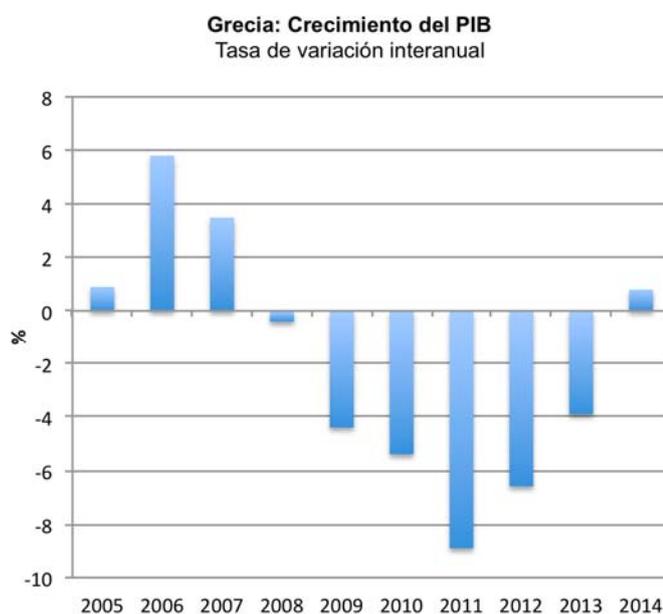
## En Foco 3

### Internacional: Los países desarrollados, a la espera de la definición del drama griego para consolidar la recuperación

- Todo indica que Grecia no quiere quedar fuera del Euro, pero esto a su vez choca con una Troika que quiere evitar malos precedentes
- La última parte del año puede mostrar ritmos de crecimiento saludables en Estados Unidos y la Eurozona, pero también el comienzo de una temporal bifurcación de caminos en la política monetaria. La suba de tasas en Estados Unidos comenzaría entre septiembre y diciembre
- La estabilización de los precios de la energía parece haberle puesto un piso a la deflación. Tanto en Estados Unidos como en la Eurozona la inflación abandonó el terreno negativo en mayo: la variación de los precios fue nula en el caso de Estados Unidos y de 0,3% anual en el club del Euro

La noticia de la semana, y también de este primer semestre de 2015, la impone Grecia, con la propuesta de ajuste progresivo presentado a la Troika que, de ser aprobado, evitaría que entre en los próximos días en default que, en caso de darse, pondría en riesgo su permanencia en la Eurozona. En la propuesta, Grecia accede a hacer algunas concesiones en materia de pensiones e IVA, rubros que había logrado dejar al margen del ajuste hasta el momento, mostrando compromiso y voluntad de acuerdo con sus acreedores. Estas medidas

de ajuste encuentran oposición al interior del país: la economía griega se contrajo con fuerza entre 2008 y 2013, con un pico de caída del 9% anual en 2011; las primeras estimaciones del PIB para 2014 lo ubican con una variación menor al 1% pero con signo positivo por primera vez en 7 años. Además, la tasa de desempleo es una de las más altas de la región, con uno de cada cuatro griegos sin empleo. La oposición se sustenta en que la propuesta de ajuste podría



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

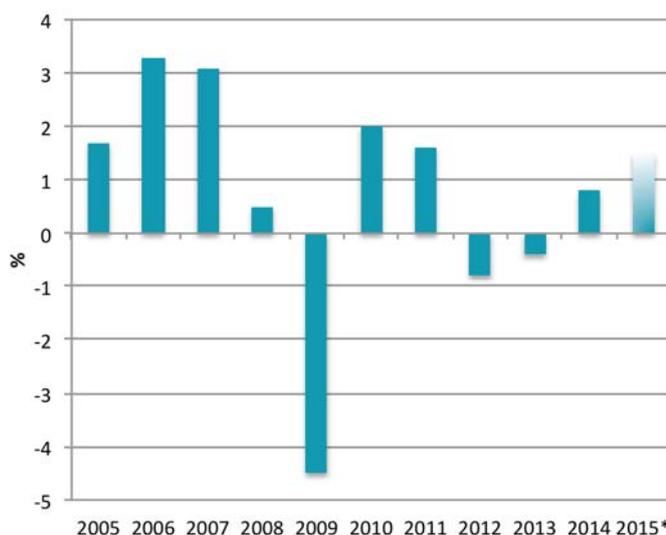
minar las incipientes señales de recuperación que empieza a mostrar la economía, en un contexto social con importantes déficits. Sin embargo, Atenas se ha quedado sin recursos para hacer frente a sus responsabilidades externas e internas, y una eventual salida del Euro generaría un shock para el país helénico con efectos difíciles de calcular.

En líneas generales, la Eurozona está atravesando un buen momento en el plano económico. Las proyecciones ubican el crecimiento en torno al 1,5% para este año, duplicando la variación que anotó el PIB en 2014. Los fundamentos son sólidos para que la fase de recuperación continúe. Los principales riesgos, aunque se han reducido, continúan vinculados a Grecia. Luego del cierre de esta etapa, comenzará la negociación por el siguiente rescate, por lo que los episodios de volatilidad habrán de continuar.

El Banco Central Europeo continuará con su expansión cuantitativa hasta septiembre de 2016, firme en el objetivo de alejar la deflación. Las últimas mediciones muestran un rebote de los precios, con una inflación que en mayo volvió al terreno positivo de 0,3% anual, pero el repunte no condicionaría la decisión de continuar con una política monetaria expansiva.

La divergencia entre el sendero que transita el BCE y el que comenzará a marcar la Reserva Federal entre septiembre y diciembre de este año, será uno de los temas clave para la economía mundial de cara al segundo semestre de 2015 y frente a 2016. Declaraciones de Janet Yellen, presidenta de la Reserva

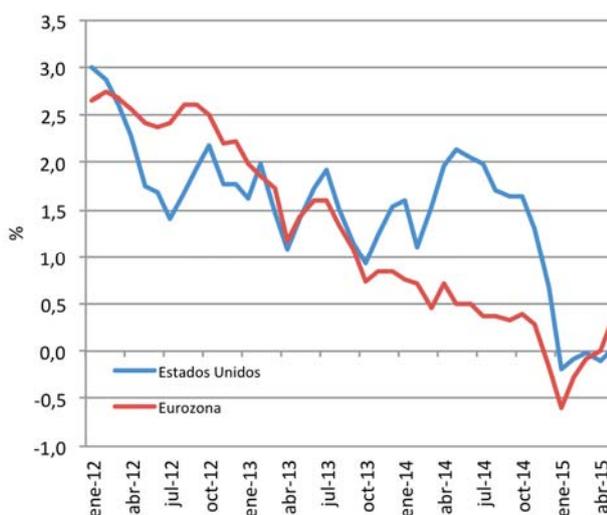
**Eurozona: Crecimiento del PIB**  
Tasa de variación interanual



\*El dato de 2015 corresponde a proyecciones

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat y bancos de inve

**Inflación en Estados Unidos y Europa**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

Federal, apuntan a un alza gradual de las tasas. El comienzo del proceso de normalización monetaria encuentra su justificación en la sustantiva recuperación del mercado laboral, que llevó a la tasa de desempleo hasta 5,5%, nivel que para las características de la economía norteamericana se considera “natural”. Los niveles de inflación que se registran en el presente, aún bajos en comparación al objetivo establecido en 2% por la Fed, no constituyen un impedimento para la suba de tasas: la estabilización en el precio de los commodities parece estar poniéndole un piso a la deflación.

El repunte de los indicadores de la economía norteamericana en este segundo trimestre del año aleja los temores de una interrupción en la recuperación. Esto toma relevancia desde la mirada global, ya que la economía norteamericana ha sido, entre los desarrollados, la economía con mayor impulso desde la crisis y, por lo tanto, fundamental para traccionar la demanda mundial. En el primer trimestre de este año la principal economía del mundo mostró estancamiento: se confirmó una variación anualizada del -0,2% en el primer trimestre, reflejando, principalmente, la menor actividad desprendida de un clima muy adverso.

En este segundo trimestre, se observaron mejoras tanto por el lado de la demanda, como por el lado de la oferta. El consumo, medido a través de las ventas minoristas, mostró una variación interanual de 9,5% en mayo, sustentado hacia adelante en el crecimiento del empleo, un crecimiento salarial más rápido y una mejora en la confianza de los consumidores. Por el lado de la oferta, tanto la industria como los servicios se expandieron en mayo: el índice PMI muestra variaciones positivas para ambos sectores, con un guarismo que supera los 50 puntos, reflejando expansión. El sector inmobiliario también muestra un repunte, dejando atrás la desaceleración observada en el primer trimestre. Aún un 30% por debajo de las unidades pre-crisis, los comienzos de casas nuevas registran una recuperación sostenida, todavía lejos de recuperar los picos de 2 millones de unidades que supo registrar en el primer quinquenio de la década de 2000, pero dejando bien atrás los pisos registrados en 2009 y 2010.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

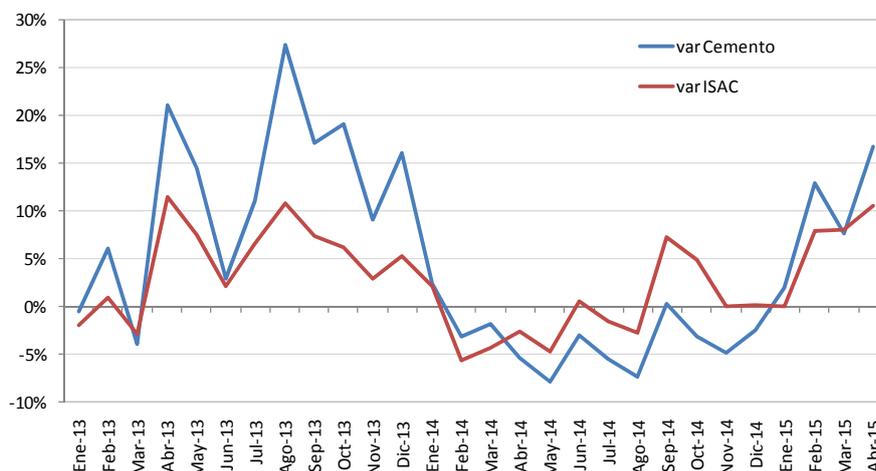
## En Foco 4

### **El dato regional de la semana: El aumento en el consumo de cemento se consolida en el primer cuatrimestre**

- Los despachos registran un incremento interanual de 9,7 %, que coincide con un aumento de 10,5 % en el indicador sintético de la Construcción, reflejando la importancia del año electoral para el sector
- En Cuyo se verifica el mayor incremento del consumo de cemento, con 16,3 % interanual, aunque con una significativa brecha entre lo que ocurre en San Luis (40,1 % de aumento) y en San Juan (2,4 % de caída). Con una suba de 12,5 %, la Patagonia ocupa el segundo lugar del ranking, destacándose Neuquén y Tierra del Fuego, con variaciones en torno a 18 %
- La región de mayor ponderación en las ventas es la pampeana, que registra un aumento de 9,9 % interanual, aunque con una marcada diferencia entre CABA (17,2 %) y Córdoba (6,1 %). En el NOA la mejora fue de 5,8 % y en el NEA de 3,1 %

El primer cuatrimestre del año cerró con un saldo positivo para el consumo de cemento, ya que a nivel país se utilizaron un total de 3.826.485 toneladas, un 9,7% por encima de igual período de 2014. Esta reactivación en el consumo de cemento se ve también reflejada en la mejora del Índice Sintético de la Actividad de la Construcción que calcula el INDEC, ya que desde comienzo del año 2015 su tendencia en términos de la variación interanual es positiva, alcanzando para el mes de abril un aumento del 10,5%. A nivel de las regiones la situación resulta homogénea, ya que todas ellas presentaron variaciones positivas para el período analizado, mientras que a nivel provincial se verificaron excepciones, como San Juan y Misiones.

### Consumo de Cemento e Indicador de la Construcción (ISAC) Variación interanual



Fuente: IERAL en base a AFCP e INDEC

En la región de **Cuyo**, el total consumido de 351.123 toneladas de cemento denota una mejora del 16,3% para la región en su conjunto, a pesar de la variación negativa que sufrió la provincia de San Juan, del orden del 2,4%. La provincia de San Luis representa la jurisdicción de mayor aumento en estos primeros cuatros meses del año con una variación del 40,1% en la variable analizada.

En relación a la región **Patagónica**, la variación positiva también alcanzó los dos dígitos, con 12,5%. La provincia de Neuquén lidera el ranking regional con un total de 96.301 toneladas consumidas, es decir un 18,1% más que en el primer cuatrimestre de 2014, mientras que la provincia de Santa Cruz se ubica en el extremo opuesto, aunque aún con una variación positiva, de 5,2%.

### Consumo de cemento por provincias. Primer Cuatrimestre 2015

En toneladas y variación interanual

|                     |           |       |                 |         |       |
|---------------------|-----------|-------|-----------------|---------|-------|
| Total País          | 3.826.485 | 9,7%  | Cuyo            | 351.123 | 16,3% |
| Noroeste            | 434.996   | 5,8%  | San Luis        | 80.847  | 40,1% |
| La Rioja            | 38.072    | 12,9% | Mendoza         | 192.057 | 17,0% |
| Santiago del Estero | 88.333    | 9,1%  | San Juan        | 78.219  | -2,4% |
| Jujuy               | 62.746    | 7,9%  | Noreste         | 279.793 | 3,1%  |
| Catamarca           | 31.718    | 6,5%  | Formosa         | 37.016  | 15,7% |
| Salta               | 96.957    | 2,7%  | Chaco           | 85.809  | 10,6% |
| Tucumán             | 117.170   | 2,7%  | Corrientes      | 65.970  | 7,6%  |
| Pampeana            | 2.412.244 | 9,9%  | Misiones        | 90.998  | -9,5% |
| CABA                | 119.639   | 17,2% | Patagónica      | 347.153 | 12,5% |
| La Pampa            | 27.344    | 13,1% | Neuquén         | 96.301  | 18,1% |
| Santa Fe            | 299.365   | 12,2% | Tierradel Fuego | 21.449  | 18,0% |
| Entre Ríos          | 145.557   | 10,0% | Río Negro       | 77.574  | 12,6% |
| Buenos Aires        | 1.430.866 | 9,8%  | Chubut          | 90.992  | 10,6% |
| Córdoba             | 389.473   | 6,1%  | Santa Cruz      | 60.837  | 5,2%  |

Fuente: IERAL en base a AFCP

La región **Pampeana**, que concentra las provincias de mayor consumo de cemento, tuvo un aumento del 9,9%, con jurisdicciones de muy buen desempeño como CABA, con una variación positiva de 17,2%. La provincia de Córdoba se destaca entre las jurisdicciones que integran la región por ser la de menor crecimiento, con un 6,1%. Estos números se presentan como muy relevantes para el período de recuperación que presenta esta variable en los primeros meses, luego de un año 2014 de tendencia negativa.

En relación a la región del **Noroeste** del país, la situación continúa siendo favorable ya que el total consumido (434.996 toneladas) denota una variación positiva de 5,8%. La provincia de La Rioja, se caracteriza por tener el mayor aumento del período en la región, con un 12,9% más que lo consumido en el mismo período en 2014. Las provincias de Tucumán y Salta presentaron una variación positiva del 2,7%, ubicándose entre las de menor aumento local.

Por último, la región del **Noreste**, presentó el menor incremento del país, con un 3,1%, incluso con provincias como Formosa (12,5%) y Chaco (10,6%). Es que el buen desempeño de estas fue compensado por jurisdicciones como Misiones que mostró una variación negativa (-9,5%), para los primeros cuatro meses del año.



## Selección de Indicadores

| NIVEL DE ACTIVIDAD                      | Fecha   | Dato           | var% *          | var% a/a       | Acumulado **  |
|---|---------|----------------|-----------------|----------------|---------------|
| PIB en \$ 2004 (\$ mm)                  | 2014 IV | 904.525,9      | 3,7%            | 0,4%           | 0,5%          |
| PIB en US\$ (\$ mm)                     | 2014 IV | 570.909,8      | 5,2%            | -9,1%          | -13,3%        |
| EMAE                                    | mar-15  | 208,2          | -0,1%           | 2,0%           | 1,2%          |
| IGA-OJF (1993=100)                      | may-15  | 179,6          | -0,1%           | 0,5%           | -0,4%         |
| EMI (2006=100)                          | abr-15  | 127,6          | 0,4%            | 3,7%           | -1,8%         |
| IPI-OJF (1993=100)                      | may-15  | 178,6          | -0,1%           | -0,9%          | -1,3%         |
| Servicios Públicos                      | abr-15  | 248,2          | 0,1%            | 2,2%           | 2,6%          |
| Patentes                                | may-15  | 48.869,0       | -6,1%           | -13,9%         | -20,3%        |
| Recaudación IVA (\$ mm)                 | may-15  | 32.448,2       | -3,4%           | 25,9%          | 26,1%         |
| ISAC                                    | abr-15  | 201,3          | 4,2%            | 10,5%          | 6,7%          |
| Importación Bienes de Capital (volumen) | may-15  | -              | -               | 2,0%           | 8,0%          |
| IBIF en \$ 2004 (\$ mm)                 | 2014 IV | 173.220,1      | -4,9%           | -9,7%          | -5,6%         |
|   |         | <b>2014 IV</b> | <b>2014 III</b> | <b>2014 II</b> | <b>2014 I</b> |
| IBIF como % del PIB                     |         | 19,2%          | 20,9%           | 19,1%          | 19,9%         |

\* La variación con respecto al último periodo toma datos desestacionalizados

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

| MERCADO DE TRABAJO                              | Fecha  | Dato   | var      | var a/a  | Acumulado |
|---|--------|--------|----------|----------|-----------|
| PEA (en miles de personas)                      | 2015 I | 11.918 | -1,3%    | 0,7%     | 2,3%      |
| PEA (% de la población total)                   | 2015 I | 44,6%  | -0,60 pp | -0,40 pp | -0,62 pp  |
| Desempleo (% de la PEA)                         | 2015 I | 7,1%   | 0,20 pp  | 0,00 pp  | 0,02 pp   |
| Empleo Total (% de la población total)          | 2015 I | 41,4%  | -0,70 pp | -0,40 pp | -0,59 pp  |
| Informalidad Laboral (% del empleo)             | 2015 I | 31,9%  | -2,40 pp | -0,90 pp | -0,34 pp  |
| Recaudación de la Seguridad Social              | may-15 | 28.616 | -7,21%   | 21,2%    | 31,1%     |
| Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100) |        |        |          |          |           |
| Argentina                                       | 2015 I | 168,7  | 6,2%     | 17,2%    | -2,3%     |
| Brasil  | 2015 I | 119,3  | -18,6%   | -16,8%   | -3,1%     |
| México  | 2015 I | 143,9  | -11,5%   | 0,9%     | 7,1%      |
| Estados Unidos                                  | 2015 I | 103,4  | 0,7%     | -0,7%    | -0,6%     |

| SECTOR FISCAL                                      | Fecha  | Dato          | var%              | var% a/a        | Acumulado         |
|--|--------|---------------|-------------------|-----------------|-------------------|
| Recaudación Tributaria (\$ mm)                     | may-15 | 138.138,9     | 22,6%             | 31,5%           | 29,5%             |
| Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm) | may-15 | 38.824,8      | 33,9%             | 34,9%           | 33,5%             |
| Gasto (\$ mm)                                      | mar-15 | 100.067,9     | 5,1%              | 44,1%           | 42,5%             |
|  |        | <b>mar-15</b> | <b>ene-dic 14</b> | <b>mar-14</b>   | <b>ene-dic 14</b> |
| Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)                |        | -27.894,7     | -167.470,3        | -4.366,2        | -79.657,3         |
| Pago de Intereses (\$ mm)                          |        | 10.466,1      | 96.494,7          | 7.935,7         | 55.919,2          |
| Rentas de la Propiedad                             |        |               |                   |                 |                   |
| Tesoro Nacional (\$ mm) *                          |        | 405,5         | 80.377,7          | 12.176,6        | 47.242,4          |
| ANSES (\$ mm) *                                    |        | 5.512,0       | 51.123,2          | 574,7           | 27.946,8          |
|  |        | <b>may-15</b> | <b>ene-ago 14</b> | <b>may-14</b>   | <b>ene-ago 14</b> |
| Adelantos Transitorios BCRA *                      |        | 5.700,0       | 85.750,0          | 7.550,0         | 68.620,0          |
|  |        | <b>2015 I</b> | <b>2014 IV</b>    | <b>2014 III</b> | <b>2014 II</b>    |
| Recaudación Tributaria (% PIB) **                  |        | 27,1%         | 27,9%             | 27,5%           | 27,5%             |
| Gasto (% PIB) **                                   |        | 24,1%         | 27,6%             | 25,4%           | 23,8%             |

\* 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) | may-15 | 134,5 | 1,0%      | 15,3%    | 17,2%     |        |
| Inflación (San Luis, 2003=100) | may-15 | 856,7 | 2,0%      | 25,5%    | 28,3%     |        |
| Salarios (abril 2012=100)*     | abr-15 | 210,9 | 1,4%      | 0,8%     | -1,5%     |        |
| TCR Bilateral (1997=100)       | may-15 | 81,0  | -0,5%     | -18,4%   | -19,6%    |        |
| TCR Multilateral (1997=100)    | abr-15 | 109,2 | 0,7%      | -30,4%   | -27,6%    |        |
|                                |        |       | 24-jun-15 | may-15   | abr-14    | dic-14 |
| TCN Oficial (\$/US\$)          |        | 9,08  | 8,96      | 8,01     | 8,57      |        |
| TCN Brecha                     |        | 49,4% | 40,9%     | 31,5%    | 61,1%     |        |
| TCN Real (R\$/US\$)            |        | 3,09  | 3,06      | 2,23     | 2,66      |        |
| TCN Euro (US\$/€)              |        | 1,12  | 1,11      | 1,38     | 1,21      |        |

\* Se toman las variaciones reales

| SECTOR FINANCIERO                            | Fecha     | Dato        | var% *   | var% a/a | Acumulado |               |           |
|--|-----------|-------------|----------|----------|-----------|---------------|-----------|
| Base Monetaria (\$ mm)                       | 12-jun-15 | 501.449,0   | 5,5%     | 39,5%    | 28,9%     |               |           |
| Depósitos (\$ mm)                            | 12-jun-15 | 1.135.797,2 | 1,2%     | 31,0%    | 29,9%     |               |           |
| Sector Público No Financiero                 | 12-jun-15 | 316.095,2   | 7,2%     | 19,1%    | 23,0%     |               |           |
| Sector Privado No Financiero                 | 12-jun-15 | 816.079,3   | -0,9%    | 36,3%    | 33,0%     |               |           |
| Créditos (\$ mm)                             | 12-jun-15 | 716.571,9   | 0,1%     | 24,4%    | 19,8%     |               |           |
| Sector Público No Financiero                 | 12-jun-15 | 50.198,4    | 0,9%     | 18,8%    | 6,5%      |               |           |
| Sector Privado No Financiero                 | 12-jun-15 | 653.480,7   | 0,1%     | 25,4%    | 21,6%     |               |           |
|  |           |             | Fecha    | Dato     | may-15    | 31-dic-13     | jun-14    |
| Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)      | 12-jun-15 | 33.813,0    | 33.805,7 | 30.599,0 | 28.862,3  |               |           |
| Ratio de cobertura de las reservas           | 12-jun-15 | 60,9%       | 64,6%    | 52,9%    | 63,9%     |               |           |
| Tasa de interés Badlar PF                    | 24-jun-15 | 20,8%       | 20,3%    | 21,6%    | 23,5%     |               |           |
| Otras tasas de interés **                    |           |             |          |          |           |               |           |
| Préstamos Personales (más de 180 días plazo) | 30-abr-15 | 36,3%       | 37,9%    | 40,2%    | 43,7%     |               |           |
| Documentos a sola firma (hasta 89 días)      | 30-abr-15 | 26,7%       | 28,1%    | 27,3%    | 31,8%     |               |           |
| Riesgo País                                  |           |             |          |          |           |               |           |
| EMBI+ Países emergentes                      | 24-jun-15 | 379         | 369      | 387      | 347       |               |           |
| EMBI+ Argentina                              | 24-jun-15 | 621         | 595      | 719      | 880       |               |           |
| EMBI+ Brasil                                 | 24-jun-15 | 292         | 280      | 259      | 235       |               |           |
| Tasa LIBOR                                   | 24-jun-15 | 0,19%       | 0,18%    | 0,17%    | 0,15%     |               |           |
| Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU          | 24-jun-15 | 0,13%       | 0,13%    | 0,06%    | 0,08%     |               |           |
| Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU          | 24-jun-15 | 0,12%       | 0,12%    | 0,12%    | 0,12%     |               |           |
| SELIC (Brasil)                               | 24-jun-15 | 13,65%      | 13,15%   | 11,65%   | 10,65%    |               |           |
|  |           |             | Fecha    | Dato     | var% ***  | var% a/a **** | Acumulado |
| Índice Merval                                | 24-jun-15 | 11.553,4    | -5,84%   | 109,33%  | 60,71%    |               |           |
| Índice Bovespa                               | 24-jun-15 | 53.843,0    | -4,64%   | 3,78%    | 0,66%     |               |           |

\* 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)                          | may-15 | 5.321,0 | 1,7%   | -25,9%   | -18,9%    |
| Primarios  | may-15 | 1.701,0 | 18,6%  | 1,7%     | -2,2%     |
| MOA  | may-15 | 1.847,0 | -18,1% | -38,5%   | -19,5%    |
| MOI  | may-15 | 1.549,0 | 10,6%  | -25,4%   | -19,1%    |
| Combustibles                                     | may-15 | 224,0   | 55,6%  | -47,8%   | -56,2%    |
| Exportaciones (volumen)                          | may-15 | -       | -      | -7,0%    | -4,0%     |
| Importaciones (US\$ mm)                          | may-15 | 4.966,0 | -0,3%  | -15,7%   | -15,1%    |
| Bienes Intermedios                               | may-15 | 1.443,0 | -6,3%  | -10,5%   | -4,5%     |
| Bienes de Consumo                                | may-15 | 472,0   | -11,4% | -10,1%   | -5,7%     |
| Bienes de Capital                                | may-15 | 1.003,0 | -1,9%  | 3,9%     | 3,8%      |
| Combustibles                                     | may-15 | 706,0   | 14,1%  | -44,7%   | -51,2%    |
| Importaciones (volumen)                          | may-15 | -       | -      | -8,0%    | -6,0%     |
| Términos de Intercambio (2004=100)               | 2015 I | 130,4   | 4,3%   | -2,5%    | -2,5%     |
| Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100) | may-15 | 139,3   | 1,0%   | -17,4%   | -16,4%    |
| Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)      |        |         |        |          |           |
| Alimentos  | may-15 | 91,1    | -2,2%  | -19,0%   | -15,4%    |
| Energía  | may-15 | 78,1    | 7,9%   | -39,5%   | -45,2%    |
| Petróleo (US\$/barril)                           | may-15 | 59,3    | 8,9%   | -41,8%   | -48,1%    |

| ECONOMÍA INTERNACIONAL                   | Fecha   | Dato     | var% * | var% a/a ** | Acumulado |
|--|---------|----------|--------|-------------|-----------|
| PIB (en US\$ miles de millones)          |         |          |        |             |           |
| Estados Unidos                           | 2015 I  | 17.710,0 | 0,1%   | 3,0%        | 3,0%      |
| Brasil                                   | 2014 IV | 2.278,2  | 0,3%   | -0,2%       | 0,1%      |
| Unión Europea                            | 2014 IV | 18.020,4 | 0,4%   | 1,2%        | 1,3%      |
| China                                    | 2015 I  | 9.170,3  | 1,3%   | 1,3%        | 1,3%      |
| Volumen Comercio Mundial (2005=100)      | mar-15  | 136,5    | -0,1%  | 2,7%        | 2,4%      |
| Producción Industrial Mundial (2005=100) | mar-15  | 128,3    | 0,0%   | 2,2%        | 2,4%      |

\* 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              | may-15 | 22.955,0 | 8,3%   | -16,4%   | -23,0%    |
| Región Pampeana                  | may-15 | 10.474,0 | 5,7%   | -14,0%   | -19,9%    |
| NOA                              | may-15 | 3.520,0  | 7,1%   | -7,8%    | -15,3%    |
| NEA                              | may-15 | 3.936,0  | 9,8%   | -10,2%   | -17,5%    |
| Cuyo                             | may-15 | 3.125,0  | 8,0%   | -16,3%   | -24,6%    |
| Región Patagónica                | may-15 | 4.859,0  | 11,8%  | -6,1%    | -8,8%     |
| Consumo de Cemento (miles de tn) |        |          |        |          |           |
| CABA y Buenos Aires              | 2015 I | 1.131,8  | -4,1%  | 8,7%     | 8,7%      |
| Región Pampeana                  | 2015 I | 619,0    | -11,2% | 6,4%     | 6,4%      |
| NOA                              | 2015 I | 220,6    | -18,2% | -0,4%    | -0,4%     |
| NEA                              | 2015 I | 271,3    | -4,5%  | 3,1%     | 3,1%      |
| Cuyo                             | 2015 I | 283,4    | -4,4%  | 14,8%    | 14,8%     |
| Región Patagónica                | 2015 I | 237,3    | -4,0%  | 5,9%     | 5,9%      |