

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 926 – 2 de julio de 2015

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Escenarios económicos 2016: ¿que esperar en nivel de actividad, dólar e inflación?

En Foco 1 – Félix Peña

Mercosur y Unión Europea: ¿hay razones para el optimismo?

En Foco 2 – Marcelo Capello y Néstor Grión

Cuentas fiscales: el déficit primario se multiplicó por tres en el primer cuatrimestre

En Foco 3 – Patricio Vimberg

Por el motor del Gasto Público, el PBI creció 1,1% en el primer trimestre

En Foco 4 – David Anton

¿Por qué la devaluación de enero de 2014 no sirvió para corregir precios relativos?

En Foco 5 – Eliana Miranda

Internacional: La Eurozona ya mostró su juego, ahora le toca mover a Grecia

En Foco 6 – Alejandra Marconi y Soledad Barone

El dato regional de la semana:

Se mantiene el desempeño positivo del turismo interno, aunque se resienten las visitas de extranjeros

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*****Escenarios económicos 2016: ¿que esperar en nivel de actividad, dólar e inflación?***

- El 2015 apunta a cerrar con un nivel de actividad que, en promedio, seguirá mostrando signos de estancamiento, y una paridad oficial con creciente atraso cambiario. Esto en el contexto de fuertes desequilibrios en materia fiscal, de subsidios y del sector externo, incluidas las cuentas del Banco Central
- Simplificando el amplio espectro de posibilidades, se conjetura sobre las implicancias de tres escenarios alternativos, descriptos como Pasivo (en el que las variables mantienen la actual tendencia), de shock y gradualista
- Los tres escenarios implican senderos muy diferentes para la economía del próximo año, lo que explica la existencia de incertidumbre. De todos modos, cabe esperar que la tasa de devaluación y de inflación sea mayor a la de 2015, mientras que el nivel de actividad, en promedio, difícilmente registre un fuerte repunte. De existir aciertos en política económica, éstos se habrán de percibir con nitidez en el segundo semestre de 2016

En Foco 1:**10*****Mercosur y Unión Europea: ¿hay razones para el optimismo?***

- La búsqueda de un acuerdo preferencial entre las dos regiones es un proceso que cumple 15 años, con pocos avances concretos. Sin embargo, hechos recientes indican que es posible una agilización de las negociaciones: los acuerdos de la cumbre CELAC-UE realizada en junio en Bruselas; el compromiso de Paraguay y Uruguay asumido en la reunión de presidentes del 25 de junio pasado, y la autorización conferida por el Congreso de Estados Unidos a su Presidente para negociar acuerdos internacionales
- Un factor que ha contribuido a las demoras en la formalización de un acuerdo entre la Unión Europea y el Mercosur es la importancia de sectores sensibles en cada región, caso de la agricultura en Europa y de la industria en nuestros países, aunque no son los únicos
- Si Estados Unidos logra cerrar las negociaciones del acuerdo del espacio Transpacífico (TPP), aumentarían las chances para un tratado similar entre la Unión Europea y EEUU. En ese escenario, aumentarían las presiones empresariales de Brasil; Uruguay y Paraguay para lograr un acuerdo con la Unión Europea, incluyendo "múltiples velocidades" para los distintos socios

En Foco 2:**13*****Cuentas fiscales: el déficit primario se multiplicó por tres en el primer cuatrimestre***

- Entre enero y abril el resultado primario (antes del pago de intereses) del sector público nacional, sin considerar ingresos extraordinarios, arrojó un rojo de 65,7 mil millones de pesos, cuando en igual periodo de 2014 ese guarismo había sido de 22,7 mil millones
- En lo que va del año, los ingresos tributarios financian sólo el 84 % del gasto, cuando en 2014 cubrían el 92 % y en 2012 el 99 %
- La recaudación tributaria de junio subió 39,2 % interanual, debido a la fuerte contribución de Ganancias (aumentó un 47 %), fenómeno en parte atribuible a la falta de ajuste por inflación en los balances de las empresas y al desfase en el ajuste de los parámetros para las personas

En Foco 3:**20*****Por el motor del Gasto Público, el PBI creció 1,1% en el primer trimestre***

- El resultado surge de un fuerte aumento en el Gasto Público (+8%) mientras que el Consumo sube marginalmente (+0,8%), al igual que la Inversión (0,5%)
- Desde 2011, se profundizaron los estímulos a la demanda: a precios constantes el Gasto Público se expandió 28% y el Consumo 13%. En cambio, la Inversión en el mismo periodo se contrajo 2%, por la merma en Equipos Durables (-9%)
- El sector externo fue el de peor desempeño en los últimos cuatro años, con una merma acumulada de 18% por el lado de las exportaciones y una de 7% en las importaciones (a precios constantes)

En Foco 4: 23

¿Por qué la devaluación de enero de 2014 no sirvió para corregir precios relativos?

- Entre septiembre de 2013 y agosto de 2014, es decir, antes y después de la devaluación, el comportamiento de la tasa de interés se mantuvo disociado de la evolución del tipo de cambio y la inflación
- En el período analizado, estuvieron en vigencia las restricciones para operar en el mercado cambiario (el llamado “cepo”). Bajo este régimen, se debilita el mecanismo de esterilización de los pesos que son canjeados por dólares del Banco Central, lo que ayuda a explicar el comportamiento de la tasa de interés
- Considerando los doce meses entre septiembre de 2013 y agosto de 2014, la tasa de interés promedio fue de 22,27 % anual, la mitad de la variación que tuvo el tipo de cambio en el segmento oficial, que fue de 45 %. Así, no debería extrañar que, por cada 10 puntos de devaluación, subieran 8,2 puntos los precios al consumidor

En Foco 5: 27

Internacional: La Eurozona ya mostró su juego, ahora le toca mover a Grecia

- El referéndum del próximo domingo en Grecia definirá el grado de poder con el que su gobierno hará frente a las nuevas negociaciones. Un triunfo del “sí”, facilitaría la continuidad del país en la Eurozona, mientras que un triunfo del “no” fortalece al gobierno, pero le imprime más incertidumbre al rumbo de la economía
- Las condiciones financieras no ayudan a la táctica del gobierno griego: el país sufrió un fuerte retiro de depósitos en torno a los 47 mil millones de euros en los últimos seis meses; mientras que en la Eurozona, el Banco Central Europeo adquirió un notable poder de fuego
- Esta crisis es más fácil de imaginar en un caso como el de Grecia que en el caso de otros países periféricos, dado que está poco integrada a las cadenas de valor de la región, con exportaciones industriales per cápita que sólo suman 737 dólares anuales, en comparación con los 4.094 dólares y los 3.533 dólares de los casos de República Checa y Eslovaquia

En Foco 6: 31

El dato regional de la semana: Se mantiene el desempeño positivo del turismo interno, aunque se resienten las visitas de extranjeros

- Mientras el total de viajeros recibidos en las distintas regiones turísticas subió un 2,9 % interanual en los primeros cuatro meses de 2015, la variación fue negativa (-3,9 %) cuando se consideran exclusivamente los visitantes extranjeros
- Para el total de turistas, el ranking de arribos es liderado por Córdoba (12,7 % interanual), seguida del Norte (9,9%), la Patagonia (8,5 %) y provincia de Buenos Aires (5,2 %). En cambio, la variación fue negativa para los casos de CABA, Litoral y Cuyo
- Cuando se consideran sólo los turistas extranjeros, el cuadro muestra un incremento significativo de arribos a la provincia de Buenos Aires (34,5 % interanual), seguida por Córdoba con 19,0 % y una marginal variación para el Norte (0,3%). Hubo, en cambio, caídas en comparación con los cuatro primeros meses de 2014 para los casos de la Patagonia, Ciudad de Buenos Aires, Litoral y Cuyo

Selección de Indicadores: 34

Editorial

Escenarios económicos 2016: ¿que esperar en nivel de actividad, dólar e inflación?

- El 2015 apunta a cerrar con un nivel de actividad que, en promedio, seguirá mostrando signos de estancamiento, y una paridad oficial con creciente atraso cambiario. Esto en el contexto de fuertes desequilibrios en materia fiscal, de subsidios y del sector externo, incluidas las cuentas del Banco Central.
- Simplificando el amplio espectro de posibilidades, se conjetura sobre las implicancias de tres escenarios alternativos, descriptos como Pasivo (en el que las variables mantienen la actual tendencia), de shock y gradualista
- Los tres escenarios implican senderos muy diferentes para la economía del próximo año, lo que explica la existencia de incertidumbre. De todos modos, cabe esperar que la tasa de devaluación y de inflación sea mayor a la de 2015, mientras que el nivel de actividad, en promedio, difícilmente registre un fuerte repunte. De existir aciertos en política económica, éstos se habrán de percibir con nitidez en el segundo semestre de 2016

El comienzo del segundo semestre es el momento en el que muchas empresas empiezan a trazar los rasgos que pueden tener sus negocios durante el año siguiente. Para ello se consideran las principales variables macroeconómicas, caso del nivel de actividad, la tasa de inflación y el tipo de cambio.

Un análisis de estas características tiene que realizarse a partir de cómo se esperan que terminen el año las principales variables. En este sentido, el 2015 probablemente finalizará con un nivel de actividad estancado en promedio, la tasa de inflación anual hacia fines de año se ubicará en un rango entre el 25% y 30% y el tipo de cambio (oficial) finalizará el año con un importante y creciente atraso. Además de estos problemas, la economía terminará el 2015 con otros importantes desequilibrios¹ (muy relacionados a los anteriores) como el rojo cada vez más intenso de las cuentas públicas, el elevadísimo monto de subsidios

¹ Para más detalles ver, Informe de Coyuntura del IERAL, Editorial, 28 de mayo de 2015, Edición 919, Año 24, <http://www.ieral.org/noticias/inestabilidad-macro-detras-mejora-indicadores-claves--2786.html>

económicos, el atraso en las tarifas públicas y el deterioro de las cuentas externas del país y del balance del Banco Central (fuerte expansión de sus pasivos).

Con respecto al contexto externo, el escenario más probable para el 2016 es que el mundo continúe creciendo a niveles similares a los de este año con Estados Unidos siguiendo este último patrón y con leves mejoras en la expansión de Japón y Brasil. Las perspectivas eran similares también para la zona del Euro pero teniendo en cuenta el importante traspie de la economía de Grecia en este último mes, seguramente habrá que monitorear en detalle el desarrollo de la crisis y sus implicancias. Respecto de China, se espera que su economía continúe en clara desaceleración pero aún con tasas de crecimiento importantes. Desde el punto de vista financiero, en Estados Unidos seguramente ya habrá comenzado el ascenso (lento pero continuo) de las tasas de interés de corto plazo lo cual reforzará la actual tendencia de fortaleza del dólar en el mundo (probablemente acentuada con la crisis griega) con su contrapartida en la debilidad del resto de las monedas (presiones devaluatorias en emergentes) y en los precios de las commodities.

Con este panorama, se abren naturalmente múltiples escenarios para la economía de nuestro país en 2016. A efectos de simplificar este amplio espectro de posibilidades vamos a analizar tres de ellos (el resto podrían ser combinaciones de estos). El primero es el típico escenario pasivo donde se mantiene la actual tendencia. En los otros dos, se supone que el futuro gobierno comienza a enfrentar los desequilibrios macroeconómicos que presenta nuestro país pero con diferente "timing": en un caso se asume que lo realiza de forma abrupta (shock) y en el otro, que lo hace en forma gradual.

El escenario pasivo:

Bajo este marco, el próximo gobierno mantiene la actual tendencia de la economía asumiendo que la misma de a poco va mejorando ya que, comparando el 2015 con el 2014, si bien bajo el signo del estancamiento, ya quedó atrás el proceso contractivo de 2014 (caída del 2.6%²) mientras que la tasa de inflación ha bajado un importante escalón (a fines del 2014 había alcanzado niveles cercanos al 40% anual).

Los problemas de este escenario son varios. La actual desaceleración en la tasa de inflación no es fruto de una mejora en la economía sino de la debilidad de la actividad económica (recesión y estancamiento) y del creciente retraso del tipo de cambio respecto de la inflación. El desafiante contexto externo analizado anteriormente sumado al atraso cambiario y a los fuertes desequilibrios en las tarifas públicas, en los subsidios económicos, en las cuentas fiscales, en el sector externo y en las cuentas del Banco Central, hacen muy difícil la sostenibilidad en el mediano plazo. Por este motivo, es dable esperar que bajo este

² Indicador de Actividad Económica (IGA) – Fuente: Orlando Ferreres.

escenario el nivel de actividad económica probablemente vuelva a ser negativo en 2016, con una aceleración inflacionaria y fuertes presiones en los mercados cambiarios.

Escenario Gradual o Plan Honey Moon:

En este marco, el nuevo gobierno afronta los desequilibrios analizados anteriormente con un plan económico basado en medidas que se aplican a lo largo del tiempo. Las tarifas públicas empiezan a ajustarse por encima de los niveles de inflación mientras que los salarios del sector público y las jubilaciones siguen creciendo pero a un ritmo menor que la recaudación. Con estas medidas, las cuentas fiscales reducen su continuo deterioro y comienzan a mejorar lentamente aunque se mantendría la fuerte dependencia del financiamiento monetario y/o con deuda. Bajo este esquema es clave una rápida reactivación de la economía para cerrar lo más posible la brecha fiscal y reducir la dependencia del financiamiento monetario (inflación).

En este escenario, la brecha cambiaria no desaparecería rápidamente porque el ajuste del tipo de cambio también es gradual. Si bien se podría legalizarse el dólar "blue" para determinadas transacciones (¿turismo, exportaciones de economías regionales?), la brecha de este dólar con el actual dólar oficial no es probable que desaparezca rápidamente. De esta forma, el tipo de cambio si bien puede tener un pequeño salto al inicio del programa no es suficiente para eliminar el atraso cambiario actual. No obstante, a lo largo del año, la tasa de devaluación debería claramente superar a la tasa de inflación de forma de ir reduciendo gradualmente el atraso en el tipo de cambio real (poder adquisitivo del dólar).

Si bien este esquema es el ideal desde el punto de vista político porque suaviza a lo largo del tiempo la dinámica del ajuste también presenta serias dificultades.

Por un lado, en este tipo de planes es bastante difícil bajar la inflación rápidamente debido por un lado, a que las devaluaciones presentan un elevado "pass-through" a precios y por otro lado, a la necesidad de mantener el impuesto inflacionario dada la gradual reducción de la brecha fiscal.

Otro gran problema que se enfrentaría es que la rápida reactivación de la economía que requiere este tipo de planes puede encontrar un serio escollo que lo termine debilitando. Este escollo es el nivel de la tasa de interés que tampoco puede bajar rápidamente. La razón por la cual en este tipo de planes es difícil bajar la tasa de interés es la siguiente:

Para que la gente mantenga sus activos en pesos (y no se dolarice), la tasa de interés en pesos debe superar a la devaluación esperada del tipo de cambio y ésta última debe ser a su vez superior a la tasa de inflación de la economía para que gradualmente vaya eliminándose el atraso cambiario. Por este motivo, si la tasa de

inflación se mantiene alta, la devaluación esperada del tipo de cambio y a su vez la tasa de interés también se van a mantener elevada dificultando la reactivación de la economía.

Por estos motivos a este tipo de planes se le suele denominar planes “Honey Moon” ya que inicialmente al no tomar medidas abruptas de ajuste, la economía disfruta un período de luna de miel donde pueden entrar capitales y la economía comienza a reactivarse. Pero en la medida que la mejora en las cuentas fiscales se demora y la inflación y el atraso cambiario no bajan lo suficiente, este efecto puede comenzar a diluirse y con él la reactivación de la economía poniendo en peligro nuevamente la mejoría alcanzada en la denominada “luna de miel” (“Honey Moon”).

En la historia económica reciente de nuestro país se pueden citar varios ejemplos de gobiernos que adoptaron este tipo de esquema intentando suavizar el costo del ajuste. Lamentablemente, en todos los casos, tarde o temprano los planes fracasaron y el costo del ajuste resultó luego mucho más alto del que se trato de evitar inicialmente. Entre dichos casos, pueden citarse los siguientes:

- En enero del 2002 cuando Remes Lenicov intentó salir del 1 a 1 con una “pequeña” devaluación llevando al dólar de \$1 a \$1.4. El plan colapsó muy rápidamente y los mercados impulsaron al tipo de cambio a casi \$4 por dólar.
- En marzo del 2001, cuando Domingo Cavallo llega nuevamente al Ministerio de Economía, viendo el destino que había tenido su antecesor en el cargo (López Murphy), el autor del plan de Convertibilidad esta vez intentó realizar un plan gradual para estabilizar la situación a través de múltiples medidas como pequeñas devaluaciones fiscales, planes de competitividad, etc. A los pocos meses, Cavallo debió recurrir a otro plan, esta vez más de shock - plan de déficit cero – pero tampoco terminó dando los resultados deseados y la economía se encaminó a la crisis de 2001/2002.
- A fines de 1999, cuando asume el gobierno de De la Rúa, el ministro de economía, José Luis Machinea, intentó recuperar la confianza y mejorar la situación a través de un plan gradual que nunca logró que la economía saliese del proceso recesivo y finalmente fracasó poco más de un año después de ser implementado.
- En el tercer trimestre de 1988, a fines del gobierno de Alfonsín, el ministro Juan Sourrille implementó el Plan Primavera con el objetivo de llegar a las elecciones generales de 1989. A los pocos meses, este plan gradual también fracasó y condujo a la economía de nuestro país a su primer proceso hiperinflacionario.

De esta forma, la ventaja de este tipo de planes puede terminar transformándose en su principal riesgo: el lento ajuste de los desequilibrios es posible que termine jugando en

contra generando situaciones más complicadas que las iniciales. En nuestro país aún no tenemos ejemplos exitosos de este tipo de planes aunque sí existen buenas experiencias en otros países.

Más allá de estos riesgos, en este esquema el nivel de actividad económica para 2016 probablemente sea expansivo durante el primer semestre seguido de un crecimiento bastante menor en la segunda parte del año que es donde la luna de miel comienza a agotarse en la medida que la tasa de inflación no baje lo suficiente a pesar del paso del tiempo y comience a estancarse la eliminación del retraso cambiario. En este escenario, la tasa de inflación se acelera un poco respecto del 2015 debido a la mayor tasa de devaluación del tipo de cambio pero podría continuar en niveles inferiores a los de fines del 2014. Con respecto al tipo de cambio, la mayor tasa de devaluación comienza a reducir el atraso cambiario respecto del 2015, pero no se elimina a lo largo del año. Este lento ritmo de eliminación del atraso cambiario podría deteriorar el proceso expansivo de la economía hacia fines del segundo semestre. Es en estos meses cuando la segunda parte del adjetivo “Honey Moon” comienza a operar³ y por lo tanto, aumenta la probabilidad de posponer el ajuste de los desequilibrios con los riesgos consecuentes.

Escenario de Shock o Plan “Moon Honey”:

En este marco, el nuevo gobierno afronta los desequilibrios analizados anteriormente mediante fuertes medidas que se implementan en el corto plazo. De esta forma, en este esquema es más probable la unificación del mercado cambiario que se produce con una fuerte devaluación inicial que es acompañada con un importante aumento de tarifas públicas (probablemente manteniendo los subsidios a familias con escasos recursos) y un férreo control del gasto público. En este contexto, las cuentas fiscales y externas podrían mejorar sustancialmente a lo largo del año y por lo tanto, el grado de dependencia del impuesto inflacionario podría bajar considerablemente.

Como antítesis del escenario anterior, a este tipo de esquema podría llamarsele “Moon Honey” ya que la etapa complicada está al principio y luego de pasar la misma viene el premio (“Honey”) una vez que los desequilibrios comienzan a corregirse.

Bajo este esquema, el primer semestre del 2016 es un período bastante complicado con caída en el nivel de actividad económica y fuerte ascenso de la inflación debido al salto cambiario (necesario para eliminar la brecha con el dólar blue) y al ajuste tarifario. Pasados estos complicados momentos, el tipo de cambio debería estabilizarse y la tasa de inflación

³ Pasó la etapa de la “miel” y viene la etapa más complicada – la oscura donde prevalece más la luna y menos la “miel”.

bajar sustancialmente al tiempo que la economía comenzaría a recibir capitales externos y la economía volvería a expandirse nuevamente en el segundo semestre.

El año 2016 en promedio probablemente terminaría con una tasa de inflación superior a la de fines del 2014 pero con una inflación mensual en el último trimestre bastante baja. El atraso cambiario debería ser revertido en la primera parte del año y luego, con el retorno de los capitales externos, el problema sería cómo lidiar con el exceso de dólares.

Claramente en este escenario y a diferencia de los anteriores, la economía podría terminar el 2016 con excelentes perspectivas para el 2017.

El gran problema de este esquema son los riesgos a corto plazo del ajuste inicial tanto del tipo de cambio como de las tarifas. Un escenario de este estilo requiere previamente un fuerte apoyo desde diferentes sectores que garantice la sobrevivencia durante el período de ajuste. De esta forma, bajo este esquema es imprescindible el apoyo de los organismos internacionales de crédito para fortalecer las reservas del Banco Central (u\$s 15 o 20 mil millones?), del sector financiero para poder refinanciar buena parte de las obligaciones tanto del Banco Central como del Tesoro Nacional y del arco político y sindical para sostener socialmente el importante ajuste en los salarios reales luego del ajuste cambiario y tarifario.

Los tres escenarios plantean evoluciones económicas muy diferentes para 2016 y por lo tanto, generan una alta incertidumbre. Esta falta de certeza es acrecentada aún más por las pocas definiciones sobre los problemas claves por parte de los candidatos a presidente. Teniendo en cuenta la cercanía de las elecciones y la probable dinámica de los diferentes escenarios es entendible que los distintos equipos económicos traten de evitar dar demasiadas precisiones sobre las políticas que planean aplicar para encauzar los actuales desequilibrios macroeconómicos. El dilema es tan grande que algunas de las definiciones que podrían realizar los actuales candidatos a presidentes podrían ser consideradas “no creíbles” y ocultar las “verdaderas” medidas hasta ganadas las elecciones ya que las mismas podrían jugarles en contra. Uno de los ejemplos históricos más notorios de este tipo de inconsistencias fueron las promesas electorales de Menem en 1989 y las medidas que luego adoptó durante su gobierno.

A pesar de todas estas incertidumbres, en cualquiera de los escenarios descriptos la tasa de devaluación y los niveles de inflación probablemente superen los niveles registrados en los últimos meses. Respecto del nivel de actividad económica, más allá de los distintos escenarios, resulta muy difícil esperar un fuerte repunte del mismo durante 2016.

De esta forma, en los distintos escenarios el 2016 apuntará ser un año difícil de transitar desde el punto de vista de la macroeconomía. La gran pregunta es si esta dificultad será o no utilizada para comenzar a resolver los problemas de nuestro país.

En Foco 1

Mercosur y Unión Europea: ¿hay razones para el optimismo?

- La búsqueda de un acuerdo preferencial entre las dos regiones es un proceso que cumple 15 años, con pocos avances concretos. Sin embargo, hechos recientes indican que es posible una agilización de las negociaciones: los acuerdos de la cumbre CELAC-UE realizada en junio en Bruselas; el compromiso de Paraguay y Uruguay asumido en la reunión de presidentes del 25 de junio pasado, y la autorización conferida por el Congreso de Estados Unidos a su Presidente para negociar acuerdos internacionales
- Un factor que ha contribuido a las demoras en la formalización de un acuerdo entre la Unión Europea y el Mercosur es la importancia de sectores sensibles en cada región, caso de la agricultura en Europa y de la industria en nuestros países, aunque no son los únicos
- Si Estados Unidos logra cerrar las negociaciones del acuerdo del espacio Transpacífico (TPP), aumentarían las chances para un tratado similar entre la Unión Europea y EEUU. En ese escenario, aumentarían las presiones empresariales de Brasil; Uruguay y Paraguay para lograr un acuerdo con la Unión Europea, incluyendo “múltiples velocidades” para los distintos socios

La Unión Europea (UE) y el Mercosur llevan unos 15 años tratando de concretar un acuerdo preferencial bi-regional. Aspira a incluir un espectro amplio y equilibrado de preferencias comerciales que abarque bienes y servicios. Abarcaría compromisos en inversiones, compras públicas, marcos regulatorios, propiedad intelectual y otras cuestiones relevantes en las relaciones bi-regionales. Se supone que incluiría medidas que tomen en cuenta las asimetrías de desarrollo económico, tanto entre como dentro de las dos regiones.

Desde que el acuerdo sea concluido y entre en vigencia –ambos objetivos pueden demandar aún algunos años, imaginando una fuerte dosis de voluntad política-, se requerirá aún un tiempo –entre diez y quince años- para que todos los gravámenes y restricciones sean eliminados, y las demás medidas acordadas adquieran plena vigencia. Y como es común en estos acuerdos preferenciales, no todos los bienes y servicios quedarán incluidos. Por lo demás es posible prever –según sea como finalmente se negocie- la inclusión de distintas modalidades de válvulas de escape y de compromisos de financiamiento para la reconversión

de sectores más sensibles. Lo mencionado no es un aspecto menor a la hora de abordar el tratamiento a las principales sensibilidades en países del Mercosur.

No se trata por ende de una idea fácil de concretar. Varios factores han incidido en las recurrentes demoras en los avances de las negociaciones. Demoras que tampoco puede considerarse que sean sólo cosa del pasado. Ambas regiones tienen fuertes sensibilidades en sectores que son relevantes y, a la vez, diferentes de sus respectivas economías. La agricultura en la UE y algunos sectores industriales en el Mercosur, son ejemplos más conocidos pero no los únicos. Por lo demás, ambas presentan diferencias en sus metodologías de integración económica y, en particular, en sus marcos institucionales. En el Mercosur, por ejemplo, no hay casi equivalentes a las instituciones comunitarias. Y en la UE se observan, por momentos, dificultades para inyectar en las negociaciones la necesaria dosis de voluntad política y de creatividad técnica. Con un dejo de ironía, a veces se argumenta que negociar con Bruselas suele evocar lo que sería un mundo conducido por robots. La flexibilidad y la imaginación no siempre han predominado, al menos en los últimos años. Y es algo que se escucha incluso en los propios ciudadanos europeos, especialmente desde que la palabra crisis penetrara hondo en el imaginario colectivo.

Además, la negociación fue perdiendo oxígeno político en la medida que se diluía en la UE la percepción de un eventual acuerdo sobre preferencias comerciales entre el Mercosur y los EEUU, en el ámbito del ALCA. De hecho, en este período, la UE sólo ha concluido acuerdos preferenciales con los mismos países latinoamericanos que los EEUU.

Tres hechos recientes permiten imaginar cambios en el escenario negociador bi-regional. Se tornarían más creíbles hacia fines de este año. Tienen vínculos entre sí. Podrían incidir sobre las negociaciones, incluso inyectando una necesaria dosis de optimismo.

Un primer hecho ha sido lo acordado en la reunión bi-regional, en ocasión de la Cumbre CELAC-UE en Bruselas, en junio pasado. Según el comunicado emitido “los Ministros intercambiaron información general sobre las respectivas ofertas de acceso a mercado...acordaron que, una vez presentes las condiciones para un intercambio exitoso, el objetivo será intercambiar las ofertas de acceso a mercado durante el último trimestre de 2015”. Si se cumple este objetivo con suficiente transparencia en el intercambio de ofertas – sería difícil imaginar que ello no fuera así- se abriría el camino hacia la etapa más compleja, que es la de lograr puntos de equilibrio entre los distintos intereses regionales. Aún en tal hipótesis se estaría lejos del momento de la conclusión de las negociaciones.

Un segundo hecho se refleja en el comunicado final de la reunión entre los Presidentes del Paraguay y del Uruguay realizada este 25 de junio. Se señala allí que: “ambos Mandatarios reafirmaron su compromiso para que en la reunión del Consejo Mercado Común del próximo

mes de julio en Brasilia, se adopte una decisión destinada a la elaboración de un Plan de Acción para la consecución de los objetivos del Mercosur y el perfeccionamiento de la Zona de Libre Comercio. Dicho Plan, que sería elaborado durante la Presidencia de Paraguay del Mercosur, establecerá un cronograma, con plazos perentorios, para la eliminación de las restricciones no arancelarias y medidas de efecto equivalente que afectan al comercio intrazona, la que será sometida a la aprobación de los demás Estados Partes". El planteamiento es claro. Tiene que ver con lo que en opinión de los europeos es una de las razones del enfriamiento de su interés por el Mercosur. Esto es, el hecho que se trata de un proceso de integración con serias deficiencias metodológicas, que inciden en su credibilidad y disminuyen el interés por un acuerdo efectivo.

El tercer hecho está vinculado a la aprobación de la autorización del Congreso al Presidente de los EEUU para negociar acuerdos internacionales. No garantiza que ocurra, pero significa dar un paso adelante en la posible conclusión de uno de los mega-acuerdos preferenciales que Washington ha estado impulsando. Si finalmente se cierra el acuerdo del espacio Transpacífico –TPP- y se genera la impresión que también el acuerdo transatlántico entre la UE y los EEUU fuera viable, es posible que crezca la presión, especialmente en sectores empresarios de Brasil, Uruguay y Paraguay, por concluir un acuerdo con la UE que incluya múltiples velocidades para los distintos socios del Mercosur. La presión se extendería hacia otras posibles negociaciones preferenciales. Más allá de sus implicancias políticas, es un escenario que nuestro país debe contemplar y prever en sus posibles efectos.

*** Agradecemos especialmente la colaboración del Dr. Félix Peña, especialista en Relaciones Económicas Internacionales, Derecho del Comercio Internacional e Integración Económica Actual. [Ver trayectoria http://www.felixpena.com.ar/index.php?contenido=trayectoria](http://www.felixpena.com.ar/index.php?contenido=trayectoria)**

En Foco 2

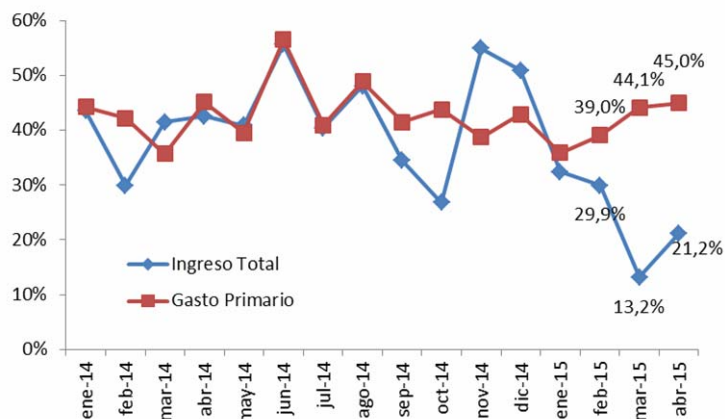
Cuentas fiscales: el déficit primario se multiplicó por tres en el primer cuatrimestre

- Entre enero y abril el resultado primario (antes del pago de intereses) del sector público nacional, sin considerar ingresos extraordinarios, arrojó un rojo de 65,7 mil millones de pesos, cuando en igual período de 2014 ese guarismo había sido de 22,7 mil millones
- En lo que va del año, los ingresos tributarios financian sólo el 84 % del gasto, cuando en 2014 cubrían el 92 % y en 2012 el 99 %
- La recaudación tributaria de junio subió 39,2 % interanual, debido a la fuerte contribución de Ganancias (aumentó un 47 %), fenómeno en parte atribuible a la falta de ajuste por inflación en los balances de las empresas y al desfase en el ajuste de los parámetros para las personas

Los datos fiscales de abril muestran que, en ese mes, el sector público nacional multiplicó por 5 su déficit primario, y multiplicó por 3 su déficit financiero, con respecto al mismo mes de 2014 cuando no se tienen en cuenta los ingresos extraordinarios. Ello surge como consecuencia de que el gasto aumentó 40% interanual, cuando los ingresos lo hicieron un 23% anual. Se destaca la ampliación de la brecha entre crecimiento de gastos e ingresos, con relación a la dinámica del año previo (23,8 pp en abril).

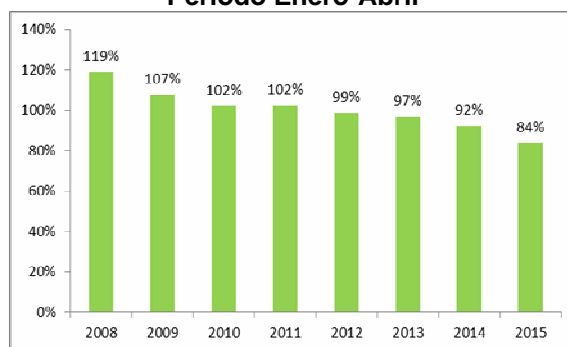
Así, en lo que va del año los ingresos tributarios financian sólo el 84% del gasto, contra un 92% que lo hacían en 2014, o un 99% en 2012. Entre los principales factores explicativos se destacan el crecimiento del gasto en Seguridad Social (efectos de la movilidad y la nueva moratoria previsional) y las transferencias corrientes al sector privado, con tasas de crecimiento de alrededor del 50% anual.

Variación Interanual del Gasto Primario y los Ingresos



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon

**Cobertura del Gasto Primario con Impuestos
Periodo Enero-Abril**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Ejecución Presupuestaria Nacional en Abril

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	abr-14	abr-15	\$	Var %
Ingreso Total	79,427	96,227	16,800	21.2%
Ingresos Tributarios	49,141	57,717	8,577	17.5%
Comercio Exterior	17,045	11,530	-5,515	-32.4%
Resto	32,095	46,187	14,092	43.9%
Contribuciones a la Seg. Social	22,628	31,807	9,179	40.6%
Rentas de la Propiedad	4,950	2,827	-2,123	-42.9%
Tesoro (Utilidades del BCRA)	176	599	423	240.8%
Anses	4,602	2,086	-2,516	-54.7%
Resto	172	142	-30	-17.6%
Resto de Ingresos	2,709	3,875	1,166	43.1%
Gasto Total	83,703	120,330	36,627	43.8%
Gastos Corrientes	72,626	102,670	30,044	41.4%
Remuneraciones	9,988	13,192	3,205	32.1%
Bienes y Servicios	3,483	4,953	1,470	42.2%
Intereses	4,948	6,154	1,206	24.4%
Prest. de la Seguridad Social	26,068	39,160	13,092	50.2%
Transf. ctes al Sector Privado	17,613	28,044	10,431	59.2%
Transf. ctes al Sector Público	4,073	5,714	1,641	40.3%
Resto de Gastos Corrientes	6,454	5,452	-1,002	-15.5%
Gastos de Capital	11,077	17,660	6,583	59.4%
Inversión Real Directa	4,812	5,503	691	14.3%
Transferencias de Capital	6,253	7,849	1,596	25.5%
Fondo Federal Solidario	3,355	2,139	-1,216	-36.2%
Resto	2,898	5,710	2,812	97.0%
Inversión Financiera	12	4,308	4,296	35803.3%
Gasto Primario	78,755	114,176	35,421	45.0%
Superávit Primario	672	-17,949	-18,621	-2772.2%
Superávit Financiero	-4,277	-24,103	-19,827	-463.6%
Superávit Primario sin Extr.	-4,106	-20,635	-16,529	-402.6%
Superávit Financiero sin Extr.	-9,054	-26,789	-17,735	-195.9%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Ejecución Presupuestaria Nacional en los primeros cuatro meses de 2015

Transcurridos los primeros cuatro meses del año se aprecia un mayor incremento interanual en el gasto primario con relación a los ingresos totales, creciendo el déficit primario un 189% y el déficit financiero un 133%, respecto a igual período de 2014, cuando se excluyen los ingresos extraordinarios.

Ejecución Presupuestaria Nacional en los primeros cuatro meses de 2015

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	ene-abr 14	ene-abr 14	\$	Var %
Ingreso Total	288,639	357,682	69,044	23.9%
Ingresos Tributarios	164,152	201,259	37,107	22.6%
Comercio Exterior	37,260	31,804	-5,456	-14.6%
Resto	126,892	169,454	42,563	33.5%
Contribuciones a la Seg. Social	92,840	128,258	35,419	38.2%
Rentas de la Propiedad	22,719	16,067	-6,652	-29.3%
Tesoro (Utilidades del BCRA)	12,537	1,136	-11,401	-90.9%
Anses	9,621	14,187	4,566	47.5%
Resto	561	744	183	32.5%
Resto de Ingresos	8,928	12,099	3,171	35.5%
Gasto Total	308,095	439,536	131,441	42.7%
Gastos Corrientes	274,278	386,677	112,399	41.0%
Remuneraciones	40,059	54,918	14,859	37.1%
Bienes y Servicios	14,683	20,622	5,939	40.4%
Intereses	18,869	31,471	12,602	66.8%
Prest. de la Seguridad Social	100,997	145,967	44,970	44.5%
Transf. ctes al Sector Privado	66,044	93,514	27,470	41.6%
Transf. ctes al Sector Público	15,941	21,944	6,004	37.7%
Resto de Gastos Corrientes	17,685	18,240	555	3.1%
Gastos de Capital	33,817	52,859	19,042	56.3%
Inversión Real Directa	16,478	20,922	4,444	27.0%
Transferencias de Capital	16,840	26,702	9,862	58.6%
Fondo Federal Solidario	4,932	3,761	-1,171	-23.7%
Resto	11,908	22,941	11,033	92.6%
Inversión Financiera	499	5,235	4,736	949.2%
Gasto Primario	289,226	408,065	118,839	41.1%
Superávit Primario	-587	-50,383	-49,796	-8477.3%
Superávit Financiero	-19,457	-81,854	-62,397	-320.7%
Superávit Primario sin Extr.	-22,745	-65,706	-42,961	-188.9%
Superávit Financiero sin Extr.	-41,614	-97,177	-55,562	-133.5%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Por el lado de los Gastos Corrientes, en el acumulado del año lideran el pago de Intereses, las Prestaciones a la Seguridad Social y las Transferencias al Sector Privado, con un aumento interanual de 67%, 44,5% y 42%, respectivamente. Durante los cuatro primeros meses del año, los Gastos de Capital totalizaron \$52.859 millones, cifra 56% superior a la de 2014. La

Inversión Real Directa aumentó un 27%, las Transferencias de Capital un 58,6%, mientras que la Inversión Financiera creció 1000%.

Las Transferencias a Provincias

Dentro de las erogaciones que realiza el gobierno nacional se hallan las transferencias corrientes y de capital que tienen como destino las jurisdicciones subnacionales y son en gran parte de naturaleza discrecional. En los meses comprendidos entre enero y abril de 2015 se aprecia un aumento de 46,7% en las Transferencias Corrientes y de 47,0% en las Transferencias de Capital. Dentro de estas últimas, Fondo Federal Solidario cayó 24%. Si se le añaden los recursos de transferencia automática (Coparticipación y Leyes Especiales), se tiene que el total de recursos transferidos a las provincias creció un 30,7% en el período considerado, un 24% los de envío automático y un 71% los de remisión discrecional (en año electoral)

Transferencias a Provincias y CABA en los primeros cuatro meses de 2015

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	ene-abr 14	ene-abr 14	\$	Var %
Coparticipación y Leyes Especiales	86,224	109,493	23,269	27.0%
Transferencias Corrientes	5,195	7,620	2,425	46.7%
Transferencias de Capital	14,475	21,276	6,801	47.0%
FFS	4,932	3,761	-1,171	-23.7%
Resto	9,543	17,515	7,972	83.5%
Total	105,894	138,389	32,495	30.7%
Automáticas	91,156	113,254	22,098	24.2%
Discrecionales	14,738	25,135	10,397	70.5%
	19,670	28,896	9,226	46.9%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

La recaudación nacional en junio

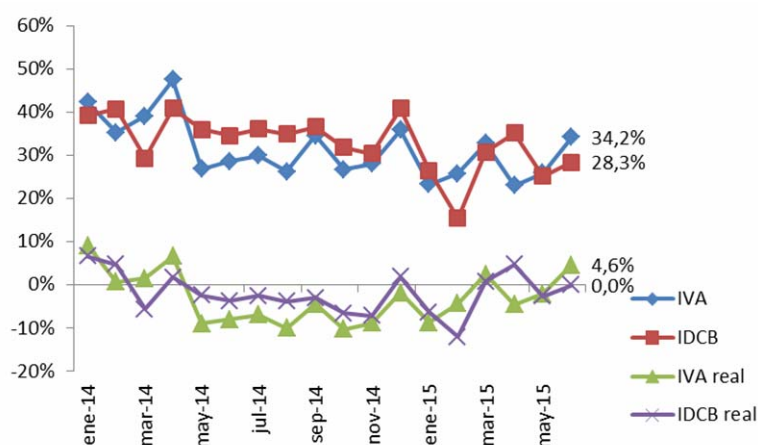
En junio la recaudación nacional alcanzó los \$140.837 millones, lo cual significó un aumento de 39,2% respecto a igual mes de 2014. El gran responsable del aumento es el impuesto a las Ganancias, que creció 47%, aumentando su recaudación de \$29.295 millones en junio de 2014 a \$43.050 millones en 2014, siendo el no ajuste por inflación en los balances de las empresas y el insuficiente ajuste de parámetros para personas un factor de gran importancia. Los impuestos relacionados con la seguridad social siguen mostrando un buen desempeño (37,8%, cuando en 2014 crecieron 29,5%), reflejando las paritarias de mediado de año.

Muestra leves signos de recuperación el sector externo, pues aumentaron en comparación con junio de 2014 los derechos a la importación (27.8%) y a la exportación (21.8%). Sin embargo, en lo que va del año la recaudación por estos conceptos es 5.9% menor a la del mismo período de 2014. Factores externos (menores precios internacionales, apreciación mundial del

dólar, caída en la demanda externa, especialmente de Brasil) e internos (atraso cambiario, restricciones a las importaciones, entre otras) explican esta situación.

Finalmente, quedan los impuestos más relacionados con el nivel de actividad económica. En junio crecieron un 42,2%, muy por encima de la inflación (estimada en 28,5%). Sin embargo, la recaudación por IVA, estrechamente relacionada con la actividad económica, presentó un incremento de 34,2%, donde el IVA DGI creció un 42,9% y el IVA DGA 20,4%, siendo otra evidencia de la debilidad del frente externo. Por su parte, el impuesto al cheque creció 26,8%. En estos dos impuestos se aprecia en los últimos meses una leve mejora en términos reales respecto a la situación recesiva de gran parte de 2014.

Evolución de los Impuestos relacionados con la actividad económica



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon e IPC Congreso.

Recaudación Nacional en Junio de 2015

	jun-14	jun-15	Diferencia	
	En mill. \$	En mill. \$	En mill. \$	%
IVA Neto	25,367	34,052	8,685	34.2%
IVA Bruto	25,544	34,554	9,010	35.3%
IVA DGI	16,866	24,107	7,241	42.9%
IVA DGA	8,678	10,447	1,769	20.4%
Devoluciones (-)	177	502	325	183.8%
Reintegros (-)	1,020	1,200	180	17.6%
Ganancias	29,295	43,050	13,755	47.0%
Créditos y Débitos	6,044	7,756	1,712	28.3%
Combustibles	3,504	5,943	2,439	69.6%
Internos Coparticipados	1,699	2,377	679	40.0%
Otros Impuestos	3,033	4,613	1,580	52.1%
Exportaciones	8,548	10,412	1,864	21.8%
Importaciones y otros	2,253	2,882	629	27.9%
Seguridad Social	22,463	30,952	8,489	37.8%
Total	101,186	140,838	39,652	39.2%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

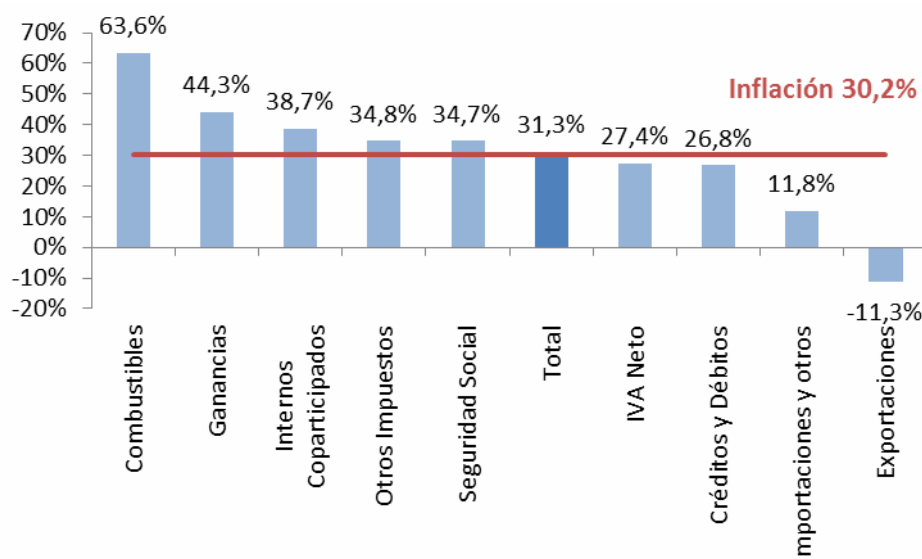
Considerando los seis primeros meses del año, la recaudación nacional presenta un crecimiento de 31,3% respecto al mismo período de 2014 (la inflación en este periodo fue de 30,2%). Se destacan el crecimiento de Combustibles (63,6%), Ganancias (44,3%) y Seguridad Social (34,7%). En el otro extremo se sitúan los Derechos de Exportación (-11,3%) e Importación (11,8%). Por su parte, IVA crece 27,4% y Créditos y Débitos un 26,8%.

Recaudación Nacional acumulada a Junio de 2015

	ene-jun-14	ene-jun-15	Diferencia	
	En mill. \$	En mill. \$	En mill. \$	%
IVA Neto	155,855	198,555	42,699	27.4%
IVA Bruto	157,913	201,230	43,317	27.4%
IVA DGI	106,432	146,049	39,618	37.2%
IVA DGA	51,481	55,180	3,699	7.2%
Devoluciones (-)	2,058	2,675	617	30.0%
Reintegros (-)	5,355	4,902	-453	-8.5%
Ganancias	125,658	181,273	55,616	44.3%
Créditos y Débitos	34,883	44,234	9,352	26.8%
Combustibles	16,367	26,768	10,401	63.6%
Internos Coparticipados	10,188	14,135	3,947	38.7%
Otros Impuestos	13,817	18,619	4,802	34.8%
Exportaciones	45,149	40,031	-5,118	-11.3%
Importaciones y otros	14,266	15,946	1,680	11.8%
Seguridad Social	138,357	186,393	48,036	34.7%
Total	549,184	721,052	171,868	31.3%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Recaudación Nacional acumulada a Junio de 2015



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon e IPC Congreso.

En Foco 3

Por el motor del Gasto Público, el PBI creció 1,1% en el primer trimestre

- El resultado surge de un fuerte aumento en el Gasto Público (+8%) mientras que el Consumo sube marginalmente (+0,8%), al igual que la Inversión (0,5%)
- Desde 2011, se profundizaron los estímulos a la demanda: a precios constantes el Gasto Público se expandió 28% y el Consumo 13%. En cambio, la Inversión en el mismo período se contrajo 2%, por la merma en Equipos Durables (-9%)
- El sector externo fue el de peor desempeño en los últimos cuatro años, con una merma acumulada de 18% por el lado de las exportaciones y una de 7% en las importaciones (a precios constantes)

Los datos preliminares del primer trimestre del año informan que el Producto Bruto Interno creció 0,2% en su medición desestacionalizada y 1,1% contra igual período del año pasado, luego de haberse expandido 0,5% interanual el trimestre anterior.

Los datos desagregados indican que la economía estaría funcionando en clave electoral, estimulando aún más la demanda, desatendiendo los problemas del sector externo y con aumentos en la inversión que no alcanzan para cubrir el rezago en la oferta. De esta manera, el Gasto Público aumenta 8% interanual en los primeros tres meses, acelerándose fuertemente con respecto al 2,6% registrado en el trimestre anterior, y el Consumo evidencia un muy leve repunte (+0,8%) luego de haberse ubicado en terreno negativo a fin de 2014 (-0,8%).

Por el otro lado, la Inversión se expande 0,5% interanual en lo que va del año, recortando fuertemente con respecto a la caída de 8,5% del último trimestre de 2014. Finalmente, las exportaciones anotan una baja de 1,4% interanual en los primeros tres meses de 2015, manteniendo un ritmo de caída similar al observado a fin de 2014 (-1,1%), mientras que las importaciones se contraen 6,1% interanual en lo que va del año, recortando la caída con respecto al derrumbe de 18,7% del trimestre anterior, pero todavía evidenciando un rojo considerable.

Agregados macroeconómicos

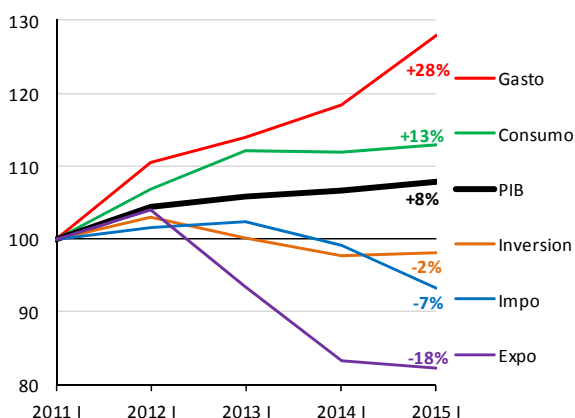
Variación interanual

	2014 IV	2015 I	Diferencia
Gasto Público	2,6	8,0	5,4
Consumo	-0,8	0,8	1,7
Inversión	-8,5	0,5	9,0
Exportaciones	-1,1	-1,4	-0,3
Importaciones	-18,7	-6,1	12,6
PBI	0,5	1,1	0,6

Fuente: IERAL en base a INDEC

Tomando como punto de referencia el primer trimestre de 2011, año a partir del cual el PIB comenzó a mostrar cierta debilidad, se evidencia que en lo que va de 2015 se intensifican las tendencias que ya reflejaban los agregados macroeconómicos durante los últimos años.

Evolución del PIB y sus componentes entre 2011-2015



Variaciones entre 2015 I y 2011 I

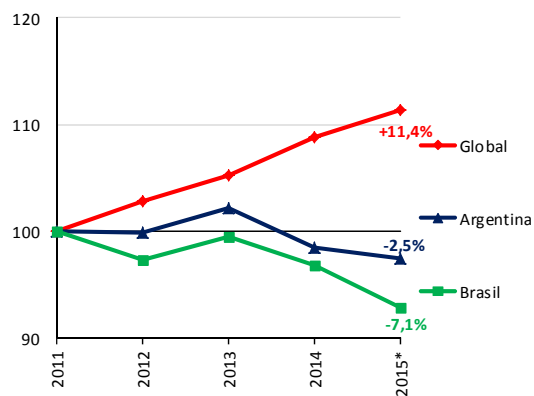
Fuente: IERAL en base a INDEC

De esta manera, por el lado de la demanda, la aceleración del Gasto Público en el primer trimestre de este año (8% interanual) hace que éste acumule un aumento de 28% a precios constantes entre 2011 y 2015. De forma similar, aunque estancado hace dos años, el consumo presenta un aumento de 13% con respecto al primer trimestre del año 2011.

La inconsistencia surge cuando se analiza qué está ocurriendo como contrapartida por el lado de la oferta: la Inversión estuvo estancada durante todo el período y, con respecto al primer trimestre de 2011, acumula una baja de 2%. Analizando la inversión por rubro, la formación bruta de capital en el sector Construcción aumenta apenas 4,1% en comparación con 2011, mientras que en Equipo Durable de Producción es 9% menor a la de aquél año.

El poco dinamismo en la inversión debilita la industria doméstica, resultado que puede observarse en los índices de producción industrial: mientras que desde 2011 la industria global creció 11,4%, la industria argentina se contrajo 2,5% y la brasilera se redujo 7,5%. Fogonear la demanda domésticamente

Índice de Producción Industrial (2011=100)



Fuente: CPB World Monitor, OJF y IBGE

desatendiendo los problemas por el lado de la oferta tiene el riesgo de que el mayor gasto en consumo público y privado se traduzca en aumentos de precios y no en aumento de cantidades producidas.

Finalmente, el sector externo es el de peor desempeño cuando se observan los últimos cuatro años debido, en parte, a la intensificación de las restricciones cambiarias, y a la pérdida de competitividad. Desde 2011 a esta parte, las exportaciones acumulan una disminución de 18% a precios constantes y las importaciones una baja de 7%.

En Foco 4

¿Por qué la devaluación de enero de 2014 no sirvió para corregir precios relativos?

- Entre septiembre de 2013 y agosto de 2014, es decir, antes y después de la devaluación, el comportamiento de la tasa de interés se mantuvo disociado de la evolución del tipo de cambio y la inflación
- En el período analizado, estuvieron en vigencia las restricciones para operar en el mercado cambiario (el llamado “cepo”). Bajo este régimen, se debilita el mecanismo de esterilización de los pesos que son canjeados por dólares del Banco Central, lo que ayuda a explicar el comportamiento de la tasa de interés
- Considerando los doce meses entre septiembre de 2013 y agosto de 2014, la tasa de interés promedio fue de 22,27 % anual, la mitad de la variación que tuvo el tipo de cambio en el segmento oficial, que fue de 45 %. Así, no debería extrañar que, por cada 10 puntos de devaluación, subieran 8,2 puntos los precios al consumidor

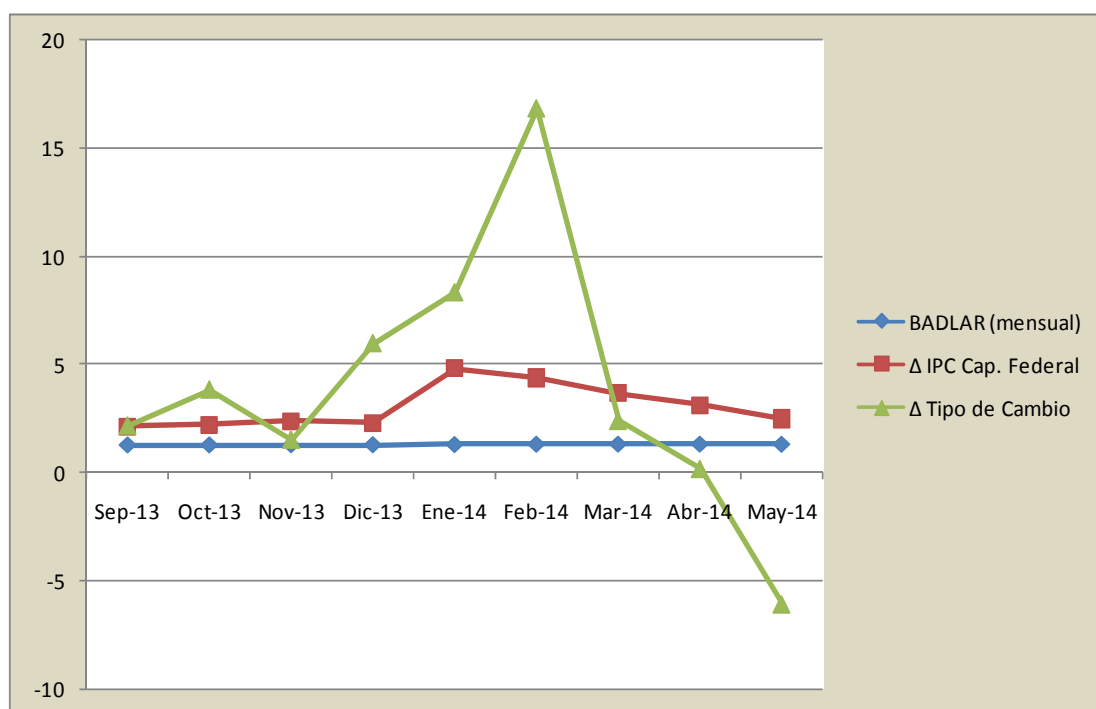
La devaluación de enero de 2014 no logró los resultados esperados en términos de corrección de los desequilibrios cambiarios. Por el contrario, no sólo no llevó a una corrección de los precios relativos, sino que además provocó una aceleración de la inflación. En parte, esto fue producto de los escasos cambios en las tasas de interés en el período en el que ocurrió la devaluación.

Este fenómeno se observa en las trayectorias de tipo de cambio, inflación y tasa de interés BADLAR en los meses previos y posteriores a la devaluación de enero de 2014. Para apuntalar un sistema estable, la tasa de interés debería mantenerse a un nivel tal que permita controlar las expectativas vinculadas con la evolución del tipo de cambio y la inflación.

En primer lugar, cabe observar que tanto el tipo de cambio como la evolución del IPC siguen la misma trayectoria, por lo cual estaríamos observando un elevado pass-through de tipo de cambio a precios. Es decir, la depreciación del tipo de cambio nominal se traduce en un aumento del nivel de precios, por lo cual el tipo de cambio real no se modifica. Esto implica una persistencia de los desequilibrios cambiarios, a la vez que se aceleran los niveles de inflación y la pérdida de poder adquisitivo.

Por otro lado, los niveles sostenidos de inflación mensual y de depreciación cambiaria, visiblemente superiores a los de la tasa BADLAR tanto en los meses previos como en los posteriores a enero de 2014, indicarían un manejo laxo de la política monetaria. En mercados cambiarios libres, aumentos sostenidos en los niveles de precios y de depreciación de la divisa local se traducen en una mayor demanda de divisa extranjera y en un aumento en la tasa de interés, actuando estas dos herramientas como estabilizadores. Sin embargo, los controles cambiarios que impiden el canje de pesos por dólares en poder del Banco Central, evitan la esterilización de los excesos de moneda doméstica. Esto, junto a una política monetaria laxa, se reflejó en tasas de interés que evolucionaron disociadas de lo que ocurrió con el tipo de cambio y la inflación.

Como se observa en el gráfico debajo, las variaciones positivas del Índice de Precios al Consumidor de Capital Federal y del tipo de cambio no se reflejan en aumentos significativos en la tasa BADLAR (expresada mensualmente), la cual se mantiene a niveles relativamente estables en comparación a las otras dos variables. Asimismo, a pesar del salto ocurrido en el tipo de cambio durante la devaluación y el correspondiente traspaso al nivel de precios, la tasa BADLAR tampoco muestra cambios significativos. En los meses siguientes a la devaluación, a pesar de los niveles positivos, aunque decrecientes, de inflación, la tasa de interés tampoco se modifica.



Valores expresados en puntos porcentuales
Fuentes: BCRA y Dirección General de Estadísticas y Censos CABA

Este fenómeno se distingue también en los promedios mensuales de los indicadores. En los cuatro meses previos a la devaluación ya se observa un desajuste persistente en el mercado de cambios, con variaciones promedio mensuales del tipo de cambio y del IPC de 3,55 y 2,24 puntos porcentuales, respectivamente. Mientras tanto, la tasa BADLAR se mantiene a niveles significativamente menores, en 1,28 puntos porcentuales.

Promedios Mensuales

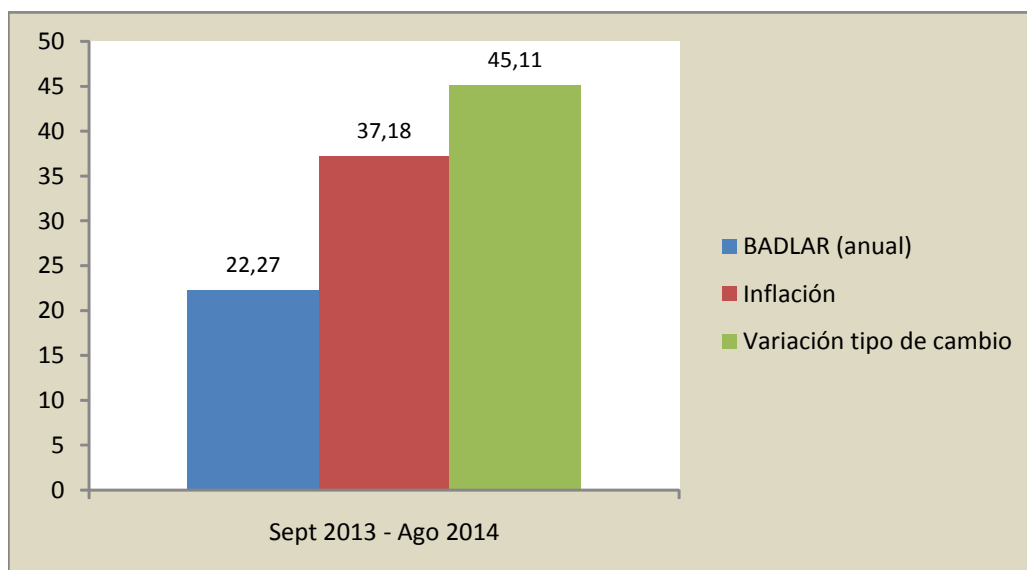
	Sept - Dic 2013	Ene-14	Feb - Ago 2014
BADLAR (mensual)	1,28	1,29	1,30
Inflación	2,24	4,80	2,84
Variación tipo de cambio	3,55	23,02	-0,71

Valores expresados en puntos porcentuales

Fuentes: BCRA y Dirección General de Estadísticas y Censos CABA

Más adelante, en enero, la devaluación no se traduce en un incremento de la tasa de interés, la cual se mantiene casi al mismo nivel del promedio de los cuatro meses anteriores, ahora a 1,29 puntos porcentuales. Al no reaccionar esta, la alteración de la paridad cambiaria repercute fuertemente en el índice de precios, cuya variación fue casi el doble en comparación a la del promedio de los meses anteriores, siendo de 4,80 puntos porcentuales. Luego de este salto en el tipo de cambio, éste se aprecia levemente en el período entre febrero y agosto de 2014, aunque la inflación mensual mantiene un promedio positivo de 2,84 puntos porcentuales. A pesar de esta última cifra, el promedio de la tasa BADLAR en el período se incrementa levemente en 0.01 puntos porcentuales respecto a su nivel de enero.

En todo el período mencionado, tanto antes, durante, y luego de la devaluación, la tasa de interés se mantuvo a niveles relativamente constantes a pesar de fuertes variaciones positivas en los niveles de inflación y de depreciación cambiaria, lo cual demuestra una reticencia a utilizar la tasa de interés como herramienta de ajuste. La tasa BADLAR, en términos anuales, se mantuvo marcadamente menor a la variación del IPC entre septiembre de 2013 y agosto de 2014 y fue aproximadamente la mitad de la variación del tipo de cambio durante el mismo período.



Valores expresados en puntos porcentuales

Fuentes: BCRA y Dirección General de Estadísticas y Censos CABA

Así, no es de extrañar que la devaluación de enero de 2014 haya sido un fracaso en términos de la modificación de precios relativos, y que por cada 10 puntos de variación del tipo de cambio se haya registrado una variación de 8,24 puntos porcentuales del IPC.

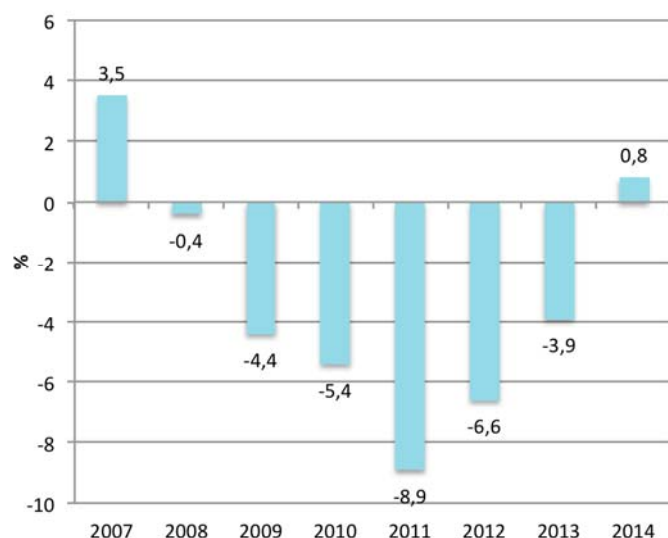
En Foco 5

Internacional: La Eurozona ya mostró su juego, ahora le toca mover a Grecia

- El referéndum del próximo domingo en Grecia definirá el grado de poder con el que su gobierno hará frente a las nuevas negociaciones. Un triunfo del “si”, facilitaría la continuidad del país en la Eurozona, mientras que un triunfo del “no” fortalece al gobierno, pero le imprime más incertidumbre al rumbo de la economía
- Las condiciones financieras no ayudan a la táctica del gobierno griego: el país sufrió un fuerte retiro de depósitos en torno a los 47 mil millones de euros en los últimos seis meses; mientras que en la Eurozona, el Banco Central Europeo adquirió un notable poder de fuego
- Esta crisis es más fácil de imaginar en un caso como el de Grecia que en el caso de otros países periféricos, dado que está poco integrada a las cadenas de valor de la región, con exportaciones industriales per cápita que sólo suman 737 dólares anuales, en comparación con los 4.094 dólares y los 3.533 dólares de los casos de República Checa y Eslovaquia

Todo hace pensar que una eventual ruptura entre Grecia y la Eurozona hace perder a ambas partes. Pero más allá de lo que dicte la razón, los caminos tomados hasta hoy no descartan la posibilidad del *Grexit*. Esta semana estuvo signada por turbulencias, originadas en la decisión del Banco Central Europeo de no elevar el techo de la asistencia de liquidez de emergencia a los bancos, la decisión de Grecia de establecer el feriado bancario y el límite al retiro de los depósitos, y el posterior

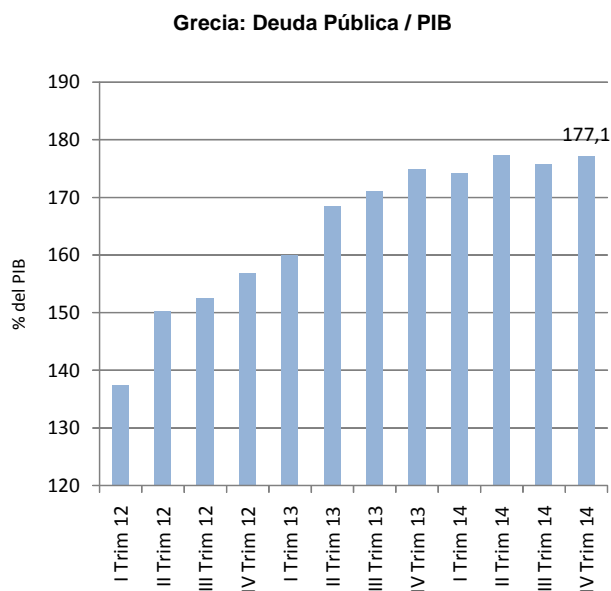
Grecia: Crecimiento del PIB
Tasa de variación interanual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

default en que incurrió luego con el FMI, al no cancelar un vencimiento de €1,6 mil millones que vencía a comienzos de la semana. Los hechos no se agotan ahí: la campaña que está realizando en las últimas horas Tsipras a favor del “no”, frente al referéndum del próximo domingo, profundiza la grieta con sus acreedores, y las posibilidades de un acuerdo podrían alejarse en caso que triunfe. Más allá de la relevancia de cada uno de estos hechos, el impacto en los mercados ha sido, por el momento, acotado. Mala noticia para Grecia, porque se reduce así su peso a la hora de negociar. El próximo domingo, los griegos definirán el grado de poder con que su gobierno se enfrentará a las nuevas negociaciones. Un triunfo a favor del “si”, debilitando al oficialismo, abriría espacio a la continuidad del país en la región y la búsqueda de opciones de financiamiento. Sin embargo, se sabe que es mucho más fácil entrar que salir de los “corralitos”. Con el “no”, se fortalece el gobierno, pero el rumbo de la economía se hace más incierto.

Más allá de las idas y vueltas de las últimas horas, la instancia a la que han llegado los europeos es fruto de responsabilidades compartidas. En primera instancia, un país (Grecia), que ha cometido una enorme irresponsabilidad fiscal gastando a lo largo de muchos años más allá de sus posibilidades presupuestarias y endeudándose mucho más allá de sus posibilidades de repago (la deuda pública griega asciende hoy al 177% de su Producto), y no porque no tuviera recursos genuinos para gastar. Por otro lado, se tiene a una región que buscaba fortalecerse como bloque, pero que



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

olvidó en el camino algunos controles al interior. La situación empeoró cuando los “errores” de Grecia salieron a la luz y se reestructuró la deuda, pero de forma insuficiente como para permitirle, por medio de los grandes esfuerzos fiscales que en definitiva terminó haciendo, volver a repuntar.

Hoy la situación parece trabada, aún cuando a ninguna de las partes le convenga la ruptura. A pesar de los efectos negativos que una eventual salida de Grecia pudiera provocar en la región (imagen de mayor vulnerabilidad de la región, debilidad en la construcción del Euro, posible encarecimiento del financiamiento soberano y de las empresas, entre otros), la Eurozona negocia hoy desde una posición de fortaleza: los mercados no se están desmoronando (por lo menos, por el momento), y aunque empeorara el escenario, el Banco Central Europeo tiene un

enorme poder de fuego para actuar ante una eventual crisis financiera. Y no sólo el Banco Central: en los últimos años, la región ha instrumentado una serie de mecanismos, como por ejemplo el Mecanismo de Estabilidad Europea (ESM por sus siglas en inglés), para inyectar liquidez. Así que, más allá de las turbulencias (que eran esperadas), las posibilidades de un contagio y una consecuente crisis son acotadas. Del lado griego, con retiros de depósitos por 47 mil millones de euros en los últimos seis meses, está claro que una ruptura provocaría una crisis bancaria.

Aparte del descalabro fiscal griego, sus problemas de interrelación con la región se originan en una situación más estructural: la economía griega, además de ser pequeña, está poco integrada a las cadenas de valor de la región. Parece difícil pensar que una situación similar como la que hoy se observa se pudiera dar con otros países que, a pesar de ser también pequeños en términos relativos, están muy integrados, como son los casos de Eslovaquia y Eslovenia, o como los casos de países de la Unión Europea que aún no utilizan el Euro pero que tienen bases productivas muy interrelacionadas con sus pares, como es el caso de Hungría, República Checa y Polonia.

En el cuadro adjunto, se tiene el valor de las exportaciones industriales per cápita de algunos países seleccionados, como así también el porcentaje de valor agregado externo que tienen sus exportaciones. Este último indicador da idea del grado de integración que tiene cada una de estas economías a la cadena de valor de la región a la que pertenecen. En el tope se ubica Hungría, cuyas exportaciones contienen en promedio un 48,7% de valor agregado externo. Entre los países que pertenecen a la Eurozona se ubican Eslovaquia y Eslovenia, con guarismos en 46,8 y 36,2 respectivamente, y Grecia, con un nivel muy inferior, del orden del 25%, que parece ser un piso para los países de la Eurozona.

Valor agregado externo y exportaciones industriales per cápita en países seleccionados

País	% de Valor agregado externo en las exportaciones	Exportaciones industriales per cápita (US\$)
Hungría	48,7	3.181
Eslovaquia	46,8	3.533
República Checa	45,3	4.094
Eslovenia	36,2	3.099
Polonia	32,4	1.472
Turquía	25,7	598
Grecia	25,0	737
Rumania	24,4	681

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OECD

En una economía que se queda sin oxígeno, por el inevitable ajuste fiscal y por el ajuste monetario con el que podría enfrentarse ante la profundización de la caída de los depósitos bancarios en caso de que no siga habiendo asistencia del Banco Central Europeo, se vuelve fundamental para la economía griega encontrar fuentes externas de crecimiento. Mejorar su capacidad productiva, tratando de adaptarse a lo que el resto de la región y el mundo demandan, parece clave para generar los ingresos que hoy su economía necesita. En este desafío, ser parte de una rueda que ya está en marcha, como lo es la Eurozona, debería

facilitar las decisiones de su población y de su dirigencia política. Pero ya se sabe que no siempre los países toman el rumbo que la racionalidad aconseja.

En Foco 6

El dato regional de la semana: Se mantiene el desempeño positivo del turismo interno, aunque se resienten las visitas de extranjeros

- Mientras el total de viajeros recibidos en las distintas regiones turísticas subió un 2,9 % interanual en los primeros cuatro meses de 2015, la variación fue negativa (-3,9 %) cuando se consideran exclusivamente los visitantes extranjeros
- Para el total de turistas, el ranking de arribos es liderado por Córdoba (12,7 % interanual), seguida del Norte (9,9%), la Patagonia (8,5 %) y provincia de Buenos Aires (5,2 %). En cambio, la variación fue negativa para los casos de CABA, Litoral y Cuyo
- Cuando se consideran sólo los turistas extranjeros, el cuadro muestra un incremento significativo de arribos a la provincia de Buenos Aires (34,5 % interanual), seguida por Córdoba con 19,0 % y una marginal variación para el Norte (0,3%). Hubo, en cambio, caídas en comparación con los cuatro primeros meses de 2014 para los casos de la Patagonia, Ciudad de Buenos Aires, Litoral y Cuyo

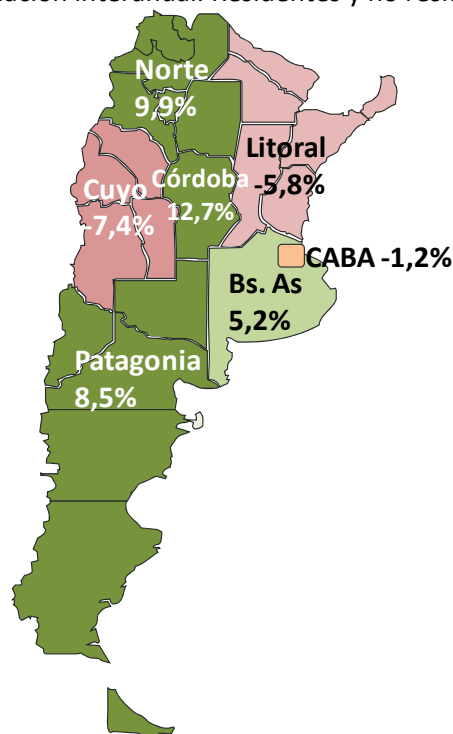
Durante los primeros cuatro meses de 2015, la cantidad de viajeros recibidos en las diferentes regiones turísticas del país creció un 2,9%, de acuerdo a los datos relevados por la Encuesta de Ocupación Hotelera de INDEC. Esto representa una buena perspectiva para el año, si bien el incremento se desaceleró en comparación a lo vivido durante los meses de enero y febrero (+6,6%).

La región de mayor crecimiento en el flujo de turistas recibidos tuvo durante el acumulado enero-abril fue **Córdoba**, con un incremento del 12,7%, habiendo recibido 854 mil turistas en el periodo considerado.

La siguió la región **Norte**, con un incremento de 9,9%, recibiendo a 802 mil viajeros. En un desempeño similar, la **Patagonia** tuvo un incremento de visitantes del 8,5%, sumando 1.440 mil personas durante los primeros cuatro meses del año, siempre de acuerdo a la EOH realizada por INDEC.

Viajeros recibidos, por regiones del país. Ene-Abr 2015

Variación interanual. Residentes y no residentes.



Fuente: IERAL en base a Encuesta de Ocupación Hotelera de INDEC

Con un crecimiento menor se ubicó la provincia de **Buenos Aires**, en donde la cantidad de viajeros recibidos se incrementó un 5,2%, con 1.040 mil visitantes en total. Mientras tanto, la **Ciudad de Buenos Aires** ya se ubicó en los números negativos, con una disminución del 1,2% en la cantidad de visitantes (sumando casi 1,5 millones), durante el acumulado enero-abril.

Finalmente, las regiones de **Litoral** y **Cuyo** fueron las que tuvieron una mayor caída en cuanto a la recepción de visitantes, en donde la primera reflejó una variación de -5,8% y la segunda, de -7,4%. La cantidad de turistas que arribaron a estas regiones en los primeros cuatro meses del año ascendió a 962 mil y 627 mil, respectivamente.

En lo que respecta a viajeros extranjeros, es decir, no residentes en la Argentina, el acumulado enero-abril acusa una disminución de 3,9%, en contraposición al +2,1% registrado en los meses de verano, para el total del país.

Esta caída estuvo marcada por la disminución de los turistas extranjeros en la Ciudad de Buenos Aires (-5,3%), destino que concentra cerca del 50% de las visitas desde fuera del país. La provincia de Buenos Aires, por su parte, fue la más beneficiada con los visitantes

extranjeros, aunque solo alrededor del 10% del total de viajeros no residentes la elige como destino.

Viajeros no Residentes recibidos, por regiones del país. Ene-Abr 2015

	Total acumulado y Var ia	
Total	1.502.790	-3,9%
Buenos Aires	15.078	34,5%
Córdoba	27.515	19,0%
Norte	106.086	0,3%
Patagonia	364.651	-1,3%
Ciudad de Buenos Aires	749.249	-5,3%
Litoral	132.118	-6,2%
Cuyo	108.093	-11,5%

Fuente: IERAL en base a Encuesta de Ocupación Hotelera de INDEC

Córdoba fue otra provincia beneficiada con el turismo extranjero, el cual se incrementó un 19% durante el primer cuatrimestre del año, de acuerdo a los datos publicados en la EOH. Mientras el Norte se mantuvo prácticamente sin variaciones, la Patagonia tuvo una leve caída, del 1,3%.

Finalmente las regiones de Litoral y Cuyo fueron las que verificaron mayor pérdida de turismo extranjero en lo que va de este año, algo similar a lo sucedido con el turismo total. En este caso, las regiones marcaron una caída de 6,2% y 11,5% respectivamente.

En síntesis, los datos muestran como el turismo interno sigue afianzándose durante 2015, posiblemente impulsado por una mejora en las expectativas económicas, como lo refleja, por ejemplo, el índice de confianza del consumidor elaborado por la Universidad Torcuato di Tella, durante el primer semestre del año.

Por otro lado, el turismo extranjero aun no despega, teniendo como una de las principales causas el encarecimiento en dólares que ha sufrido la Argentina en los últimos años respecto a otros destinos, y en particular durante el último año, cuando los países vecinos (Chile, Brasil, Perú) iniciaron un proceso de depreciación de sus monedas, al contrario que nuestro país.

Ahora queda esperar la próxima temporada fuerte del turismo, en los meses de invierno, donde los principales centros de ski del país esperan tener una mejor temporada de nieve que en 2014, permitiendo así atraer a más turistas, sobre todo extranjeros.

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2015 I	830.903,4	-8,3%	1,1%	0,6%
PIB en US\$ (\$ mm)	2015 I	539.510,2	-7,0%	10,4%	-9,0%
EMAE	abr-15	222,4	0,1%	1,7%	1,3%
IGA-OJF (1993=100)	may-15	179,6	-0,1%	0,5%	-0,4%
EMI (2006=100)	may-15	127,0	0,2%	-0,5%	-1,6%
IPI-OJF (1993=100)	may-15	178,6	-0,1%	-0,9%	-1,3%
Servicios Públicos	may-15	250,8	0,1%	1,5%	2,4%
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	may-15	191,5	-4,2%	3,7%	6,1%
Importación Bienes de Capital (volumen)	may-15	-	-	2,0%	8,0%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2015 I	164.528,1	-6,3%	0,5%	-4,4%
		2015 I	2014 IV	2014 III	2014 II
IBIF como % del PIB		19,8%	19,4%	20,7%	19,1%

* 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%
		mar-15	ene-dic 14	mar-14	ene-dic 14
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
		may-15	ene-ago 14	may-14	ene-ago 14
Adelantos Transitorios BCRA *		5.700,0	85.750,0	7.550,0	68.620,0
		2015 I	2014 IV	2014 III	2014 II
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%	
			30-jun-15	may-15	may-14	dic-14
TCN Oficial (\$/US\$)		9,11	9,05	8,01	8,57	
TCN Brecha		48,8%	42,8%	31,5%	61,1%	
TCN Real (R\$/US\$)		3,11	3,11	2,22	2,66	
TCN Euro (US\$/€)		1,12	1,11	1,37	1,21	

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado		
Base Monetaria (\$ mm)	19-jun-15	481.480,0	-2,8%	32,6%	29,2%		
Depósitos (\$ mm)	19-jun-15	1.143.068,0	2,0%	30,6%	29,9%		
Sector Público No Financiero	19-jun-15	313.898,0	4,1%	13,8%	22,7%		
Sector Privado No Financiero	19-jun-15	825.860,0	1,2%	38,6%	33,2%		
Créditos (\$ mm)	19-jun-15	722.128,7	0,3%	24,4%	20,0%		
Sector Público No Financiero	19-jun-15	48.196,6	-7,3%	15,0%	6,9%		
Sector Privado No Financiero	19-jun-15	661.794,2	1,2%	25,9%	21,8%		
			Fecha	Dato	may-15	31-dic-13	jun-14
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	19-jun-15	33.829,0	33.805,7	30.599,0	28.862,3		
Ratio de cobertura de las reservas	19-jun-15	63,6%	64,6%	52,9%	63,9%		
Tasa de interés Badlar PF	01-jul-15	20,8%	20,4%	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	01-jul-15	385	369	387	347		
EMBI+ Argentina	01-jul-15	624	595	719	880		
EMBI+ Brasil	01-jul-15	299	280	259	235		
Tasa LIBOR	01-jul-15	0,19%	0,18%	0,17%	0,15%		
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	01-jul-15	0,08%	0,13%	0,06%	0,09%		
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	01-jul-15	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%		
SELIC (Brasil)	01-jul-15	13,65%	13,15%	11,65%	10,65%		
			Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	01-jul-15	11.670,9	-2,39%	113,89%	59,54%		
Índice Bovespa	01-jul-15	52.758,0	-3,55%	4,45%	0,42%		

* 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)	abr-15	136,9	0,3%	1,5%	2,0%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	abr-15	128,4	0,1%	2,0%	2,3%

* 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	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%