

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 949 – 29 de octubre de 2015

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

La experiencia de la Argentina en las últimas siete décadas, cada vez que tuvo que salir de una etapa de atraso cambiario

En Foco 1 – Jorge Vasconcelos y David Anton

La fase final del plan de ancla cambiaria conlleva el riesgo de acentuar la estanflación

En Foco 2 – Patricio Vimberg

Inversión, la variable de ajuste de las restricciones al cambio y al comercio exterior vigentes desde 2011

En Foco 3 – Joaquín Berro Madero

El Sistema Nacional de Pagos se deteriora en 2015, aunque los últimos meses reflejan una mejoría

En Foco 4 – Eliana Miranda

Brasil: se revirtió el rojo de la balanza comercial y el superávit llega a 7 mil millones de dólares en doce meses

En Foco 5 – Vanessa Toselli

El dato regional de la semana:
El segundo trimestre anotó mejoras en las ventas de supermercados en todas las regiones del país

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

La experiencia de la Argentina en las últimas siete décadas, cada vez que tuvo que salir de una etapa de atraso cambiario

- El tipo de cambio real resulta uno de los más bajos desde 1944, ubicándose muy por debajo del promedio histórico, por lo que es relevante considerar la forma en que se corrigió el atraso cambiario en seis episodios previos al presente
- En ninguno de los casos en los que el período previo había provocado una severa distorsión de precios relativos fue posible salir con movimientos graduales y el sinceramiento cambiario debió ser acompañado por planes de estabilización
- En los tres casos en los que había aparecido un segmento marginal, el salto inicial en el mercado oficial llevó el tipo de cambio real a un nivel similar al que tenía el “blue” en el mes anterior

En Foco 1:

9

La fase final del plan de ancla cambiaria conlleva el riesgo de acentuar la estanflación

- El aumento de 3 puntos porcentuales de las tasas de interés dictado por el BCRA y las mayores restricciones de divisas a los importadores son características típicas de las fases finales del tipo de plan de estabilización implementado desde marzo del año pasado
- Dada la escasez de reservas y los problemas en el sector externo, este año la habitual expansión monetaria originada en el financiamiento al sector público no podrá ser reabsorbida en forma significativa por la venta de dólares a cambio de pesos. Quedarían 2 opciones: o aumento de la inflación o aumento de las tasas de interés para colocar mas LEBACS
- Según cálculos de IERAL, este año el Tesoro podría estar recurriendo a transferencias desde el Banco Central por \$74.000 millones. Sin embargo, éste cálculo ha dejado de ser un buen estimador de la emisión monetaria del Banco Central con motivo Sector Público, como ya se observó en el cuarto trimestre de 2014

En Foco 2:

13

Inversión, la variable de ajuste de las restricciones al cambio y al comercio exterior vigentes desde 2011

- La Formación Bruta de Capital registra una merma de 2,5% interanual en el año móvil al primer semestre de este año y una disminución de 8,7% con respecto al pico de fin de 2011, cuando se implementó el control de cambios
- La Importación de Bienes de Capital en los doce meses a septiembre alcanza los US\$ 12,2 mil millones, guarismo en el que se encuentra estancado hace años y ubicándose US\$ 2 mil millones por debajo de 2011
- Las ventas de Maquinaria Agrícola fueron de 7.400 unidades durante el año móvil al segundo trimestre, disminuyendo 20% en términos interanuales y situándose apenas 300 unidades por encima del piso registrado en 2009

En Foco 3:

16

El Sistema Nacional de Pagos se deteriora en 2015, aunque los últimos meses reflejan una mejoría

- Entre enero y agosto de este año, el 3,1% de los montos compensados vía cheque en el sistema nacional de pagos fueron rechazados
- En 2014 este ratio había alcanzado el 2,7% y en torno a 2% en los años previos
- Mientras los montos compensados crecen al 23% a/a, los montos rechazados lo hacen el 41%, aunque en los últimos dos meses se observa una mejora en este último indicador

En Foco 4:

19

Brasil: se revirtió el rojo de la balanza comercial y el superávit llega a 7 mil millones de dólares en doce meses

- El PIB cayó 7,6 % anualizado entre el primer y el segundo trimestre, de la mano de una demanda interna muy debilitada. En setiembre se destruyeron 95,6 mil puestos de trabajo y la tasa de desempleo alcanzó a 7,6 %
- Las tasas de interés han subido hasta el 29,3 % anual para créditos a empresas y a 62,3 % para individuos, comparado con una inflación que se sitúa en el 9,5 % anual
- Producto de la depreciación del real y de la recesión, las importaciones se contraen 19,5 % interanual en el acumulado de 12 meses. En cambio, las encuestas marcan expectativas de un repunte de las exportaciones, lo que reforzaría la tendencia ascendente de la balanza comercial

En Foco 5:

22

El dato regional de la semana: El segundo trimestre anotó mejoras en las ventas de supermercados en todas las regiones del país

- En términos reales, el incremento de la facturación fue de 1,9 % interanual, con el Norte y la Patagonia marcando un ritmo significativamente superior al del resto del país
- Por provincias, los mejores guarismos se registraron en Neuquén (6,6 %), Chubut (6,4 %) y Entre Ríos (6,6%). En el Norte, con Salta (1,6 %)y Tucumán (2,3 %) cerca del promedio nacional, el resto de las provincias anotó una variación interanual de 9,9 %
- En cambio, en la zona Pampeana la variación promedio fue de sólo 0,7%, con CABA (2,0 %) y Buenos Aires (0,7%) en terreno positivo, pero caídas en Córdoba (-3,7 %) y Santa Fe (-0,8 %)

Selección de Indicadores:

26

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley Nº 11723 - Nº 2328, Registro de Propiedad Intelectual Nº 5225374. ISSN Nº 1667-4790 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610, 5º piso B (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001) Córdoba, Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org.

Editorial

La experiencia de la Argentina en las últimas siete décadas, cada vez que tuvo que salir de una etapa de atraso cambiario

- El tipo de cambio real resulta uno de los más bajos desde 1944, ubicándose muy por debajo del promedio histórico, por lo que es relevante considerar la forma en que se corrigió el atraso cambiario en seis episodios previos al presente
- En ninguno de los casos en los que el período previo había provocado una severa distorsión de precios relativos fue posible salir con movimientos graduales y el sinceramiento cambiario debió ser acompañado por planes de estabilización
- En los tres casos en los que había aparecido un segmento marginal, el salto inicial en el mercado oficial llevó el tipo de cambio real a un nivel similar al que tenía el “blue” en el mes anterior

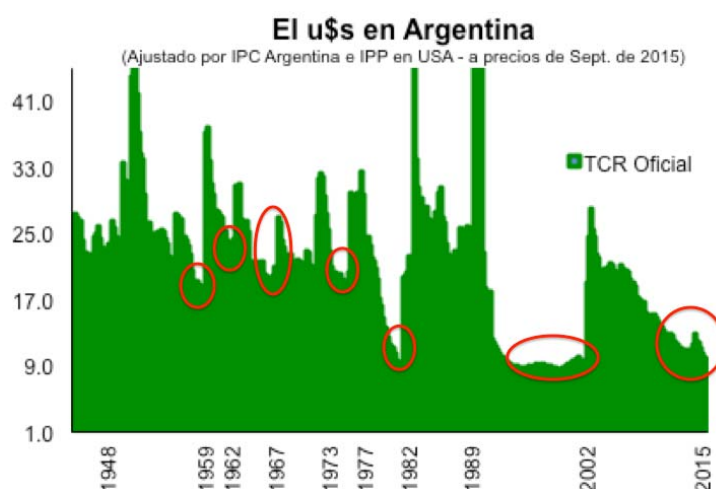
Una de las discusiones más relevantes con miras al 2016 es cómo el próximo gobierno va a resolver el actual problema cambiario. De estas discusiones surgen claramente dos posturas muy diferenciadas: la primera es la de un ajuste cambiario gradual acompañado por devaluaciones fiscales (baja de retenciones a las exportaciones) y la segunda opción es la de un ajuste de shock del tipo de cambio oficial. En ambos casos, se espera restablecer el financiamiento externo.

La primer alternativa (gradual) asume mantener los tipos de cambios múltiples y establecer un ritmo de devaluación por encima de la inflación de forma tal que a lo largo del tiempo se logre reducir el atraso cambiario generando una mejora inicial dada solamente por la reducción de las retenciones a las exportaciones.

La segunda alternativa (shock) supone unificar los actuales tipos de cambio múltiples generando un salto cambiario importante en el corto plazo para el dólar oficial transparentando así la devaluación ya ocurrida en el mercado de cambios no oficial (blue).

Los pro y contra de los diferentes planes ya fueron analizados anteriormente en estos informes¹, en esta ocasión se va a estudiar cómo se resolvieron en nuestro país los diferentes episodios de atraso cambiario en las últimas 7 décadas.

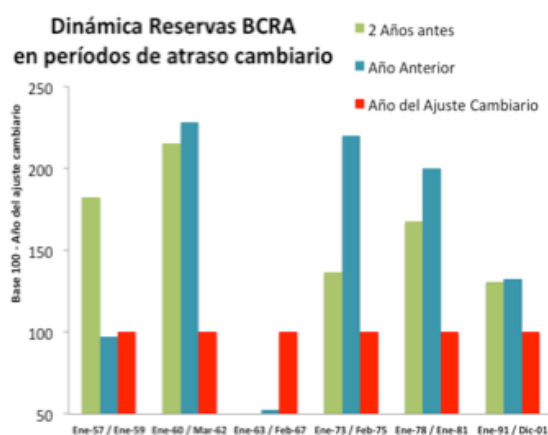
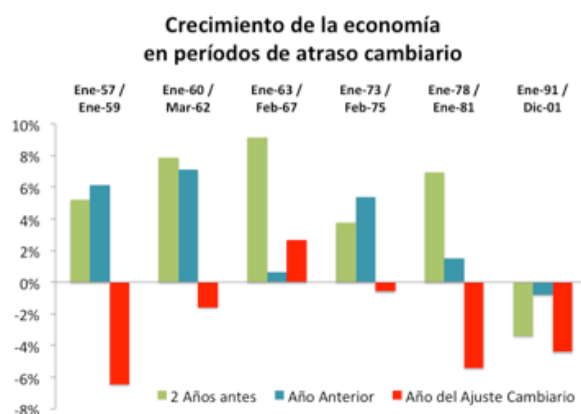
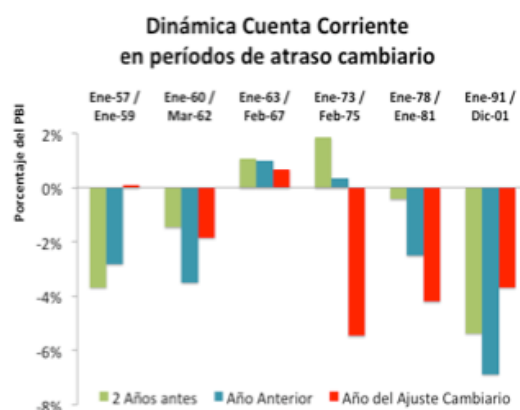
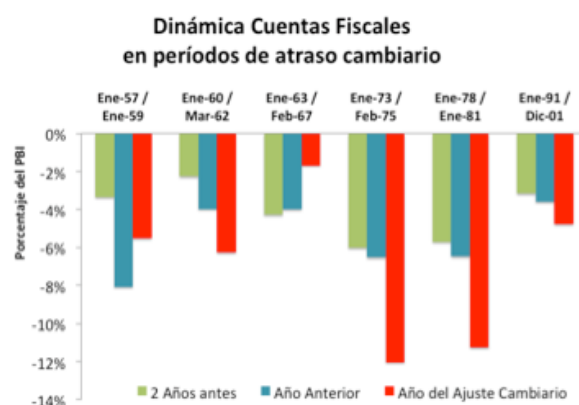
De acuerdo a la historia cambiaria de nuestro país, el actual poder adquisitivo del dólar oficial (Tipo de Cambio Real – TCR) resulta uno de los más bajos desde 1944 situándose muy por debajo del promedio histórico.



Además de la actual, la dinámica de atraso cambiario (caída del TCR) se ha registrado (en diferentes magnitudes) en otras 6 oportunidades a lo largo de estas 7 décadas (ene-57 / ene-59, ene-60 / mar-62, ene-63 / feb-67, ene-73 – feb-75, ene-78 / ene-81, ene-91 / dic-01).

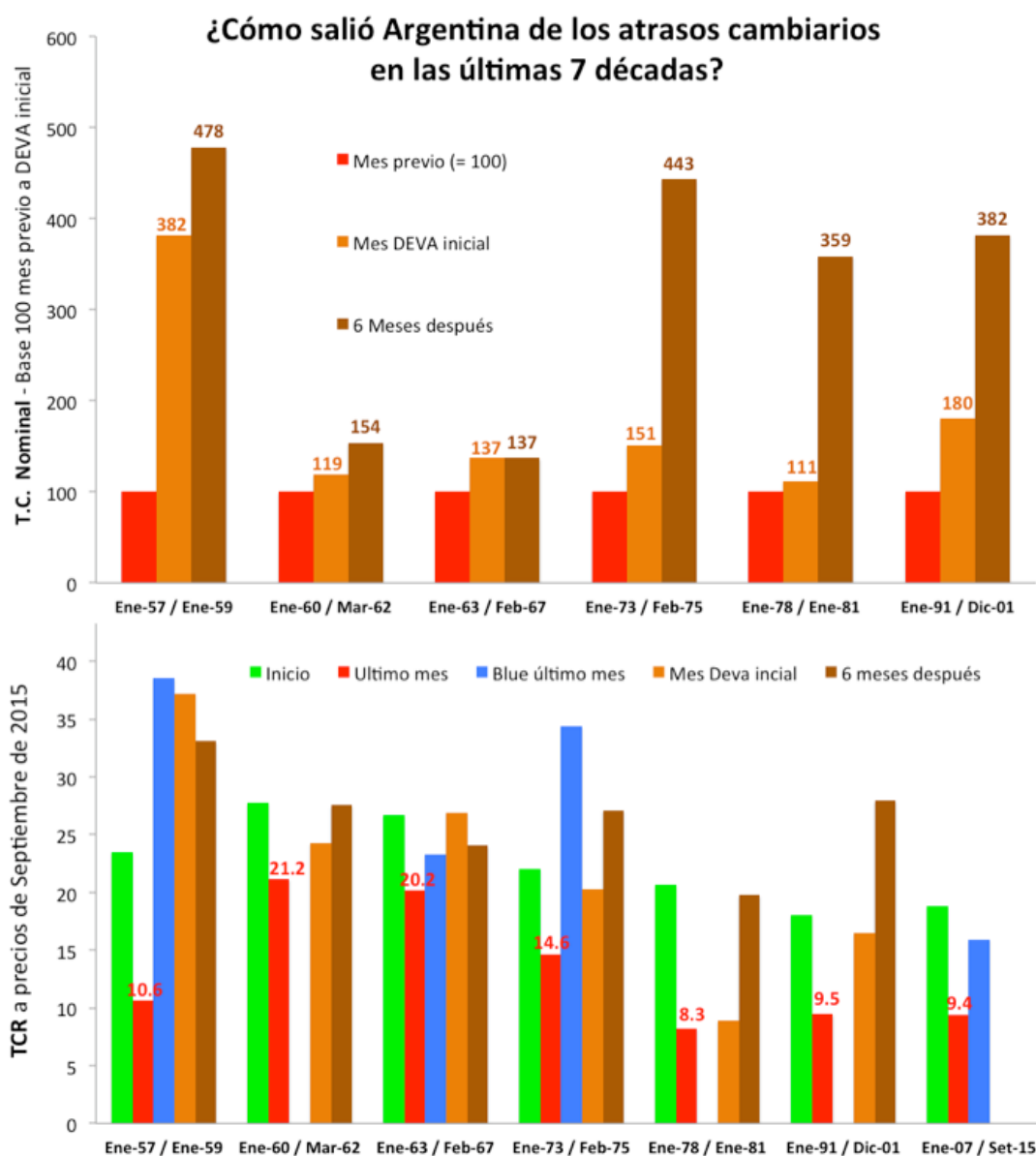
Al final de los distintos episodios de atrasos cambiarios, en la mayoría de los casos, al final de los mismos, los problemas macroeconómicos han sido muy similares a los que actualmente enfrenta la economía: profundización del déficit fiscal y de las cuentas externas (cuenta corriente), recesión o bajo crecimiento de la economía y pérdidas de reservas internacionales en el Banco Central.

¹ Ver Reyes, G. (2015, Octubre), “Escenario Macro 2016: ¿Gradualismo o Shock?” en Informe de Coyuntura del IERAL, 1ro. de octubre de 2015, Editorial; Año 24 - Edición 943,
http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3223-Informe%20de%20Coyuntura.pdf



Al igual que en la actualidad, los distintos episodios de atraso cambiario siempre existió la disyuntiva de salir del mismo en forma gradual o en forma súbita (shock).

En los siguientes gráficos se presenta la forma en la que se corrigió el atraso cambiario en las seis experiencias históricas de Argentina durante las últimas 7 décadas. En primer lugar se presenta la dinámica del Tipo de Cambio Nominal en los meses previos, durante y después del ajuste cambiario a efectos de analizar si la salida del atraso cambiario se produjo a través de pequeñas devaluaciones (gradual) o de saltos devaluatorios (shock). Luego se presenta la evolución del TCR al inicio del período (donde no existía atraso cambiario) y en los meses previos, durante y después del ajuste cambiario a efectos de analizar la rapidez con la que se solucionó el atraso cambiario. En este último gráfico también se presenta el valor del TCR del dólar blue (en los casos donde existía) previo al ajuste para determinar si el tamaño de la devaluación inicial estuvo o no relacionado con el valor de esta variable.



Las principales conclusiones que pueden obtenerse de estas 6 experiencias de atraso cambiario son las siguientes:

- Como era de esperar, el TCR cae fuertemente desde el inicio del ciclo hasta el último mes previo al ajuste cambiario.
- En todos los episodios donde rigieron controles de capitales, el TCR medido por el dólar marginal o blue se encontraba más alto que el TCR oficial en el mes previo al ajuste cambiario.
- En solamente dos casos (mar-62 y feb-67) el atraso cambiario no era muy significativo.

- En la mayoría de los casos analizados (ene-59, feb-67, feb-75, dic-01), la salida del atraso cambiario se produjo inicialmente a través de un salto devaluatorio.
- En solamente dos casos (mar-62 y ene-81), las autoridades intentaron salir gradualmente del atraso cambiario. No obstante, en ninguno de estos tuvo éxito y meses más tarde la dinámica del mercado llevó al gobierno a acudir al salto cambiario como forma de solucionar el atraso.
- En los dos casos donde se produjeron fuertes crisis políticas (feb-75 y dic-01), el salto devaluatorio inicial no fue suficiente y a los 6 meses siguientes los saltos devaluatorios se profundizaron y el TCR continuó creciendo.
- En 2 (ene-59 y ene-63) de los 3 casos donde previamente regía un tipo de cambio marginal o blue, el salto cambiario inicial llevó al TCR a valores similares al que tenía el dólar paralelo el mes anterior al ajuste cambiario.

De esta forma, mas allá que los planes graduales aparezcan como menos riesgosos en el cortísimo plazo que los de shocks y viceversa para el mediano plazo², la evidencia empírica de nuestro país muestra que las salidas de los atrasos cambiarios de magnitudes importantes como el actual nunca pudo ser realizado mediante devaluaciones graduales sino que terminaron siendo resueltos a través de saltos devaluatorios acompañados obviamente por planes de estabilización como se explicó en informes anteriores³.

² Ver Reyes, G. (2015, Octubre), *op. cit.*

³ Ver Reyes, G. (2015, Octubre), *op. cit.*

En Foco 1

La fase final del plan de ancla cambiaria conlleva el riesgo de acentuar la estanflación

- El aumento de 3 puntos porcentuales de las tasas de interés dictado por el BCRA y las mayores restricciones de divisas a los importadores son características típicas de las fases finales del tipo de plan de estabilización implementado desde marzo del año pasado
- Dada la escasez de reservas y los problemas en el sector externo, este año la habitual expansión monetaria originada en el financiamiento al sector público no podrá ser reabsorbida en forma significativa por la venta de dólares a cambio de pesos. Quedarían 2 opciones: o aumento de la inflación o aumento de las tasas de interés para colocar mas LEBACS
- Según cálculos de IERAL, este año el Tesoro podría estar recurriendo a transferencias desde el Banco Central por \$74.000 millones. Sin embargo, éste cálculo ha dejado de ser un buen estimador de la emisión monetaria del Banco Central con motivo Sector Público, como ya se observó en el cuarto trimestre de 2014.

Durante los últimos años, la política fiscal ha venido acentuando el desequilibrio de las cuentas públicas, debido al intento (no siempre concretado) de expandir la demanda a través del gasto estatal. Ante la dificultad para acceder a los mercados de capitales internacionales y el límite alcanzado en materia de presión tributaria, el Tesoro ha estado recurriendo al Banco Central como fuente de financiación. Este hecho se traduce en una representación cada vez mayor del sector público como factor de expansión de la base monetaria.

Variación en la Base Monetaria explicada por el Sector Público

	Aumento en Base Monetaria por Sector Público (en millones de pesos)	Participación del Sector Público en el incremento de Base Monetaria
2011 IV	15.180	50%
2012 IV	27.496	65%
2013 IV	48.760	98%
2014 IV	85.541	107%
Oct-15	13.923	70%

Fuente: IERAL en base a BCRA

Como se observa en la tabla presentada, desde el 2011 una porción cada vez mayor del aumento en la base monetaria (efectivo en manos del público + encajes bancarios) es explicada por las transferencias del Banco Central al sector público. Tomando como referencia los últimos trimestres de cada año (cuando, por lo general, se da el pico de déficit fiscal), la proporción pasó del 50% en 2011 al 107% en igual período de 2014, mientras que en lo que va del cuarto trimestre de 2015¹ el guarismo ya alcanza el 70%.

Expansión monetaria y cobertura del déficit fiscal por parte del BCRA

	Adelantos transitorios y Rentas BCRA (1)	Aumento en Base Monetaria por Sector Público (2)	Diferencia porcentual entre fuente BCRA y Tesoro Nacional (2) / (1)
2011 IV	17.393	15.180	87%
2012 IV	40.034	27.496	69%
2013 IV	41.342	48.760	118%
2014 IV	42.479	85.541	201%
2015 IV (est.)	74.000	?	?

Fuente: Marcelo Capello y Néstor Grión (IERAL), BCRA y MECON

El interrogante es qué ocurrirá en este cuarto trimestre de 2015 con estas variables. Según cálculos de Marcelo Capello y Néstor Grión (IERAL), los adelantos transitorios y rentas del BCRA que se transferirán al Tesoro en el cuarto trimestre serán del orden de los 74.000 millones de pesos, un incremento significativo (74,2%) respecto de lo que ocurrió en igual período del año pasado. Sin embargo, esto no es suficiente para anticipar lo que habrá de ocurrir con la emisión monetaria destinada a financiar al sector público. Obsérvese que hasta 2013 había una diferencia acotada entre los datos originados en el Tesoro y los obtenidos a través de la base de datos del Banco Central en el ítem correspondiente a los factores explicativos de la variación de la Base Monetaria. Sin embargo, en 2014 se abrió una brecha pronunciada, ya que la fuente Banco Central informó un aumento de la Base Monetaria por motivo Sector Público de \$85.541 millones, mientras que las cuentas públicas anotaban transferencias desde el Banco Central por \$42.479 millones, es decir, una relación de 2 a 1 entre una y otra variable.

La relevancia de este punto consiste en que el riesgo de un fuerte aumento en la emisión monetaria ocurre en el contexto de la transición política y con un Banco Central que, al quedarse sin reservas, ha perdido capacidad de absorber excesos de liquidez por medio de la venta neta de dólares al mercado a cambio de pesos. Salvo que el gobierno decida anticipar algunas de las medidas que se esperan para después del 10 de diciembre (¿baja de retenciones?), se trata de una verdadera encrucijada.

¹ Datos hasta el 16/10/2015

En los años anteriores, el impacto inflacionario de este tipo de movimientos fue parcialmente esterilizado por distintos mecanismos. En el cuarto trimestre de 2013, cuando había reservas, unos \$30 mil millones fueron retirados del sistema a través de la venta de dólares; mientras que en 2014 las LEBACS y los Pases (\$9,43 mil millones) cumplieron igual propósito.

Factores de explicación de variaciones en la Base Monetaria

	Sector público	Compra de Divisas	Pases	LEBACS	Δ BM
2013 IV	48.760	-29.698	16.383	10.741	49.763
2014 IV	85.541	7.246	-2.907	-6.526	80.249
Oct-15	13.923	-15.590	12.783	6.359	19.890

Fuente: IERAL en base a BCRA

En lo que va de octubre, la expansión monetaria explicada por el Sector Público ya es muy significativa (\$13,92 mil millones), pero como la demanda de dólares del público ha sido tan intensa, el sector externo ha jugado un rol compensador, sacando pesos del mercado. Sin embargo, las noticias de esta semana plantean la posibilidad de que la venta neta de divisas al mercado pierda fuerza (ya se ha restringido el acceso a importadores), por lo que de aquí en adelante podría plantearse una opción de hierro para la política económica: o deja sin absorber la presumible aceleración de la emisión monetaria con destino al sector público, lo cual tendría efectos inflacionarios en un momento en el cual se espera una corrección cambiaria para después del 10 de diciembre. O, en cambio, recurre a una absorción basada en LEBACS, con lo cual podrían ser necesarias subas adicionales a la tasa de interés, además de la dispuesta esta semana de 3 puntos porcentuales en términos anuales. Es posible que la meta principal de política sea evitar que la brecha cambiaria se amplíe demasiado hasta la fecha del 22 de noviembre, con lo cual la ventanilla del dólar ahorro seguiría vigente, aunque quizás con algún recorte respecto a las últimas semanas. Esto hace que la variable de ajuste en cuanto al suministro de dólares resulte el sector productivo y el abastecimiento de insumos y partes importadas. Como se sabe, este mecanismo afecta el nivel de actividad económica y puede llegar a ser recesivo, justo en un momento en el cual las expectativas inflacionarias pueden estar aumentando.

Si bien esta combinación de factores sería de corta duración, dado que presumiblemente después del 10 de diciembre comenzarán a corregirse algunos de los desequilibrios vigentes, vale la pena subrayar los trade off bajo las cuales deberá moverse la política económica en estas semanas.

En realidad, el riesgo de una aceleración inflacionaria en un contexto de escasez de divisas es el corolario habitual para el tipo de planes como el que comenzó a instrumentarse en nuestro país desde marzo del año pasado.

Como se observa en el cuadro adjunto, la política cambiaria fue utilizada plenamente como ancla, ya que el precio del dólar en el mercado oficial se deslizó a un ritmo de 0,94% mensual desde marzo de 2014 a septiembre de este año. Pese a esto, la inflación medida por el Índice de Precios de la Ciudad de Buenos Aires, subió en igual período a un ritmo de 2,02% mensual acumulativo.

La brecha superior al 2 a 1 entre el indicador de inflación y el indicador del tipo de cambio es semejante a la brecha que se observó durante la vigencia de la llamada “Tablita cambiaria” de Martínez de Hoz. Como se advierte en el cuadro, en aquel período la inflación era mayor y por ende estos guarismos fueron de 3,40% y 6,59% mensual acumulativo entre septiembre de 1978 y marzo de 1981.

La lógica de este tipo de planes fue analizada en un recordado trabajo del fallecido economista Adolfo Canitrot (“Teoría y práctica del liberalismo; política antiinflacionaria y apertura económica en la Argentina, 1976-81”).

Tablita vs Plan Ancla - Variación Mensual Acumulativa		
	Sept 1978 - Marzo 1981	Marzo 2014 - Sept 2015
Tipo de Cambio	3,40%	0,94%
Inflación	6,59%	2,02%

Fuente: IPCBA, IPC San Luis y Adolfo Canitrot

No es que la situación actual sea comparable a aquella. El daño colateral de aquella experiencia fue muy superior al que puede estar provocando el actual esquema (y lo que puede estimarse que habrá de sobrevenir). Un factor es que la “tablita” duró el doble de tiempo y otro que fue sostenida en base a un masivo endeudamiento externo, que se tradujo simultáneamente en un boom de importaciones. Ahora, el mecanismo del endeudamiento externo no estuvo disponible (en parte por el fallo del juez Griesa de mediados del año pasado), las importaciones tuvieron que ser financiadas con la merma de las reservas (lo que impuso un límite) y la tasa de interés en pesos no fue utilizada (como en aquella oportunidad) como señuelo para la atracción de capitales.

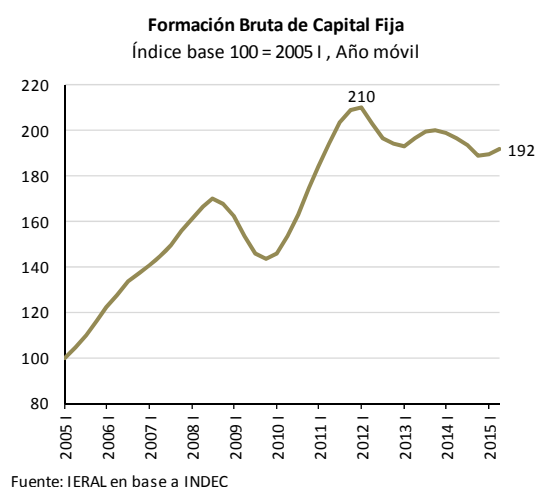
En Foco 2

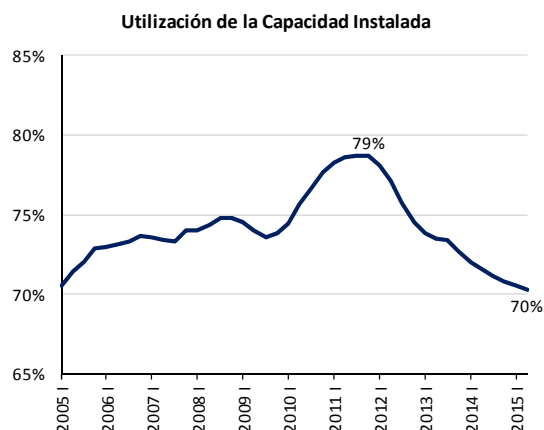
Inversión, la variable de ajuste de las restricciones al cambio y al comercio exterior vigentes desde 2011

- La Formación Bruta de Capital registra una merma de 2,5% interanual en el año móvil al primer semestre de este año y una disminución de 8,7% con respecto al pico de fin de 2011, cuando se implementó el control de cambios
- La Importación de Bienes de Capital en los doce meses a septiembre alcanza los US\$ 12,2 mil millones, guarismo en el que se encuentra estancado hace años y ubicándose US\$ 2 mil millones por debajo de 2011
- Las ventas de Maquinaria Agrícola fueron de 7.400 unidades durante el año móvil al segundo trimestre, disminuyendo 20% en términos interanuales y situándose apenas 300 unidades por encima del piso registrado en 2009

Con una economía virtualmente estancada desde hace cuatro años y un modelo económico que intentó apuntalar el crecimiento a través del consumo -tanto público como privado- la inversión ha quedado relegada a un segundo plano. El siguiente informe refleja el nulo dinamismo que experimentaron algunos indicadores de la inversión en los últimos años y el retroceso que están causando los controles al cambio y al comercio exterior.

En primer lugar, la Formación Bruta de Capital, relevada en las Cuentas Nacionales del INDEC, registra una merma de 2,5% interanual en el año móvil al segundo trimestre, recortando levemente la caída con respecto al guarismo registrado para los doce meses al trimestre anterior (-4,7%). Sin embargo, comparando contra el fin de 2011, momento en el que se implementó el control de cambios, la inversión anota una fuerte contracción de 8,7%, mostrando la debilidad de esta variable en los últimos años.

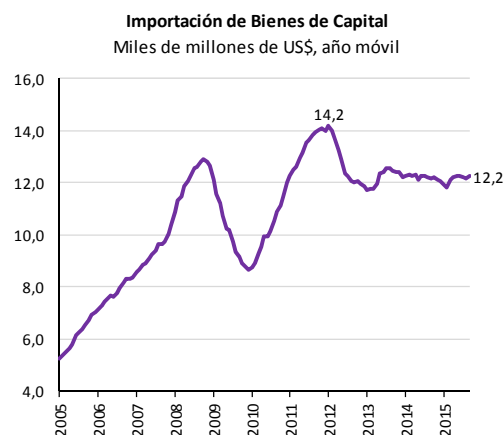




Fuente: IERAL en base a INDEC

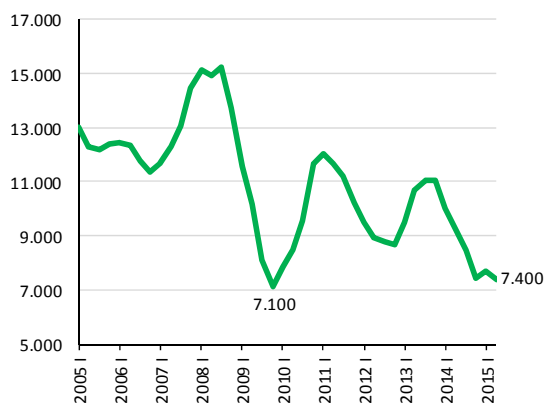
Argentina pueda entrar en un proceso de crecimiento sostenible.

Desde el punto de vista de la provisión de maquinaria y equipo desde el exterior, el estancamiento de la inversión se observa a través de las importaciones de Bienes de Capital. En los doce meses a septiembre, éstas suman un total de US\$ 12,2 mil millones, valor en el que rondan desde mediados de 2012 y ubicándose US\$ 2 mil millones por debajo del pico registrado al momento de introducirse el denominado “cepo” cambiario (US\$ 14,2 mil millones).



Fuente: IERAL en base a INDEC

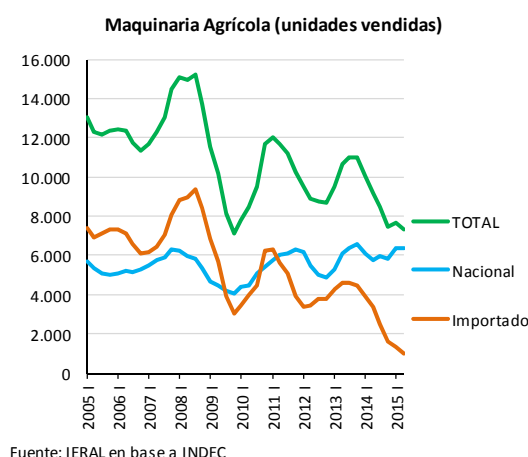
Maquinaria Agrícola: Cosechadoras, Tractores y Sembradoras
Unidades vendidas, año móvil



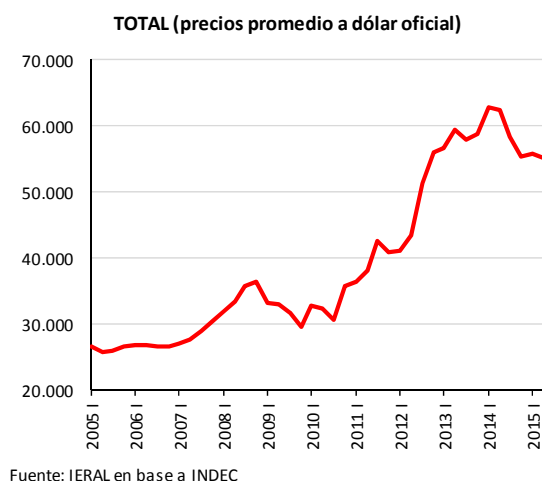
Fuente: IERAL en base a INDEC

Finalmente, el caso de la adquisición de Maquinaria Agrícola se muestra todavía peor que el promedio de la economía: las ventas de cosechadoras, tractores y sembradoras contabilizaron un total de 7.400 unidades en el año móvil al primer semestre de este año, contrayéndose 20% con respecto a igual período del año pasado y situándose apenas 300 unidades por encima del piso registrado en 2009, durante la crisis financiera internacional.

Además, si se la compara contra el momento de la implementación del control de cambios, las ventas en el año móvil al segundo trimestre registran un significativo deterioro de 28%. Discriminando por origen del producto, se observa que la contracción es explicada en su totalidad por una reducción de 75% en la maquinaria agrícola importada, mientras que la nacional se mantiene prácticamente constante (+1%).



Para ver si lo ocurrido en los últimos años responde a un proceso de sustitución de importaciones o es simplemente una consecuencia de la escasez de divisas y las trabas al comercio exterior, es necesario clasificar las ventas por tipo de producto. En el caso de las sembradoras, la demanda interna es abastecida en su totalidad por la producción local, por lo que la merma de 65% con respecto a 2011 es un efecto de implicancias puramente domésticas. En cambio, las ventas de tractores en igual período lograron mantenerse constantes (+5%) debido a que la maquinaria de origen nacional logró compensar la fuerte baja de los de origen importado, mientras que en el caso de las sembradoras, el aumento en la venta de productos nacionales no logró revertir la baja de los importados y éstas apuntaron una caída total de 47%.



De todas formas, es importante remarcar que, independientemente de si se logró reemplazar la importación de maquinaria agrícola por productos nacionales, la facturación medida en dólares a tipo de cambio oficial aumentó significativamente. Así, se tiene que el costo de adquirir maquinaria agrícola hoy es, en promedio, 35% mayor que hace cuatro años.

En Foco 3

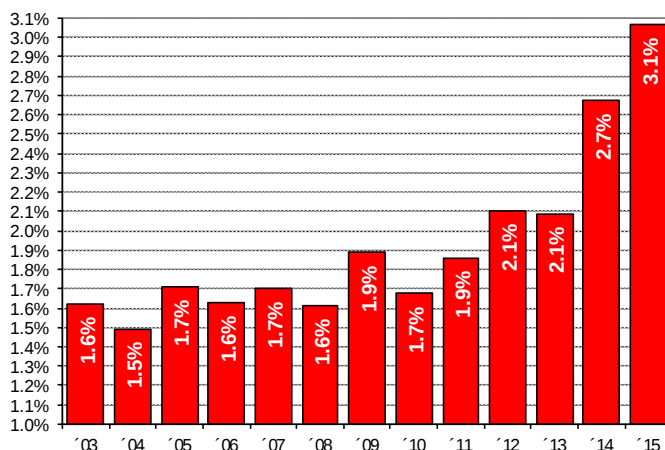
El Sistema Nacional de Pagos se deteriora en 2015, aunque los últimos meses reflejan una mejoría

- Entre enero y agosto de este año, el 3,1% de los montos compensados vía cheque en el sistema nacional de pagos fueron rechazados
- En 2014 este ratio había alcanzado el 2,7% y en torno a 2% en los años previos
- Mientras los montos compensados crecen al 23% a/a, los montos rechazados lo hacen el 41%, aunque en los últimos dos meses se observa una mejora en este último indicador

Tomando el acumulado durante los primeros ocho meses del año, se tiene que la cadena de pagos de la economía local se ha deteriorado en forma significativa, comparado con igual periodo de años anteriores. En este sentido, los montos rechazados vía cheque en términos del total compensado por esta misma vía, alcanzaron el 3,1% en para el acumulado enero-agosto, guarismo que se ubica en un andarivel superior al registrado en 2014 (2,7%). Asimismo, la trayectoria de los montos compensados mediante este tipo de documentos, refleja una moderación en sus tasas de crecimiento; mientras que, por su parte, los montos rechazados por esta vía se expanden con mayor vigor, siempre tomando el acumulado en los primeros ocho meses del año. La relevancia en el seguimiento de este fenómeno, radica en la importante correlación de los montos compensados mediante cheques, con el nivel de actividad económica del país. Sin embargo, vale resaltar que en los últimos meses los montos rechazados se han contraído en forma significativa.

Como muestra el gráfico, tomando los primeros ocho meses de cada año, el cociente entre montos rechazados y montos compensados se ubicaba en el andarivel en torno a 2,2% desde 2011 hasta el año pasado, cuando trepa a 2,7% para pasar al referido 3,10% de este año. Estos niveles, prácticamente duplican el 1,6% promedio que marcara el indicador en los primeros ocho meses del periodo 2003-2010 (a excepción del 2009, cuando marcó 1,9%, en medio de un contexto de crisis financiera internacional).

Ratio Cheques Rechazados / Cheques Compensados
acumulado en los primeros 8 meses de cada año - montos en \$



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

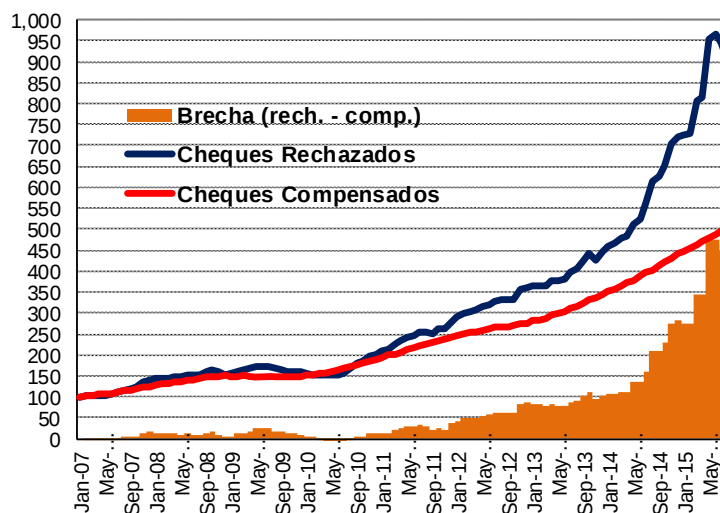
Detrás de esta suba en el indicador, como se mencionara anteriormente, opera una moderación en el ritmo de expansión de los montos de cheques compensados, que crecieron 23% a/a; dato que compara con el 27% a/a registrado en igual periodo de 2014. En sentido contrario, los montos rechazados vía cheque durante los primeros ocho meses del año se expandieron un 41% interanual, explicando el deterioro en el indicador.

Es importante aclarar que en la trayectoria mes a mes el indicador refleja un notable deterioro en los meses de marzo y mayo de este año, cuando el ratio entre rechazos y compensaciones alcanzo 4,7% y 8%, respectivamente. Valores que no se observaban desde el mes de enero 2002. En este sentido, es bueno saber que en los últimos tres meses para los que se tienen datos, el indicador retoma un curso más en línea con los años anteriores, moviéndose en torno a 2%.

El siguiente gráfico, refleja este fenómeno. Tomando una serie de datos con base 100 en enero 2007, se tiene que la curva de los montos rechazados -que venía creciendo en forma prácticamente paralela a la de montos compensados hasta fines de 2010- se distancia cada vez más de la de montos compensados. De esta forma, la brecha entre ambas curvas se hizo cada vez más amplia, alcanzando su máximo en el mes de mayo de este año. Asimismo, se observa la moderación en los montos rechazados a la que se hiciera referencia en el párrafo anterior, que ayuda a disminuir la brecha entre ambas curvas.

Montos de Cheques Compensados Vs Rechazados

índice de montos de cheques base 100 = Ene 2007



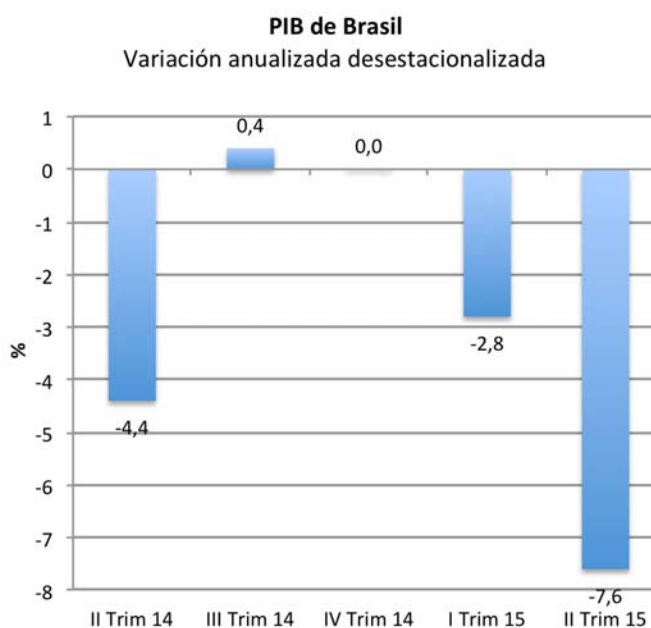
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

En Foco 4

Brasil: se revirtió el rojo de la balanza comercial y el superávit llega a 7 mil millones de dólares en doce meses

- El PIB cayó 7,6 % anualizado entre el primer y el segundo trimestre, de la mano de una demanda interna muy debilitada. En setiembre se destruyeron 95,6 mil puestos de trabajo y la tasa de desempleo alcanzó a 7,6 %
- Las tasas de interés han subido hasta el 29,3 % anual para créditos a empresas y a 62,3 % para individuos, comparado con una inflación que se sitúa en el 9,5 % anual
- Producto de la depreciación del real y de la recesión, las importaciones se contraen 19,5 % interanual en el acumulado de 12 meses. En cambio, las encuestas marcan expectativas de un repunte de las exportaciones, lo que reforzaría la tendencia ascendente de la balanza comercial

El Banco Central de Brasil acaba de ratificar el nivel de la tasa de interés de referencia en 14,25%. Una inflación que ya registra un 9,5% interanual, la depreciación del real observada en los últimos meses con perspectivas de mayores presiones, y ajustes contenidos del gasto público, anticipan la tasa en esos dos dígitos por bastante tiempo más. Las tasas altas, en un contexto recesivo como el actual, condicionan aún más la recuperación. Empeorando el escenario, en las últimas horas, el gobierno corrigió a la baja la meta de resultado fiscal para este año, hacia -0,8 puntos del PIB. El cambio se debe a una revisión en los ingresos netos, que se desprenden del menor nivel de actividad. El cambio conlleva riesgos: en la medida en que el plan fiscal sea percibido como insuficiente para corregir el desequilibrio de las cuentas públicas, podrían moverse hacia arriba las expectativas de inflación, condicionando aún más la posibilidad de que el Banco

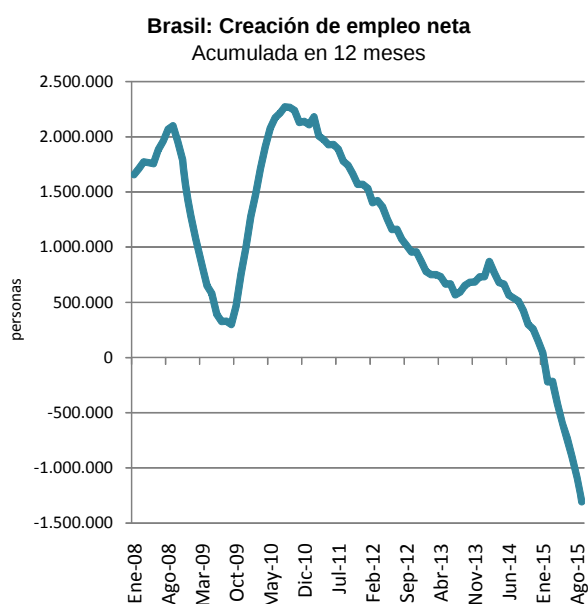


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE

Central pueda bajar las tasas en el mediano plazo.

El crecimiento del segundo trimestre del año decepcionó, con una variación del -7,6% anualizada desestacionalizada, de la mano de una demanda interna muy debilitada. Las expectativas continúan deteriorándose, y el nivel de actividad parece no encontrar su piso. El complejo panorama que atraviesa hoy la economía brasileña es retroalimentado por el plano político, con Dilma al borde del juicio político. A pesar de que la Corte Suprema frenó hace dos semanas el inicio del juicio a la presidenta, el riesgo continúa latente: de las encuestas surge que la probabilidad asciende a un rango de 40% a 45%. Habrá que ver hasta donde los cambios que hizo Dilma a nivel ministerial, dando mayor participación a los aliados, le permiten seguir esquivando el proceso.

En el marco de un menor nivel de actividad, continúa la destrucción de empleo. En el mes de septiembre, se perdieron en forma neta 95,6 mil puestos de trabajo. La tasa de desempleo anota un 7,6%, y se espera que la tendencia continúe. El salario real continúa cayendo, y la confianza del consumidor desciende hasta los mínimos históricos. El crédito a las familias se desacelera en algunos casos (préstamos personales), y se contrae en otros (para compra y alquiler de bienes), a la vez que las tasas de interés aumentan hacia el 62,3% anual (promedio para los créditos libres a individuos). La evolución de los fundamentos del consumo explica la contracción observada en el segundo trimestre del año, y anticipa una nueva contracción para el trimestre terminado en septiembre.

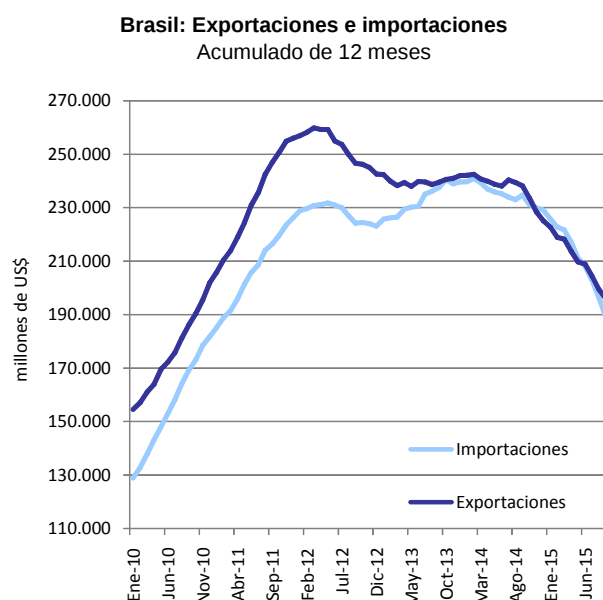


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Caged

Para las empresas, también han aumentado las tasas activas, hasta un promedio de 29,3% anual. Los créditos direccionados desaceleran, mientras que los préstamos con recursos libres crecen en promedio un 6% interanual, con caídas en capital de trabajo, adquisición y alquiler de bienes, sobregiros, entre otros, que son compensadas por la aceleración en los préstamos con fondos externos y del financiamiento a las exportaciones. En la encuesta realizada por la Confederación Nacional de la Industria en enero de cada año sobre las razones que frustran las decisiones de inversión, los empresarios ubicaron en primer lugar a la incertidumbre sobre la evolución de la economía, en segundo lugar a la demanda, y en tercero la dificultad de

obtener financiamiento y su costo. Todos estos factores, lejos de mejorar, empeoraron a lo largo de este año, lo que explica la profundización de la caída en la confianza del empresario industrial y la contracción de la inversión.

Fundamentos débiles para consumo e inversión, continuidad en el deterioro de las expectativas, y un gasto público que debe moderarse para corregir el desequilibrio fiscal que tantos problemas le trae a la economía, anticipan hacia delante que el deterioro de la demanda doméstica continuará.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secex

El real más depreciado y la desaceleración de la demanda interna han mejorado el resultado de las cuentas externas, con importaciones que se contraen en el acumulado de 12 meses al 19,5% interanual. Las exportaciones, por su parte, se volvieron más competitivas, lo que llevó en las encuestas realizadas a empresarios en el mes de octubre a registrar un repunte de las expectativas de exportación. La balanza comercial volvió al terreno positivo hace cuatro meses y acumula al mes de septiembre unos 7 mil millones de dólares. La contribución del sector externo será muy relevante en el mediano plazo, con una demanda doméstica que, en el contexto actual, tiene pocos incentivos a reaccionar.

Brasil: Confianza del empresario industrial



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CNI

Brasil: Expectativa del consumidor



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CNI

En Foco 5

El dato regional de la semana: El segundo trimestre anotó mejoras en las ventas de supermercados en todas las regiones del país

- En términos reales, el incremento de la facturación fue de 1,9 % interanual, con el Norte y la Patagonia marcando un ritmo significativamente superior al del resto del país
- Por provincias, los mejores guarismos se registraron en Neuquén (6,6 %), Chubut (6,4 %) y Entre Ríos (6,6%). En el Norte, con Salta (1,6 %)y Tucumán (2,3 %) cerca del promedio nacional, el resto de las provincias anotó una variación interanual de 9,9 %
- En cambio, en la zona Pampeana la variación promedio fue de sólo 0,7%, con CABA (2,0 %) y Buenos Aires (0,7%) en terreno positivo, pero caídas en Córdoba (-3,7 %) y Santa Fe (-0,8 %)

En el segundo trimestre de 2015 las ventas realizadas en supermercados, sin tener en cuenta el efecto de la inflación, registraron una suba del 1,9% interanual a nivel nacional, según datos publicados por el INDEC. Este resultado, que presenta una leve mejoría en comparación con los valores de 2014, alcanza a todas las regiones, aunque Córdoba y Santa Fe aún no logran salir del terreno negativo.

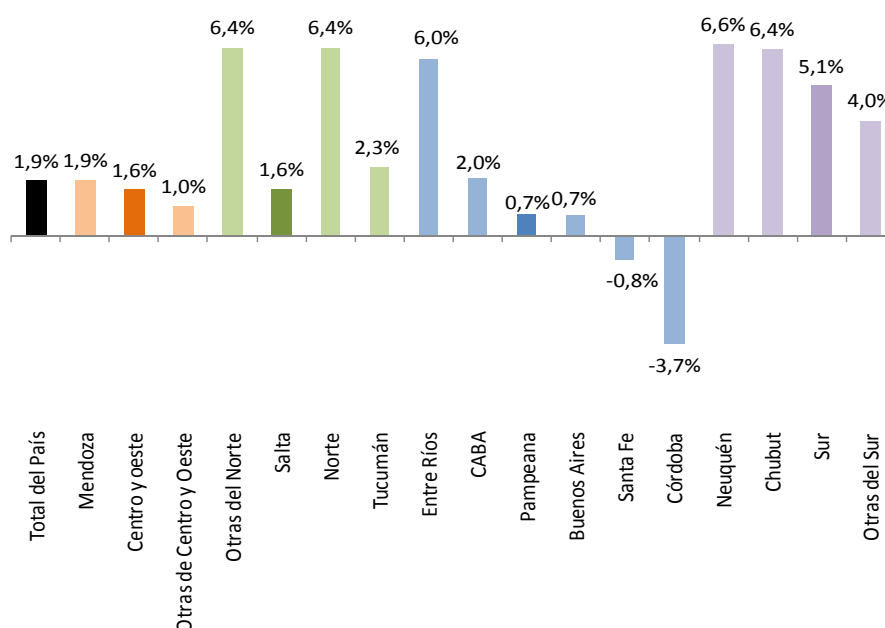
Si se desagrega por región, se observa que el **Norte** del país se destaca como la zona de mejor desempeño, un 6,4% mayor al correspondiente al segundo trimestre de 2014. Las provincias que integran esta región también exhiben incrementos en sus ventas reales: Tucumán 2,1%, Salta 1,9% y las demás provincias agrupadas en Otras provincias del Norte con una suba del 5,8%.

La segunda región con mejoras en el consumo, fue la **Patagónica**, donde el consumo, medido a través de las ventas reales de supermercados, aumentó un 5,1%. Neuquén fue la provincia que más aumentó sus ventas reales, con una variación del 6,6% respecto del mismo período de 2014. Le siguió a nivel regional Chubut, con un crecimiento del 6,4%, mientras que el conjunto de Otras provincias del Sur aumentaron sus ventas en un 4,0%.

La región **Centro-Oeste** presentó, al igual que las regiones anteriores, una suba del 1,6%, con provincias como Mendoza cuyas ventas reales aumentaron un 1,9% y el conjunto Otras del centro y oeste, que creció un 1,0%.

Ventas Reales en Supermercados*. Segundo Trimestre de 2015

Var. Interanual



**Nota: Dada la metodología del relevamiento utilizada por INDEC la misma puede no estar captando el consumo realizado en los locales “de cercanía” y la composición entre ventas minoristas y mayoristas, especialmente cuando existieron transformaciones recientes de supermercados en ambos segmentos.*

Otras del Norte incluye: Chaco, Corrientes, Formosa, Jujuy, Misiones, Santiago del Estero

Otras del Centro y Oeste incluye: Catamarca, La Rioja, San Juan y San Luis

Otras del Sur incluye: La Pampa, Río Negro, Santa Cruz y Tierra del Fuego

Fuente: IERAL en base a INDEC e IPC-Congreso

La región **Pampeana** no fue ajena a la situación nacional, ya que las ventas reales en los supermercados relevados por INDEC crecieron 0,7%, mientras que las provincias que la componen han tenido un comportamiento dispar. Por un lado Entre Ríos, CABA y Buenos Aires mejoraron sus ventas reales de supermercados en 6,0%, 2,0% y 0,7% respectivamente. Por el contrario, Córdoba y Santa Fe disminuyeron en un -3,7% y -0,8% respectivamente, continuando así en el campo de variaciones negativas.

A continuación se presentan los volúmenes en millones de pesos corrientes de las distintas regiones y provincias analizadas para el Segundo Trimestre de 2015, con el objetivo de dar cuenta la proporción que cada una de ellas tiene en el total del país. La región Pampeana

concentra alrededor del 65% de las ventas realizadas, seguida por la región Patagónica con el 15% aproximadamente del mercado, el Norte del país con más del 9% y la región Centro y oeste alrededor del 8,5%.

Ventas en Supermercados relevados. Segundo Trimestre de 2015.

En millones de pesos corrientes y variación interanual en términos reales

Total del País	53.747	1,9%
Centro y oeste	4.559	1,6%
Mendoza	2.928	1,9%
Otras de Centro y Oeste	1.632	1,0%
Norte	5.384	6,4%
Otras del Norte	3.131	9,9%
Salta	1.063	1,6%
Tucumán	1.190	2,3%
Pampeana	35.652	0,7%
Entre Ríos	1.003	6,0%
CABA	9.188	2,0%
Buenos Aires	20.238	0,7%
Santa Fe	2.604	-0,8%
Córdoba	2.619	-3,7%
Sur	8.151	5,1%
Neuquén	1.925	6,6%
Chubut	1.883	6,4%
Otras del Sur	4.343	4,0%

Las cifras expresadas dan cuenta que el segundo trimestre de la economía argentina, en términos de poder adquisitivo y de ventas reales ha comenzado a mejorar levemente. Por esto es de esperar que para los últimos trimestres del año, los bonos de fin de año, aguinaldos y el fervor por las fiestas, hagan mejorar los números de ventas en locales comerciales respecto al desempeño que se ha tenido a comienzos de 2015 y la pobre performance del año 2014.

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var % *	var % a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2015 II	913.640,4	8,9%	2,3%	1,0%
PIB en US\$ (\$ mm)	2015 II	607.848,0	11,8%	10,5%	-5,7%
EMAE	ago-15	214,9	-0,2%	2,6%	2,3%
IGA-OJF (1993=100)	sep-15	174,1	-0,3%	2,0%	0,9%
EMI (2006=100)	sep-15	131,4	-0,8%	0,8%	-0,6%
IPI-OJF (1993=100)	sep-15	179,7	0,2%	2,7%	0,2%
Servicios Públicos	ago-15	262,6	-0,3%	2,3%	2,6%
Patentes	sep-15	67.720,0	5,0%	13,7%	-9,3%
Recaudación IVA (\$ mm)	ago-15	39.235,0	9,3%	39,2%	29,1%
ISAC	ago-15	194,5	-4,9%	3,0%	7,8%
Importación Bienes de Capital (volumen)	sep-15	-	-	20,0%	6,0%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2015 II	178.357,8	7,6%	4,6%	-2,9%
		2015 II	2015 I	2014 IV	2014 III
IBIF como % del PIB		19,5%	19,8%	19,4%	20,7%

* La variación con respecto al último período toma datos desestacionalizados

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

MERCADO DE TRABAJO	Fecha	Dato	var	var a/a	Acumulado
PEA (en miles de personas)	2015 II	11.920	0,0%	0,3%	2,2%
PEA (% de la población total)	2015 II	44,5%	-0,10 pp	-0,30 pp	-0,59 pp
Desempleo (% de la PEA)	2015 II	6,6%	-0,50 pp	-0,90 pp	-0,07 pp
Empleo Total (% de la población total)	2015 II	41,5%	0,10 pp	0,10 pp	-0,52 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2015 II	33,1%	1,20 pp	0,00 pp	-0,28 pp
Recaudación de la Seguridad Social	sep-15	34.078	8,17%	44,5%	34,9%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2015 II	163,6	3,1%	18,1%	-0,4%
Brasil	2015 II	106,5	-13,7%	-22,0%	-4,7%
México	2015 II	138,5	-3,5%	-14,0%	4,7%
Estados Unidos	2015 II	93,5	-0,6%	0,2%	0,3%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var %	var % a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	sep-15	129.442,4	-2,3%	31,1%	32,1%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	sep-15	34.854,7	-1,0%	36,7%	36,3%
Gasto (\$ mm)	jul-15	129.069,7	-5,3%	38,0%	41,3%
		jul-15	ene-dic 14	jul-14	ene-dic 14
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-1.036,4	-217.892,1	-1.176,9	-102.945,6
Pago de Intereses (\$ mm)		1.827,9	133.547,3	1.944,8	83.456,9
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		9.433,9	115.910,0	8.305,5	72.663,7
ANSES (\$ mm) *		4.264,2	67.257,3	765,3	44.964,0
		sep-15	ene-ago 14	sep-14	ene-ago 14
Adelantos Transitorios BCRA *		10.000,0	109.750,0	6.050,0	96.220,0
		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)	sep-15	140,4	1,0%	14,0%	16,0%
Inflación (San Luis, 2003=100)	sep-15	925,2	2,4%	23,5%	26,4%
Salarios (abril 2012=100)*	ago-15	239,7	2,6%	2,0%	-0,9%
TCR Bilateral (1997=100)	sep-15	111,0	-0,2%	-14,3%	-18,0%
TCR Multilateral (1997=100)	ago-15	101,0	-4,1%	-29,8%	-28,1%
	28-oct-15	sep-15	ago-14	dic-14	
TCN Oficial (\$/US\$)	9,55	9,40	8,17	8,57	
TCN Brecha	66,5%	67,6%	49,7%	61,1%	
TCN Real (R\$/US\$)	3,86	3,90	2,27	2,66	
TCN Euro (US\$/€)	1,11	1,12	1,33	1,21	

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var % *	var % a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	16-oct-15	550.024,0	0,7%	38,1%	31,4%
Depósitos (\$ mm)	16-oct-15	1.257.765,7	1,4%	34,4%	31,7%
Sector Público No Financiero	16-oct-15	355.208,0	12,7%	22,1%	23,9%
Sector Privado No Financiero	16-oct-15	899.011,9	-2,5%	40,0%	35,3%
Créditos (\$ mm)	16-oct-15	801.819,0	-1,0%	31,1%	23,7%
Sector Público No Financiero	16-oct-15	52.878,7	-10,4%	26,7%	12,3%
Sector Privado No Financiero	16-oct-15	735.212,2	-0,1%	31,5%	25,2%
	Fecha	Dato	sep-15	31-dic-13	oct-14
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	16-oct-15	27.635,0	33.433,1	30.599,0	27.586,4
Ratio de cobertura de las reservas	16-oct-15	47,7%	58,8%	52,9%	58,4%
Tasa de interés Badlar PF	28-oct-15	21,6%	21,2%	21,6%	21,7%
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	28-oct-15	391	422	387	286
EMBI+ Argentina	28-oct-15	495	561	719	766
EMBI+ Brasil	28-oct-15	414	405	259	206
Tasa LIBOR	28-oct-15	0,19%	0,20%	0,17%	0,15%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	28-oct-15	0,12%	0,14%	0,06%	0,09%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	28-oct-15	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
SELIC (Brasil)	28-oct-15	14,15%	14,15%	11,65%	10,90%
	Fecha	Dato	var % ***	var % a/a ****	Acumulado
Índice Merval	28-oct-15	12.333,1	4,98%	64,72%	35,47%
Índice Bovespa	28-oct-15	46.741,0	2,04%	-7,03%	-5,67%

* 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)	sep-15	5.611,0	1,2%	-6,7%	-15,8%
Primarios	sep-15	1.390,0	0,4%	32,9%	-4,2%
MOA	sep-15	2.517,0	6,0%	5,8%	-11,9%
MOI	sep-15	1.573,0	-6,9%	-28,4%	-19,1%
Combustibles	sep-15	130,0	36,8%	-66,9%	-59,2%
Exportaciones (volumen)	sep-15	-	-	9,0%	1,0%
Importaciones (US\$ mm)	sep-15	5.546,0	0,9%	0,8%	-9,6%
Bienes Intermedios	sep-15	1.559,0	-0,9%	-9,0%	-2,8%
Bienes de Consumo	sep-15	636,0	1,8%	4,6%	1,1%
Bienes de Capital	sep-15	1.153,0	20,6%	9,5%	2,0%
Combustibles	sep-15	667,0	-11,8%	6,2%	-39,2%
Importaciones (volumen)	sep-15	-	-	14,0%	2,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2015 II	120,1	-7,9%	-11,4%	-6,9%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	sep-15	127,0	-1,8%	-18,5%	-17,2%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	sep-15	86,2	-1,9%	-14,9%	-15,5%
Energía	sep-15	59,6	0,2%	-48,9%	-45,9%
Petróleo (US\$/barril)	sep-15	45,5	6,0%	-51,2%	-48,9%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var % *	var % a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2015 II	17.840,5	0,6%	2,3%	2,6%
Brasil	2015 II	1.860,8	-1,9%	-2,6%	-2,1%
Unión Europea	2015 II	16.099,8	0,4%	1,9%	1,8%
China	2015 II	10.072,3	1,7%	1,7%	3,1%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	ago-15	137,0	-0,5%	0,9%	1,7%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	ago-15	127,9	-0,3%	2,1%	2,1%

* 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	sep-15	31.628,0	16,7%	12,3%	-11,6%
Región Pampeana	sep-15	14.135,0	15,7%	7,0%	-11,1%
NOA	sep-15	5.118,0	17,6%	30,7%	-1,4%
NEA	sep-15	5.815,0	18,7%	24,7%	-4,4%
Cuyo	sep-15	4.340,0	15,8%	6,7%	-14,1%
Región Patagónica	sep-15	6.684,0	20,3%	20,6%	0,7%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2015 II	1.228,1	8,5%	12,6%	10,7%
Región Pampeana	2015 II	734,1	18,6%	14,5%	10,6%
NOA	2015 II	269,3	22,1%	17,2%	8,6%
NEA	2015 II	290,8	7,2%	10,4%	6,8%
Cuyo	2015 II	327,0	15,4%	19,9%	17,5%
Región Patagónica	2015 II	239,2	0,8%	23,2%	13,9%