



# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 950 – 5 de noviembre de 2015

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Jorge Day**

¿Qué regiones se vieron más afectadas por el mal desempeño exportador?

**En Foco 1 – Patricio Vimberg**

Nivel de actividad: el inicio del cuarto trimestre no muestra mejoras con respecto al tercero

**En Foco 2 – Joaquín Berro Madero**

Se frenó en octubre la venta de granos, reflejando la expectativa de cambios desde diciembre

**En Foco 3 – Eliana Miranda**

Internacional: Tiempo de descuento para un diciembre cargado de importantes decisiones

**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*****¿Qué regiones se vieron más afectadas por el mal desempeño exportador?***

- Desde el pico de 2011, las exportaciones no sólo han caído por el factor precios, sino también por la merma en cantidades despachadas, del orden del 14 % hasta 2015. El efecto negativo del cepo operó por diversos canales: la brecha cambiaria incentivó la sub-facturación de exportaciones, potenciando el impacto del atraso cambiario en el mercado oficial; mientras que los controles sobre las importaciones dificultaron el abastecimiento de insumos y partes, al tiempo que encarecieron los fletes por la asimetría entre volúmenes exportados e importados
- Las provincias más afectadas fueron aquellas en las que hubo un descenso más marcado de exportaciones y en las que el sector externo tiene mayor ponderación en su Producto Bruto Geográfico. Así, Catamarca, Chubut y Santa Fé se encuentran entre las más perjudicadas, seguidas de cerca por Tucumán y San Juan. Entre las menos perjudicadas se tiene a Corrientes, Santiago del Estero, La Rioja y Formosa
- Hacia delante, la eventual eliminación del cepo y un reacomodamiento del tipo de cambio pueden proporcionar cierto alivio a las economías regionales. De todos modos, seguirá pesando el descenso en los precios internacionales y la recesiva coyuntura brasileña

**En Foco 1:****8*****Nivel de actividad: el inicio del cuarto trimestre no muestra mejoras con respecto al tercero***

- Los despachos de cemento desaceleran a 2,2% en los tres meses a octubre, anticipando una pérdida de dinamismo post-elecciones. El ISAC se expandió 7,2% en el tercer trimestre, luego del aumento de 10% en el segundo
- La confianza del consumidor aumenta 30,2% en el período agosto-octubre y replica el resultado del tercer trimestre, mientras que la recaudación de IVA real se expande 5,8% interanual (4,6% en el tercer trimestre)
- Exportaciones a Brasil se contraen 33,2% interanual en el trimestre a octubre. Además, la producción automotriz profundiza la caída a 10,4% y las exportaciones de vehículos se derrumban 34,2%

**En Foco 2:****14*****Se frenó en octubre la venta de granos, reflejando la expectativa de cambios desde diciembre***

- Según el indicador de compra/ventas netas del Central, en octubre el saldo mensual negativo fue record (-US\$3.617,3 millones), un nivel sólo alcanzado a fin de 2011
- Tomando el acumulado de 2015, el Central ha sido vendedor neto de divisas por US\$ 3.696 millones, mientras que el volumen de liquidación de divisas se ha recortado un 13,4%
- Por su parte, las Reservas Internacionales se ubican en torno a US\$ 27.344 millones, un nivel similar al registrado a principios de 2014

**En Foco 3:****17*****Internacional: Tiempo de descuento para un diciembre cargado de importantes decisiones***

- La tasa de desempleo en 5,1% y la inflación subyacente en 1,9% interanual sientan las bases para la cada vez más próxima suba de tasa de referencia norteamericana. De todos modos, el nivel de actividad sigue mostrando datos mixtos y subsiste la incertidumbre sobre la evolución de la economía global
- La persistencia de la inflación por debajo del 1% desde hace ya 2 años en la Eurozona obliga al BCE a revisar la necesidad de ampliar la compra de activos que implementa desde marzo de este año
- Luego de los discursos de Yellen y Draghi, el mercado asigna mayores probabilidades a una suba de tasas por parte de la Fed en diciembre y a una profundización de la política expansiva del Banco Central Europeo, por lo que el tipo de cambio desciende por debajo del US\$/€ 1,09

**Selección de Indicadores:****21**

## Editorial

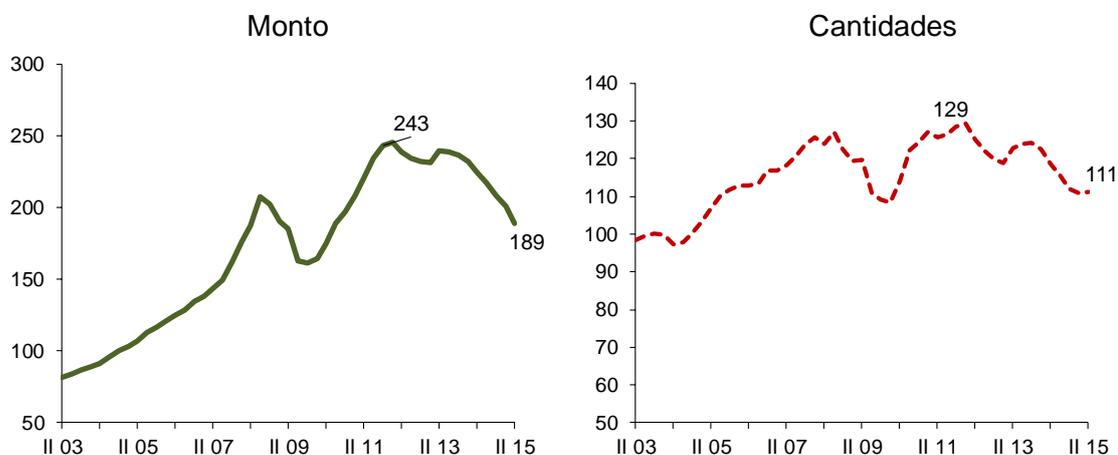
### **¿Qué regiones se vieron más afectadas por el mal desempeño exportador?**

- Desde el pico de 2011, las exportaciones no sólo han caído por el factor precios, sino también por la merma en cantidades despachadas, del orden del 14 % hasta 2015. El efecto negativo del cepo operó por diversos canales: la brecha cambiaria incentivó la sub-facturación de exportaciones, potenciando el impacto del atraso cambiario en el mercado oficial; mientras que los controles sobre las importaciones dificultaron el abastecimiento de insumos y partes, al tiempo que encarecieron los fletes por la asimetría entre volúmenes exportados e importados
- Las provincias más afectadas fueron aquellas en las que hubo un descenso más marcado de exportaciones y en las que el sector externo tiene mayor ponderación en su Producto Bruto Geográfico. Así, Catamarca, Chubut y Santa Fé se encuentran entre las más perjudicadas, seguidas de cerca por Tucumán y San Juan. Entre las menos perjudicadas se tiene a Corrientes, Santiago del Estero, La Rioja y Formosa
- Hacia delante, la eventual eliminación del cepo y un reacomodamiento del tipo de cambio pueden proporcionar cierto alivio a las economías regionales. De todos modos, seguirá pesando el descenso en los precios internacionales y la recesiva coyuntura brasileña

A fines de 2011, las exportaciones argentinas alcanzaron un máximo. Se estancaron y luego comenzaron a caer. Hubo varios factores que jugaron en contra. Por un lado, la recesión brasilera (especialmente en los dos últimos años). También ha estado la caída en los precios de los commodities. No obstante, también las cantidades exportadas han venido disminuyendo en los últimos cuatro años (el pobre desempeño exportador va más allá de los precios).

### Exportaciones argentinas (acum. doce meses)

Base 100: año 2004



Basado en Indec

Otro factor clave en la caída de las exportaciones ha sido el cepo cambiario, que implicó restricciones para conseguir dólares. Su objetivo ha sido evitar que disminuyan las reservas en el Banco Central, pero tuvo impacto sobre la actividad económica, y también sobre las exportaciones. ¿Por qué?

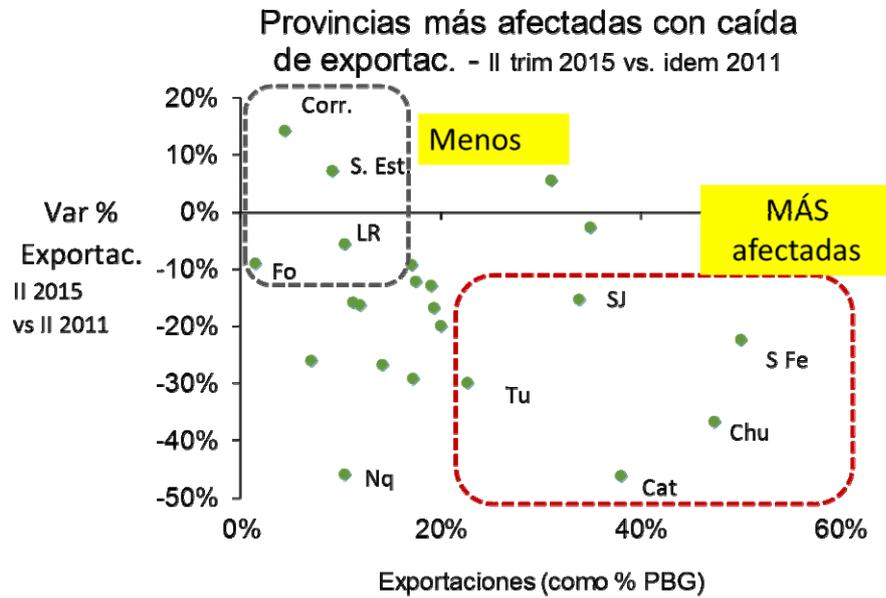
Por varias razones. Permitió mantener la política de rezagar el dólar oficial a fin de anclar la inflación. Generó un incentivo a sub-facturar exportaciones. Y desalentó las importaciones, que influyeron a su vez en las exportaciones al menos en dos sentidos: menos insumos y equipos necesarios para obtener productos exportables, y mayor costo de flete externo (por ejemplo, camiones que volvían vacíos por la restricción a importar, aumentando los costos de fletes).

Una pregunta es cómo terminó impactando sobre las distintas provincias. Como en esta parte del año no se cuenta con toda la información de exportaciones desagregada por provincias, se estima su evolución, atendiendo a la participación de cada una en los distintos rubros. Por ejemplo, la variación en vinos estará más referida a las jurisdicciones vitivinícolas.

El siguiente gráfico se agrupan a las provincias atendiendo a dos características: (i) cómo les fue en los últimos cuatro años<sup>1</sup> (medido en el eje vertical) y (ii) cuán exportadora es cada región (medido en el eje horizontal<sup>2</sup>).

<sup>1</sup> Los datos de exportaciones son acumulados doce meses, porque cada región tiene su propia estacionalidad.

<sup>2</sup> Se mide tomando el índice exportaciones, expresadas como porcentaje del PBG de cada provincia.



Basadas en Infojust e Indec

¿Qué nos muestra? Por un lado, las provincias localizadas en la esquina “arriba a la izquierda” deberían ser las menos afectadas por ser poco exportadoras y porque poco variaron sus ventas externas en los últimos cuatro años. Sorprende que haya provincias que han aumentado sus exportaciones en cuatro años. Rarísimo, pero se entiende cuando se observa su evolución. Continuaron aumentando luego de 2011, pero en los últimos trimestres se les desplomaron sus ventas externas.

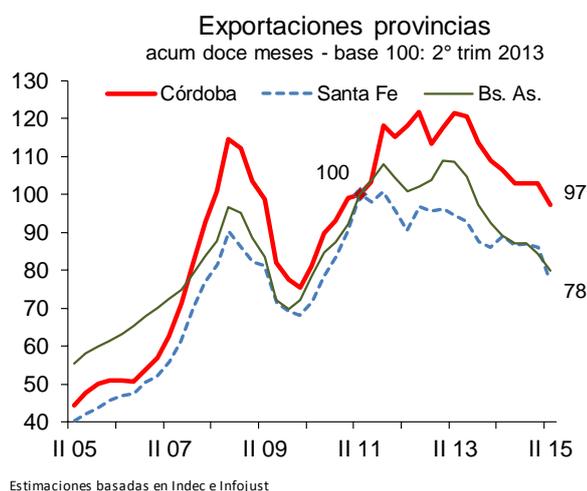


Estimaciones basadas en Indec e Infojust



Volviendo al anterior gráfico, por otro lado, están las jurisdicciones ubicada abajo a la derecha, que serían las más afectadas por la actual situación, por ser más exportadoras y por fuerte caída en sus ventas externas. Las que se destacan son varias que dependen fuertemente de un producto exportable (San Juan con el oro, Chubut con el petróleo, Catamarca con el cobre). La caída de sus precios internacionales, y la menor producción, determina el magro desempeño exportador.

Entre las provincias grandes, se halla Santa Fe, con caída en material de transporte autos) y aceites. La pregunta es por qué ha notado menos en las otras dos provincias grandes. La explicación es que esas dos últimas continuaron creciendo en exportaciones algo más luego de 2011, aunque luego tuvieron una similar performance a la nacional.



Otra provincia muy afectada por el deterioro en las exportaciones ha sido Tucumán, principalmente en caídas en azúcar, material de transporte, cereales, oleaginosas y frutas frescas.

Resumiendo, si al país le va mal en exportaciones, lo mismo ocurre en la mayoría de las provincias. Las más afectadas han sido las más exportadoras, especialmente aquellas que dependen de un solo producto (las mineras y petroleras).

Para el futuro, el mundo desarrollado seguiría ayudando, y un poco menos los emergentes (especialmente Brasil), pero juega en contra los menores precios de los commodities, que son muy relevantes en las exportaciones regionales. En este sentido, la eliminación del cepo y un reacomodamiento del dólar pueden permitir revertir esta tendencia exportadora negativa.



## En Foco 1

### **Nivel de actividad: el inicio del cuarto trimestre no muestra mejoras con respecto al tercero**

- Los despachos de cemento desaceleran a 2,2% en los tres meses a octubre, anticipando una pérdida de dinamismo post-elecciones. El ISAC se expandió 7,2% en el tercer trimestre, luego del aumento de 10% en el segundo.
- La confianza del consumidor aumenta 30,2% en el período agosto-octubre y replica el resultado del tercer trimestre, mientras que la recaudación de IVA real se expande 5,8% interanual (4,6% en el tercer trimestre)
- Exportaciones a Brasil se contraen 33,2% interanual en el trimestre a octubre. Además, la producción automotriz profundiza la caída a 10,4% y las exportaciones de vehículos se derrumban 34,2%.

La economía se encuentra a la espera de definiciones electorales y, en ese escenario, los indicadores de actividad no reflejan mejoras significativas con respecto a los registrados durante el tercer trimestre. Así, la confianza del consumidor aumenta 30,2% en términos interanuales y replica el resultado de los tres meses a septiembre mientras que la recaudación de IVA real aumenta 5,8% (4,6% en el tercer trimestre). Por otro lado los despachos de cemento, que fueron apuntalados por la obra pública en año electoral, desaceleran a 2,2% interanual, al igual que el ISAC, que pasó de aumentar 10% en el segundo trimestre a hacerlo a una tasa de 7,2% en el tercero.

Sin embargo, la turbulencia por la que está atravesando Brasil sí tiene impacto en la economía, con exportaciones al vecino país contrayéndose 33,2% interanual. En este contexto, la producción automotriz profundiza la caída a 10,4% interanual en los tres meses a octubre, mientras que las exportaciones de vehículos se derrumban 34,2% en igual período.



### Indicadores de actividad

Variación interanual (%)

	2015 III	Trim a oct-15	Diferencia
Confianza Consumidor UTDT	30,7	30,2	-0,5
Durables + Inmuebles	50,3	46,7	-3,6
Recaudación IVA real	4,6	5,8	1,2
IVA DGI real	8,7	10,8	2,1
IVA DGA real	-4,3	-5,3	-1,0
Derechos de Importación en US\$	6,8	4,3	-2,5
Despachos de cemento	5,2	2,2	-3,0
ISAC *	7,2		
Escrituras en CABA *	17,2		
Patentamientos	5,2	8,5	3,4
Producción Automotriz	-3,7	-10,4	-6,8
Exportaciones a Brasil	-33,0	-33,2	-0,2

\* datos hasta septiembre

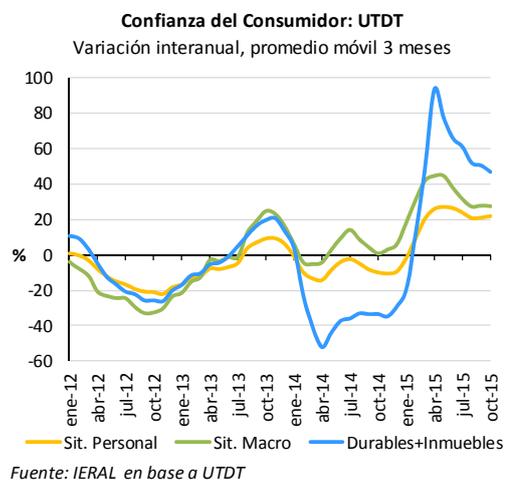
Fuente: IERAL en base a UTDT, AFCP, INDEC, Colegio de escribanos CABA, Mecon, DNRPA, ADEFA, MDIC Brasil y datos de mercado

### Confianza del consumidor

La confianza del consumidor, relevada por la Universidad Torcuato Di Tella, mantiene el ritmo expansivo de los últimos meses y anota, en el trimestre a octubre, una suba de 30,2% interanual. Debe mencionarse que las encuestas para obtener este indicador se realizaron en las primeras semanas de octubre, cuando todavía no se habían llevado a cabo las elecciones nacionales.

Desagregando el índice por rubros, puede verse que tanto las perspectivas acerca de la Situación personal como las de la situación Macroeconómica mantienen el dinamismo y registran aumentos de 21,8% interanual y 27,4%, respectivamente, en los tres meses a octubre. La predisposición a

adquirir Bienes durables e inmuebles sigue un comportamiento similar aunque desacelera levemente a 46,7% interanual debido a que la baja base de comparación hace que haya ubicado en un andarivel más elevado durante la primera mitad del año.



## Recaudación

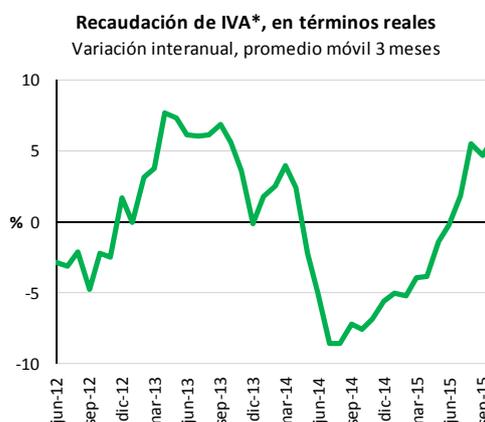
La recaudación de IVA en términos reales, que sirve de termómetro para medir el nivel de consumo de la economía, se expande 5,8% interanual en el trimestre a octubre, mejorando levemente con respecto a la suba de 4,6% del tercer trimestre. Este resultado surge de una desaceleración en la inflación -debido al bajo nivel de actividad- y al consecuente aumento del poder adquisitivo que, si bien leve, tiene un impacto positivo en el consumo.

Discriminando por origen del impuesto, puede observarse que la mejora en lo que va del último trimestre surge de un aumento de 10,8% interanual del IVA DGI -representativo de las compras domésticas- durante el trimestre a octubre. En cambio, el IVA DGA -percibido a través de las compras al resto del mundo- anota una baja de 5,3% interanual, profundizando la merma con respecto al -4,3% del tercer trimestre aunque lejos de los guarismos registrados durante el primer semestre, de contracciones de casi 20% promedio por mes.

Un comportamiento similar surge de analizar los derechos de importación medidos en dólares, a tipo de cambio oficial. Éstos aumentan 4,3% en los tres meses a octubre, desacelerando levemente contra el tercer trimestre (6,8%) pero ubicándose en un andarivel por encima de la caída mensual promedio de 3,8% del primer semestre.

## Construcción

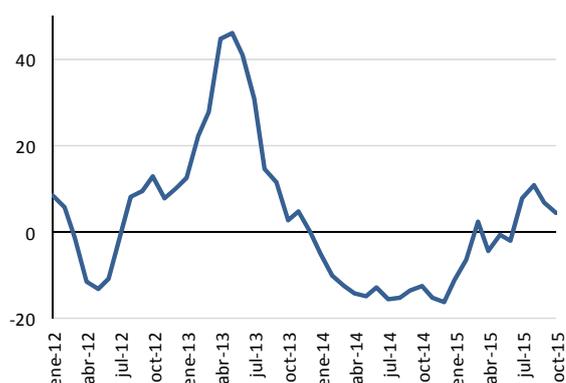
Luego de un primer semestre expansivo para la construcción, los indicadores del sector comenzaron a reflejar cierta desaceleración, debido a la esperable pérdida de dinamismo una vez pasadas las elecciones.



\*IVA bruto, antes de reintegros y devoluciones

Fuente: IERAL en base a Mecon y datos de mercado

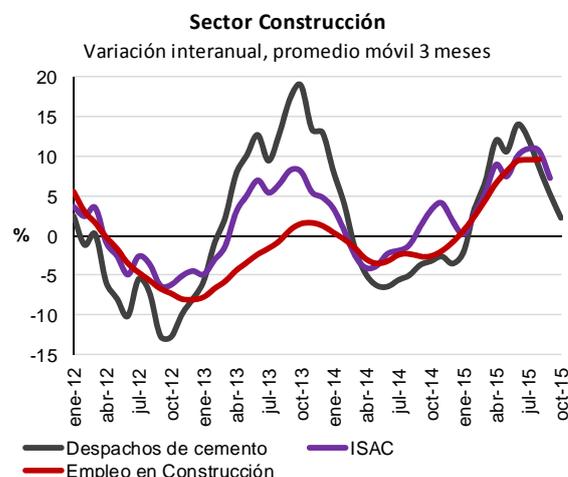
**Derechos de importación ajustado a tipo de cambio oficial**  
Variación interanual, promedio móvil 3 meses



Fuente: IERAL en base a Mecon

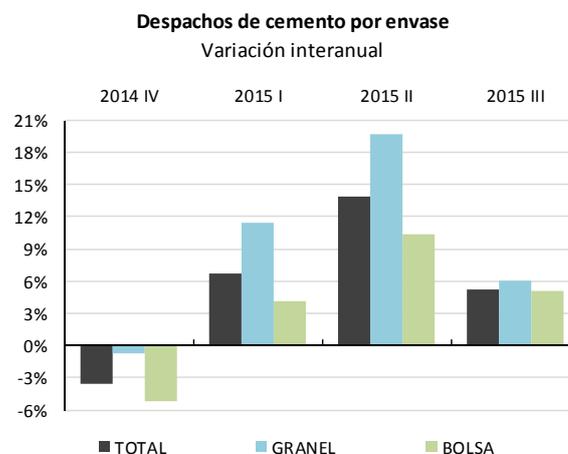


Así, por ejemplo, los despachos de cemento se expanden 2,2% interanual en los tres meses a octubre, guarismo inferior al 5,2% del tercer trimestre y al 14% del anterior. Si se clasifican los despachos de cemento por envase (con datos disponibles hasta septiembre), puede observarse que, si bien la desaceleración ocurre de forma generalizada, el segmento más perjudicado es el de los despachos a granel, usados en mayor medida en obra pública de gran envergadura, que pasaron de aumentar casi 20% interanual en el segundo trimestre a apenas 6% en el tercero. Por el otro lado, los despachos en bolsa, que se utilizan (aunque no exclusivamente) en remodelaciones y construcciones privadas, aumentaron 5,1% interanual en el tercer trimestre, perdiendo 5,3 p.p. con respecto al segundo.



Fuente: IERAL en base a Afcp, INDEC, IERIC y Grupo Construya

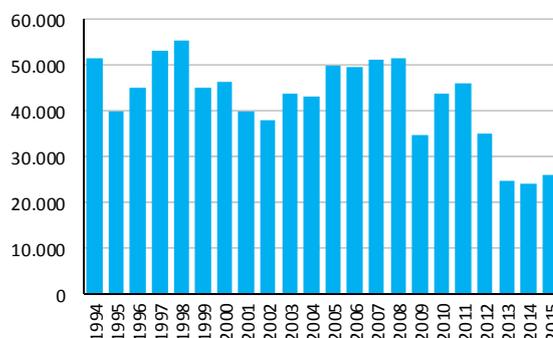
De igual manera, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) elaborado por el INDEC desaceleró a 7,2% interanual en los tres meses a septiembre, luego de la suba de 10% en el trimestre anterior. Los rubros de Edificios para viviendas y Otros destinos desaceleran con respecto al segundo trimestre aunque registrando incrementos significativos de 9,9% interanual y 7% en el tercero, respectivamente. En cambio, la pérdida de dinamismo es mayor para las Obras viales y Otras infraestructuras: las primeras aumentan 3,7% interanual en el tercer trimestre y recortan 5 p.p. con respecto al segundo; mientras que las últimas crecen 5,4% y pierden 6,9 p.p.



Fuente: IERAL en base a Afcp

Un párrafo aparte merece la evolución de las escrituras en la Ciudad de Buenos Aires: éstas aumentaron un fuerte 17,2% interanual en el tercer trimestre, acelerándose con respecto a la suba de 7% en el segundo. Si bien este resultado parece contradecir los indicadores mencionados anteriormente, debe recordarse que, en 2014, este indicador registró la peor performance de los últimos 20 años, por lo que la baja base de comparación explica gran parte de esta dinámica. Extrapolando los datos de los primeros 9 meses del año, se tiene que los actos escriturados finalizarían el año con un aumento de 8/9% interanual, regresando a los valores (todavía bajos) de 2013.

Actos escriturados en CABA entre enero y septiembre



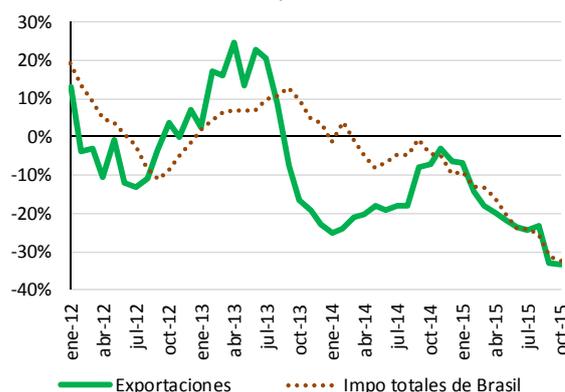
Fuente: IERAL en base a IERIC y Colegio de Escribanos CABA

### Exportaciones a Brasil

Las exportaciones a Brasil se contraen un significativo 33,2% interanual en los tres meses a octubre, manteniendo un ritmo de caída similar al del tercer trimestre. Este resultado surge de una combinación entre la importante devaluación del real brasileño en lo que va del año, que fue un factor determinante en la merma de 32,3% interanual en las importaciones totales del vecino país, y las trabas al comercio exterior impuestas internamente que restringen el acceso a ese mercado.

Comercio con Brasil

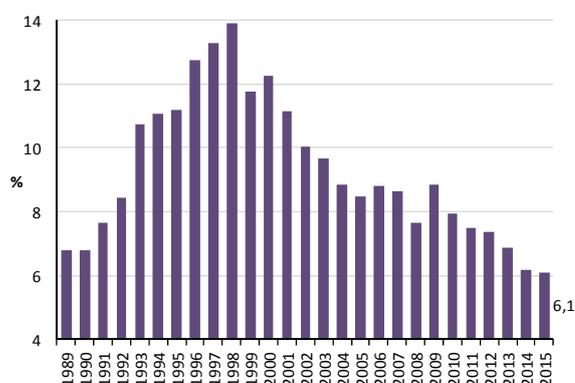
Variación interanual, promedio móvil 3 meses



Como las importaciones totales del vecino país caen a un ritmo similar al de las importaciones brasileras de origen argentino, la participación en ese mercado se mantiene prácticamente constante con respecto al año pasado, ubicándose en 6,1%. Sin embargo, cabe remarcar que este guarismo es el menor de los últimos 25 años.

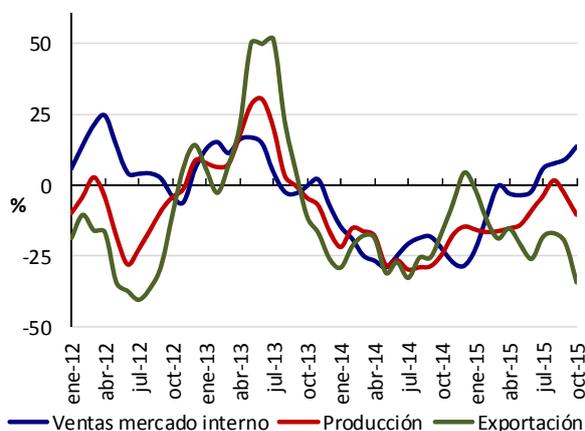
Market share de Argentina en Brasil

(Exportaciones argentinas / Importaciones totales de Brasil)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC

**Industria Automotriz: Autos y Camionetas**  
Variación interanual, promedio móvil 3 meses



Fuente: IERAL en base a Adefa

### Industria automotriz

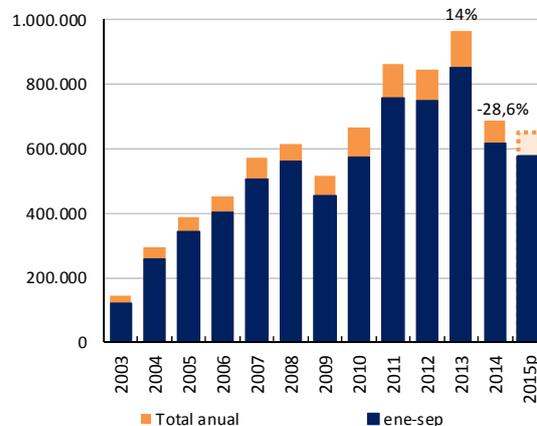
La producción automotriz, que venía registrando importantes recortes en su tasa de caída (-3,7% interanual en los tres meses a septiembre), muestra que persisten las debilidades estructurales del sector al comienzo del último trimestre: con un derrumbe de 25,6% de la producción sólo en el mes de octubre, los tres meses a esta fecha retroceden 10,4% con respecto al año anterior.

En línea con este resultado, las exportaciones de vehículos se desploman 48,9% interanual en el décimo mes del año, lo que se traduce en una merma de 34,2% en los tres meses a octubre. Es que los problemas económicos y políticos en Brasil tienen una incidencia directa en esta variable, debido a que el país vecino es el destino de 80% de las exportaciones de vehículos.

Con una demanda externa deprimida, el sector busca volcar productos en el mercado interno aunque de ninguna manera logran compensar este deterioro. Si bien las ventas de vehículos nacionales aumenta 13,5% interanual en los tres meses a octubre, acelerándose con respecto al 9,1% del tercer trimestre, gran parte de esta suba es producto de una baja base de comparación, ya que el piso de esta variable se registró durante el último trimestre del año pasado, cuando llegó a caer a tasas de casi 30%.

De forma similar, los patentamientos se expanden 8,5% en agosto-octubre y mejoran con respecto al tercer trimestre (5,2% interanual), aunque durante el último trimestre del año anterior éstos registraban una merma de entre 30 y 40% interanual. De hecho, si se extrapolan los datos de los primeros nueve meses del año, se calcula que el 2015 finalizará con una merma de alrededor de 4/6% con respecto a 2014, pero es necesario retroceder hasta 2010 para encontrar un año con una cantidad de autos patentados similar (660 mil).

Patentamientos de el período enero-septiembre y del total anual



Fuente: IERAL en base a DNPR



## En Foco 2

### Se frenó en octubre la venta de granos, reflejando la expectativa de cambios desde diciembre

- Según el indicador de compra/ventas netas del Central, en octubre el saldo mensual negativo fue record (-US\$3.617,3 millones), un nivel sólo alcanzado a fin de 2011
- Tomando el acumulado de 2015, el Central ha sido vendedor neto de divisas por US\$ 3.696 millones, mientras que el volumen de liquidación de divisas se ha recortado un 13,4%
- Por su parte, las Reservas Internacionales se ubican en torno a US\$ 27.344 millones, un nivel similar al registrado a principios de 2014

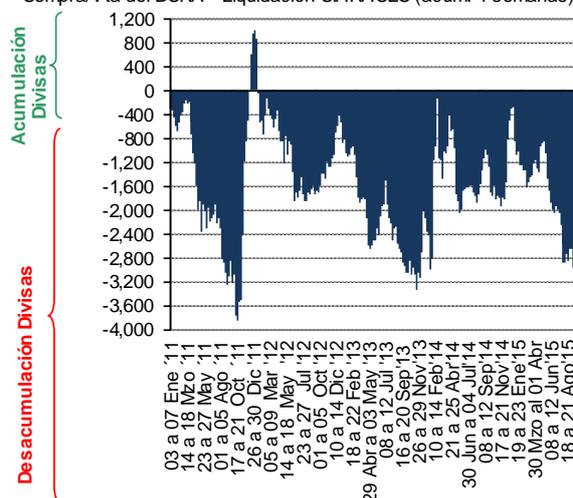
Con datos del mes de octubre casi cerrado, se tiene que el indicador de compra/venta neta de dólares por parte del Central continua ampliando su saldo negativo, alcanzando US\$ 3.617,3 millones tomando el acumulado de las últimas cuatro semanas para las que se tiene información. En este sentido, las decisiones en materia de política cambiaria tomadas por el Central, junto a un contexto electoral y de expectativas de devaluación, hacen que al Banco Central le sea cada vez más dificultoso transformar la liquidación de divisas del sector agroindustrial en Reservas Internacionales. Por su parte, la Autoridad Monetaria muestra en octubre un saldo negativo de US\$ 2.198 millones en materia de compra neta de divisas. En este contexto, el indicador arroja un saldo negativo record de -US\$ 20.908 millones en lo que va del año. Esto implica que, el Banco Central no ha podido transformar en Reservas aunque sea una mínima porción de los dólares liquidados por este sector.

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

Como muestra el gráfico, tomando el acumulado mensual semana a semana, el indicador de compra/venta neta de divisas por parte del Central refleja que luego de tocar un mínimo de -US\$ 858,3 millones a principios de 2015, el saldo se expandió hasta -US\$ 1.638,8 millones a principios de marzo, luego comenzó a mejorar paulatinamente achicando el saldo (gracias a mayores volúmenes de compras netas de dólares por parte del BCRA) hasta -US\$851,8 millones a mediados del mes mayo. Sin embargo, esa tendencia se revirtió completamente en los últimos cinco meses para las que se tiene datos. Así las cosas, al 23 de octubre, el indicador refleja un deterioro significativo mostrando un saldo negativo por US\$ 3.317,3 millones, un nivel record para la serie desde el mes de octubre de 2011.

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

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



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

Este comportamiento, estuvo motorizado principalmente por incapacidad del BCRA para captar las divisas liquidadas y, a la vez, cumplir con sus obligaciones; pero también agravado por la contracción en los volúmenes de dólares liquidados por el sector agroindustrial, que a su vez depende de la oferta de granos por parte de los chacareros.

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

en millones de dólares

Acumulado de cada año	Divisas Liquidadas	Compra/Vta BCRA	Raño	Rdo. Neto
Año 2012, hasta 26/Oct	19,916.5	7,871.5	39.5%	-12,045
Año 2013, hasta 25/Oct	20,604.0	-1,776.4	-8.6%	-22,380
Año 2014, hasta 24/Oct	19,867.5	4,718.3	23.7%	-15,149
Año 2015, hasta 23/Oct	17,212.8	-3,695.6	-21.5%	-20,908

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

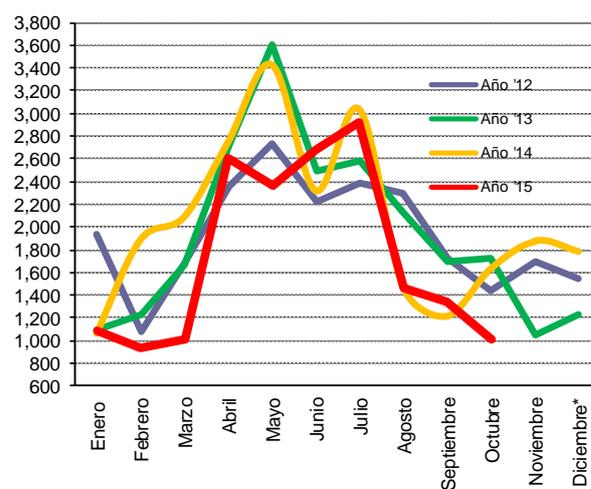
En este sentido, como refleja la tabla anterior, para el acumulado desde comienzos de año hasta el día 23 de octubre, se observa una disminución en el volumen de divisas liquidadas (-13,4% a/a), pasando de US\$ 19.867,5 millones en 2014 a US\$ 17.212,8 ahora. Asimismo, por el lado de las compras netas de dólares por parte del Central, el acumulado del año muestra un saldo negativo (vendedor neto) por US\$ 3.695,6 millones, dato que compara con los US\$ 4.718,3 millones positivos (comprador neto) acumulados en idéntico periodo del año pasado. Como se mencionara en informes anteriores, posiblemente aquí estén operando una serie de

factores que incluyen, entre otros, la baja de los precios internacionales y la expectativa de unificación cambiaria que potencialmente podría implementar un nuevo gobierno y el nivel de incertidumbre político-electoral.

Asimismo, si se copara la liquidación de “agrodólares” mes a mes, se tiene que en octubre hay un cambio de tendencia. Luego de un comienzo de año en el cual la liquidación de divisas por parte de este sector de la economía fue menor a la registrada anteriormente -siempre comparando contra el volumen liquidado en igual mes de años anteriores-; junio, julio, agosto y septiembre mostraron guarismos similares a los observados en 2014. Sin embargo, como se puede observar en el gráfico, octubre refleja una liquidación 38% menor a la observada el año pasado, pasando de US\$ 1.639 millones liquidados en 2014 a US\$ 1.017,3 millones ahora.

### Volumen mensual de Liquidaciones

en millones de dolares, acumulado mensual

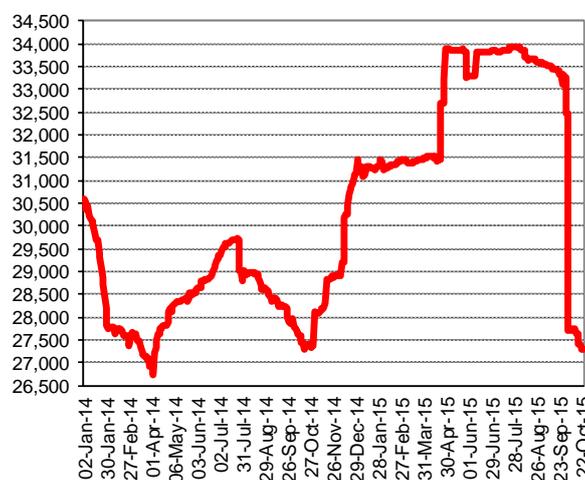


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos CiaraCec y BCRA

En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA, luego del pago del BODEN 2015 realizado a principios de mes, se ubican en torno a US\$ 27.344 millones; un guarismo similar al registrado a principios del año pasado.

### Reservas Internacionales BCRA

en millones de dólares US\$



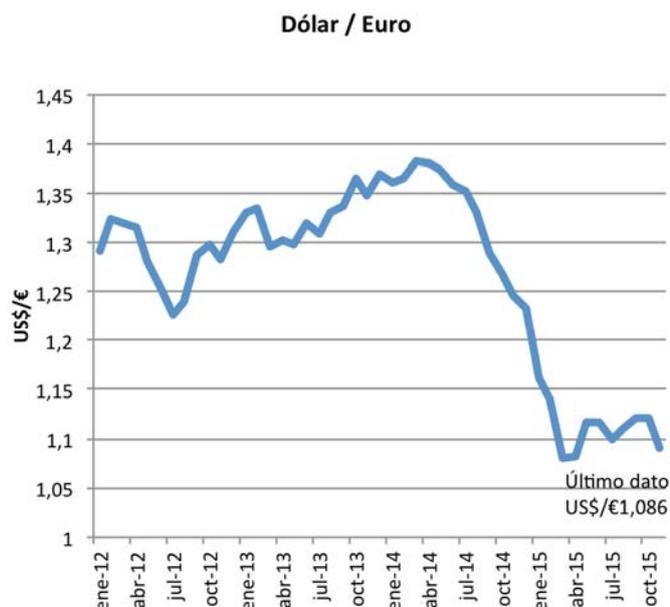
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

### En Foco 3

#### Internacional: Tiempo de descuento para un diciembre cargado de importantes decisiones

- La tasa de desempleo en 5,1% y la inflación subyacente en 1,9% interanual sientan las bases para la cada vez más próxima suba de tasa de referencia norteamericana. De todos modos, el nivel de actividad sigue mostrando datos mixtos y subsiste la incertidumbre sobre la evolución de la economía global
- La persistencia de la inflación por debajo del 1% desde hace ya 2 años en la Eurozona obliga al BCE a revisar la necesidad de ampliar la compra de activos que implementa desde marzo de este año
- Luego de los discursos de Yellen y Draghi, el mercado asigna mayores probabilidades a una suba de tasas por parte de la Fed en diciembre y a una profundización de la política expansiva del Banco Central Europeo, por lo que el tipo de cambio desciende por debajo del US\$/€ 1,09

Tras las recientes declaraciones de algunos de los presidentes de los principales Bancos Centrales, diciembre se transformó en el mes clave por algunas decisiones que se tomarán y serán relevantes para la economía global. Janet Yellen, presidenta de la Reserva Federal, reflató recientemente la posibilidad de subir las tasas de interés antes de fin de año, mientras que Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, acaba de anunciar que la entidad re-examinará en diciembre sus políticas de estímulo. La profundización de los caminos elegidos por cada una de estas economías se



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch



daría en sentido contrario (suba de tasas por parte de la Fed y mayor expansión cuantitativa por parte del Banco Central Europeo) y, ante la expectativa de ocurrencia, los efectos ya se empiezan a hacer notar: la tasa de interés de los bonos norteamericanos a dos años trepó hasta 0,8%, valor máximo registrado desde mediados de 2010, y la relación de cambio entre el dólar y el euro bajó en las últimas horas hasta cerca de US\$/€ 1,08. Se espera que, de profundizarse las divergencia entre ambas regiones, la relación pueda acercarse a la paridad.

La Reserva Federal tiene el doble mandato de empleo e inflación. La presidenta de la Reserva Federal norteamericana señaló que el alza de la tasa de interés es una posibilidad viva si las próximas cifras la sostienen. Aunque muestre moderación en los últimos meses, la creación de empleo alcanza los 2,7 millones de puestos en 12 meses, lo que ha permitido que la tasa de desempleo descienda hasta 5,1%, muy cerca de lo que se considera el nivel de “equilibrio” para esta economía. La inflación, por su parte, parece lejos de la meta del 2% del Banco Central, anotando un 0% interanual en el mes de septiembre. Sin embargo, si se excluyen los precios de la energía, la variación interanual anota un 1,9%.

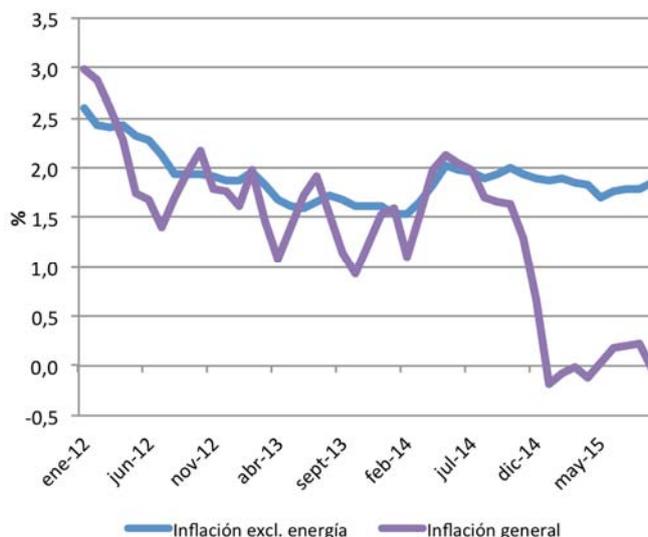
La mayor economía del mundo ha mostrado señales mixtas en el tercer trimestre. El PIB habría crecido al 1,5% anual desestacionalizado (primera estimación), frente a una tasa del 3,9% registrada en el segundo trimestre. El

Estados Unidos: Creación de empleo y tasa de desempleo



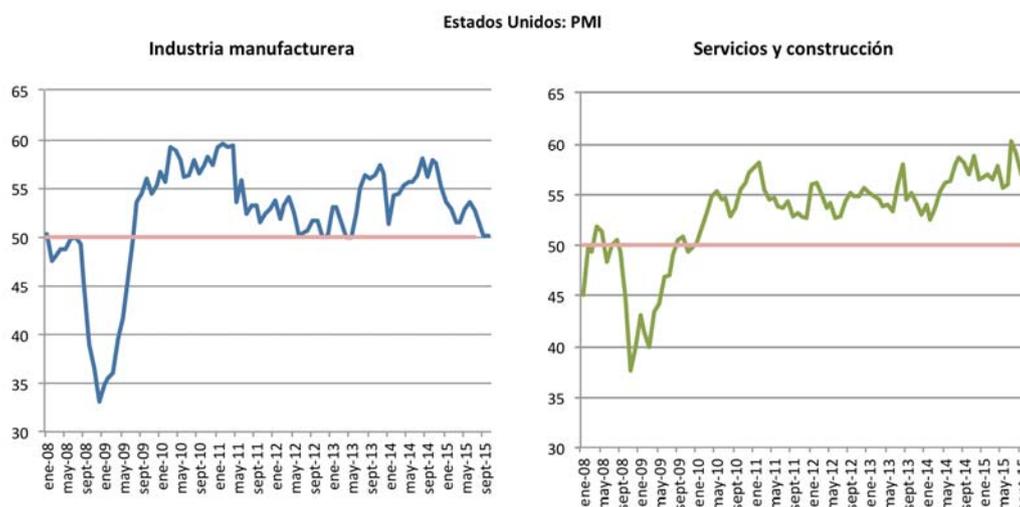
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

Estados Unidos: Inflación general y neta de energía  
Variación interanual



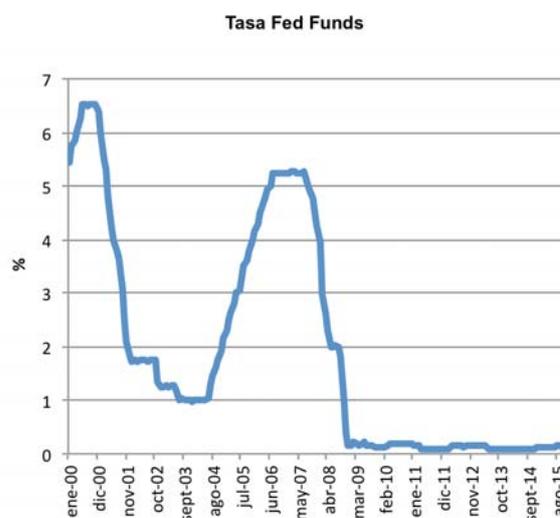
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

consumo continuó pujante, pero se contrajo la inversión. La productividad aumentó al 1,6% anualizado, producto de un aumento de la producción (1,2%, tasa anualizada), y de un descenso de las horas trabajadas (-0,5%). La industria viene también mostrando datos menos robustos, y la tendencia persiste también a principios del último trimestre del año: el índice PMI, construido por el *Institute of Supply Management*, se ubicó en 50,1 en el mes de octubre, pegado al límite que determina si el sector está en contracción o en expansión. Esto fue resultado del crecimiento de nuevos pedidos y de la producción, y de la contracción de empleo e inventarios. En el caso de los servicios, el indicador muestra que continúan en el sendero de expansión. Aparte de los datos domésticos, la evolución de la economía global continúa condicionando la decisión de la Fed.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Institute for Supply Management

En el caso del Banco Central Europeo, su mandato es la estabilidad de precios, lo que implica una inflación por debajo, pero cerca, del 2% anual en el mediano plazo. Este objetivo está muy lejos de ser cumplido, ya que los precios anotan en la actualidad una variación interanual de 0%, y una vez que se excluye la energía, de 1,1%. El mayor problema radica en la persistencia de la inflación en niveles cercanos a cero: hace ya dos años que traspasó el piso del 1%. Es por eso, que el Banco Central está evaluando



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



redoblar la apuesta mediante herramientas no convencionales, y podría reforzar la compra de activos a gran escala que implementa desde marzo de este año.

El debilitamiento del euro en términos del dólar anticipa una continuidad en el dinamismo del sector externo de la Eurozona, mientras que la energía con precios bajos continúa dejando recursos disponibles para el consumo doméstico. La profundización de la flexibilización monetaria anticipa tasas de interés de corto plazo muy bajas por lo menos hasta fines de 2016. La tasa de desempleo se ubica todavía en niveles muy elevados, 10,8%. Aunque se ubica en una trayectoria descendente desde el pico de 12,1% registrado en el segundo trimestre de 2013, continúa siendo el principal desafío que tienen por delante las autoridades de la región.

## 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	sep-15	260,1	0,3%	2,4%	2,6%
Patentes	oct-15	60.215,0	8,5%	10,6%	-7,5%
Recaudación IVA (\$ mm)	ago-15	39.235,0	9,3%	39,2%	29,1%
ISAC	sep-15	216,5	2,7%	5,8%	7,5%
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%
		<b>2015 II</b>	<b>2015 I</b>	<b>2014 IV</b>	<b>2014 III</b>
IBIF como % del PIB		19,5%	19,8%	19,4%	20,7%

\* 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 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 III	164,8	8,2%	18,0%	1,0%
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%
		<b>jul-15</b>	<b>ene-dic 14</b>	<b>jul-14</b>	<b>ene-dic 14</b>
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
		<b>sep-15</b>	<b>ene-ago 14</b>	<b>sep-14</b>	<b>ene-ago 14</b>
Adelantos Transitorios BCRA *		10.000,0	109.750,0	6.050,0	96.220,0
		<b>2015 I</b>	<b>2014 IV</b>	<b>2014 III</b>	<b>2014 II</b>
Recaudación Tributaria (% PIB) **		27,1%	27,9%	27,5%	27,5%
Gasto (% PIB) **		24,1%	27,6%	25,4%	23,8%

\* Los datos hacen referencia al flujo mensual

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



PRECIOS	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado	
Inflación (IPCNu, IV 2013=100)	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)*	sep-15	244,0	1,8%	2,5%	-0,8%	
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%	
			<b>4-nov-15</b>	<b>oct-15</b>	<b>ago-14</b>	<b>dic-14</b>
TCN Oficial (\$/US\$)		9,58	9,50	8,17	8,57	
TCN Brecha		61,4%	67,0%	49,7%	61,1%	
TCN Real (R\$/US\$)		3,80	3,88	2,27	2,66	
TCN Euro (US\$/€)		1,09	1,12	1,33	1,21	

\* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado		
Base Monetaria (\$ mm)	23-oct-15	546.397,0	0,8%	42,2%	31,6%		
Depósitos (\$ mm)	23-oct-15	1.267.292,0	1,4%	33,4%	31,8%		
Sector Público No Financiero	23-oct-15	370.138,6	7,2%	21,7%	23,8%		
Sector Privado No Financiero	23-oct-15	894.066,5	-0,7%	39,1%	35,4%		
Créditos (\$ mm)	23-oct-15	806.988,6	-0,3%	31,0%	23,9%		
Sector Público No Financiero	23-oct-15	50.011,5	-11,3%	20,0%	12,6%		
Sector Privado No Financiero	23-oct-15	742.920,7	0,4%	31,8%	25,4%		
			<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>sep-15</b>	<b>31-dic-13</b>	<b>oct-14</b>
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	23-oct-15	27.305,0	33.433,1	30.599,0	27.586,4		
Ratio de cobertura de las reservas	23-oct-15	47,6%	58,8%	52,9%	58,4%		
Tasa de interés Badlar PF	04-nov-15	23,8%	21,6%	21,6%	20,3%		
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	04-nov-15	375	422	387	286		
EMBI+ Argentina	04-nov-15	495	561	719	766		
EMBI+ Brasil	04-nov-15	375	405	259	206		
Tasa LIBOR	04-nov-15	0,19%	0,20%	0,17%	0,15%		
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	04-nov-15	0,12%	0,14%	0,06%	0,09%		
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	04-nov-15	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%		
SELIC (Brasil)	04-nov-15	14,15%	14,15%	11,65%	10,90%		
			<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>var% ***</b>	<b>var% a/a ****</b>	<b>Acumulado</b>
Índice Merval	04-nov-15	12.799,1	12,87%	70,59%	35,15%		
Índice Bovespa	04-nov-15	47.710,0	2,37%	-8,15%	-5,74%		

\* 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	oct-15	27.769,0	8,8%	7,4%	-9,9%
Región Pampeana	oct-15	12.695,0	9,3%	7,8%	-9,4%
NOA	oct-15	4.747,0	11,2%	28,0%	1,2%
NEA	oct-15	5.026,0	14,0%	20,9%	-2,1%
Cuyo	oct-15	4.069,0	12,9%	10,5%	-11,8%
Región Patagónica	oct-15	5.909,0	13,2%	12,0%	1,8%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2015 III	1.246,7	1,5%	4,8%	8,6%
Región Pampeana	2015 III	744,4	1,4%	4,4%	8,4%
NOA	2015 III	294,3	9,3%	8,6%	8,6%
NEA	2015 III	319,9	10,0%	8,0%	7,2%
Cuyo	2015 III	331,1	1,2%	7,8%	13,9%
Región Patagónica	2015 III	238,7	-0,2%	16,1%	14,6%