

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 956 – 10 de diciembre de 2015

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Marcelo Capello y Néstor Grión

El déficit de 2015 y un bosquejo sobre la magnitud del esfuerzo fiscal que deberá realizar la nueva administración

En Foco 1 – Inés Butler

El déficit de Servicios y el dólar ahorro generaron un drenaje de divisas de US\$ 14 mil millones en los últimos doce meses

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

La proporción de cheques rechazados sobre montos compensados aumentó de 2,6% a 2,8% entre 2014 y 2015

En Foco 3 – Patricio Vimberg

Las importaciones mundiales crecen apenas 0,9% en el tercer trimestre, con ampliación de la brecha entre los desarrollados (+3,4%) y los emergentes (-2%)

En Foco 4 – Eliana Miranda

Internacional: marcando el paso al compás de los bancos centrales, la OPEP y China

En Foco 5 – Vanessa Toselli

El dato regional de la semana:
Crece 9,8% el empleo de la construcción en el tercer trimestre del año

Selección de Indicadores

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa

IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar





Editorial:

4

El déficit de 2015 y un bosquejo sobre la magnitud del esfuerzo fiscal que deberá realizar la nueva administración

- El flamante gobierno hereda un déficit fiscal que en 2015 podría llegar a los 6,6 % del PIB (354 mil millones de pesos) en caso que la evolución de las partidas de gasto de los últimos meses haya replicado la trayectoria de los primeros siete meses del año. Además, el fuerte aumento del endeudamiento interno de los últimos dos años deriva en vencimientos por unos 150 mil millones de pesos en 2016, una cifra equivalente a un mes de recaudación impositiva
- El gasto primario nacional pasó de 13,5 puntos del PIB en 2007 a 25,8 puntos en 2015, un incremento de nada menos que 12,3 puntos del PIB. En igual período, las transferencias al sector privado, que incluyen los subsidios económicos, pasaron a 2,8 a 6,0 puntos del PIB. Mientras en 2007 la recaudación de impuestos significaba el 111,4 % del total de gastos primarios del sector público nacional, en 2015 los ingresos genuinos cubren sólo el 79,3 % de esas erogaciones
- Para 2016, si se pretendiera reducir en 0,8 puntos porcentuales el déficit primario del sector público nacional, aparte de una significativa moderación en el ritmo de crecimiento nominal de gastos corrientes y de capital, sería necesario que las partidas de subsidios económicos aumenten sólo un 10 % interanual en términos nominales. Para evitar ajustes mayores será necesario recurrir a importantes volúmenes de crédito externo e interno

En Foco 1:

14

El déficit de Servicios y el dólar ahorro generaron un drenaje de divisas de US\$ 14 mil millones en los últimos doce meses

- El Balance Cambiario –base caja- del Banco Central refleja un déficit de 8,1 mil millones de dólares en el sector servicios (con fuerte ponderación de Turismo) para los últimos cuatro trimestres, con un incremento de 1,5 mil millones respecto del rojo registrado en 2014
- La “Formación de activos externos del sector privado”, que incluye la operatoria del “dólar ahorro”, significó un drenaje de divisas de 5,8 mil millones de dólares en los últimos doce meses, que compara con un guarismo de 2,4 mil millones para 2014
- El deterioro de las Reservas internacionales fue disimulado por un fuerte incremento del endeudamiento externo (swap de China, entre otros), que en términos netos registró una variación de 12,3 mil millones de dólares respecto de los montos de 2014

En Foco 2:

17

La proporción de cheques rechazados sobre montos compensados aumentó de 2,6% a 2,8% entre 2014 y 2015

- Entre enero y octubre de este año, el 2,8% de los montos compensados vía cheque en el sistema nacional de pagos fueron rechazados, por encima del 2,6% registrado en 2014
- Este guarismo, representa el nivel más elevado desde 2003 a la fecha tomando los primeros diez meses de cada año
- Mientras los montos compensados crecen al 21% a/a, los montos rechazados lo hacen el 30%; aunque en los últimos tres meses se observa una mejora en el indicador



En Foco 3: 19

Las importaciones mundiales crecen apenas 0,9% en el tercer trimestre, con ampliación de la brecha entre los desarrollados (+3,4%) y los emergentes (-2%)

- En lo que va del año, las importaciones mundiales en volumen aumentan 1,1% interanual, desacelerándose con respecto al 3,4% del año anterior y ubicándose significativamente por debajo del promedio de los últimos 20 años (5,4% por año)
- El comercio mundial crece apenas 0,9% interanual en el tercer trimestre, explicado por un aumento de 3,4% en las economías avanzadas y una merma de 2% en las emergentes
- El intercambio comercial en septiembre se contrajo 1% interanual, en términos desestacionalizados, tras un derrumbe de 6,2% en los países menos desarrollados, el peor mes desde la crisis financiera internacional

En Foco 4: 22

Internacional: marcando el paso al compás de los bancos centrales, la OPEP y China

- La economía de la Eurozona creció al 1,2% anual desestacionalizado en el tercer trimestre del año. La recuperación continuará en 2016, reforzada por los estímulos monetarios que profundizó en los últimos días el Banco Central Europeo
- El mercado descuenta un aumento de la tasa de interés de referencia por parte de la Reserva Federal la próxima semana. La incertidumbre ahora se centra en la velocidad de la normalización y el nivel que habrá de alcanzar la tasa
- El petróleo perfora nuevamente su piso y se ubica en US\$ 40 el barril. La reunión semestral de la OPEP priorizó mantener la cuota de mercado por sobre la recuperación de precios, aumentando las chances de precios bajos en el primer semestre de 2016

En Foco 5: 26

El dato regional de la semana: Crece 9,8% el empleo de la construcción en el tercer trimestre del año

- La economía de la Eurozona creció al 1,2% anual desestacionalizado en el tercer trimestre del año. La recuperación continuará en 2016, reforzada por los estímulos monetarios que profundizó en los últimos días el Banco Central Europeo
- El mercado descuenta un aumento de la tasa de interés de referencia por parte de la Reserva Federal la próxima semana. La incertidumbre ahora se centra en la velocidad de la normalización y el nivel que habrá de alcanzar la tasa
- El petróleo perfora nuevamente su piso y se ubica en US\$ 40 el barril. La reunión semestral de la OPEP priorizó mantener la cuota de mercado por sobre la recuperación de precios, aumentando las chances de precios bajos en el primer semestre de 2016

Selección de Indicadores 29



Editorial

El déficit de 2015 y un bosquejo sobre la magnitud del esfuerzo fiscal que deberá realizar la nueva administración

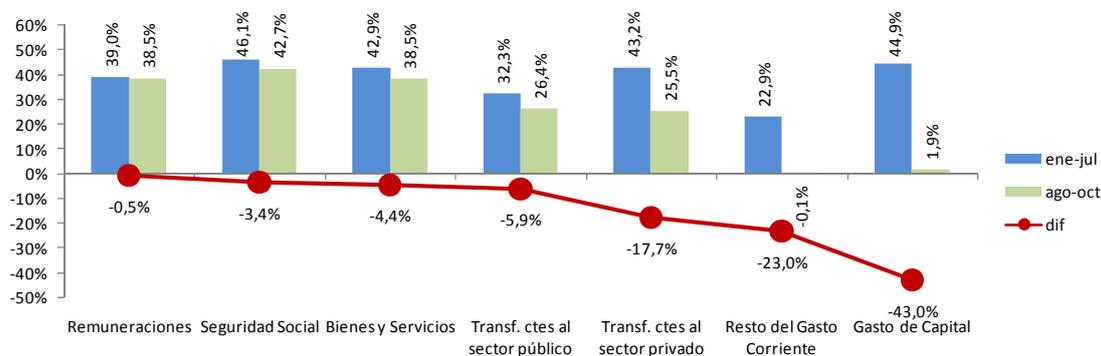
- El flamante gobierno hereda un déficit fiscal que en 2015 podría llegar a los 6,6 % del PIB (354 mil millones de pesos) en caso que la evolución de las partidas de gasto de los últimos meses haya replicado la trayectoria de los primeros siete meses del año. Además, el fuerte aumento del endeudamiento interno de los últimos dos años deriva en vencimientos por unos 150 mil millones de pesos en 2016, una cifra equivalente a un mes de recaudación impositiva
- El gasto primario nacional pasó de 13,5 puntos del PIB en 2007 a 25,8 puntos en 2015, un incremento de nada menos que 12,3 puntos del PIB. En igual período, las transferencias al sector privado, que incluyen los subsidios económicos, pasaron a 2,8 a 6,0 puntos del PIB. Mientras en 2007 la recaudación de impuestos significaba el 111,4 % del total de gastos primarios del sector público nacional, en 2015 los ingresos genuinos cubren sólo el 79,3 % de esas erogaciones
- Para 2016, si se pretendiera reducir en 0,8 puntos porcentuales el déficit primario del sector público nacional, aparte de una significativa moderación en el ritmo de crecimiento nominal de gastos corrientes y de capital, sería necesario que las partidas de subsidios económicos aumenten sólo un 10 % interanual en términos nominales. Para evitar ajustes mayores será necesario recurrir a importantes volúmenes de crédito externo e interno

Los datos fiscales correspondientes al periodo agosto-octubre fueron publicados recientemente y muestran una desaceleración en ciertas partidas del gasto. La dinámica previa ya había agotado todas las vías de financiamiento del BCRA (utilidades, aumento de adelantos, uso de reservas), por lo que devino un menor avance del gasto en los últimos meses, de modo de ajustarse a lo financiable, por la autoridad monetaria y la emisión de títulos..

En los últimos meses existió un freno principalmente en el gasto de capital, que creció 44,9% en el periodo enero-julio y solamente 1,9% en el periodo agosto-octubre. También fue fuerte la desaceleración en las transferencias corrientes al sector privado (-17,7pp),

especialmente por menor gasto en subsidios económicos, al bajar el precio del petróleo y el gas, y con ello la cuenta de importaciones energéticas. Por el contrario, las partidas correspondientes a erogaciones como seguridad social y consumo de bienes y servicios continuaron creciendo a una tasa próxima del 40% interanual, 10 puntos porcentuales por arriba de lo que crecen los ingresos totales (27,7% en agosto-octubre).

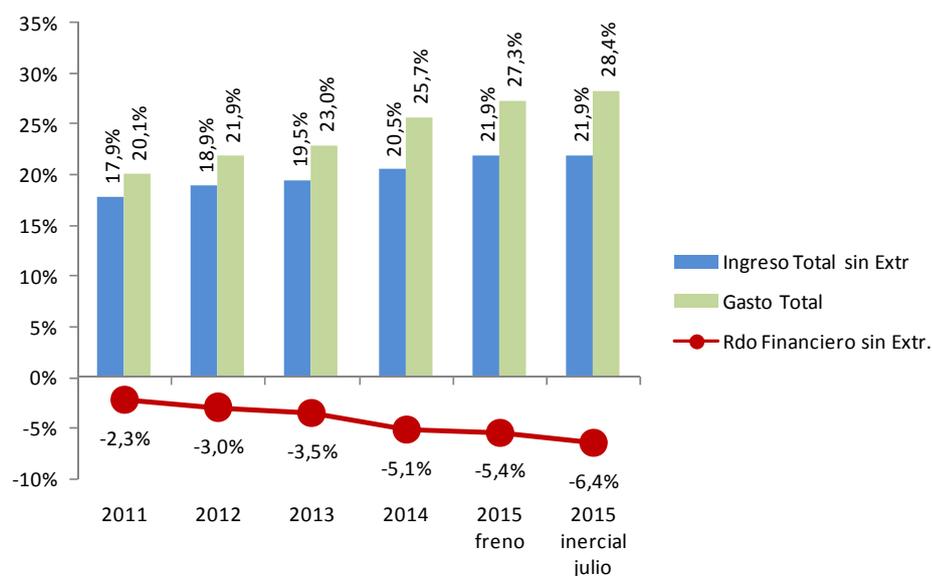
Dinámica del Gasto Primario en 2015



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

El deterioro fiscal durante el periodo presidencial que comenzó en 2011 resultó muy marcado, llegando a un déficit financiero del 5,1% del PIB en 2014. A continuación se suponen dos escenarios para el crecimiento del gasto en lo que resta de 2015. El primero plantea un crecimiento similar al de los primeros siete meses del año, en cuyo caso el déficit fiscal sin extraordinarios resultaría de 6,6% del PIB (\$354.000 millones). Sumando el desequilibrio provincial, se aproximaría a 7% del PIB. En cambio, si en los últimos dos meses del año se mantiene la desaceleración del periodo agosto-septiembre, el déficit financiero del SPN resultaría de 5,4% del PIB (\$298.000 millones).

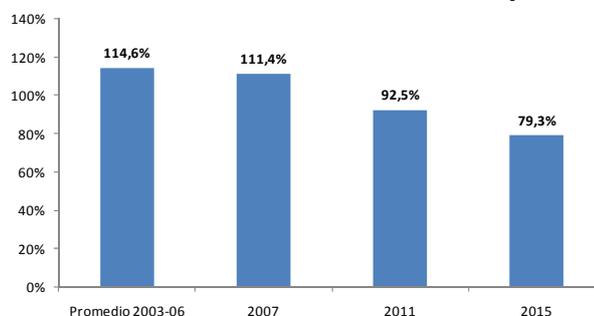
Deterioro fiscal durante el periodo presidencial 2011-2015



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Dicho deterioro fiscal se remonta al comienzo del mandato de la presidenta Cristina Fernández de Kirchner. Al asumir el cargo en 2007, las cuentas fiscales mostraban superávit y los impuestos representaban 111,4% del gasto primario, guarismo apenas menor al del promedio durante el gobierno de Néstor Kirchner (114,6%). Durante su primer mandato, y con una economía aún en crecimiento, el superávit se fue perdiendo lentamente y ya en 2011 los impuestos cubrían apenas 92,5% del total de los gastos primarios. La situación se agravó considerablemente en su segundo período presidencial, marcado por una economía estancada y un gasto público creciendo a tasas muy altas, al punto que a fines de 2015 se proyecta que los impuestos cubrirán tan solo 79,3% del total de los gastos, más de treinta puntos porcentuales menos que al asumir en 2007.

Cobertura del Gasto Primario con Impuestos



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon

La ajustada situación fiscal se debe, principalmente, al desmesurado crecimiento del gasto público llevado a cabo entre 2003 hasta la fecha (especialmente 2007). En 2007, el Gasto Primario Nacional alcanzaba 13,5% del PIB; en cambio, en 2015, y a pesar del fuerte crecimiento del producto (principalmente en 2007-2011), el gasto primario ya totaliza 25,8%, un crecimiento de 91% en ocho años. Este incremento fue mayor durante la segunda presidencia de Cristina Fernández, en especial por el menor crecimiento del producto.

Gasto Primario Nacional En % del PIB

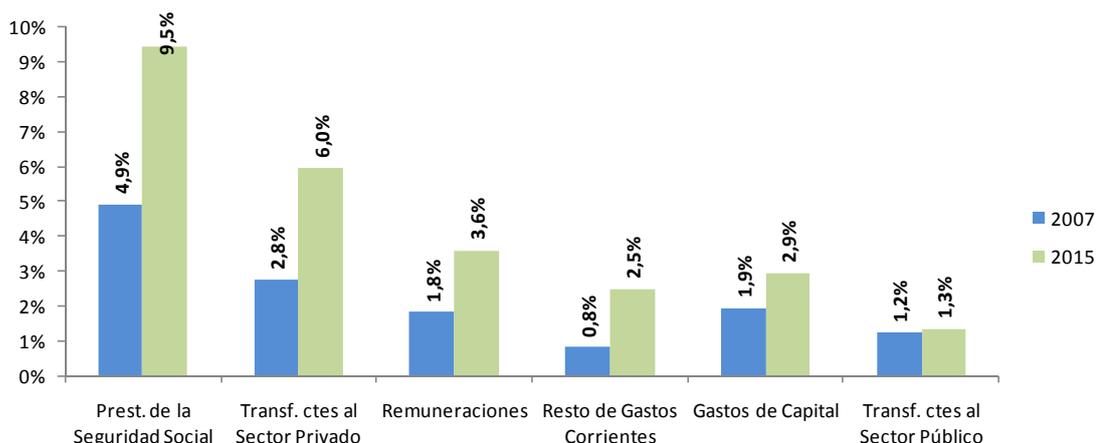
	2007	2011	2015	dif 07-11	dif 11-15	dif 07-15	
Prest. de la Seguridad Social	4,9%	6,4%	9,5%	1,5%	3,1%	4,5%	36,9%
Transf. ctes al Sector Privado	2,8%	4,5%	6,0%	1,7%	1,5%	3,2%	26,0%
Remuneraciones	1,8%	2,6%	3,6%	0,8%	1,0%	1,8%	14,5%
Resto de Gastos Corrientes	0,8%	1,5%	2,5%	0,7%	1,0%	1,7%	13,6%
Gastos de Capital	1,9%	2,3%	2,9%	0,4%	0,6%	1,0%	8,2%
Transf. ctes al Sector Público	1,2%	1,3%	1,3%	0,0%	0,1%	0,1%	0,8%
Gasto Primario	13,5%	18,6%	25,8%	5,1%	7,2%	12,3%	100,0%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Si bien todos los componentes del gasto primario, sin excepción, crecieron durante el período analizado en relación al producto, existen diferencias en cuanto a la magnitud del incremento. El principal componente que explica el crecimiento del gasto, representando 36,9% del total, es el rubro “Prestaciones de la Seguridad Social”, que aumentó de 4,9% del producto en 2007 a 9,5% en 2015. Este incremento se debió especialmente por la inclusión al sistema previsional nacional de un mayor número de beneficiarios sin que hayan realizado los aportes correspondientes. En segundo lugar de importancia se encuentran las Transferencias corrientes al Sector Privado, que comprenden a los subsidios económicos otorgados a empresas y familias. Este rubro más que duplicó su participación en el producto en este período y ya alcanza 6% del PIB en 2015. También crecieron fuertemente las remuneraciones al sector público, que se duplicaron en términos del PIB en los últimos 8

años, aumentando de 1,8% a 3,6%. Al igual que en el caso de las jubilaciones, el incremento se debe principalmente al incremento de la planta estatal, al punto que el Sector Público ha sido el único creador de empleo en los últimos 4 años. Menor importancia han tenido los Gastos de Capital, que aumentaron un punto del producto, y las Transferencias corrientes al Sector Público, que se incrementaron en sólo 0,1%.

Componente del Gasto Primario Nacional En % del PIB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

La situación fiscal en 2016. Primera aproximación.

La situación fiscal en 2016 presenta importantes desafíos. La recaudación de impuestos se verá reducida por las bajas en los derechos a las exportaciones y los cambios en el impuesto a las ganancias. Esto se verá compensado por los efectos de una mayor tipo de cambio sobre los derechos aplicables al comercio exterior. Resulta de gran relevancia el acuerdo que se logre entre el gobierno nacional y los provinciales en relación al reciente fallo de la Corte (si finalmente se extiende al total de provincias representa un 1% del PIB). Los ingresos también se verán afectados por la menores utilidades contables que este año tendrá el BCRA (costos de la esterilización), aunque podrán aumentarse en función de la suba del tipo de cambio a fin de año, si existiera.

En relación al gasto primario, el desafío es racionalizar de manera exitosa las transferencias corrientes que se realizan al sector privado para reducir el déficit fiscal y permitir un nivel alto de inversión en infraestructura. El cuadro siguiente ilustra el impacto fiscal de correcciones en el ritmo de crecimiento de ciertas partidas respecto a un escenario base.

Escenarios Fiscales en 2016

	2015	2016	var%	Corrección	Ahorro	
					En \$	En % del PIB
Ingreso Total	1.319.972	1.664.512	26,1%			
Impuestos y Seg. Social	1.127.591	1.498.147	32,9%	5,0%	56.380	0,8%
Rentas de la Propiedad	133.601	88.423	-33,8%			
Resto de Ingresos	58.780	77.942	32,6%			
Gasto Primario	1.421.906	1.866.725	31,3%			
Remuneraciones y Seg. Social	720.061	936.080	30,0%	-5,0%	36.003	0,5%
Transf. ctes al Sector Privado	328.703	435.860	32,6%	-10,0%	32.870	0,4%
Resto de Gastos Corrientes	210.575	279.222	32,6%			
Gasto de Capital	162.567	215.564	32,6%	-10,0%	16.257	0,2%
Resultado Primario	-101.934	-202.213				
En % del PIB	-1,8%	-2,8%				

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea

En base a estos resultados se pueden plantear dos escenarios. Si se ajustan las tres partidas del gasto mencionadas (transferencias a privados creciendo 10pp menor que el caso base, que supone un crecimiento del 32,6%) el déficit primario resultante es del 1,6% del PIB. Para que el déficit sea del 1% del PIB, las transferencias corrientes a privados deberían crecer apenas un 10% nominal.

Como fuente de financiamiento el BCRA ya quedó exhausto, comprometiendo la estabilidad monetaria de la economía. Una normalización gradual de la economía, evitando un ajuste severo con implicancias sociales negativas es solo posible recurriendo al crédito externo e interno a tasas razonables.

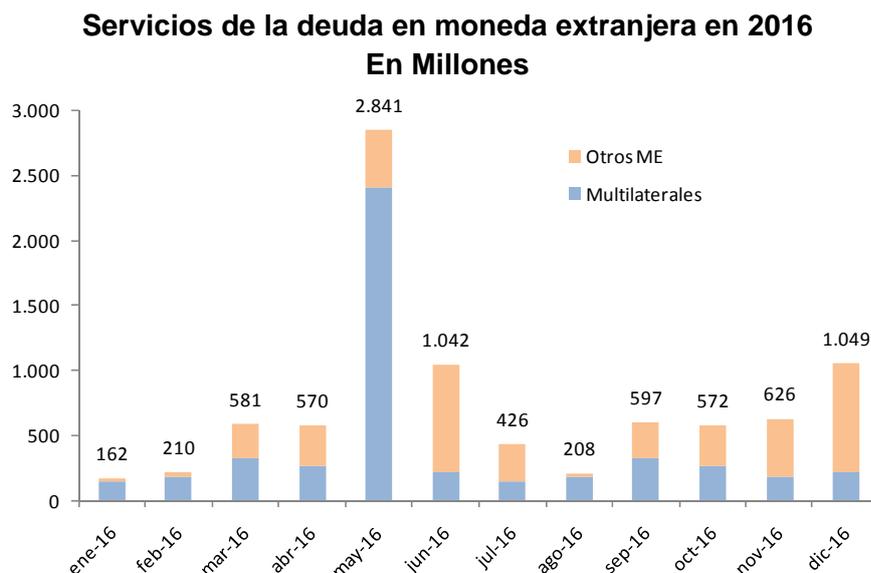
Servicios de la deuda en 2016 Expresado en Millones de u\$s

2016	
Total ME	8.883
Multilaterales	4.822
Otros en ME	4.061
Total \$	16.075
BONAD DLK	1.065
Otros en \$	15.011
Total Servicios	24.959

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon. Datos al 30/09/15

Durante 2016 deberán abonarse servicios de la deuda pública en moneda extranjera por 8.890 millones de dólares, más de un tercio de las reservas a diciembre de 2015. Tras un

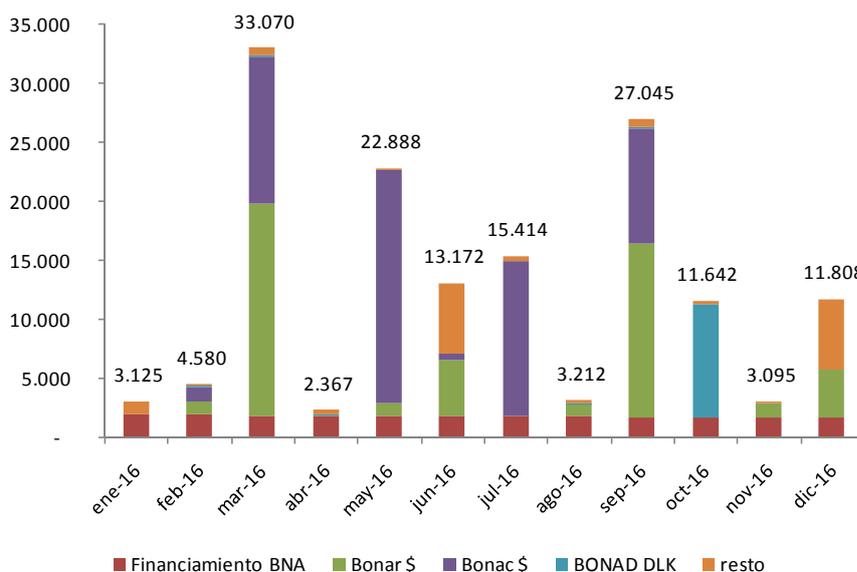
comienzo de año con pocos servicios, el principal pago de la deuda deberá realizarse en mayo, mes en el se realiza uno de los pagos acordados por el ministro Axel Kicilloff al Club de París, por un total de 2.841 millones de dólares. Tras ello deberán abonarse más de mil millones de dólares en junio de 2016, y nuevamente en diciembre de dicho año.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon. Datos al 30/09/15

A su vez, y a pesar del desendeudamiento reivindicado por el gobierno saliente, a partir de 2014, con el agravamiento de la situación fiscal, el gobierno nacional emprendió una fuerte colocación de deuda en pesos en el mercado interno, con vencimientos en 2016 y 2017, al punto que deberán pagarse en 2016 más de 150 mil millones de pesos (aproximadamente un mes de recaudación). El mes de mayores vencimientos es marzo, en el que se proyecta un servicio de la deuda por 33.070 millones de pesos, al vencer una emisión de Bonar y otra de BONAC. En mayo (mes en el que vence la deuda con el Club de París) también deberán abonarse 22.888 millones de pesos para cancelar una emisión de BONAC; en junio y julio los pagos serán menores pero aun considerables (13.172 y 15.414 millones de pesos respectivamente), y en septiembre se realizará el último gran pago del año, por 27.045 millones de pesos. Vale la pena destacar que en octubre se cancela una emisión de 983 millones de dólares de Bonad “dólar linked”, pagadero en pesos pero atado al tipo de cambio oficial; en caso de realizarse una devaluación fuerte del tipo de cambio, el servicio de la deuda podría ser considerablemente mayor que los 11.642 proyectados para dicho mes.

Servicios de la deuda en pesos en 2016 En Millones



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon. Datos al 30/09/15

Ejecución Presupuestaria Nacional a octubre de 2015

Transcurridos ya diez meses del año se aprecia un mayor incremento interanual en el gasto primario (36,1%) con relación a los ingresos totales (29,4%). Dentro de los ingresos se destaca el crecimiento de 37,7% de las Contribuciones a la Seguridad Social y Otros Ingresos (66,6%). Los ingresos tributarios aumentaron un 27,1% respecto al mismo período de 2014.

Ejecución Presupuestaria Nacional a octubre de 2015

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	Ene-oct 14	Ene-oct 15	\$	Var %
Ingreso Total	834.536	1.080.236	245.699	29,4%
Ingresos Tributarios	464.088	589.823	125.735	27,1%
Comercio Exterior	99.558	96.243	-3.315	-3,3%
Resto	364.530	493.580	129.050	35,4%
Contribuciones a la Seg. Social	247.189	340.321	93.132	37,7%
Rentas de la Propiedad	98.198	108.346	10.148	10,3%
Tesoro (Utilidades del BCRA)	64.907	66.880	1.974	3,0%
Anses	31.822	39.365	7.543	23,7%
Resto	1.470	2.101	632	43,0%
Resto de Ingresos	25.061	41.745	16.684	66,6%
Gasto Total	908.965	1.237.549	328.584	36,1%
Gastos Corrientes	799.773	1.097.319	297.546	37,2%
Remuneraciones	112.668	156.436	43.768	38,8%
Bienes y Servicios	39.572	55.978	16.406	41,5%
Intereses	58.815	87.037	28.222	48,0%
Prest. de la Seguridad Social	287.621	416.962	129.340	45,0%
Transf. ctes al Sector Privado	195.989	268.199	72.211	36,8%
Transf. ctes al Sector Público	45.302	58.994	13.692	30,2%
Resto de Gastos Corrientes	59.807	53.715	-6.092	-10,2%
Gastos de Capital	109.192	140.230	31.037	28,4%
Inversión Real Directa	45.241	55.409	10.168	22,5%
Transferencias de Capital	51.570	74.173	22.603	43,8%
Fondo Federal Solidario	13.596	13.933	337	2,5%
Resto	37.973	60.240	22.266	58,6%
Inversión Financiera	12.381	10.648	-1.734	-14,0%
Gasto Primario	850.150	1.150.512	300.362	35,3%
Ingresos Totales sin Extr.	737.808	973.991	236.183	32,0%
Superávit Primario	-15.614	-70.276	-54.663	-350,1%
Superávit Financiero	-74.429	-157.313	-82.884	-111,4%
Superávit Primario sin Extr.	-112.342	-176.521	-64.179	-57,1%
Superávit Financiero sin Extr.	-171.157	-263.558	-92.401	-54,0%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Por el lado de los Gastos Corrientes, en el acumulado del año lideran, el pago de Intereses (48%) y las Prestaciones a la Seguridad Social (45%). Por su parte, los Gastos de Capital totalizaron \$140.230 millones, cifra 28,4% superior a la de 2014.

Las Transferencias a Provincias

Dentro de las erogaciones que realiza el gobierno nacional están las transferencias corrientes y de capital que tienen como destino las jurisdicciones subnacionales y son en gran parte de naturaleza discrecional. En los meses comprendidos entre enero y octubre de 2015 se aprecia un aumento de 30,6% en las Transferencias Corrientes y de 42,0% en las



Transferencias de Capital. Si se le añaden los recursos de transferencia automática (Coparticipación y Leyes Especiales), se tiene que el total de recursos transferidos a las provincias creció un 36,6% en el período considerado.

Transferencias a Provincias y CABA a octubre de 2015

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	Ene-oct 14	Ene-oct 15	\$	Var %
Coparticipación y Leyes Especiales	247.512	336.814	89.302	36,1%
Transferencias Corrientes	14.962	19.533	4.571	30,6%
Transferencias de Capital	42.810	60.771	17.961	42,0%
FFS	13.596	13.933	337	2,5%
Resto	29.214	46.837	17.624	60,3%
Total	305.283	417.118	111.834	36,6%
Automáticas	261.108	350.747	89.639	34,3%
Discrecionales	44.175	66.370	22.195	50,2%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

En Foco 1

El déficit de Servicios y el dólar ahorro generaron un drenaje de divisas de US\$ 14 mil millones en los últimos doce meses

- El Balance Cambiario –base caja- del Banco Central refleja un déficit de 8,1 mil millones de dólares en el sector servicios (con fuerte ponderación de Turismo) para los últimos cuatro trimestres, con un incremento de 1,5 mil millones respecto del rojo registrado en 2014
- La “Formación de activos externos del sector privado”, que incluye la operatoria del “dólar ahorro”, significó un drenaje de divisas de 5,8 mil millones de dólares en los últimos doce meses, que compara con un guarismo de 2,4 mil millones para 2014
- El deterioro de las Reservas internacionales fue disimulado por un fuerte incremento del endeudamiento externo (swap de China, entre otros), que en términos netos registró una variación de 12,3 mil millones de dólares respecto de los montos de 2014

El balance cambiario del tercer trimestre de 2015 cerró con déficit de US\$4009 millones de dólares, acumulando US\$7109 en los últimos cuatro trimestres. Esto produjo una caída de reservas de US\$594 millones. Respecto a igual período del año anterior, las Reservas registraron un incremento asociado al swap firmado con el Banco de China. Así, la cuenta financiera muestra ingresos de divisas por US\$3.782 millones en el tercer trimestre y un acumulado de US\$13.283 millones en 4 trimestres, endeudamiento que es la contrapartida del drenaje de divisas del Balance de Servicios más las compras de dólar ahorro, que totalizan casi US\$14.000 millones en los últimos doce meses.

El Balance Cambiario

Acumulado de 4 trimestres al 3º 2015

Millones de dólares	2015	2014	2013
Cuenta Corriente cambiaria	(7.109)	(8.710)	(9.480)
Cuenta Financiera cambiaria	13.283	2.233	51
C. corriente + C. Financiera	6.174	(6.476)	(9.428)
Variación de Reservas	6.174	(6.476)	(9.428)

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

El Balance Cambiario en el Tercer Trimestre 2015

Millones de dólares	2015	2014	2013
Cuenta Corriente cambiaria	(4.009)	(455)	(3.665)
Cuenta Financiera cambiaria	3.782	(527)	1.080
C. corriente + C. Financiera	(227)	(983)	(2.585)
Variación de Reservas	(594)	(1.413)	(2.264)

Principales mejoras

Cabe resaltar el aumento de divisas generado por préstamos de Organismos Internacionales que generaron divisas netas por US\$4.028 millones en el tercer trimestre y por US\$11.338 en los cuatro trimestres acumulados. También contribuyeron a mejorar el saldo de la Balanza Cambiaria la menor autorización de divisas para girar utilidades, que totalizaron sólo US\$75 millones en el tercer trimestre y US\$236 en el acumulado, registrando una reducción de US\$1.617 millones. Por otra parte, si bien en el trimestre la Balanza Comercial registró un deterioro, en el acumulado de cuatro trimestres mejoró debido a que la contracción de las importaciones que se pagaron superó la caída de ingresos por las exportaciones. Así, las importaciones base – caja totalizarían US\$54.791 millones, cifra menguada por las operaciones no autorizadas, y las exportaciones US\$61.387 millones, valores muy por debajo del pico de exportaciones que superó los US\$80.000 millones en 2012 y del de importaciones de 2013 que cerró el año en US\$73.500 millones.

Balance cambiario: mejoras

Acumulado de 4 trimestres al 3º 2015

Millones de dólares	Dif. 2015-2014	2015	2014
Balance Comercial	2.762	6.595	3.834
Exportaciones	(8.525)	61.387	69.912
Importaciones	(11.286)	54.791	66.078
Utilidades y Dividendos (Egresos)	1.517	(236)	(1.754)
Préstamos financieros y líneas de crédito	874	109	(765)
Ingresos	1.403	8.956	7.553
Préstamos de Org. Internacionales	12.305	11.338	(967)
Ingresos	11.565	16.712	5.147
Subtotal	18.832,6	20.529,9	1.697,4

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

Balance cambiario: mejoras en el tercer trimestre 2015

Millones de dólares	Cambio	2015	2014
Préstamos de Org. Internacionales	4.243	4.028	(214)
Ingresos	3.691	4.842	1.151
Rentas: Utilidades y Dividendos	360	(75)	(435)
Egresos	(380)	78	457
Subtotal	4.602,2	3.953,3	(648,9)

Principales deterioros

El sector servicios registra niveles crecientes de déficit, que para el acumulado 4 trimestres alcanza US\$8.109 millones. De esta forma, genera demandas de divisas por encima de las que se generan con el superávit comercial. El otro factor de deterioro en el Balance Cambiario es la formación de activos externos vinculados principalmente con la compra de moneda extranjera por parte del sector privado, que genero salida neta de divisas por US\$1.923 millones en el tercer trimestre y por US\$5.809 en el acumulado de cuatro trimestres.

Balance cambiario: deterioros

Acumulado de 4 trimestres al 3º 2015

Millones de dólares	Dif. 2015-2014	2015	2014
Servicios	(1.535)	(8.109)	(6.574)
Ingresos	(665)	7.420	8.085
Egresos	870	15.529	14.659
Rentas: Intereses pagados por el Gobierno Nacional	(742)	(3.901)	(3.159)
Formación de activos externos del sector privado no financiero	(3.441)	(5.809)	(2.368)
Ingresos	1.375	2.724	1.349
Egresos	4.816	8.533	3.717
Subtotal	(5.718,2)	(17.818,5)	(12.100,3)

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

Balance cambiario: deterioros en el tercer trimestre 2015

Millones de dólares	Cambio	2015	2014
Balanza comercial	(2.669)	(680)	1.989
Ingresos	(2.951)	14.603	17.554
Egresos	(282)	15.282	15.564
Servicios	(1.168)	(2.576)	(1.408)
Ingresos	(189)	1.739	1.927
Egresos	979	4.314	3.336
Préstamos financieros y líneas de crédito	(238)	(928)	(690)
Formación de activos externos del sector privado	(1.181)	(1.923)	(742)
Subtotal	(5.255,2)	(6.106,7)	(851,5)

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

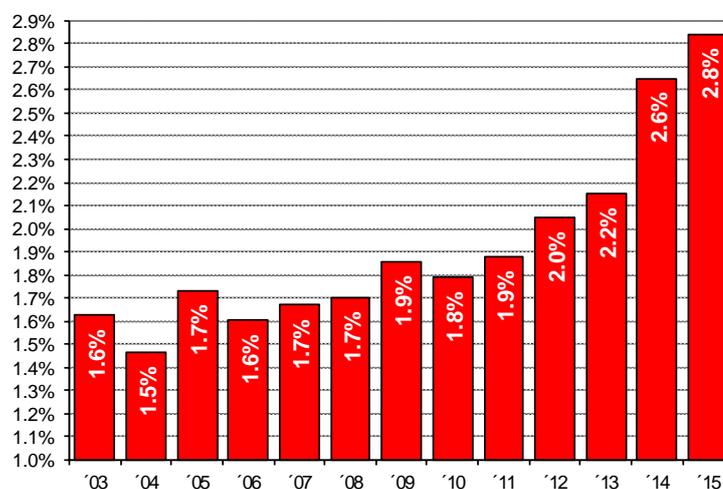
En Foco 2

La proporción de cheques rechazados sobre montos compensados aumentó de 2,6% a 2,8% entre 2014 y 2015

- Entre enero y octubre de este año, el 2,8% de los montos compensados vía cheque en el sistema nacional de pagos fueron rechazados, por encima del 2,6% registrado en 2014
- Este guarismo, representa el nivel más elevado desde 2003 a la fecha tomando los primeros diez meses de cada año
- Mientras los montos compensados crecen al 21% a/a, los montos rechazados lo hacen en el 30%; aunque en los últimos tres meses se observa una mejora en el indicador

Tomando el acumulado durante los primeros diez meses del año, se tiene que la cadena de pagos de la economía local se ha deteriorado en relación a igual periodo de años anteriores, ya que los montos rechazados en términos del total de cheques compensados representaron el 2,8%. Este guarismo se ubica en el nivel más elevado desde 2003, trepando un escalón más respecto del porcentaje registrado en 2014 (2,6%). 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 diez meses del año. En este sentido, desde hace cinco años consecutivos que los montos rechazados se expanden por encima de los montos compensados. 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

Ratio Cheques Rechazados / Cheques Compensados
acumulado en los primeros 10 meses de cada año - montos en \$



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



rechazados se han moderado.

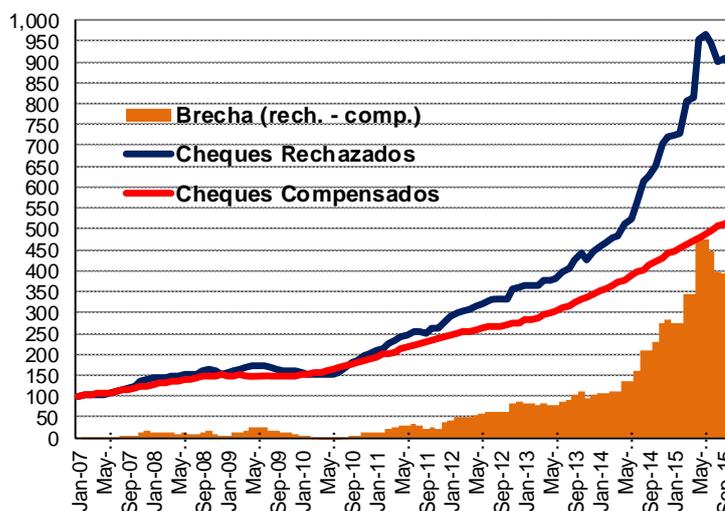
Como muestra el gráfico, tomando los primeros diez meses de cada año, el cociente entre montos rechazados y montos compensados se ubicaba en el andarivel en torno a 2% desde 2011 hasta el año 2013. Sin embargo, el valor trepa hasta 2,6% en 2014, para ubicarse este año en 2,8%, al máximo nivel desde 2003. Estos niveles, prácticamente duplican el 1,7% promedio que marcará el indicador en los primeros ocho meses del periodo 2003-2010 (a excepción del 2009, cuando marco 1,9%, en medio de un contexto de crisis financiera internacional).

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 21% a/a; dato que compara con el 28% a/a registrado en igual periodo de 2014. Por su parte, los montos rechazados vía cheque durante los primeros diez meses del año se expandieron 30% 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 3

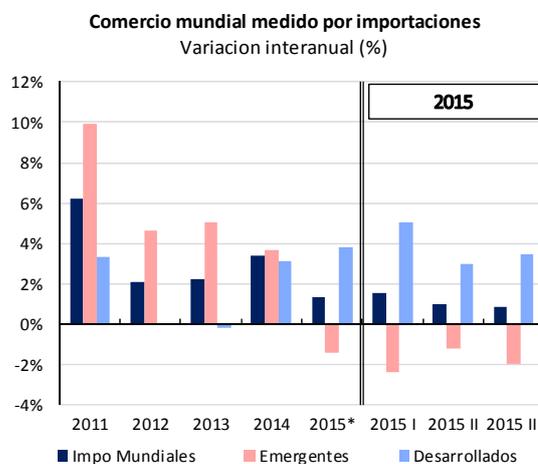
Las importaciones mundiales crecen apenas 0,9% en el tercer trimestre, con ampliación de la brecha entre los desarrollados (+3,4%) y los emergentes (-2%)

- En lo que va del año, las importaciones mundiales en volumen aumentan 1,1% interanual, desacelerándose con respecto al 3,4% del año anterior y ubicándose significativamente por debajo del promedio de los últimos 20 años (5,4% por año)
- El comercio mundial crece apenas 0,9% interanual en el tercer trimestre, explicado por un aumento de 3,4% en las economías avanzadas y una merma de 2% en las emergentes
- El intercambio comercial en septiembre se contrajo 1% interanual, en términos desestacionalizados, tras un derrumbe de 6,2% en los países menos desarrollados, el peor mes desde la crisis financiera internacional

El comercio internacional medido por volumen de importaciones crece apenas 1,1% interanual en el acumulado de los primeros 9 meses del año. Así, se desacelera con respecto al 3,4% de 2014 y acumula cuatro años creciendo por debajo del promedio de las últimas dos décadas (5,4% anual).

El deterioro en el indicador global se explica por un magro desempeño de las economías emergentes, cuyo volumen de importaciones se contrae 1,4% interanual en lo que va del año, mientras que en los países desarrollados éste se expande 3,8%, apuntalando la suba y reflejando una mejora con respecto al aumento de 3,1% del año anterior.

De esta manera, el tercer trimestre de este año anota un aumento de 0,9% interanual en el comercio mundial, manteniéndose en un

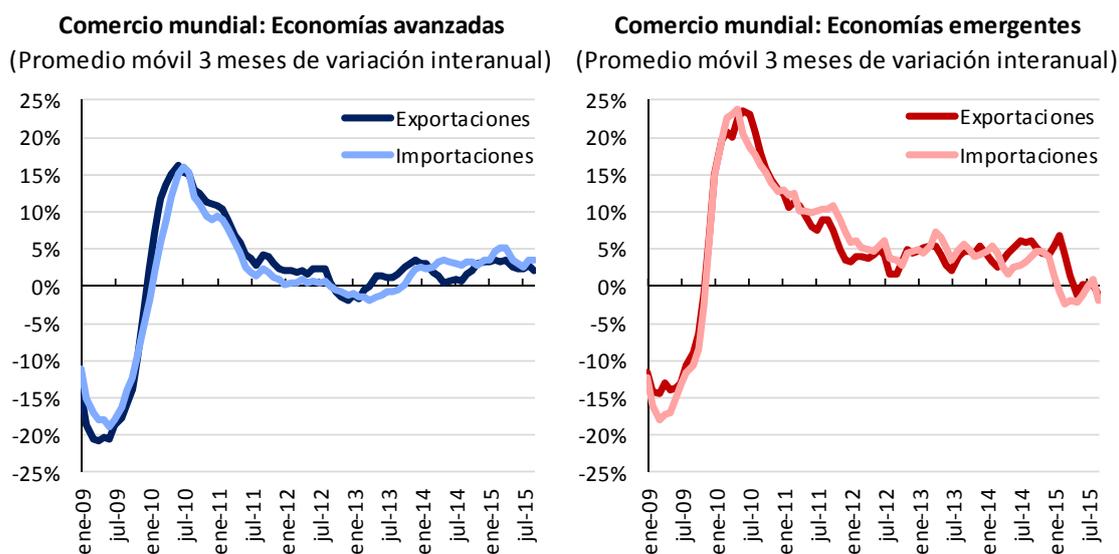


* acumulado a septiembre

Fuente: IERAL en base a CPB World Trade Monitor

andarivel similar al del trimestre anterior (+1%) pero ampliando la divergencia según el nivel de desarrollo: las economías avanzadas aceleran la expansión y pasan de aumentar 3% interanual en el segundo trimestre a 3,4% en el tercero; mientras que los países emergentes profundizan la caída desde -1,2% interanual en el trimestre a julio a 2% en el tercer trimestre. Así, se amplía la brecha entre ambos grupos de países desde 4,2 puntos porcentuales en el segundo trimestre a 5,4 p.p. en el tercero.

Es que la leve mejora de los indicadores al comienzo del tercer trimestre se vio opacada por el derrumbe del comercio internacional durante el mes de septiembre. En el noveno mes del año, las importaciones mundiales se contrajeron 1% interanual en volumen tras el desplome de 6,2% interanual en las compras desde los países emergentes. De esta manera, el noveno mes del año marca la peor performance mensual (en términos desestacionalizados) desde octubre de 2009 para el subgrupo de países con menor nivel de desarrollo.



Fuente: IERAL en base a CPB World Monitor



A su vez, la dinámica por región refleja que la mejora en los países desarrollados ocurre debido a un pujante desempeño de Estados Unidos, cuyas importaciones aumentan, en volumen, 7,4% interanual en el tercer trimestre (6% en el segundo), acompañado por buenos resultados de Japón y la Eurozona, que expanden sus compras al exterior 2,7% interanual y 2,9%, respectivamente, y aceleran 1,9 p.p. y 1,1 p.p.

Comercio mundial medido por importaciones			
Variaciones interanuales			
	2015 II	2015 III	Diferencia
Importaciones mundiales	1,0	0,9	-0,1
Desarrollados	3,0	3,4	0,4
Estados Unidos	6,0	7,4	1,4
Japón	0,7	2,7	2,0
Eurozona	1,8	2,9	1,1
Otros	2,5	0,2	-2,3
Emergentes	-1,2	-2,0	-0,8
Asia emergente	0,1	0,2	0,1
Europa del Este y Central	-4,9	-2,4	2,5
América Latina	-1,6	-1,8	-0,2
África y Medio Oriente	-2,7	-7,8	-5,1

Fuente: IERAL en base a CPB World Monitor

Por el otro lado, las importaciones de Asia Emergente crecen apenas 0,2% interanual en el tercer trimestre, y no logran revertir las mermas registradas en África y Medio Oriente (-7,8%), América Latina (-1,8%) y Europa del Este y Central (-2,4%). Si, en cambio, se considera sólo el volumen de importaciones de septiembre, la variación interanual desestacionalizada es aún peor: Asia Emergente anota una contracción de 5,6%, África y Medio Oriente 10,9% y Europa Central y del Este 6,6%.



En Foco 4

Internacional: marcando el paso al compás de los bancos centrales, la OPEP y China

- La economía de la Eurozona creció al 1,2% anual desestacionalizado en el tercer trimestre del año. La recuperación continuará en 2016, reforzada por los estímulos monetarios que profundizó en los últimos días el Banco Central Europeo
- El mercado descuenta un aumento de la tasa de interés de referencia por parte de la Reserva Federal la próxima semana. La incertidumbre ahora se centra en la velocidad de la normalización y el nivel que habrá de alcanzar la tasa
- El petróleo perfora nuevamente su piso y se ubica en US\$ 40 el barril. La reunión semestral de la OPEP priorizó mantener la cuota de mercado por sobre la recuperación de precios, aumentando las chances de precios bajos en el primer semestre de 2016

El 2015 cierra con decisiones importantes por parte del Banco Central Europeo (BCE), de la Reserva Federal norteamericana y de la OPEP. Todas ellas marcarán el paso de la economía mundial el próximo año. Una tasa de referencia internacional más alta, un dólar más fuerte respecto a una canasta de monedas y el barril de petróleo en torno al promedio verificado este año, de US\$55 el barril, constituyen el escenario más probable. El mayor riesgo para la economía global de cara a 2016 es la incertidumbre en torno a la evolución de China, que creció a menor ritmo en 2015, con especial desaceleración de la industria y las inversiones.

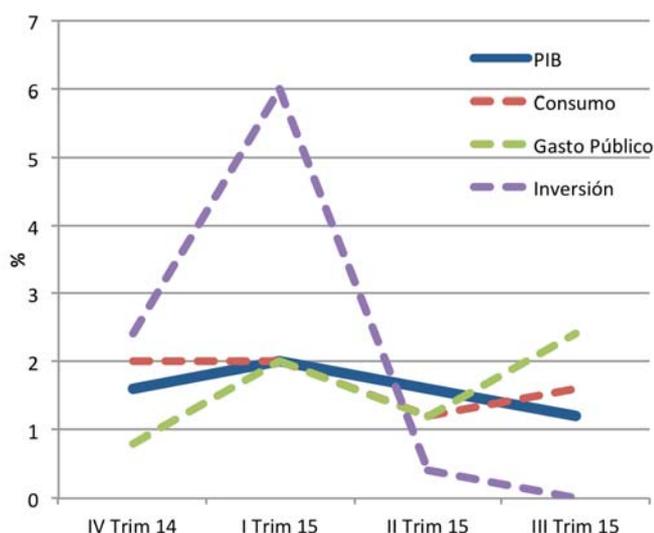
En línea con lo que se esperaba, a fines de la semana pasada, el BCE profundizó el uso de algunos de los instrumentos de política monetaria que ya viene implementando. Entre las medidas, bajó la tasa de interés de los depósitos a la vista en el Banco Central desde el -0,2% en el que se ubicaba desde septiembre de 2014 hasta -0,3. Decidió también ampliar la duración del programa de expansión cuantitativa lanzado en marzo de este año (originalmente hasta septiembre de 2016), hasta marzo de 2017. El monto de las compras mensuales de activos se mantuvo en los 60 mil millones de euros actuales, y se incorporaron como opción de compra los bonos municipales y los regionales (el mercado esperaba que se extendiera la posibilidad también a bonos privados). Un BCE menos efusivo que lo que el

mercado esperaba, llevó a un rebote en la cotización dólar/euro desde US\$1,06 hasta US\$1,09 en sólo un día, nivel que conserva.

Más allá de algunos datos que sorprenden negativamente, como el estancamiento de la inversión en el tercer trimestre del año, la recuperación de la Eurozona es sostenida. La economía en su conjunto creció al 1,2% anual desestacionalizado en el tercer trimestre, motorizado por el gasto del sector público y el consumo de las familias. La demanda externa desaceleró con fuerza, restando puntos al crecimiento. La recuperación continuará, reforzada por los estímulos monetarios. El BCE se guardó algunas cartas bajo la manga en caso de ser necesario un estímulo mayor, aunque ya se observa un mayor protagonismo de la política fiscal apuntalando el crecimiento.

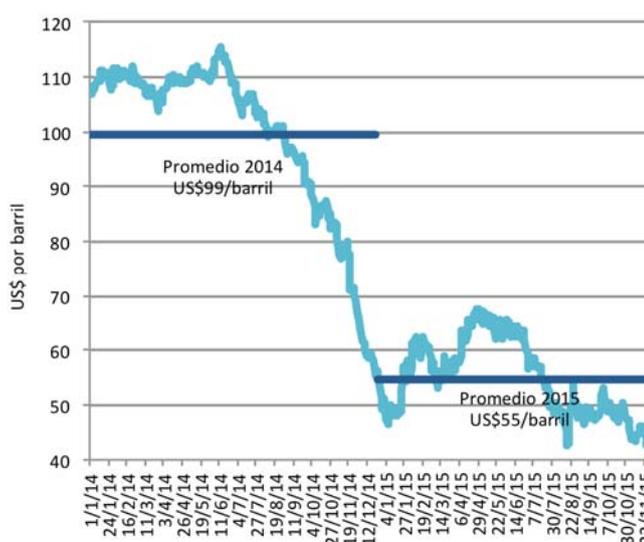
También en la última semana se realizó la reunión semestral de la OPEP. La falta de acuerdo para fijar un techo a la producción resultó en una nueva caída en el precio internacional del crudo, y hoy cotiza US\$ 40 el barril. Con el desarrollo de las nuevas tecnologías, Estados Unidos irrumpió en un equilibrio pre-existente. El precio actual ha permitido desalentar las inversiones norteamericanas pero

Eurozona: Crecimiento del PIB y de componentes de la demanda interna



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

Precio del petróleo Brent
Dólares por barril



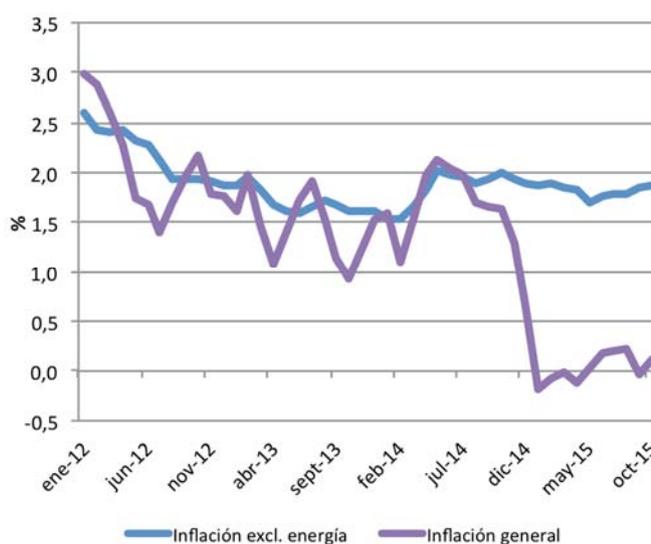
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de mercado



se encuentra por debajo del precio que equilibra las cuentas públicas en todos los países que componen la OPEP. A pesar de ello, no todos los países tienen la misma urgencia por una recuperación de los precios, sentando marcadas diferencias entre lo que los distintos países integrantes hoy persiguen. En la última reunión predominó el objetivo de mantener la cuota de mercado por encima una recuperación de precios, y no hay razones para pensar en un cambio en el corto plazo, por lo que se espera que el barril de crudo continúe en torno al promedio de 2015, de US\$ 55, lejos del verificado en 2014, de US\$ 99.

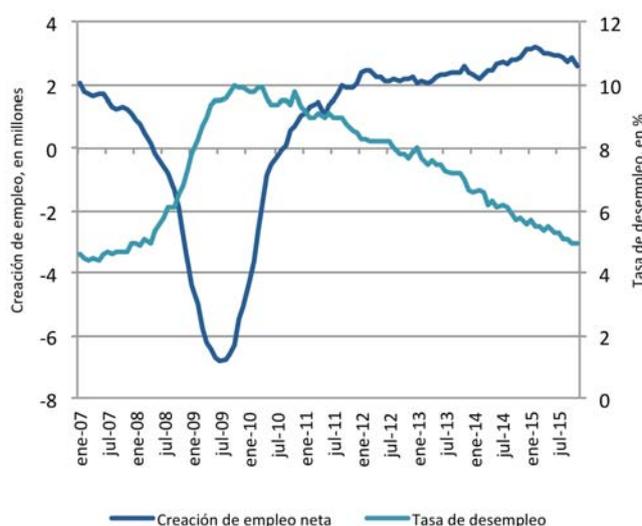
En Estados Unidos parece inminente la decisión de suba de tasas. Los datos de creación de empleo de noviembre realimentaron las expectativas en este sentido. La creación de 211 mil empleos netos, llevaron a una creación de 2,6 millones en 12 meses, permitiendo un recorte en la tasa de desempleo desde 5,8% en noviembre de 2014 hasta el 5% que verifica en la actualidad. El petróleo en US\$40 afecta a países como Estados Unidos o la Eurozona, que se enfrentan hace varios meses con el fantasma de la deflación. Sin embargo, cuando se excluyen los precios de la energía, la inflación norteamericana se ubica en 1,9%, prácticamente alcanzando la meta del 2% que tiene por objetivo la Reserva Federal. Los días 15 y 16 de

Estados Unidos: Inflación general y neta de energía
Variación interanual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

Estados Unidos: Creación de empleo y tasa de desempleo



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch



diciembre se reúne el *Federal Open Market Committee* (FOMC) para decidir si realiza la primera suba de tasas en 9 años. La incógnita pasa a centrarse ahora en la duración en el ciclo de alzas y en el nivel que habrá de alcanzar la tasa Fed Funds. Para 2016 se proyecta un crecimiento del PIB norteamericano de 2,2%, en torno al crecimiento potencial, y se estima que la inflación podría alejarse del piso, una vez que termine de incorporarse el desplome de los precios de la energía y se estabilice el dólar en un nuevo nivel, por lo que la autoridad monetaria podría tener margen para llevar la tasa un poco más allá de lo que hoy pronostican los mercados.



En Foco 5

El dato regional de la semana: Crece 9,8% el empleo de la construcción en el tercer trimestre del año

- En un andarivel cercano al promedio, se tiene la variación de los puestos en el Noroeste (7,6 %) y en la región Pampeana (9,2 %)
- En cambio, en la Patagonia el incremento fue de 17,3 %, en Cuyo de 27,1 % y en el Noreste de 33,6 %
- Por provincias, el ranking está liderado por San Luis, con un aumento de 60,2 % interanual, seguida por Corrientes (57,7 %) y Formosa (38,9 %)

El total de empleo registrado en el sector de la construcción continúa en alza en el tercer trimestre de 2015, según los datos publicados por el Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción (IERIC), ya que en promedio se registró 9,8% más de empleo formal, con un total de 428.633 empleados.

En todas las regiones del país la situación resultó favorable, algunas por encima del promedio del país y otras por debajo, pero siempre positiva la performance. A nivel provincial, resulta dispar el comportamiento del empleo en la construcción, ya que se destacan casos diametralmente opuestos como San Luis que aumentó el total de empleo registrado en un 60,2%, respecto del mismo período en 2014, y provincias como Santiago del Estero, que disminuyó en esta variable un 13,4%.

La región de mayor crecimiento en esta variable que se puede tomar como proxy de lo sucedido en el sector de la construcción, es la región del **Noreste**, que con un total de 116.892 de empleados dedicados a la construcción, aumentó un 33,6% en el tercer trimestre 2015, respecto del mismo trimestre el año anterior. Entre las provincias que la integran, se destaca el caso de Corrientes, que con 7.334 empleados, incrementó la ocupación del sector en un 57,7% respecto del mismo período del año anterior.

Construcción – Empleo registrado
Empleo total y Var. III Trimestre de 2015

Total	428.633	9,8%	Cuyo	32.586	27,1%
Noroeste	35.922	7,6%	Mendoza	13.821	28,7%
Tucumán	11.204	6,4%	San Juan	9.735	5,0%
Salta	8.761	30,7%	San Luis	9.030	60,2%
Santiago del Estero	6.959	-13,4%	Noreste	39.735	33,6%
Jujuy	3.699	31,4%	Misiones	13.726	37,1%
Catamarca	2.901	-1,0%	Chaco	10.508	14,2%
La Rioja	2.398	0,8%	Formosa	8.167	38,9%
Pampeana	283.999	9,2%	Corrientes	7.334	57,7%
Buenos Aires	122.254	6,4%	Patagónica	41.011	17,3%
CABA	83.287	12,8%	Neuquén	11.901	32,0%
Santa Fe	34.658	5,1%	Chubut	10.562	6,9%
Córdoba	29.050	15,0%	Santa Cruz	8.254	17,1%
Entre Ríos	11.331	11,6%	Río Negro	8.008	16,8%
La Pampa	3.419	11,1%	Tierra del Fuego	2.286	5,7%

Fuente: IERAL en base a IERIC sobre datos del SIJP

En la región de **Cuyo** la situación también fue positiva ya que se mostró un crecimiento del empleo del sector en un 27,1% con un total de 32.586 trabajadores registrados destinados a la construcción. La provincia de mayor crecimiento fue San Luis, con 9.030 puestos ocupados y un crecimiento del 60,6% para ese período. Le sigue Mendoza y San Juan, con subas del 28,7% y del 5,0% respectivamente.

La tercera región de mayor aumento fue, la **Patagónica**, donde se registran un total de 41.011 empleos dedicados a la construcción, representando a nivel regional una variación positiva del 17,3%. Entre las provincias se destacan Neuquén, que presentó un cambio interanual del 32,0%, seguida por Santa Cruz con 17,1%, las demás provincias también demostraron un aumento en la variable analizada para el tercer trimestre de 2015.

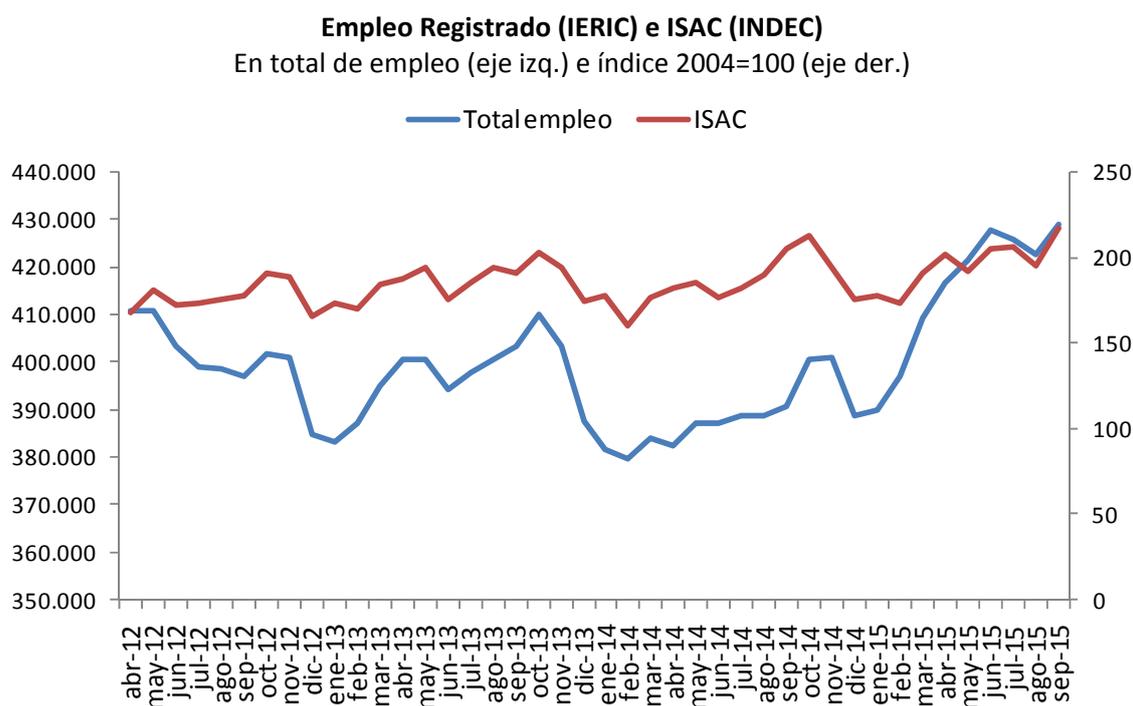
La región **Pampeana** que representa el 65% del total de empleados registrados en la construcción del país, demuestra una variación positiva del 9,2% siendo Córdoba la provincia con mejor desempeño, con un aumento del total de empleo registrado del 15,0% seguida por CABA y Entre Ríos con subas del 12,8% y del 11,6% respectivamente.

Por último, la región del **Noroeste** del país presenta una variación del 7,6%, unos puntos porcentuales debajo del promedio nacional, con una situación provincial dispar, ya que la provincia de Jujuy sobresale del grupo con un aumento del 31,4%, seguida por Salta con un



aumento del 30,7%, mientras que se observa en el extremo opuesto a Santiago del Estero y Catamarca que sufrieron una disminución del 13,4% y 1,0%, respectivamente.

Los datos informados por el IERIC sobre el total de empleados registrados en el sector de la construcción si bien resulta un buen indicador del sector, no contempla la totalidad de los empleados que llevan a cabo esta actividad, dado que se omiten aquellos que se encuentran en el sector informal. Al margen de esta observación resulta interesante analizar la relación que existe entre el índice de empleados registrados del IERIC y el índice de la actividad de la Construcción del INDEC. Los meses ya transcurridos del año 2015 dan cuenta de una recuperación del sector en lo que respecta a empleo y a nivel de actividad. El empleo se alcanzó el mayor número de empleados registrados en los últimos tres años, en el mes de septiembre con un total de 428.633. En relación al nivel de actividad registrado por INDEC, el índice retoma valores próximos a los mayores registrados a fines de 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	sep-15	210,1	0,0%	2,8%	2,4%
IGA-OJF (1993=100)	oct-15	169,1	-0,5%	0,4%	1,4%
EMI (2006=100)	oct-15	0,0	0,0%	0,0%	0,0%
IPI-OJF (1993=100)	oct-15	176,4	-3,9%	-4,6%	-0,3%
Servicios Públicos	oct-15	267,2	-0,1%	1,5%	2,5%
Patentes	nov-15	52.137,0	17,6%	30,4%	-5,1%
Recaudación IVA (\$ mm)	nov-15	38.894,5	-0,1%	30,7%	29,8%
ISAC	oct-15	220,8	-0,5%	4,0%	7,1%
Importación Bienes de Capital (volumen)	oct-15	-	-	10,0%	7,0%
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 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 III	12.049	1,1%	1,3%	2,1%
PEA (% de la población total)	2015 III	44,8%	0,30 pp	0,10 pp	-0,53 pp
Desempleo (% de la PEA)	2015 III	5,9%	-0,70 pp	-1,60 pp	-0,21 pp
Empleo Total (% de la población total)	2015 III	42,2%	0,70 pp	0,90 pp	-0,39 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2015 II	33,1%	1,20 pp	0,00 pp	-0,28 pp
Recaudación de la Seguridad Social	nov-15	34.105	-0,37%	36,3%	35,4%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2015 III	164,8	8,2%	17,9%	1,0%
Brasil	2015 III	84,1	-23,6%	-34,2%	-7,1%
México	2015 III	108,7	-6,3%	-17,0%	-1,6%
Estados Unidos	2015 III	93,7	0,2%	0,5%	0,3%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	nov-15	129.489,3	-3,7%	27,2%	31,3%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$	nov-15	34.689,6	-4,4%	30,6%	35,5%
Gasto (\$ mm)	oct-15	125.404,0	1,6%	26,5%	35,1%
		oct-15	ene-oct 15	oct-14	ene-oct 14
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-17.762,0	-157.313,1	-20.799,3	-74.428,9
Pago de Intereses (\$ mm)		6.801,9	87.036,7	5.604,5	58.835,3
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		9.639,0	66.880,4	44,9	64.906,6
ANSES (\$ mm) *		2.339,1	39.364,6	1.876,2	31.821,6
		oct-15	ene-oct 15	oct-14	ene-oct 14
Adelantos Transitorios BCRA *		0,0	40.900,0	3.450,0	44.800,0
		2015 II	2015 I	2014 IV	2014 III
Recaudación Tributaria (% PIB) **		28,8%	27,8%	25,2%	27,0%
Gasto (% PIB) **		26,3%	24,8%	24,9%	30,2%

* 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)	oct-15	126,9	1,1%	14,3%	15,9%	
Inflación (San Luis, 2003=100)	oct-15	938,0	1,4%	23,7%	26,1%	
Salarios (abril 2012=100)*	oct-15	247,0	1,2%	2,6%	1,1%	
TCR Bilateral (1997=100)	oct-15	110,4	-0,5%	-12,8%	-17,5%	
TCR Multilateral (1997=100)	oct-15	97,0	0,0%	-26,9%	-28,1%	
			9-dic-15	nov-15	dic-14	31-dic-14
TCN Oficial (\$/US\$)		9,75	9,64	8,56		8,57
TCN Brecha		51,1%	57,1%	53,1%		61,1%
TCN Real (R\$/US\$)		3,73	3,79	2,65		2,66
TCN Euro (US\$/€)		1,10	1,07	1,23		1,21

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado		
Base Monetaria (\$ mm)	02-dic-15	610.863,0	16,2%	35,7%	32,2%		
Depósitos (\$ mm)	26-nov-15	1.330.517,6	4,9%	33,6%	32,0%		
Sector Público No Financiero	26-nov-15	381.466,7	3,1%	19,6%	23,3%		
Sector Privado No Financiero	26-nov-15	945.837,3	5,6%	39,9%	36,0%		
Créditos (\$ mm)	26-nov-15	850.340,3	5,3%	33,8%	25,0%		
Sector Público No Financiero	26-nov-15	51.800,9	5,3%	34,3%	14,7%		
Sector Privado No Financiero	26-nov-15	785.682,0	5,4%	34,0%	26,3%		
			Fecha	Dato	oct-15	31-dic-13	dic-14
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	02-dic-15	25.184,0	27.916,9	30.599,0		30.119,4	
Ratio de cobertura de las reservas	02-dic-15	40,0%	48,7%	52,9%		58,1%	
Tasa de interés Badlar PF	04-dic-15	23,9%	23,4%	20,4%		20,1%	
Otras tasas de interés **							
Préstamos Personales (más de 180 días plaz	30-oct-15	36,1%	36,6%	37,2%		37,2%	
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	30-oct-15	31,5%	27,6%	29,1%		29,7%	
Riesgo País							
EMBI+ Países emergentes	09-dic-15	396	383	387		388	
EMBI+ Argentina	09-dic-15	495	486	719		745	
EMBI+ Brasil	09-dic-15	458	398	259		265	
Tasa LIBOR	09-dic-15	0,30%	0,21%	0,17%		0,16%	
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	08-dic-15	0,13%	0,12%	0,06%		0,12%	
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	08-dic-15	0,12%	0,12%	0,12%		0,12%	
SELIC (Brasil)	09-dic-15	14,15%	14,15%	11,65%		11,58%	
			Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	09-dic-15	13.302,9	13,71%	71,62%		36,05%	
Índice Bovespa	09-dic-15	46.108,0	-1,27%	-12,62%		-6,13%	

* 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 periodo inmediatamente anterior

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

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	oct-15	5.205,0	-7,2%	-12,8%	-15,5%
Primarios	oct-15	1.137,0	-18,2%	7,3%	-3,3%
MOA	oct-15	2.215,0	-12,0%	1,2%	-10,7%
MOI	oct-15	1.630,0	3,6%	-29,9%	-20,4%
Combustibles	oct-15	223,0	71,5%	-43,4%	-57,7%
Exportaciones (volumen)	oct-15	-	-	2,0%	1,0%
Importaciones (US\$ mm)	oct-15	4.951,0	-10,7%	-10,4%	-9,7%
Bienes Intermedios	oct-15	1.517,0	-2,7%	-14,3%	-4,1%
Bienes de Consumo	oct-15	606,0	-4,7%	1,7%	1,2%
Bienes de Capital	oct-15	1.103,0	-4,3%	3,9%	2,2%
Combustibles	oct-15	299,0	-55,2%	-59,1%	-40,6%
Importaciones (volumen)	oct-15	-	-	9,0%	3,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2015 III	125,8	4,7%	-5,1%	-6,3%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2004=100)	nov-15	122,0	-3,7%	-20,6%	-17,3%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	nov-15	86,1	-1,8%	-16,5%	-15,4%
Energía	nov-15	55,2	-7,6%	-42,8%	-45,5%
Petróleo (US\$/barril)	nov-15	42,7	-7,6%	-43,7%	-48,3%



ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2015 III	18.064,7	0,5%	2,2%	2,6%
Brasil	2015 II	1.860,8	-1,9%	-2,6%	-2,1%
Unión Europea	2015 III	16.327,3	0,4%	1,9%	1,9%
China	2015 III	11.016,2	1,8%	1,8%	5,0%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	sep-15	138,1	0,5%	-0,3%	1,5%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	sep-15	128,6	0,3%	1,6%	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	nov-15	25.098,0	1,0%	31,7%	-7,3%
Región Pampeana	nov-15	10.902,0	-1,2%	28,0%	-7,0%
NOA	nov-15	3.893,0	1,9%	37,7%	3,6%
NEA	nov-15	4.173,0	-0,8%	32,5%	0,0%
Cuyo	nov-15	3.317,0	4,3%	34,1%	-9,0%
Región Patagónica	nov-15	4.754,0	0,8%	20,4%	3,1%
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%