

# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 24 - Edición N° 958 – 17 de diciembre de 2015

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Juan Manuel Garzón**

El aporte de la agroindustria, clave para el arranque del plan económico

**En Foco 1 – Joaquín Berro Madero**

La tasa de interés abandona el terreno negativo en términos reales

**En Foco 2 – Patricio Vimberg**

La experiencia de la devaluación de 2014: en 18 meses los precios alcanzaron al dólar

**En Foco 3 – Eliana Miranda**

Internacional: Estados Unidos comenzó a normalizar su política monetaria, por el momento sin efectos traumáticos

**En Foco 4 – Carolina Beltramino**

El dato regional de la semana:  
En un errático 2015, la demanda de gasoil cayó fuertemente el tercer trimestre, pero comenzó a recuperarse en septiembre y octubre

**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 aporte de la agroindustria, clave para el arranque del plan económico***

- Si de aquí a marzo 2016 se vende el 63% de la soja que dispone actualmente la cadena (27 millones de toneladas), ingresaría al mercado mercadería por valor de US\$ 5.600 millones
- Por la eliminación del cepo y la quita de retenciones y trabas a la exportación, hay una fuerte recuperación del poder de compra de los granos. Para el caso del maíz, se vuelve en términos reales al promedio del período 2002/14, mientras que para la soja se llega a un 75% de ese promedio. El costo fiscal de los cambios en las retenciones vinculadas con la agricultura pampeana es del orden de los 2,2 mil millones de dólares
- Tras la fuerte recuperación del precio de la hacienda vacuna de noviembre y diciembre, con un tipo de cambio a \$14 por dólar habría convergencia entre las cotizaciones del novillo en el mercado argentino y el de Uruguay

**En Foco 1:** **13**

***La tasa de interés abandona el terreno negativo en términos reales***

- Luego de permanecer en terreno negativo en la mayoría del período que va desde enero 2004 a noviembre 2015, la tasa de interés real pasa a valores positivos
- La etapa anterior, con tasas reales negativas, cuenta con factores explicativos que diferencian claramente dos periodos bien demarcados
- Falta conocer el soporte fiscal del plan económico, clave para evitar que todo el peso de la estabilización recaiga en la tasa de interés

**En Foco 2:** **15**

***La experiencia de la devaluación de 2014: en 18 meses los precios alcanzaron al dólar***

- Entre agosto de 2013 y enero de 2015, el tipo de cambio en el mercado oficial subió un 51%, cifra idéntica a la registrada por la variación del índice de precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires
- Aprovechando esa experiencia, se espera que el gobierno busque evitar un efecto similar tras la liberación del cepo cambiario de esta semana
- Por el momento, lo que se observa es más un fenómeno de cambio en los precios relativos que de inflación generalizada

**En Foco 3:** **19**

***Internacional: Estados Unidos comenzó a normalizar su política monetaria, por el momento sin efectos traumáticos***

- La Reserva Federal norteamericana sube la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos, luego de 7 años de tasas en torno a cero. La decisión se fundamenta en una mejora considerable del mercado laboral y expectativas de que la inflación alcance el objetivo de 2% en el mediano plazo
- A nivel global el mercado de capitales y el de cambios reaccionaron de un modo tranquilo, debido a lo anticipado de las medidas
- Desde 2014 se ha alterado el patrón de crecimiento mundial medido por la diferencia en el ritmo de variación del PIB entre los países desarrollados y los emergentes. Antes esa relación era de 4 a 1, pasó a ser de 2 a 1 en 2015 y todo indica que este guarismo se habrá de mantener en 2016

**En Foco 4:****22**

***El dato regional de la semana: En un errático 2015, la demanda de gasoil cayó fuertemente el tercer trimestre, pero comenzó a recuperarse en septiembre y octubre***

- La demanda de gasoil registró un aumento del 2% interanual para el periodo enero – octubre, mejora apoyada en el comportamiento más dinámico del primer semestre
- En el tercer trimestre, los despachos del combustible cayeron un 2% interanual, mientras que los datos de octubre muestran un principio de recuperación (variación positiva de 1% interanual)
- La región con mejor desempeño continúa siendo la Patagónica, que muestra mejoras en el indicador respecto de los últimos 3 años, y muestra un crecimiento del 18% desde el año 2012

**Selección de Indicadores****28**

## Editorial

### El aporte de la agroindustria, clave para el arranque del plan económico

- Si de aquí a marzo 2016 se vende el 63% de la soja que dispone actualmente la cadena (27 millones de toneladas), ingresaría al mercado mercadería por valor de US\$ 5.600 millones
- Por la eliminación del cepo y la quita de retenciones y trabas a la exportación, hay una fuerte recuperación del poder de compra de los granos. Para el caso del maíz, se vuelve en términos reales al promedio del período 2002/14, mientras que para la soja se llega a un 75% de ese promedio. El costo fiscal de los cambios en las retenciones vinculadas con la agricultura pampeana es del orden de los 2,2 mil millones de dólares
- Tras la fuerte recuperación del precio de la hacienda vacuna de noviembre y diciembre , con un tipo de cambio a \$14 por dólar habría convergencia entre las cotizaciones del novillo en el mercado argentino y el de Uruguay

El sector agroindustrial será un actor clave en el arranque del plan económico del nuevo gobierno, tanto por la posibilidad de reactivación de actividades que estaban frenadas como por el rol de principal oferente en un mercado de cambios que tendrá menos participación de la esperada del Banco Central, dado el limitado nivel de las reservas de partida.

En los últimos años el sector enfrentaba restricciones crecientes para su desarrollo por tres aspectos de la política económica llevada adelante por el último gobierno:

- a) La aplicación de un impuesto sobre ventas al mundo (derechos de exportación) a tasas elevadas;
- b) La vigencia de un esquema de comercio intervenido, con restricciones y cupos para exportar determinados productos (cereales, carnes) y limitaciones para importar otros (licencias no automáticas para la compra de bienes de capital, insumos, etc.);
- c) La decisión de intervenir el mercado cambiario, manteniendo una paridad desalineada con la evolución de los precios de la economía, actuando como ancla del proceso inflacionario.

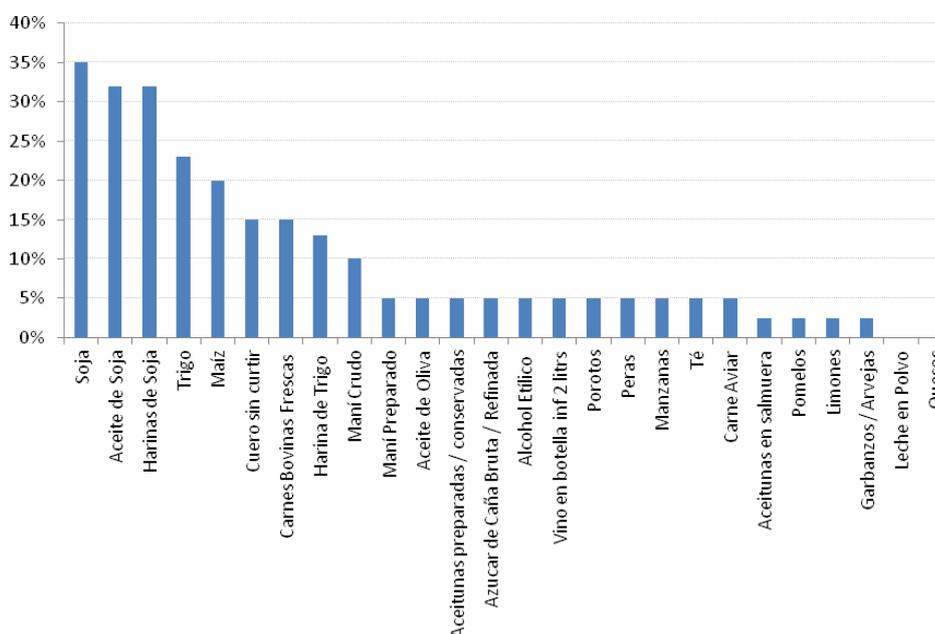
Con la asunción del nuevo gobierno el escenario económico ha mejorado sensiblemente para el sector agroindustrial, los tres elementos antes mencionados están siendo o serán modificados en línea con un modelo de desarrollo que espera un gran protagonismo de las exportaciones y las inversiones de sectores con ventajas competitivas.

A continuación se analizan los alcances y algunos efectos de dos decisiones ya tomadas, que entran formalmente en vigencia en el día de la fecha, la eliminación de derechos de exportación y la liberalización del mercado cambiario.

### La eliminación de Derechos de Exportación

Luego del anuncio del día lunes, el Decreto N°133 publicado en Boletín Oficial el día de hoy oficializa la eliminación de derechos de exportación para todos los productos agropecuarios (con algunas excepciones caso del cuero sin curtir y la lana sin cardar) y la baja de 5 puntos porcentuales a los productos del complejo sojero. Se espera que en próximos días se complete la reforma cuando se oficialice la eliminación del gravamen sobre el resto de productos industriales.

**Derechos de Exportación Antes del Cambio**



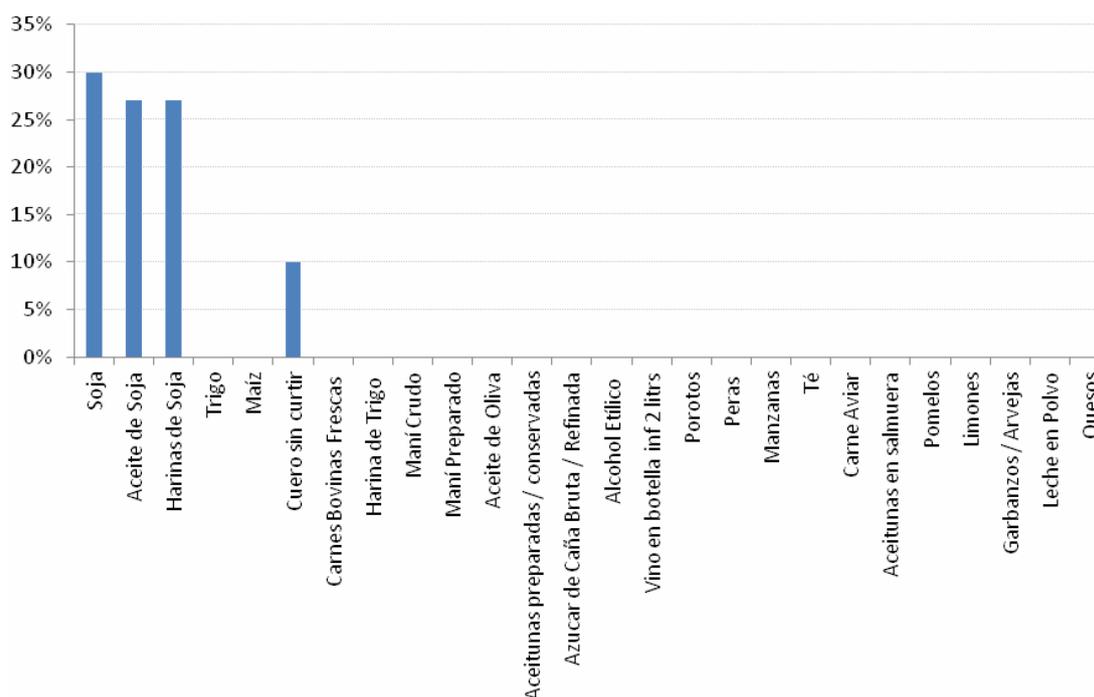
Fuente: Elaboración propia en base a AFIP.

En soja la alícuota baja del 35% al 30%, en el caso de sus dos principales derivados (aceite y harina de soja) del 32% al 27%. No hay referencias en la nueva legislación respecto del biodiesel de soja, aunque era el producto del complejo que se encontraba gravado a la tasa más baja (menos del 4% desde octubre de 2015).

Es interesante advertir que permanecen los 3 puntos de diferencia de gravamen entre la soja y sus derivados, que dejan a la industria aceitera en una situación neutra respecto de la carga del impuesto en la medida que la soja tenga una participación en costos del orden del 90%. De ser mayor al 90% la participación del poroto en el valor del producto final (combo harina + aceite), la industria se estaría beneficiando por la brecha de los 3 puntos porcentuales.

También queda vigente la protección a la industria de la curtiembre, al continuar gravándose la exportación de cueros sin curtir. La industria de la curtiembre viene siendo protegida / promovida desde hace varias décadas mediante distintos mecanismos. En la década de los '70 y buena parte de los '80, estuvo vigente la prohibición de exportación de cueros crudos, luego se establecieron derechos de exportación con tasas elevadas, con efectos desincentivo tan poderosos como los de las prohibiciones.

### Derechos de Exportación luego del cambio



Fuente: Elaboración propia.

Esta medida implica una devolución importante de recursos a los sectores productivos exportadores, fundamentalmente al sector agropecuario, cuyos productos eran alcanzados con las tasas más elevadas.

Los sectores recuperan los ingresos que antes destinaban al fisco en concepto de derechos de exportación. Adicionalmente, aunque dependiendo de la reacción de la demanda, los ingresos podrían mejorar también por la producción que va a mercado interno, considerando

que los precios locales de los productos desgravados deberán acomodarse en un nivel más alto en línea con el nuevo escenario.

Es decir, desaparecen a priori los dos efectos que generaban los derechos de exportación: a) una transferencia de recursos hacia el fisco; b) una transferencia de recursos (menos visible) hacia los consumidores locales de los productos gravados (industrias de transformación y consumidores finales).

### El costo fiscal de la eliminación de DE

Considerando sólo el primer efecto a), de acuerdo a estimaciones propias basadas en las exportaciones efectivas de 2015, la medida implica una recuperación de fondos del orden de los US\$ 3.685 millones para el conjunto de sectores vinculados. En términos individuales, se tiene que los productores de soja recibirían casi un 25% de estos recursos (US\$ 917 millones) y los de maíz un 18% (US\$ 667 millones). El complejo Manisero estaría recuperando US\$48 millones, los exportadores de frutas (cítricos y de pepita) US\$ 47 millones, el complejo del girasol (grano, aceite y harina) US\$ 170 millones, los exportadores de carnes (bovina y aviar) US\$ 274 millones y los productores de trigo US\$ 295 millones. Finalmente, hay una suma de US\$ 1.073 millones que dejarán de transferir al fisco el resto de sectores / productos de exportación.

Nótese que los US\$ 3.685 millones que recuperan los sectores exportadores son fondos que resigna, casi en su totalidad, el sector público nacional, aunque los gobiernos provinciales y municipales también se verán afectados, por lo que les correspondía vía el Fondo Federal Solidario.

### “Devolución” de recursos fiscales a los sectores exportadores (anual).

Según precios y volúmenes exportados en 2015

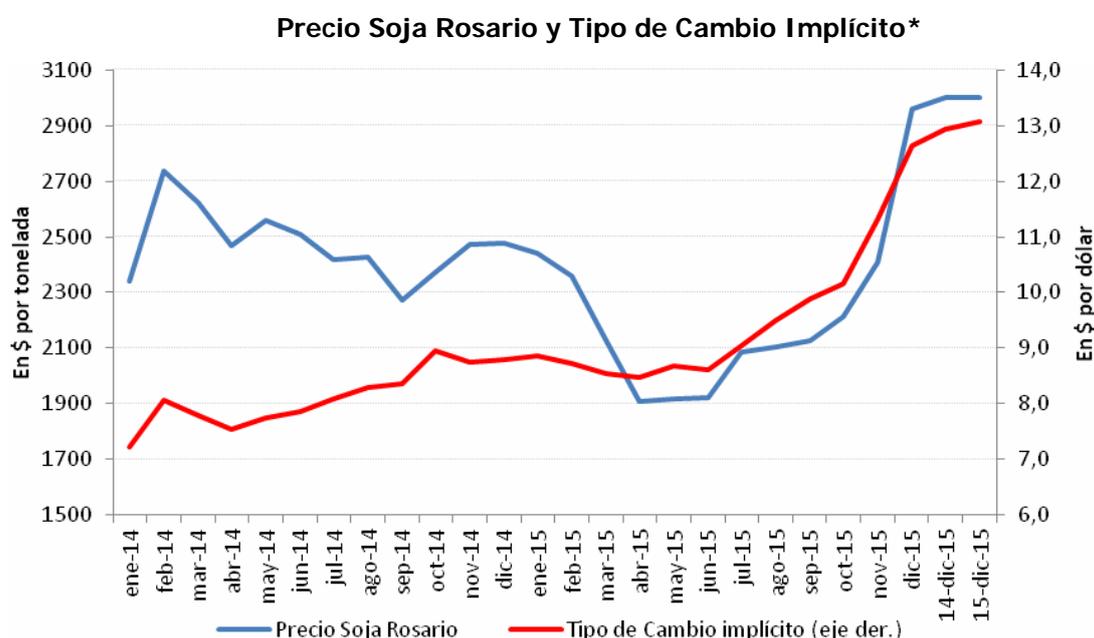
	En millones de US\$	Participación
<b>Alimento Balanceado</b>	20	0,5%
<b>Maní y Derivados</b>	48	1,3%
<b>Vinos y otras bebidas</b>	45	1,2%
<b>Frutas</b>	47	1,3%
<b>Sorgo y Cebada</b>	130	3,5%
<b>Girasol (y derivados)</b>	170	4,6%
<b>Carnes</b>	274	7,4%
<b>Trigo (y harinas)</b>	295	8,0%
<b>Maíz</b>	667	18,1%
<b>Complejo Sojero (5 pp)</b>	917	24,9%
<b>Resto de Productos Exportables</b>	1.073	29,1%
<b>Total</b>	3.685	100,0%

Fuente: Estimación propia en base a Bolsas, MINAGRI, AFIP y otras fuentes.

Los ingresos fiscales cedidos a los sectores se aproximan a 2.5 puntos de ingresos tributarios totales del sector público nacional (a precios y cantidades de 2015). Las provincias en su conjunto pierden sólo el 30% de los fondos asociados a la soja, es decir, unos US\$ 275 millones, que a un tipo de cambio de \$9.5 serían unos US\$ 2.600 millones. Para un tipo de cambio de \$14.0 la cifra sube a \$3.850 millones.

**La eliminación del cepo y la unificación del mercado cambiario. La soja y la hacienda se anticiparon.**

La eliminación del cepo, la liberación del mercado cambiario, efectivizada el día de hoy, fue anticipada por el mercado de la soja. En efecto, los precios pagados por la oleaginosa en el mercado de Rosario en las últimas semanas se encontraron por encima de sus respectivos precios de paridad internacional al tipo de cambio oficial. Por ejemplo, en los días 14 y 15 de diciembre se pagaban \$3.000 por tonelada de soja, que dado el precio internacional y todos los gastos de exportación (incluidas retenciones), significaba comprar “dólares” a un tipo de cambio implícito de \$13. Nótese que desde octubre este tipo de cambio implícito superaba los \$10 por tonelada.



\*El Tipo de Cambio Implícito es aquel que equilibra el precio pagado por la soja (\$) con el precio Internacional de la Soja neto de Derechos y Gastos de Exportación (US\$).

Fuente: Elaboración propia en base a Bolsas.

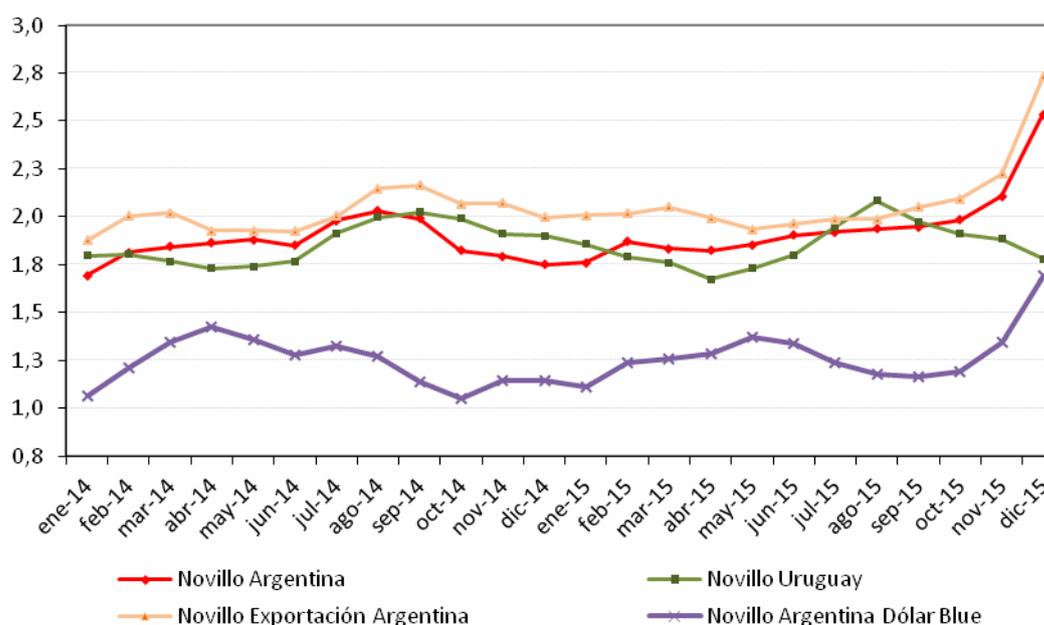
En el mercado de hacienda bovina también se observó una fuerte suba de precios en las semanas previas estimulada en gran medida por la expectativa de eliminación de derechos de exportación y de corrección cambiaria.



El hecho que el mercado se anticipó puede advertirse claramente cuando se compara el valor del novillo en Argentina y en Uruguay. Durante todo el año 2014 y hasta setiembre de 2015, el precio del novillo en Argentina se encontraba levemente por encima del precio del novillo en Uruguay, valuado a tipo de cambio oficial, y muy por debajo si la comparación se hacía utilizando el tipo de cambio paralelo en Argentina.

Ahora bien, en noviembre y la primera quincena de diciembre, el precio del novillo se dispara en Argentina, con la particularidad que la hacienda valuada a dólar paralelo pasa a estar casi al mismo valor que en Uruguay, antes que se decida la liberación del cepo y el mercado de cambios. Al igual que en el caso de la soja, el valor del novillo incorporaba un tipo de cambio más alto que el que regía en esos días en el mercado oficial.

**Precio del novillo en Argentina y en Uruguay. En US\$ por kilo vivo.**



Fuente: Elaboración propia en base a IPCVA, MINAGRI, BCRA y Ámbito Financiero.

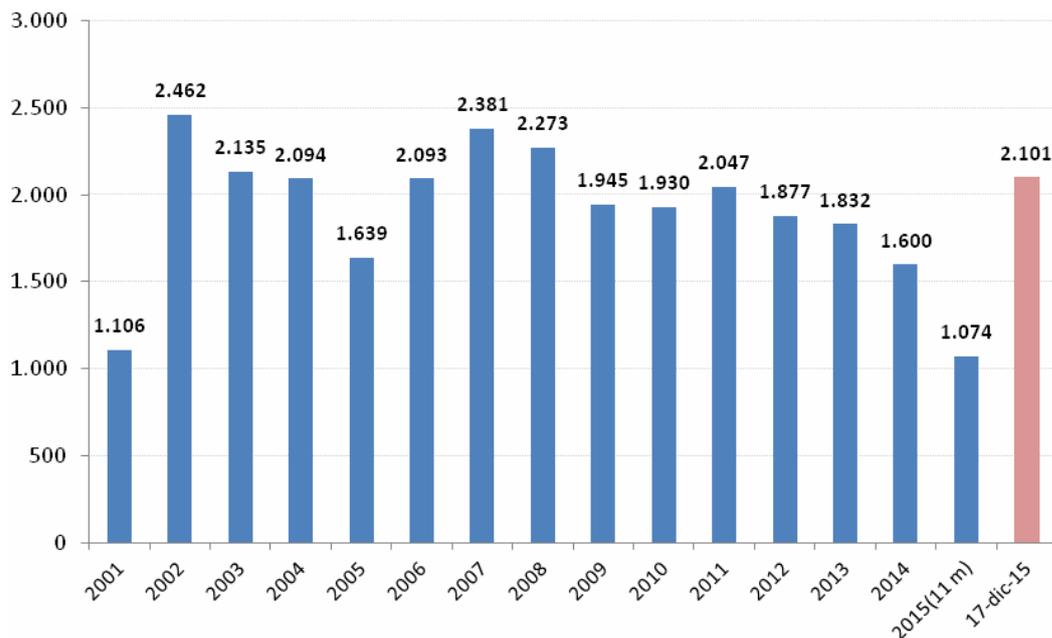
### Recuperación dispar del poder de compra de los granos

De los dos grandes "rivales" de las tierras agrícolas pampeanas, soja y maíz, los cambios de los últimos días benefician claramente al cereal, en función que se combinan la eliminación de los derechos de exportación, de los cupos de exportación y también la suba del tipo de cambio. De cotizar a una media de \$1.074 en los 11 primeros meses del año, el Maíz pasaría a valer \$2.101 (una mejora del 96%), considerando los precios internacionales actuales, un tipo de cambio de \$14,5 por dólar y una inflación del 3,5% en diciembre. En perspectiva

histórica, el precio del maíz se ubicaría en niveles similares a los de la última década (\$2.024 promedio entre 2002 y 2014).

### Fuerte recuperación del poder de compra del maíz

Precio del maíz Rosario (\$ por tonelada a precios de noviembre de 2015)



Nota: Precio 17 de diciembre estimado con un Tipo de Cambio de \$14,5. También se incluye una inflación mensual de 3,5% en diciembre.

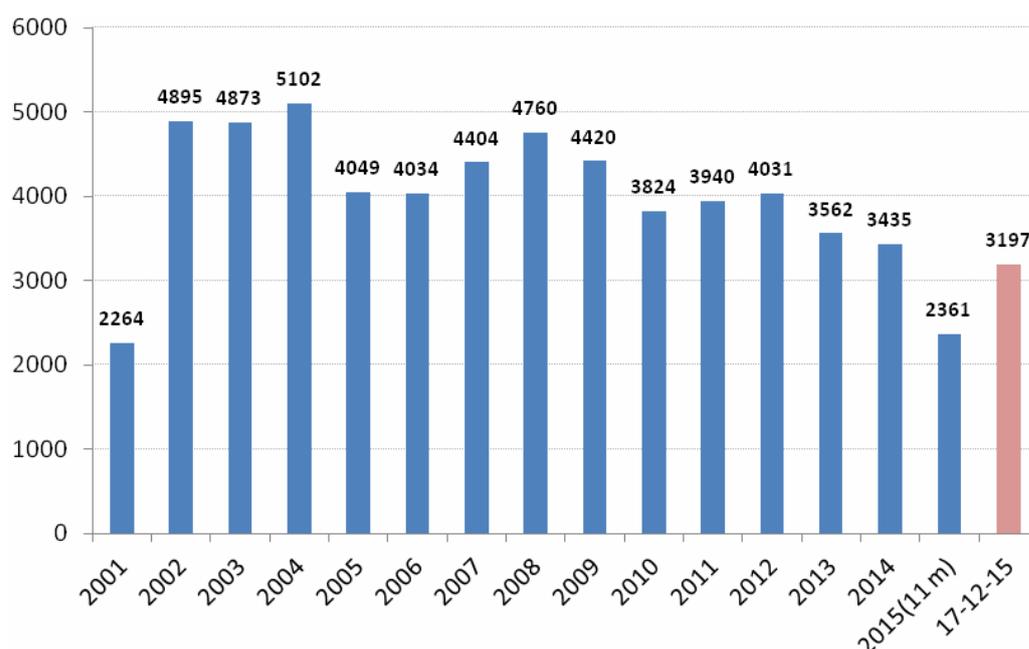
Fuente: Estimación propia en base a Bolsas, MINAGRI y otras fuentes.

En el caso de la soja, el impacto sobre precios se da básicamente por tipo de cambio, dado que la baja de derechos de exportación es reducida (sólo 5 pp) y su mercado, a diferencia del maíz, operaba en libertad. De cotizar a un promedio de \$2.361 en los primeros once meses del año, el valor actual debería acercarse a casi \$3.200, con una mejora del 35%. Nótese que en el año 2014 la oleaginosa cotizó a \$3.435 (a precios de hoy), es decir por encima del nuevo valor al que se estaría ubicando en los días que vienen. Para tener otra referencia, el nuevo valor tendría un poder de compra equivalente al 75% del que tuviera la soja en promedio durante el período 2002/2014.

Nótese que el nuevo poder de compra de los granos se debilitaría al momento de la nueva cosecha (abril /mayo 2016) si la tasa de inflación de los próximos meses excede a la tasa de devaluación, es decir, si los precios de la economía se mueven a un ritmo mayor al del tipo de cambio, tal como sucediera en los últimos años.

### Se recupera el poder de compra de la soja pero lejos todavía de mejores años

Precio de la soja Rosario (\$ por tonelada a precios de noviembre de 2015)



Nota: Precio 17 de diciembre estimado con un Tipo de Cambio de \$14,5. También se incluye una inflación mensual de 3,5% en diciembre.

Fuente: Estimación propia en base a Bolsas, MINAGRI y otras fuentes.

### ¿Saldrán al mercado los dólares atesorados en silos bolsa?

De acuerdo a estimaciones propias basadas en estadísticas de compra-venta de granos de MINAGRI, a inicios de diciembre quedaban sin vender unas 17 millones de toneladas de soja de la campaña 2014/2015, que se sumaban a las 10 millones de toneladas de arrastre de campañas previas. A la fecha mencionada, el stock se aproximaba entonces a 27 millones de toneladas. A un precio de exportación de US\$ 330 la tonelada, se trata de mercadería valuada en US\$ 8.910 millones.

Uno de los desafíos del nuevo gobierno es lograr que salgan al mercado estas existencias de soja, la mayor cantidad y al menor tiempo posible.

Con un tipo de cambio más realista y con altas tasas de interés, los incentivos a retener pierden mucha intensidad. De todos modos, una venta masiva y rápida tiene baja probabilidad. El productor seguramente esperará ver el desarrollo de la política económica en

su conjunto, si el nuevo nivel de tipo de cambio es compatible con la política monetaria y fundamentalmente con el frente fiscal, actualmente el más complejo de solucionar.

En un escenario optimista, los productores podrían llegar a vender 20 millones de toneladas hasta fines del mes de marzo, momento en que deberá entrar la nueva cosecha; en este caso ingresaría al circuito mercadería por valor de US\$ 6.600 millones. En un escenario pesimista, las ventas podrían ser de 14 millones de toneladas, con un valor de US\$ 4.600 millones; en este caso los stocks de cierre de campaña serían mayores aún a los stocks de arranque. En una situación intermedia, quizás el más probable, las ventas podrían ser de 17 millones de toneladas, con un valor de US\$ 5.610.

Como dato adicional a considerar, de acuerdo a lo anunciado por el gobierno, las grandes empresas exportadoras de granos se han comprometido a liquidar US\$ 6.000 en las próximas tres semanas (US\$ 400 millones por día hábil).

#### Escenarios de comercialización de soja. Diciembre 2015-Marzo 2016

	Sube un 30% Stocks de cierre	Se mantienen stocks al nivel campaña previa	Bajan un 30% Stocks de cierre
Stocks de arrastre	10.200	10.200	10.200
Soja remanente ciclo 2014/2015	17.000	17.000	17.000
<b>Oferta disponible (1 de diciembre 2015)</b>	<b>27.200</b>	<b>27.200</b>	<b>27.200</b>
Stocks de cierre (31 de marzo 2016)	13.260	10.200	7.140
<b>Ventas diciembre 2015-marzo 2016</b>	<b>13.940</b>	<b>17.000</b>	<b>20.060</b>
Precio FOB Soja (US\$ / tonelada)	330	330	330
<b>Ingreso divisas (millones US\$)</b>	<b>4.600</b>	<b>5.610</b>	<b>6.620</b>

Fuente: Estimación propia en base a datos de MINAGRI.

## En Foco 1

### La tasa de interés abandona el terreno negativo en términos reales

- Luego de permanecer en terreno negativo en la mayoría del periodo que va desde enero 2004 a noviembre 2015, la tasa de interés real pasa a valores positivos
- La etapa anterior, con tasas reales negativas, cuenta con factores explicativos que diferencian claramente dos periodos bien demarcados
- Falta conocer el soporte fiscal del plan económico, clave para evitar que todo el peso de la estabilización recaiga en la tasa de interés

El levantamiento del cepo marca el inicio de una nueva etapa en términos de tasa de interés real. Con los años recientes signados por tasas de interés reales negativas; el nuevo esquema económico requiere que la tasa nominal de interés supere a la variación esperada de los precios

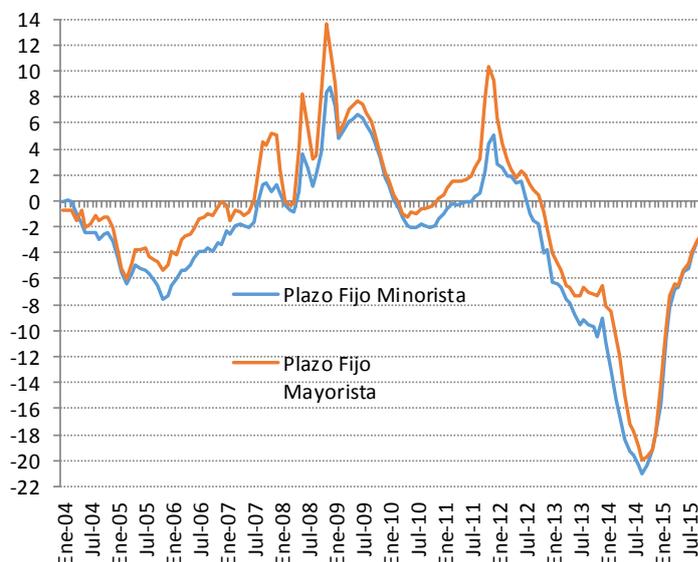
Durante los últimos años, se registró un predominio de tasas reales de interés negativas. Esto es, tomando las tasas de interés nominal anual que pagan los bancos a sus depositantes y, descontándole la variación interanual del IPC; se tiene que la inflación, en general, ha superado el nivel de las tasas de interés desde 2004. Es decir, han sido negativas en términos reales. Este fenómeno se explicó en dos escenarios totalmente distintos entre sí, aunque el resultado sea el mismo. Como muestra el gráfico adjunto, la tasa real permaneció en terreno negativo desde enero de 2004 a abril de 2008 (con algún leve repunte hacia fines de 2007); al igual que desde fines de 2012 y noviembre de este año.

En este sentido, la primera etapa hasta mediados de 2008, el factor principal de la presencia de tasa de interés reales negativas fue que existía “holgura cambiaria”. Es decir, los agentes percibían que el tipo de cambio estaba por encima del equilibrio y, por ende, que habría de mantenerse estable en términos nominales, o con una variación más acotada. O sea, la tasa era negativa en términos reales contra la inflación, pero positiva en términos de dólares.



**Tasas de Interés Real**

t.n.a. (%) - IPC\*



(\* a partir de Ene/07 se utiliza IPC de San Luis y; desde jul/12, el IPC de CABA

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA, INDEC, Prov San Luis y Gob. CABA

La segunda etapa de tasa real negativa, comienza a gestarse con la introducción del cepo, a fin de 2011. Si bien el tipo de cambio comenzó a atrasarse y perdió la holgura anterior, el factor que impidió que la tasa de interés subiera más, fue el corte de los vasos comunicantes entre pesos y dólares generado a partir de la introducción de restricciones a adquirir divisas. Se generó así, una abundancia artificial de pesos que hizo prolongar el ciclo de tasa de interés real negativa, pero por factores distintos a los originales.

Hoy, las tasas de interés nominales están en torno a 26% para los plazos fijos minoristas y el mercado descuenta una significativa suba adicional que permitirá contener la desviación de los pesos hacia moneda extranjera. En este contexto, la dimensión fiscal del plan económico que falta por conocer debería darle la consistencia que se requiere para no agobiar el nivel de actividad económica a través del uso exclusivo de la política monetaria.



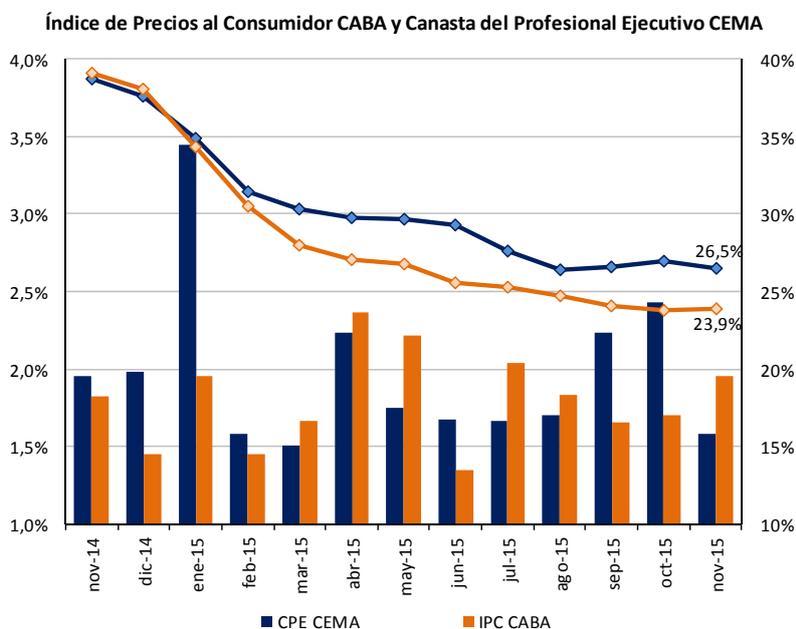
## En Foco 2

### **La experiencia de la devaluación de 2014: en 18 meses los precios alcanzaron al dólar**

- Entre agosto de 2013 y enero de 2015, el tipo de cambio en el mercado oficial subió un 51%, cifra idéntica a la registrada por la variación del índice de precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires
- Aprovechando esa experiencia, se espera que el gobierno busque evitar un efecto similar tras la liberación del cepo cambiario de esta semana
- Por el momento, lo que se observa es más un fenómeno de cambio en los precios relativos que de inflación generalizada

La eliminación del control de cambios llevada a cabo por la nueva administración supone un nuevo desafío: que el salto discreto en el tipo de cambio no muestre un excesivo traslado a precios. Si bien la expectativa acerca de esta medida generó que muchos precios exhibieran aumentos incluso antes de que fuera anunciada, los datos de inflación todavía no dan cuenta de una marcada aceleración en el nivel de precios.

Si se considera el índice elaborado por el Ministerio de Hacienda de la Ciudad de Buenos Aires, la inflación de noviembre se ubica en 2% mensual, levemente por encima del 1,7% del mes anterior, mientras que observando la Canasta del Profesional Ejecutivo –representativa para el grupo familiar de un profesional ejecutivo residente en el área metropolitana del Gran Buenos Aires– relevada por la Universidad del CEMA, se registra un aumento en el nivel de precios de 1,6% mensual, desacelerándose con respecto al 2,4% de octubre.



Fuente: IERAL en base a Ministerio de Hacienda GCBA y UCEMA

En términos interanuales, la inflación medida por el instituto oficial de la Ciudad se ubicó en 23,9%, mientras que la relevada por la UCEMA anotó un aumento de 26,5%. Estos guarismos desaceleran fuertemente con respecto a los valores de noviembre del año pasado (cuando ésta se ubicaba en un andarivel cercano al 39%) debido a que en aquél momento impactaba fuertemente el aumento de precios ocurrido luego de la devaluación de enero de 2014. El elevado “pass-through” o traspaso a precios de aquella devaluación debería servir como aprendizaje para el gobierno actual para generar la confianza suficiente, aplicar las medidas que faltan y negociar los acuerdos necesarios para mejorar la efectividad de la actual modificación cambiaria.

Como se observa en los gráficos adjuntos, la falta de medidas consistentes en el plano fiscal, monetario y de coordinación de expectativas hizo que la devaluación de principios de 2014 no lograra ningún objetivo en términos de modificación de los precios relativos con el costo de haber subido varios peldaños el andarivel de la tasa de inflación. Así, si se toma como base agosto de 2013, se tiene que a enero de 2015 (en 18 meses) se había anulado totalmente la mejora del tipo de cambio real, ya que respecto del mes base tanto el precio del dólar en el mercado oficial como la inflación acumulaban una suba de 51%.



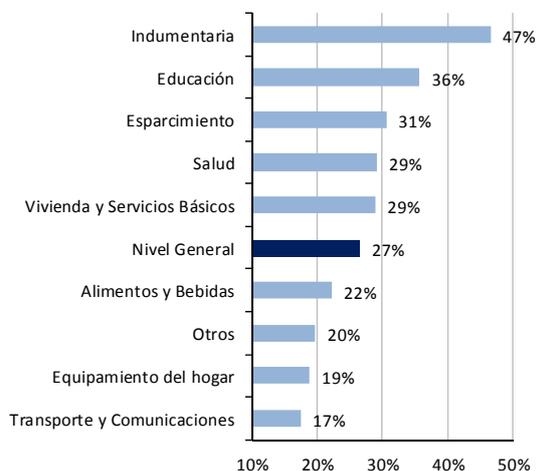
**Índice de Precios al Consumidor CABA**

Variaciones interanuales



**Canasta del Profesional Ejecutivo UCEMA**

Variaciones interanuales



Por el contrario, entre los sectores cuyos precios exhibieron mayores aumentos, apuntalando el resultado general, se encuentran Educación (35/36%), Esparcimiento (31/32%), Salud (28/29%) e Indumentaria, con un moderado 26% para el índice del Ministerio de Hacienda de la Ciudad pero un significativo 47% para el CPE del CEMA.



## En Foco 3

### **Internacional: Estados Unidos comenzó a normalizar su política monetaria, por el momento sin efectos traumáticos**

- La Reserva Federal norteamericana sube la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos, luego de 7 años de tasas en torno a cero. La decisión se fundamenta en una mejora considerable del mercado laboral y expectativas de que la inflación alcance el objetivo de 2% en el mediano plazo
- A nivel global el mercado de capitales y el de cambios reaccionaron de un modo tranquilo, debido a lo anticipado de las medidas
- Desde 2014 se ha alterado el patrón de crecimiento mundial medido por la diferencia en el ritmo de variación del PIB entre los países desarrollados y los emergentes. Antes esa relación era de 4 a 1, pasó a ser de 2 a 1 en 2015 y todo indica que este guarismo se habrá de mantener en 2016

Con el fin del año 2015 se consolida un cambio de época en lo que se refiere a la composición del crecimiento global. En 2014 la economía mundial marcó un quiebre de tendencia, con países desarrollados que comenzaron a crecer por encima de su potencial y países emergentes que comenzaron a crecer por debajo del propio. Las proyecciones que se tienen para 2015 y 2016 parecen confirmar la consolidación de esta nueva composición. Así, más allá de que la brecha entre los ritmos de crecimiento continúa existiendo, se achica. En el período 2011-2013 la relación entre las tasas de crecimiento de países emergentes y desarrollados superaba el 4 a 1, con emergentes creciendo al 5,2% y desarrollados a sólo el 1,2%. En 2015 la relación apunta a un 2 a 1, guarismo que habría de mantenerse en 2016.

Es en este contexto, y con una recuperación propia ya consolidada, en el que la Reserva Federal de Estados Unidos decide comenzar a normalizar la política monetaria, subiendo la tasa Fed Funds en 25 puntos básicos. Así, se termina un ciclo de 7 años con tasas de referencia internacional cercanas a cero. La decisión de la Fed era ampliamente esperada. El interrogante ahora subyace en el ritmo al cual la tasa habrá de continuar subiendo y hasta cuanto llegará. El comunicado de la Fed que acompaña la suba de tasas transmite que la decisión está basada en una considerable mejora de las condiciones de trabajo durante este



año y una inflación que todavía se encuentra por debajo de la meta (principalmente reflejando la caída en los precios de la energía y los precios de las importaciones no energéticas), pero con la seguridad de que se elevará en el mediano plazo para alcanzar el objetivo del 2%. La autoridad monetaria pone énfasis en que, a pesar de este incremento, la política continuará siendo acomodaticia, y espera que las condiciones económicas evolucionen de manera que justifique sólo aumentos graduales en la Fed Funds.

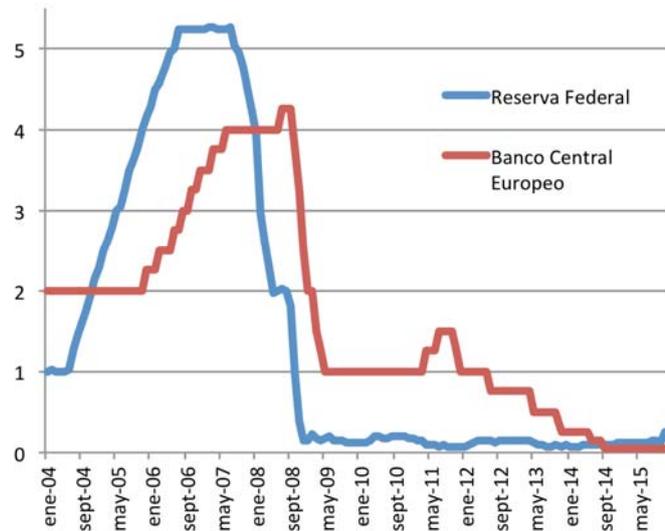
El súper-dólar continuará en escena en 2016. Hoy la inflación norteamericana, una vez que se excluyen los precios de la energía, ya se ubica cerca de la meta de 2% anual. Y en 2016, una vez que se incorpore en la base de comparación interanual el nuevo andarivel de precios de la energía, y el dólar se estabilice en un nivel acorde con las nuevas condiciones, será la inflación general la que se ubique en torno a ese nivel. Las proyecciones para 2016 estiman un crecimiento del PIB en torno al 2,3% anual, por encima del crecimiento potencial de la economía norteamericana estimado en 1,7%, lo que es consistente con un fuerte aumento de la productividad (por encima de los aumentos de productividad observados en el pasado para esta economía) o con un aumento del empleo, pudiendo generar presiones al alza de los salarios y más inflación. Por ese motivo, no se descarta una suba de tasas por encima de lo que hoy espera el mercado. El aprendizaje sobre los ciclos pasados y las señales de la Fed permiten inferir que la tasa podría alcanzar los 3,5 puntos a fines de 2018, mientras que el mercado espera un mayor gradualismo, con un tasa que dentro de tres años aún continúe por debajo del 2%.

La recuperación que se observa en forma agregada en el crecimiento de las economías avanzadas presenta diferencias de maduración en las distintas economías que forman parte del grupo. Como consecuencia, las necesidades de cada economía son distintas. Así se tiene a la Reserva Federal de Estados Unidos y al Banco Central de Gran Bretaña subiendo tasas de interés, mientras que el Banco Central Europeo y la autoridad monetaria japonesa profundizan la flexibilización monetaria. En el caso de los países emergentes, que en el contexto actual necesitarían una mayor flexibilización para apuntalar el crecimiento más moderado, los hacedores de política encuentran limitaciones para andar este camino como consecuencia del aumento de tasas por parte de la Fed, que impacta negativamente sobre el flujo de capitales y deprime los tipos de cambio locales frente al dólar.



De cara a 2016, y dada la posibilidad de poder anticipar una continuidad en el aumento de tasas de interés de referencia internacional, los principales riesgos para las economías emergentes provienen de la incertidumbre respecto a la evolución de la economía china. Los indicadores líderes de OECD, que anticipan los puntos de inflexión en la economía, muestran para el gigante asiático signos tentativos de estabilización, lo que, de confirmarse, convalidaría un contexto menos amigable para los emergentes que el observado en los últimos años pero sin sobresaltos. Para la Eurozona y

**Política Monetaria: Tasas de referencia en Estados Unidos y Eurozona**



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

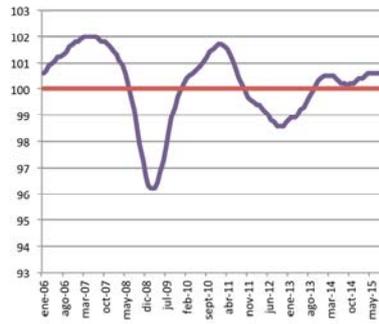
Japón, los indicadores líderes de la OECD anticipan un ritmo de crecimiento estable mientras que para Estados Unidos y Gran Bretaña parecen anunciar pérdida en el ritmo de crecimiento, lo que en algún sentido, pondría un límite a la subida de tasas que recién comienza.

**Indicadores líderes de OECD: Estados Unidos**



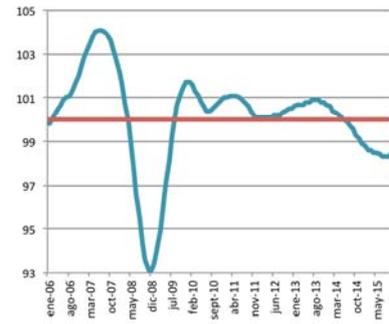
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OECD

**Indicadores líderes de OECD: Eurozona**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OECD

**Indicadores líderes de OECD: China**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OECD



## En Foco 4

### El dato regional de la semana:

#### **En un errático 2015, la demanda de gasoil cayó fuertemente el tercer trimestre, pero comenzó a recuperarse en septiembre y octubre**

- La demanda de gasoil registró un aumento del 2% interanual para el período enero – octubre, mejora apoyada en el comportamiento más dinámico del primer semestre
- En el tercer trimestre, los despachos del combustible cayeron un 2% interanual, mientras que los datos de octubre muestran un principio de recuperación (variación positiva de 1% interanual)
- La región con mejor desempeño continúa siendo la Patagónica, que muestra mejoras en el indicador respecto de los últimos 3 años, y muestra un crecimiento del 18% desde el año 2012

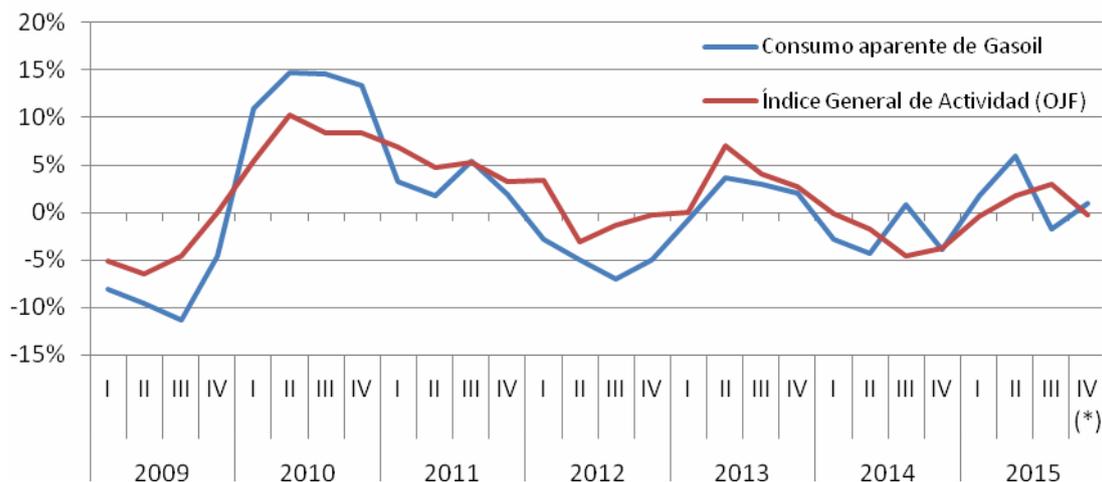
A nivel general, puede apreciarse que el consumo aparente de gasoil, acompaña la evolución de la actividad económica.

En el primer semestre del año, el nivel de actividad tuvo una evolución positiva respecto 2014, y el consumo de gasoil registró durante el acumulado de los 6 primeros meses del año un crecimiento interanual de 4,1%.

En el tercer trimestre del año 2015, se observa una caída en el consumo de gasoil del - 2% interanual, explicada fundamentalmente por una retracción del 8,2% en el mes de agosto. Los datos del mes de Octubre, en cambio, mostraron una leve recuperación (+1%) en el consumo de gasoil, por lo que en lo que va del año (enero a octubre) acumula un crecimiento del 2% interanual, según la secretaría de energía de la nación.



**Consumo de Gasoil y Actividad Económica en Argentina**  
Evolución trimestral interanual - I 2009 a III 2015 (en %)



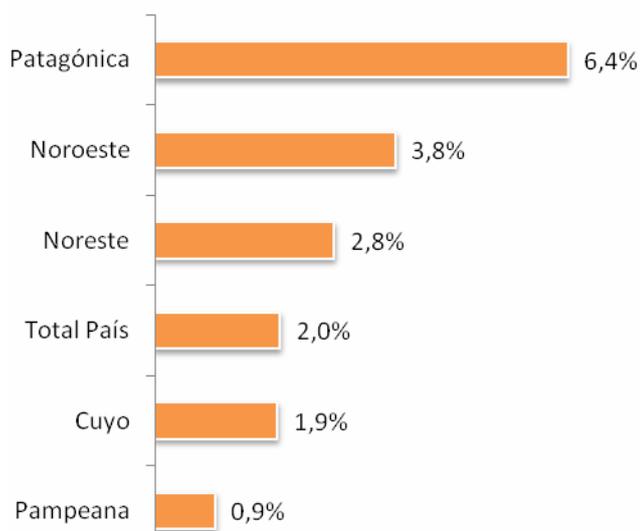
Fuente: IERAL en base a datos de la Secretaría de Energía y OJF  
(\*) Corresponde a la variación interanual de Octubre del 2015

El clima de estabilidad y la mejora en los niveles de consumo en el primer semestre permitieron alcanzar este resultado. Hacia fin de año, la situación crítica que atraviesan las economías regionales, y la caída en las ventas de granos ante las expectativas de una devaluación, han comenzado a reflejarse en el consumo del combustible.

Todas las regiones han mostrado en el acumulado de 2015 un crecimiento en los despachos de gasoil. Sin embargo, en el tercer trimestre del año, se observa una desaceleración y contracción en los despachos de gasoil, especialmente en las provincias de la región Pampeana y Cuyo.



**Variación interanual del consumo aparente de  
gasoil por regiones  
Enero - Octubre 2015 (en %)**

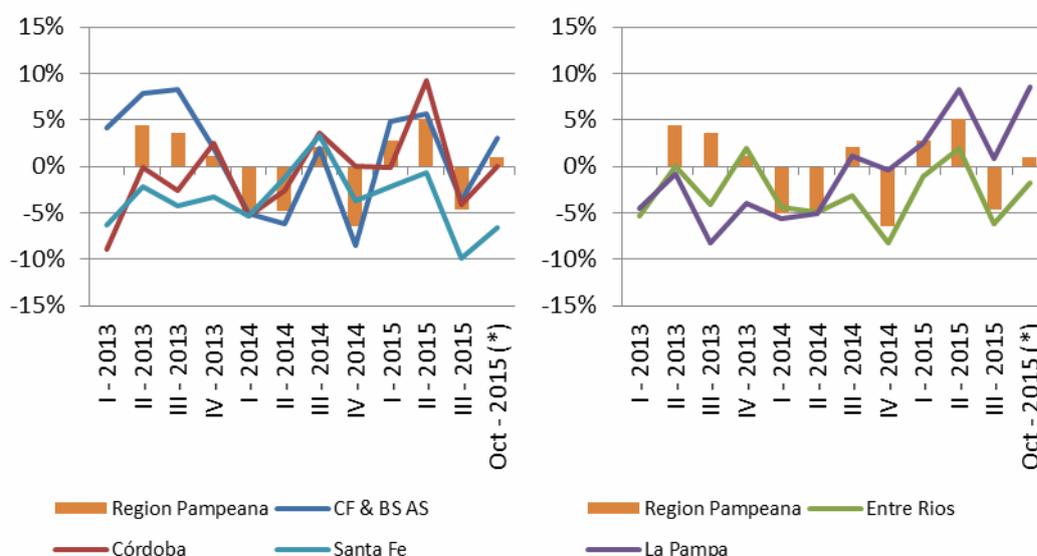


Fuente: IERAL en base a datos de la Secretaría de Energía de la Nación.

La región Pampeana ha mostrado en el período de Enero a Octubre un incremento interanual en el consumo aparente de gasoil de 0,9%.

Los mayores incrementos se observaron en la Pampa (4,4% interanual, en el período de enero a octubre), Córdoba (1,7%) y en Capital Federal y la Provincia de Buenos Aires (2,2%), que conjuntamente representan el 54% del consumo de gasoil a nivel nacional. Exeptuando a la provincia de La Pampa, todas han mostrado una contracción interanual en el tercer trimestre del año.

### Consumo aparente de Gasoil en la Región Pampeana Variación interanual trimestral (%)



Fuente: IERAL en base a datos de la Secretaría de Energía de la Nación.

Las provincias de Entre Ríos y Santa Fe, por otro lado, registraron una caída en los despachos de gasoil de -1,7 y -4,6 respectivamente. En el caso de la provincia de Santa Fe, lleva acumulado 4 trimestres de retracciones del consumo de gasoil, y en el mes de Octubre mostró una contracción de -7% interanual.

La región Noroeste, registra en los primeros 10 meses del año un crecimiento de 3,8% interanual respecto del año 2014. Las provincias de Catamarca y Tucumán continúan liderando el crecimiento regional, con incrementos de 13,7 y 7,1 respectivamente.

Si bien las provincias de Jujuy y Santiago del Estero han mostrado un estancamiento respecto del año anterior, no hay provincias en la región que registren una caída en los despachos.

La región Patagónica, continúa mostrando el mayor crecimiento del consumo aparente de gasoil (+6,4%). Las 5 provincias que componen la región han mostrado una evolución favorable del indicador, siendo Neuquén y Tierra del fuego las provincias que han tenido el mejor desempeño en la variable.

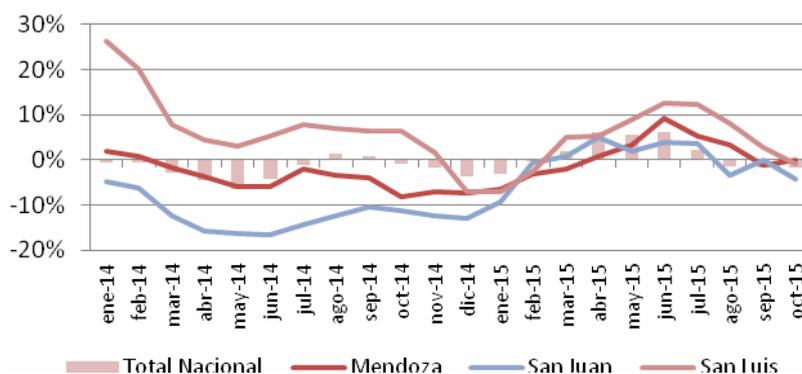
En la región NEA, la evolución acumulada interanual a Octubre alcanzó un 2,8% respecto de igual período del año anterior. Misiones continúa mostrando variaciones interanuales negativas



en el consumo aparente de gasoil, esta situación podría explicarse por los mejores precios relativos del combustible en Paraguay y Brasil, situación inversa a la del año anterior, que inciden en los despachos de gasoil en la zona de la frontera.

La región de Cuyo muestra en el período de enero a octubre, un consumo aparente de gasoil 1,9% superior al observado en igual período de 2014. El mayor crecimiento se observa en la provincia de San Luis (+5,8%), sin embargo en el último trimestre con información disponible (agosto – octubre), ha evidenciado variaciones interanuales negativas en torno a -1%.

**Evolución trimestral móvil (en %). Provincias de la región de Cuyo y total nacional. enero 2014 - Octubre 2015.**



Fuente: IERAL en base a datos de la Secretaría de Energía de la Nación.

Mendoza y San Juan, también han evidenciado un incremento en el consumo del combustible interanual, de 1,5% y 0,8% respectivamente, en los 10 meses que van de enero a octubre. A partir de Julio comienza a observarse una desaceleración en el consumo en ambas provincias.

**Consumo Aparente de Gasoil  
Variación Interanual (En %). Enero – Octubre de 2015**

<b>Total País</b>	<b>2,0%</b>	<b>Cuyo</b>	<b>1,9%</b>
		<i>San Luis</i>	5,8%
<b>Pampeana</b>	<b>0,9%</b>	<i>Mendoza</i>	1,5%
<i>Cap Federal &amp; Buenos Aires</i>	2,2%	<i>San Juan</i>	0,8%
<i>Córdoba</i>	1,7%	<b>Noreste</b>	<b>2,8%</b>
<i>La Pampa</i>	4,4%	<i>Misiones</i>	-1,4%
<i>Santa Fe</i>	-4,6%	<i>Formosa</i>	2,3%
<i>Entre Ríos</i>	-1,7%	<i>Corrientes</i>	4,4%
<b>Noroeste</b>	<b>3,8%</b>	<i>Chaco</i>	7,0%
<i>Santiago del Estero</i>	0,2%	<b>Patagónica</b>	<b>6,4%</b>
<i>Salta</i>	1,2%	<i>Neuquén</i>	10,1%
<i>Tucumán</i>	7,1%	<i>Río Negro</i>	5,7%
<i>Catamarca</i>	13,7%	<i>Tierra Del Fuego</i>	13,5%
<i>La Rioja</i>	4,3%	<i>Chubut</i>	1,3%
<i>Jujuy</i>	0,0%	<i>Santa Cruz</i>	7,0%

Fuente: IERAL en base a datos de la Secretaría de Energía de la Nación.

A partir del año 2016, con un dólar más caro y la eliminación de retenciones, los sectores productivos vinculados al mercado externo se verán beneficiados, y por lo tanto generará un crecimiento de la demanda de gasoil desde dichos sectores. Por otro lado, la pérdida del poder adquisitivo de los salarios afectará la dinámica del mercado interno - por lo menos durante el primer semestre del año - poniendo un límite a la recuperación de la demanda del combustible.

## 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%
		<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 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 III	33,1%	0,00 pp	-0,50 pp	-0,31 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%
		<b>oct-15</b>	<b>ene-oct 15</b>	<b>oct-14</b>	<b>ene-oct 14</b>
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
		<b>oct-15</b>	<b>ene-oct 15</b>	<b>oct-14</b>	<b>ene-oct 14</b>
Adelantos Transitorios BCRA *		0,0	40.900,0	3.450,0	44.800,0
		<b>2015 II</b>	<b>2015 I</b>	<b>2014 IV</b>	<b>2014 III</b>
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%
			<b>16-dic-15</b>	<b>nov-15</b>	<b>dic-14</b>
TCN Oficial (\$/US\$)		9,84	9,64	8,56	8,57
TCN Brecha		48,1%	57,1%	53,1%	61,1%
TCN Real (R\$/US\$)		3,94	3,79	2,65	2,66
TCN Euro (US\$/€)		1,09	1,07	1,23	1,21

\* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	11-dic-15	617.257,0	8,8%	38,3%	32,5%
Depósitos (\$ mm)	04-dic-15	1.339.157,9	4,2%	34,6%	32,2%
Sector Público No Financiero	04-dic-15	349.021,5	0,5%	20,5%	23,4%
Sector Privado No Financiero	04-dic-15	987.108,1	5,6%	41,0%	36,1%
Créditos (\$ mm)	04-dic-15	868.151,6	5,3%	34,9%	25,3%
Sector Público No Financiero	04-dic-15	57.364,1	3,2%	35,6%	15,0%
Sector Privado No Financiero	04-dic-15	796.394,0	5,4%	35,0%	26,6%
			<b>nov-15</b>	<b>31-dic-13</b>	<b>dic-14</b>
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	11-dic-15	24.661,0	26.175,1	30.599,0	30.119,4
Ratio de cobertura de las reservas	11-dic-15	39,0%	45,0%	52,9%	58,1%
Tasa de interés Badlar PF	15-dic-15	25,8%	23,4%	20,4%	20,1%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plaz	30-nov-15	36,5%	36,5%	37,2%	37,2%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	30-nov-15	34,9%	28,1%	29,1%	26,3%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	16-dic-15	412	383	387	388
EMBI+ Argentina	16-dic-15	482	486	719	745
EMBI+ Brasil	16-dic-15	495	398	259	265
Tasa LIBOR	16-dic-15	0,36%	0,30%	0,17%	0,16%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	15-dic-15	0,15%	0,14%	0,06%	0,11%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	15-dic-15	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
SELIC (Brasil)	16-dic-15	14,15%	12,97%	11,65%	11,58%
			<b>var% ***</b>	<b>var% a/a ****</b>	<b>Acumulado</b>
Índice Merval	16-dic-15	12.036,1	7,74%	68,11%	36,36%
Índice Bovespa	16-dic-15	45.016,0	-2,09%	-13,78%	-6,20%

\* 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%