

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 25 - Edición N° 961- 18 de Febrero de 2016

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Marcelo Capello, Vanessa Toselli, Benjamín Castiglione

Finanzas provinciales con pronóstico reservado

En Foco 1 – Patricio Vimberg

La participación de las exportaciones argentinas en el mundo cae de 0,48% en 2011 a 0,36% en 2015

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

En el arranque de 2016, la suba de tasas de interés resintió la dinámica de los créditos

En Foco 3 – Eliana Miranda

El poder de la OPEP, condicionado por sus necesidades fiscales y por la competencia norteamericana

En Foco 4 – Vanessa Toselli

El dato regional de la semana:
El consumo de cemento aumentó en todas las regiones del país en el segundo semestre de 2015

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**

Finanzas provinciales con pronóstico reservado

- El desequilibrio fiscal del consolidado de provincias habría alcanzado a 0,9 % del PIB en 2015, el más elevado de la última década. De 18 provincias con datos actualizados, en 15 de ellas los gastos subieron por encima de los ingresos y en 12 la brecha entre ambas variables fue superior a los 5 puntos porcentuales
- El gasto subió más que los ingresos en todas las provincias grandes, pero Buenos Aires tuvo la política fiscal menos sustentable, con una brecha de 11,4 puntos porcentuales entre el aumento de los recursos (35 % interanual) y las erogaciones (46,4 % interanual). Computando el déficit como porcentaje de los ingresos corrientes, la situación fiscal más comprometida corresponde a Mendoza (con un ratio de 7,9 %), seguida por provincia de Buenos Aires (6,5 %), Santa Fe en una situación intermedia (5 %), siendo los casos menos apremiantes los de CABA (2,7 %) y Córdoba (2,4 %)
- Aun cuando en 2016 las provincias puedan lograr un alivio recuperando el 15 % de coparticipación que se detrae para ANSES, el resultado neto de todos los cambios que se esperan no será tan nítido a favor de estas jurisdicciones. Es muy probable que se reduzcan los montos de transferencias discrecionales, que alcanzaron a 2 % del PIB en 2015, siendo que también hay un aporte provincial cuando se reduce el peso de impuestos como Ganancias y retenciones

En Foco 1: **14**

La participación de las exportaciones argentinas en el mundo cae de 0,48% en 2011 a 0,36% en 2015

- Volver al ratio previo a la implementación de los cepos al cambio y al comercio exterior significaría un aumento de US\$ 26,6 mil millones por exportaciones
- La merma ocurre con mayor intensidad en los Bienes Primarios, cuya participación cae 0,5 p.p. y se ubica en 1,6% en 2014. MOA y MOI pierden 0,2 y 0,06 p.p., respectivamente, pasando a ratios de 2,5% y 0,18%
- Recuperar el terreno perdido no será tarea sencilla, con recesión en Brasil, desaceleración en China y un contexto internacional en el que ahora es más débil la conexión entre crecimiento y comercio exterior

En Foco 2: **17**

En el arranque de 2016, la suba de tasas de interés resintió la dinámica de los créditos

- Con datos hasta el 15 de febrero, el mercado de créditos refleja el efecto negativo de las subas en las tasas de interés de fines de 2015
- Los créditos en pesos al sector privado se contraen a un ritmo de 0,1% m/m y 0,8% m/m en enero y febrero, respectivamente; siendo las líneas comerciales las más afectadas
- Por su parte, los depósitos en pesos del sector privado siguieron el comportamiento de la tasa de interés nominal: fuerte aceleración hacia fin del año pasado y moderación en el presente

En Foco 3: **22**

El poder de la OPEP, condicionado por sus necesidades fiscales y por la competencia norteamericana

- El barril de petróleo repunta hasta los 35 dólares, de la mano del apoyo de Irán al acuerdo entre Rusia y Arabia Saudita para congelar la producción a niveles de enero de este año. Irán aún no aclaró la forma en que se unirá al pacto, dado que esta en un proceso de recuperar market share luego del levantamiento de las sanciones comerciales
- La OPEP tienen el poder de mercado como para mantener los precios del crudo por debajo de los costos de producción de shale norteamericano y así restringir la competencia. Sin embargo, los bajos precios comprometen la delicada situación fiscal de la mayoría de los países miembros de esa organización



- La magnitud de la caída en el precio, desde los 111 dólares promedio de junio de 2014 hasta los 32 dólares promedio de 2016 genera una situación inédita, en la que los efectos negativos, como el riesgo deflacionario y los problemas de cobrabilidad de instituciones que financiaron los proyectos, eclipsan a los positivos, la reducción de costos y el mayor ingreso disponible de los hogares

En Foco 4: 27

El dato regional de la semana: El consumo de cemento aumentó en todas las regiones del país en el segundo semestre de 2015

- La variación fue de 4,5 % interanual, con el Noreste (2,6 %) por debajo del promedio, la zona Pampeana (3,4 %) y el Noroeste (5,9 %) en torno a la media y mejor performance para Cuyo (7,8 %) y Patagonia (9,2 %)
- Por provincias, se observó mayor disparidad, con variaciones positivas de dos dígitos para los casos de Jujuy (23,9 %), Río Negro (18,1 %), Mendoza (12,8 %), Neuquén (11,1 %), San Luis (10,4 %) y Salta (10,1 %)
- En cambio, hubo guarismos en terreno negativo para los casos de Tierra del Fuego (-21,6 %), Tucumán (-5,9 %), San Juan (-4,7 %), Misiones (-3,1 %), CABA (-2,0 %), Santa Fé (-1,9 %) y La Pampa (-0,1 %)

Selección de Indicadores 29

Editorial

Finanzas provinciales con pronóstico reservado

- El desequilibrio fiscal del consolidado de provincias habría alcanzado a 0,9 % del PIB en 2015, el más elevado de la última década. De 18 provincias con datos actualizados, en 15 de ellas los gastos subieron por encima de los ingresos y en 12 la brecha entre ambas variables fue superior a los 5 puntos porcentuales
- El gasto subió más que los ingresos en todas las provincias grandes, pero Buenos Aires tuvo la política fiscal menos sustentable, con una brecha de 11,4 puntos porcentuales entre el aumento de los recursos (35 % interanual) y las erogaciones (46,4 % interanual). Computando el déficit como porcentaje de los ingresos corrientes, la situación fiscal más comprometida corresponde a Mendoza (con un ratio de 7,9 %), seguida por provincia de Buenos Aires (6,5 %), Santa Fe en una situación intermedia (5 %), siendo los casos menos apremiantes los de CABA (2,7 %) y Córdoba (2,4 %)
- Aun cuando en 2016 las provincias puedan lograr un alivio recuperando el 15 % de coparticipación que se detrae para ANSES, el resultado neto de todos los cambios que se esperan no será tan nítido a favor de estas jurisdicciones. Es muy probable que se reduzcan los montos de transferencias discrecionales, que alcanzaron a 2 % del PIB en 2015, siendo que también hay un aporte provincial cuando se reduce el peso de impuestos como Ganancias y retenciones

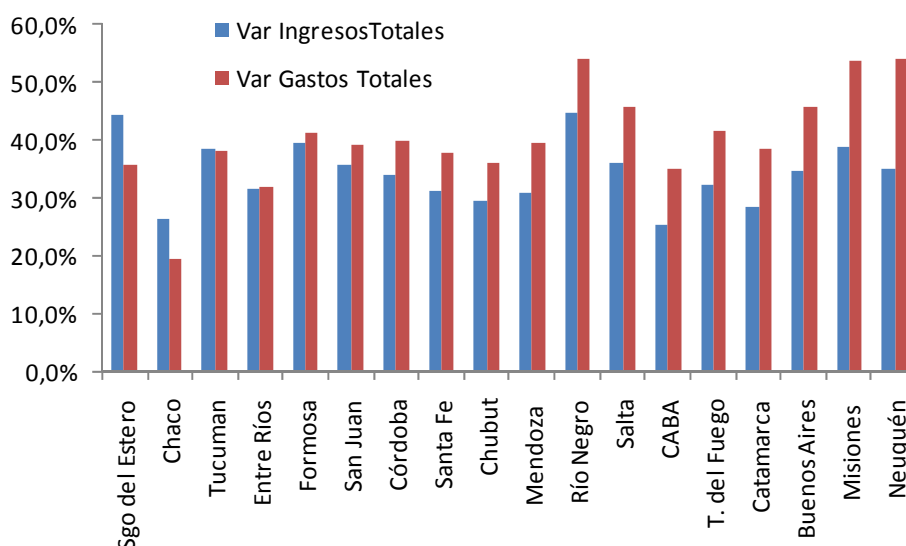
El año 2015, último año de la administración de Cristina Fernández de Kirchner, dejó un complejo panorama en materia de finanzas públicas, no sólo a nivel nacional como ya venía ocurriendo en los últimos años, sino que también a nivel de provincias. Se agravó así una situación que en períodos previos aparecía como más controlada que la visualizada en el orden nacional. El año electoral, sumado a los recambios en el poder, dispararon políticas fiscales no sustentables que llevaron a que varias provincias debieran recibir auxilio financiero desde el poder central para afrontar sus obligaciones corrientes.

El severo déficit relativo de las finanzas provinciales sugiere que la flexibilidad de las nuevas administraciones será escasa. La gravedad de la situación se evidencia en las complicaciones que muchas jurisdicciones están teniendo para cumplir con sus obligaciones salariales. Por ello cobra especial importancia para los gobiernos subnacionales la obtención de fondos

extras ya sea mediante mecanismos discrecionales de reparto o reflatando una discusión sobre la coparticipación federal, debates que en 2016 configurarán un nuevo tablero político.

El deterioro mencionado se puede vislumbrar al comparar la tasa de variación interanual entre ingresos totales y egresos totales para las administraciones provinciales en los últimos doce meses, para las jurisdicciones con datos.

Variación interanual de Ingresos y Gastos Totales III 2014- III 2015 (APNF)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a las ejecuciones provinciales.

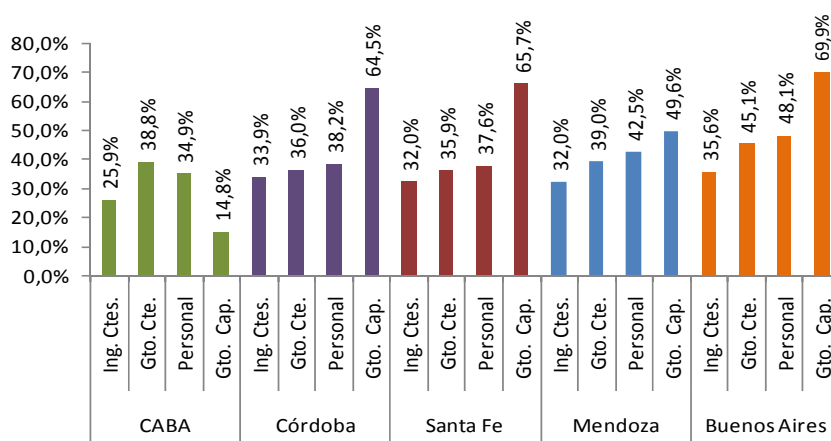
De las provincias que presentan datos actualizados de sus ejecuciones provinciales, Neuquén, Misiones y la Provincia de Buenos Aires son las que presentaban una dinámica más compleja al tercer trimestre de 2015, ya que las brechas entre el crecimiento de ingresos y egresos equivalía a -18,9%, -14,7% y -11,0%, respectivamente. Santiago del Estero ha sido la jurisdicción que más ha mejorado en términos relativos su posicionamiento financiero, al obtener un crecimiento en sus recursos un 8,5% por encima de sus egresos. El deterioro relativo queda en evidencia al denotar que de las 18 provincias con datos actualizados, 15 de ellas han visto crecer sus gastos por encima de los ingresos en 2015, de las cuales 12 lo hacen con una brecha entre suba de egresos e ingresos superior a 5 puntos porcentuales.

La situación se habría agravado tras la ejecución del último trimestre de 2015, subperíodo que siempre supone un estrés fiscal considerable para las arcas provinciales. Cabe destacar que se trabajó con los últimos datos acumulados por cada jurisdicción a 2015 correspondiendo la mayoría a variaciones de septiembre de 2014 a septiembre de 2015.

Las 5 jurisdicciones más pobladas

Si nos focalizamos en las cinco principales jurisdicciones se pueden observar patrones de gasto comunes en 2015. En todos los casos los gastos corrientes han crecido a un ritmo mayor que los ingresos corrientes y los ingresos totales, siendo la brecha mayor para la provincia bonaerense y menor para la provincia cordobesa. Además, exceptuando a CABA, los gastos en capital crecieron más que los gastos en personal, que a su vez crecieron más que los gastos corrientes. En los rubros de gasto primario, gasto en personal y gasto corriente Buenos Aires ha sido la provincia de mayor crecimiento (45,1%, 48,1% y 69,9%), seguida por Mendoza (39%, 42,5% y 49,6%), mientras que CABA fue la de menor crecimiento en gastos de capital y de personal. Relucen las altas tasas de crecimiento observadas para el gasto de capital en un año eleccionario, existiendo una leve desaceleración del mismo en los últimos meses. A los ya mencionados casos bonaerense y mendocino se agrega Santa Fe (+65,7%), Córdoba (+64,5%) y Mendoza (+49,6%). La Ciudad Autónoma de Buenos Aires ha quedado relegada respecto a sus pares en este rubro, apenas creciendo 14,8%, tras períodos anteriores con fuertes subas.

Variaciones interanuales de las principales componentes del gasto



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a las ejecuciones provinciales.

*Los datos de Buenos Aires y CABA corresponden al acumulado a Septiembre; y Mendoza, Córdoba y Santa Fe a Noviembre.

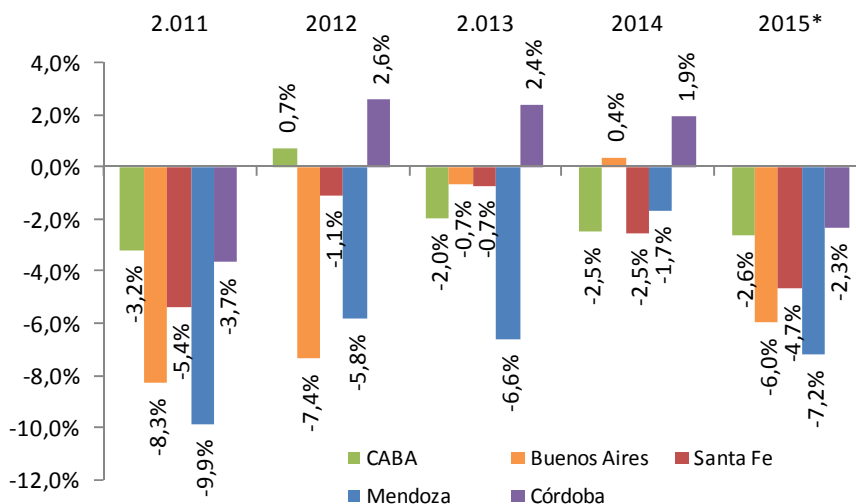
Cuadro resumen. Variación Interanual de las principales variables fiscales. Acumulado al último dato (2014-2015)

	CABA	Córdoba	Santa Fe	Mendoza	Buenos Aires
Ing Tributarios	26,7%	33,6%	33,3%	32,0%	35,0%
Propios	25,8%	30,6%	30,3%	27,7%	35,3%
Nación	34,6%	35,6%	35,0%	35,3%	34,6%
Gasto Primario	35,0%	38,7%	37,8%	39,8%	46,4%
Gasto Corriente	38,8%	36,0%	35,9%	39,0%	45,1%
Personal	34,9%	38,2%	37,6%	42,5%	48,1%
Gasto Capital	14,8%	64,5%	65,7%	49,6%	69,9%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a las ejecuciones provinciales.

El cierre del año 2015, como es habitual en el último trimestre, habría supuesto un estrés grande para las arcas provinciales que exacerbó los desequilibrios detectados al tercer trimestre. Santa Fe, Mendoza y Buenos Aires, que ya a esa altura del año presentaban cuentas en rojo, habrían incrementado su déficit financiero hasta alcanzar valores muy elevados con relación a los períodos recientes. Al ponderar el déficit como porcentaje del gasto total, a situación fiscal de Mendoza sería la más compleja, con un déficit equivalente a 7,2% del gasto total, seguido por Buenos Aires (6,0%), Santa Fe (4,7%), CABA (2,6%) y Córdoba (2,2%). Si se pondera por ingresos corrientes en lugar del gasto total, se obtendrían conclusiones análogas, manteniéndose el posicionamiento previo con porcentajes de 7,9%, 6,5%, 5,0%, 2,7% y 2,4%, respectivamente. Como detalle interesante puede mencionarse que la última vez en que las cinco provincias más pobladas finalizaron el ejercicio de forma deficitaria, fue en el también eleccionario año 2011.

Resultados Financieros en % del Gasto Total 2011-2015 (APNF)

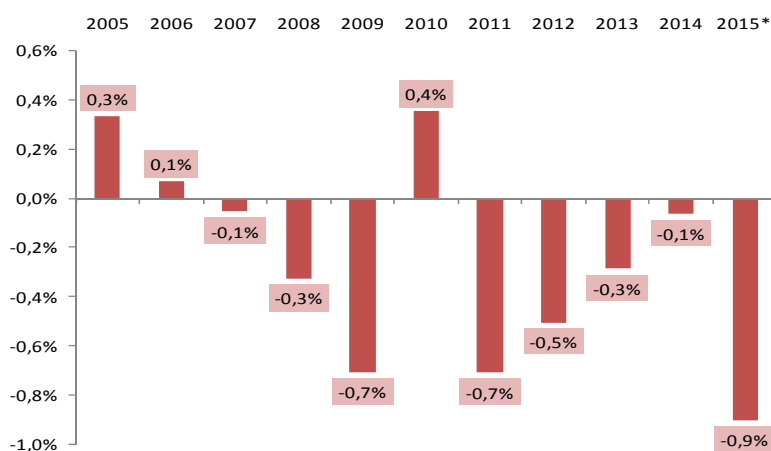


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a las ejecuciones provinciales.

*Los resultados financieros de 2015 son estimaciones.

A nivel consolidado se confirma la tendencia general de las provincias a generar un importante desequilibrio fiscal, que en 2015 habría alcanzado a 0,9% del PBI, el más alto de la última década. Dicho resultado fiscal negativo ha sido provocado principalmente por un importante incremento en el gasto primario (tanto para el gasto corriente como para el gasto de capital), una caída en términos reales de los ingresos de capital y unos ingresos corrientes que, si bien crecieron a valores constantes, no alcanzaron a seguirle el paso a su contrapartida del gasto.

Resultados Financiero del Consolidado Provincial como % del PBI (APNF)



Fuente: Elaboración propia en base a MECON y ejecuciones provinciales.

*El resultado de 2015 es estimado.

Novedades para 2016

Existirán en 2016 diversos factores a considerar que tendrán impactos contrapuestos en las finanzas provinciales. Por un lado, habiendo pasado el período electoral las provincias tendrán menores urgencias en subir erogaciones. Además subsistirá un importante elemento de incertidumbre respecto al resultado de las paritarias (como en toda la economía). Por el lado de los ingresos existe la posibilidad que todas las provincias recuperen el 15% de coparticipación que se detrae para ANSES, aunque también existirán costos fiscales para las jurisdicciones provinciales de la reducción ya anunciada en los Derechos de Exportación, y las que sobrevendrán con el próximo anuncio de actualización en el impuesto a las ganancias.

Más allá de lo que ocurra con las tendencias de ingresos y egresos en las provincias en 2016, se debe considerar que este año podría haber novedades por varias vías:

- Podría ocurrir que finalmente se elimine la detracción del 15% a la coparticipación para todas las provincias, lo que supondría en 2016 alrededor de 70 mil millones de pesos adicionales para las provincias (56 mil millones en 2015, un 1% del PIB), y un monto igual de menores recursos para el gobierno nacional (neto entre Tesoro y ANSES).
- Pero si lo anterior ocurre, es probable que el gobierno nacional restrinja parcialmente las transferencias corrientes y de capital más discrecionales hacia las provincias, que suman 2% del PIB.
- En 2016 se modificará el impuesto a las ganancias, que haría caer su recaudación, de la cual un 46% se deriva a las provincias. Si los anuncios intentan llevar la situación del impuesto sobre personas físicas a lo que ocurría a fines de los años noventa, la pérdida de recaudación del impuesto podría aproximarse a los 50 mil millones de pesos, de los cuales 23 mil millones corresponde a las provincias (0,4% del PIB).
- Las modificaciones en los Derechos de Exportación podrían significar una caída de alrededor de aproximadamente 6.000 millones en el Fondo Federal Solidario, un 0,1% del PIB.

En definitiva, aún en el caso que las provincias recuperen el 15% de la coparticipación en 2016, la reacción a que podría dar lugar en la política fiscal nacional para con las provincias,



además de los costos fiscales que se derivan de las reducciones impositivas ya anunciadas o por anunciar (con su consecuente menor coparticipación a provincias), no dejan vislumbrar un año más aliviado para las finanzas de los gobiernos provinciales en 2016. La situación sería más compleja para aquellos que se encontraban ya en una situación fiscal comprometida y/o que ahora se supone recibirán menos ayuda desde el poder central.

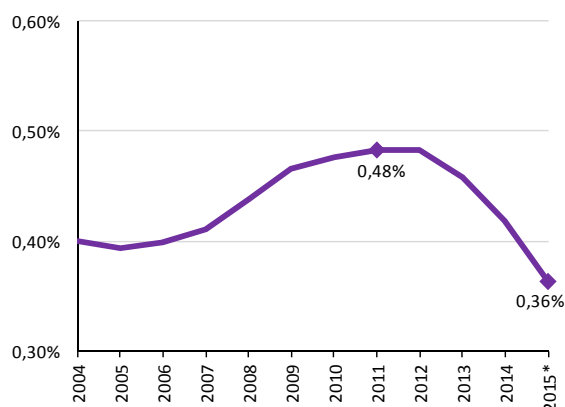
En Foco 1

La participación de las exportaciones argentinas en el mundo cae de 0,48% en 2011 a 0,36% en 2015

- Volver al ratio previo a la implementación de los cepos al cambio y al comercio exterior significaría un aumento de US\$ 26,6 mil millones por exportaciones
- La merma ocurre con mayor intensidad en los Bienes Primarios, cuya participación cae 0,5 p.p. y se ubica en 1,6% en 2014. MOA y MOI pierden 0,2 y 0,06 p.p., respectivamente, pasando a ratios de 2,5% y 0,18%
- Recuperar el terreno perdido no será tarea sencilla, con recesión en Brasil, desaceleración en China y un contexto internacional en el que ahora es más débil la conexión entre crecimiento y comercio exterior

El aislamiento que experimentó la Argentina en los últimos años, producto de una política comercial desaprensiva profundizada por los cepos al cambio y al comercio exterior, hacen que la participación de las exportaciones del país en el intercambio mundial haya pasado de 0,48% en 2011 a apenas 0,36% en 2015 (utilizando una estimación propia del IERAL para la evolución del comercio mundial en 2015).

Market share de la Argentina en el comercio mundial
Promedio móvil 2 años

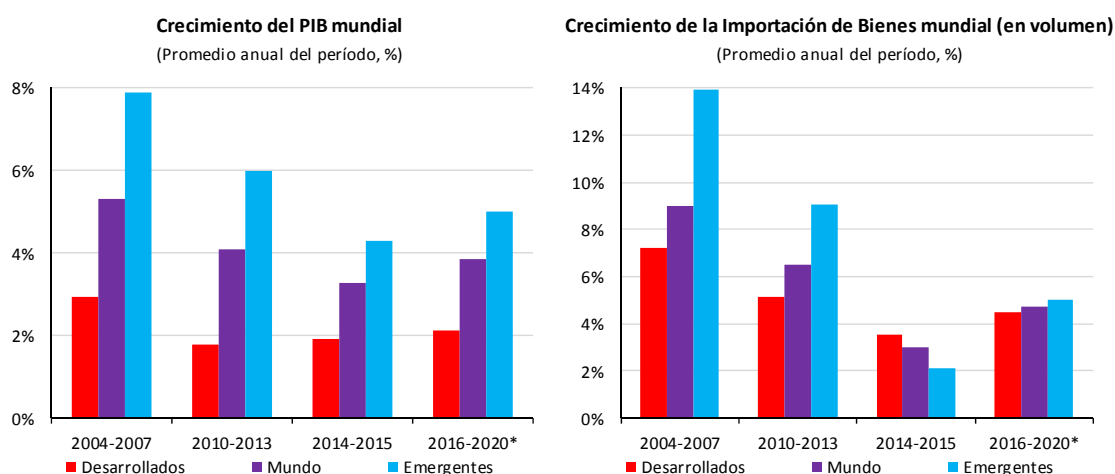


* Estimación propia en base a CPB World Trade Monitor
Fuente: IERAL en base a COMTRADE

En caso de que se recuperase el terreno perdido y se retornase a la situación de 2011, la diferencia de 0,12 puntos porcentuales en las exportaciones mundiales se traduciría en un plus anual de US\$ 26,6 mil millones en las exportaciones del país. Un objetivo que no podrá lograrse en un año, pero al que podría aspirarse en caso que se den las reformas apropiadas.

La tarea no será sencilla, en parte debido a que el mundo se ha vuelto más hostil: la merma en la demanda de nuestros principales socios comerciales (caso de la recesión en Brasil y la desaceleración china) hacen que sea más dificultosa la reinserción en estos mercados tradicionales.

Una posible alternativa para compensar esta situación desfavorable sería concentrarse en captar nuevos mercados en países vecinos y en el resto del mundo. Sin embargo, esto tampoco se presenta como una tarea fácil. Si bien estimaciones de organismos internacionales pronostican que el crecimiento mundial en los próximos años se mantenga alrededor de 4% -un nivel similar al del período 2010-2013 (gráfico izquierda)- la relación entre crecimiento mundial e importaciones pareciera haberse desacoplado en el nuevo mundo post crisis financiera internacional: mientras que en los años previos a la crisis el mundo crecía al 5,3% anual y las importaciones lo hacían al 9% (gráfico derecha); entre 2014 y 2015, por el contrario, el producto aumentó 3,3% y las importaciones se expandieron apenas 3%. La proyección de estas variables indica que esta tendencia se cumple tanto para los países desarrollados como para los emergentes, y que podría perdurar en los años siguientes.



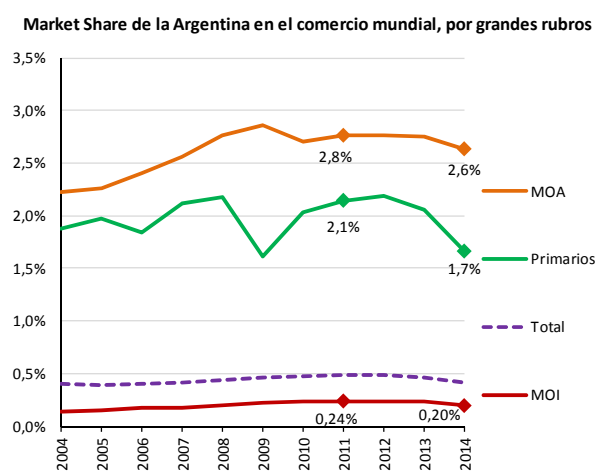
* Estimado 2016-2020

Fuente: IERAL en base a IMF World Economic Outlook

Clasificando las exportaciones por grandes rubros se puede observar la evolución de cada grupo de productos hasta 2014, año hasta el que se tienen datos completos de comercio mundial. Así, la merma en la participación de las exportaciones en el mundo ocurre con

mayor intensidad para el caso de los Bienes primarios, que pasaron de representar 2,1% de las exportaciones mundiales en 2011, a 1,7% en 2014. De todas formas, las ventajas comparativas en este rubro siguen siendo sustanciales, por lo que recuperar el market share anterior debería ser más factible.

Por el otro lado, las Manufacturas de Origen Agropecuario pierden 0,20 p.p. con respecto al ratio de 2,8% del comercio mundial registrado en 2011, mientras que las de Origen Industrial pierden 0,04 p.p. y se ubican apenas en 0,20%.



Fuente: IERAL en base a COMTRADE e INDEC



En Foco 2

En el arranque de 2016, la suba de tasas de interés resintió la dinámica de los créditos

- Con datos hasta el 15 de febrero, el mercado de créditos refleja el efecto negativo de las subas en las tasas de interés de fines de 2015
- Los créditos en pesos al sector privado se contraen a un ritmo de 0,1% m/m y 0,8% m/m en enero y febrero, respectivamente; siendo las líneas comerciales las más afectadas
- Por su parte, los depósitos en pesos del sector privado siguieron el comportamiento de la tasa de interés nominal: fuerte aceleración hacia fin del año pasado y moderación en el presente

Como se podía avizorar hacia fin del año pasado, la suba de tasas de interés derivada de la política de esterilización monetaria implementada por el BCRA ha resentido la dinámica de los créditos en pesos al sector privado. Las líneas mayormente afectadas, son aquellas vinculadas a la actividad comercial. Por su parte, los depósitos bancarios en pesos del sector privado -que habían mostrado un significativo repunte hacia fin del año pasado, respondiendo a la suba de tasas- moderan su ritmo de expansión. La novedad dentro del mercado de depósitos privados, la constituye la dinámica que han tomado las colocaciones en moneda extranjera; que luego de permanecer estancadas por largo tiempo, hoy vuelven a crecer.

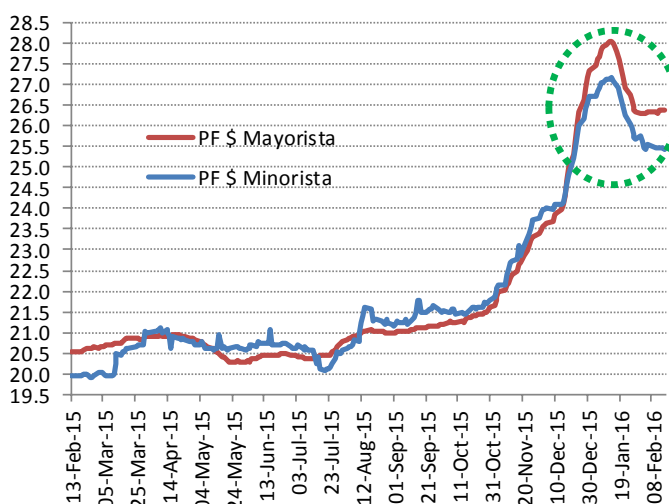
Como se mencionara anteriormente, con datos hasta el 15 de febrero, se tiene que los depósitos en pesos del sector privado en los bancos crecen solo 1,5% m/m, luego de un magro 0,2% m/m en enero. Este comportamiento dista significativamente de la expansión de 3,4% m/m y 4,1% m/m registrada en noviembre y diciembre pasados, respectivamente. En detalle, la merma de febrero se debe principalmente por freno en las colocaciones en Caja de Ahorro (-0,5% m/m) y Plazo Fijo (-0,4% m/m) en pesos. Por su parte, los depósitos en pesos en Cuenta Corriente continúan mostrando buen ritmo de expansión (+5,3% m/m). En el caso de los depósitos en dólares, se tiene que en febrero crecen al 2,2% m/m, luego de crecer 17,9% m/m en diciembre y 5,6% m/m durante enero. En este sentido, el stock de colocaciones en moneda extranjera en los bancos, paso de US\$9.000 millones en diciembre 2015 a US\$11.350 millones ahora.



El comportamiento de los depósitos en pesos es la contracara del movimiento de la tasa de interés. En este sentido, como se puede observar en el gráfico de la derecha, las tasas de interés pasivas que pagan los bancos por los depósitos marcaron un sendero ascendente desde fines de octubre del año pasado, que incluso se intensificó durante la segunda quincena de diciembre. Así las cosas, la tasa nominal anual -tomando el promedio móvil de 20 días- que pagan los plazos fijos minoristas alcanzó un pico de 27,2% anual a mediados de enero. Sin embargo, luego fue moderándose hasta establecerse en torno a 25,4% anual ahora,

Tasas de Interés Pasivas

t.n.a. (%) - promedio móvil de 20d



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

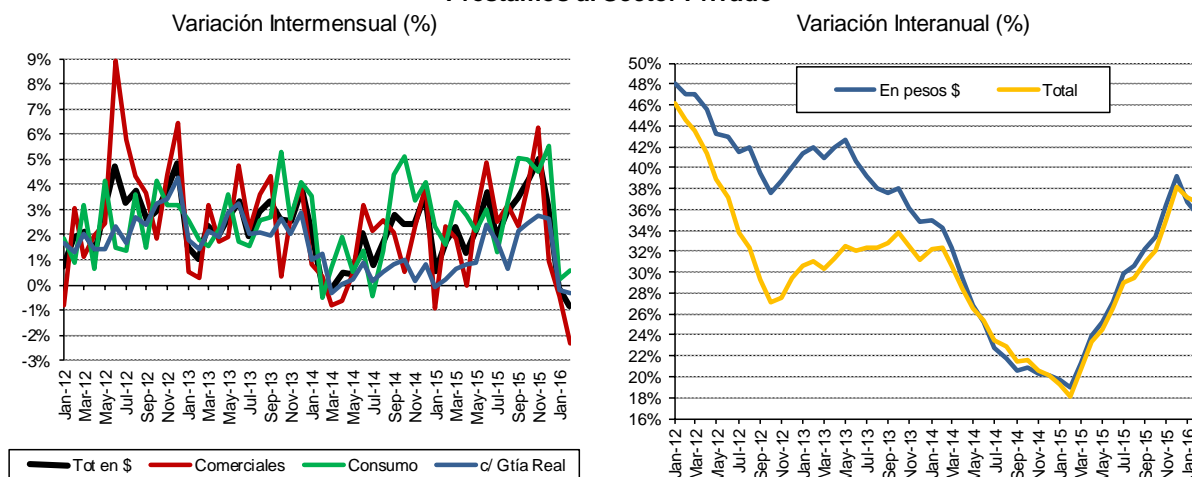
comportamiento que tuvo su réplica en los depósitos en pesos. Por su parte, la tasa que pagan los bancos por depósitos a plazo fijo superiores al millón de pesos (BADLAR), mostro un comportamiento muy similar: alcanzo un pico de 28% anual a mediados de enero, siempre tomando un promedio móvil de 20 días; para luego descender a 26,4% anual.

Del otro lado del mostrador, la expansión del crédito en pesos -que había mostrado una importante aceleración durante los últimos meses de 2015- registra un retroceso. Esto es, luego de crecer 5% m/m y 3,1% m/m en noviembre y diciembre pasados, este año decreció 0,1% m/m en enero y 0,8% m/m ahora.

Como se mencionara anteriormente, las líneas más afectadas han sido las Comerciales (Adelantos en Cta. Cte., Documentos a sola firma, Documentos comprados y descontados, entre otros) que retrocedieron -0,5% m/m en enero y -2,5% m/m en febrero. Por su parte, las líneas vinculadas al financiamiento del Consumo (Personales y con Tarjeta de crédito), que venían mostrando un fuerte dinamismo los últimos meses (+5,5% m/m en diciembre), moderaron repentinamente su expansión este año: 0,2% m/m en enero y 0,6% m/m ahora; en este caso se destaca el retroceso observado en los financiamientos con tarjeta de crédito que retrocedieron -0,5% y -0,9% m/m durante los primeros meses del corriente año. Por último, los préstamos otorgados con garantía real (Hipotecarios y Prendarios) mostraron una caída de -0,2% m/m y -0,3% m/m en enero y febrero respectivamente.



Préstamos al Sector Privado



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA

De todas formas, se debe tener en cuenta que -como refleja el grafico de la derecha-, a pesar de la moderación y retroceso de los créditos; en términos interanuales, todavía el crecimiento sigue firme en torno a 36% anual, aunque se verifica el cambio de trayectoria.



En Foco 3

El poder de la OPEP, condicionado por sus necesidades fiscales y por la competencia norteamericana

- El barril de petróleo repunta hasta los 35 dólares, de la mano del apoyo de Irán al acuerdo entre Rusia y Arabia Saudita para congelar la producción a niveles de enero de este año. Irán aún no aclaró la forma en que se unirá al pacto, dado que esta en un proceso de recuperar market share luego del levantamiento de las sanciones comerciales
- La OPEP tienen el poder de mercado como para mantener los precios del crudo por debajo de los costos de producción de shale norteamericano y así restringir la competencia. Sin embargo, los bajos precios comprometen la delicada situación fiscal de la mayoría de los países miembros de esa organización
- La magnitud de la caída en el precio, desde los 111 dólares promedio de junio de 2014 hasta los 32 dólares promedio de 2016 genera una situación inédita, en la que los efectos negativos, como el riesgo deflacionario y los problemas de cobrabilidad de instituciones que financiaron los proyectos, eclipsan a los positivos, la reducción de costos y el mayor ingreso disponible de los hogares

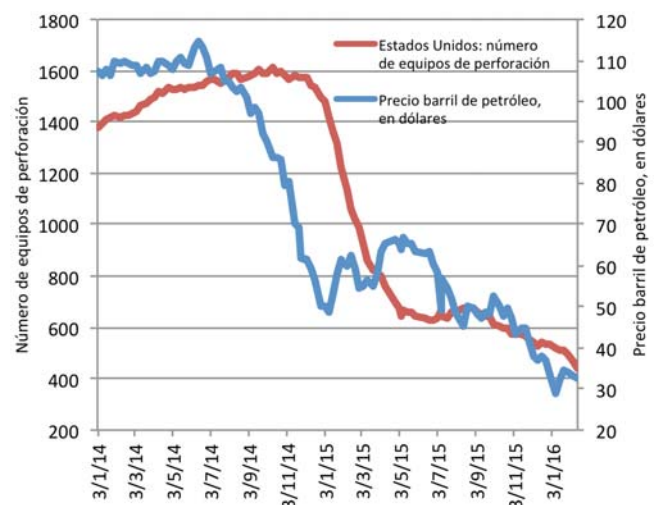
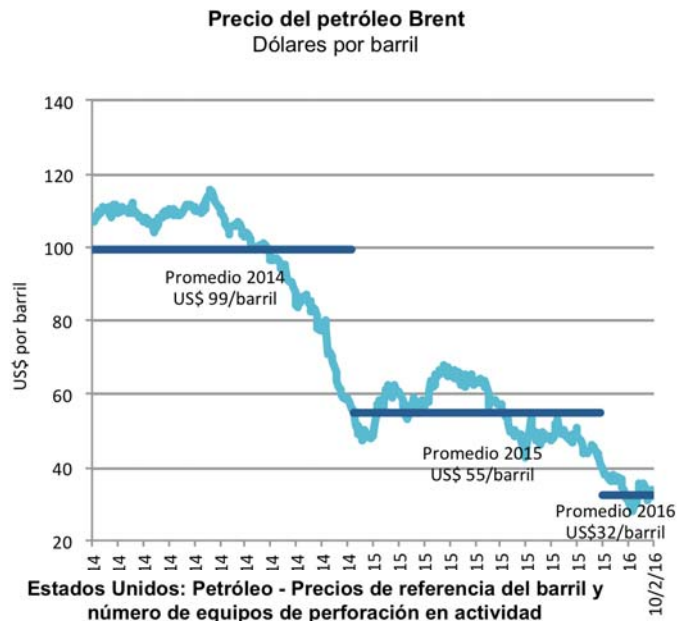
Entre 2005 y 2014 el precio promedio de un barril de petróleo superó siempre los 60 dólares, nivel significativamente dissociado de los costos de extracción del hidrocarburo en su forma convencional. Los años de máximo esplendor fueron 2011 y 2012, con un barril que marcó un promedio anual de 111 dólares para la cotización de referencia Brent. La elevada rentabilidad de cada barril extraído encuentra su explicación en la estructura del mercado: los países reunidos en la OPEP funcionan como un cartel, la enorme cantidad de reservas de hidrocarburos y los bajos costos de producción le otorgaron, hasta la llegada del *boom* del *shale*, la posibilidad de fijar precios muy por encima del costo marginal y ajustar la producción a los vaivenes del consumo global, cuidando que la oferta no superara la demanda, protegiendo de esa manera la elevada rentabilidad.

El elevado nivel de precios viabilizó nuevas formas de extracción. El barril por encima de 100

dólares introdujo competencia a un mercado con características oligopólicas, al permitir rentabilidad para las nuevas formas de producción que nacían con elevados costos de producción. La producción norteamericana de crudo creció un 72% entre 2008 y 2014. Marcando una tasa de crecimiento anual acumulativa de 9,4%, frente a una tasa del 1,1% verificada por la producción mundial, Estados Unidos ganó *market share*, pasando de 8% de la producción mundial en 2008 a 13% en 2014. Como resultado, ese año, Estados Unidos le robó la punta a Arabia Saudita como mayor productor global. Con el agregado de que Estados Unidos, que comenzaba a autoabastecerse era, hasta ese entonces, uno de los principales mercados de destino para los derivados de petróleo que exportaba Arabia Saudita. Así fue como el petróleo por encima de los 100 dólares generó un caldo de cultivo para el desarrollo de nuevas tecnologías, introduciendo competencia en el mercado.

Los 70 dólares por barril registrados en noviembre de 2014 parecen haber marcado un punto de inflexión para parte de la producción de crudo norteamericana, con equipos de perforación que arrancaron un mes después una carrera descendente desde un pico de 1600 equipos en actividad, que en menos de 2 meses descendían a 1000. Con los precios actuales, en torno a los 30 dólares, la cantidad de equipos en actividad araña las 440 unidades.

En el primer semestre de 2015 se comenzó a vislumbrar que la política de Arabia Saudita apuntaba a sacar del mercado a los competidores menos eficientes. Esa política de seguir bombeando, la reacción más lenta de lo esperado en la caída de la producción



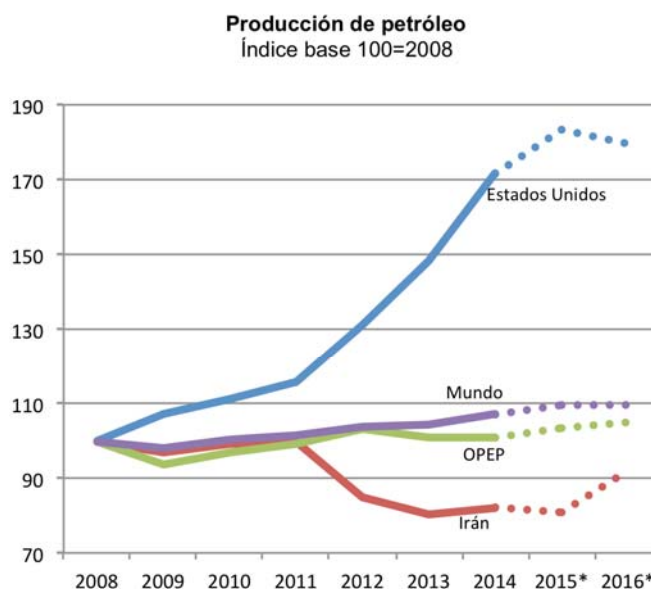
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a North America Rotary Rig Count de Baker Hughes y datos de mercado



norteamericana, junto con una demanda más moderada de la mano de la desaceleración China, explican la abrupta caída en el nivel de precios. La caída se ha reforzado como consecuencia de un factor adicional: el levantamiento de las sanciones comerciales a Irán, que contribuye a explicar por qué el barril de petróleo hoy supera tibiamente los 30 dólares. Con la caída de los precios del barril por debajo de 50/55 dólares, que se estima como costo de extracción del *shale* en Estados Unidos, la OPEP logró restringir la oferta norteamericana, pero la incorporación de Irán al mercado introdujo un nuevo competidor que, a diferencia de Estados Unidos, extrae petróleo a muy bajo costo.

Hasta el momento, se prevé que la producción iraní aumente en torno a los 500 mil barriles diarios en 2016. Para colocar su producción ha salido con una estrategia ofensiva, ofreciendo precios con descuento, por debajo de sus competidores, y ha conseguido enviar los primeros cargamentos a Europa. Arabia Saudita, que a pesar de las continuas presiones a la baja sobre los precios se mantuvo firme en no recortar producción con el objetivo de no seguir perdiendo *market share*, parece haber comenzado a internalizar que Irán llegó para quedarse: esta semana, 4 de los grandes países productores, Arabia Saudita, Qatar, Venezuela y Rusia, acordaron congelar su producción en los niveles de enero de este año. La propuesta está sujeta a la adhesión del resto de los miembros de la OPEP, de lo que podría exceptuarse a Irán. De concretarse, un acuerdo de estas características le pondría un piso al precio. En el mediano plazo, una vez que se incorpore la oferta iraní, se llegará a un nuevo equilibrio. El interrogante sigue siendo en torno a qué nivel.

Este nuevo escenario de precios deprimidos está dejando en el camino una cantidad enorme de proyectos que se planearon y financiaron bajo la premisa de que los 100 dólares por barril durarían largo rato. La magnitud de la caída en el precio del barril, desde 112 dólares promedio en junio de 2014 hasta un promedio de 32 dólares en lo que va de 2016, genera una situación inédita, en la que la reducción de costos y el mayor ingreso disponible para los



*Estimaciones de mercado

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BP Statistical Review 2015 y datos de mercado



hogares que se dan como consecuencia del petróleo barato, son eclipsados por los riesgos deflacionarios y los problemas de cobrabilidad que empiezan a enfrentar las instituciones financieras que financiaron esos proyectos, con riesgo de contagio sobre la economía global a través del deterioro de los mercados de capitales.

En el nivel de precios actual, Estados Unidos ocupa un rol de competidor potencial. Con un precio del barril que deje rentabilidad positiva para el *shale* norteamericano, el funcionamiento del mercado cambiaría. Recordar que, a diferencia de los grandes productores mundiales, la producción en Estados Unidos se da de manera descentralizada, los propietarios de las tierras también son propietarios del subsuelo y la producción responde a las señales de precios. También hay que tener en cuenta que el costo de extracción no es un dato estático, sino que ha ido descendiendo en el tiempo gracias a los avances tecnológicos y las ganancias de productividad. Con un precio que viabilice una rentabilidad positiva, Estados Unidos pasaría a ocupar el lugar que hasta ahora ocupó Arabia Saudita: subiendo la producción ante aumentos de demanda, recortando la producción ante un menor consumo global, siempre respondiendo a las señales de precios. Como ventaja, el *shale* enfrenta un menor costo de recortar y restablecer producción cuando se compara con la modalidad convencional. Esto deja una lección para países como la Argentina, que tiene recursos no convencionales en su subsuelo: si el país aspira a avanzar en este tipo de producción, no podrá evitar la referencia de Estados Unidos en cuanto a la organización de la producción y niveles de productividad.

Una hipótesis es que se esté configurando una nueva banda para los precios del barril de petróleo, quizá entre 50 y 70 dólares. A 70 dólares algunos de los países miembros de la OPEP lograrían equilibrar sus presupuestos, o por lo menos quedarían en una posición menos apremiante que la actual. Pero ese precio posiblemente sea demasiado elevado, dada la flexibilidad de la oferta no convencional. Con un precio más cerca de los 50 dólares pueden quedar afuera los menos eficientes, y eso puede ser suficiente para restringir la oferta. El interrogante es qué pesará más: la situación política apremiante que están viviendo varios países de la OPEP, con un nivel de gasto público acorde a un barril de petróleo que en la mayoría de los casos supera los 70 dólares, o restringir la competencia norteamericana. El poder de la OPEP pasa así a estar condicionado por estos dos factores. El interrogante es si

Cotización de petróleo Brent: Punto de equilibrio fiscal

País	Dólares por barril
Argelia	96
Angola	90
Ecuador	120
Irán	87
Irak	81
Kuwait	67
Libia	269
Nigeria	120
Qatar	56
Arabia Saudita	106
Emiratos Árabes Unidos	73
Venezuela	125

Datos de octubre de 2015

Fuente: Bloomberg



las diferentes situaciones que se dan al interior de cada uno de los países que conforma el cartel permitirá que lleguen a una acción coordinada.

Con un barril volviendo a los niveles observados hasta 2014 saldrían a la luz además otros competidores potenciales, quienes poseen, al igual que Estados Unidos, recursos no convencionales. La abundancia de los no convencionales no deja lugar a duda de que en el futuro podrá atenderse cualquier aumento potencial de demanda, aunque para extraer esos recursos se necesita un precio más alto que el actual. No hay que olvidar los yacimientos maduros que van saliendo de producción. El nivel de precios tendrá un rol clave en determinar quién será el oferente de la mayor demanda. Lo que es claro es que ante un eventual shock positivo de la demanda, la OPEP ya no puede subir el precio en forma indiscriminada y apropiarse de toda la renta extraordinaria.

Con los nuevos descubrimientos se desplaza el centro de gravedad, y el petróleo ve cuestionado su rol dominante. El mundo es cada vez más consciente del impacto ambiental del uso del hidrocarburo, y los avances tecnológicos viabilizan menores costos de producción de energía a través de fuentes alternativas. El descenso en los costos de la transformación del gas natural en LNG, y también en los costos de su transporte, viabilizan cada vez más la sustitución de petróleo por gas, que es una fuente menos contaminante. En este nuevo contexto, el regreso del petróleo a los 3 dígitos parece sólo posible como respuesta a un shock puntual, más que como un nuevo nivel de equilibrio a mantenerse en forma sostenida.



En Foco 4

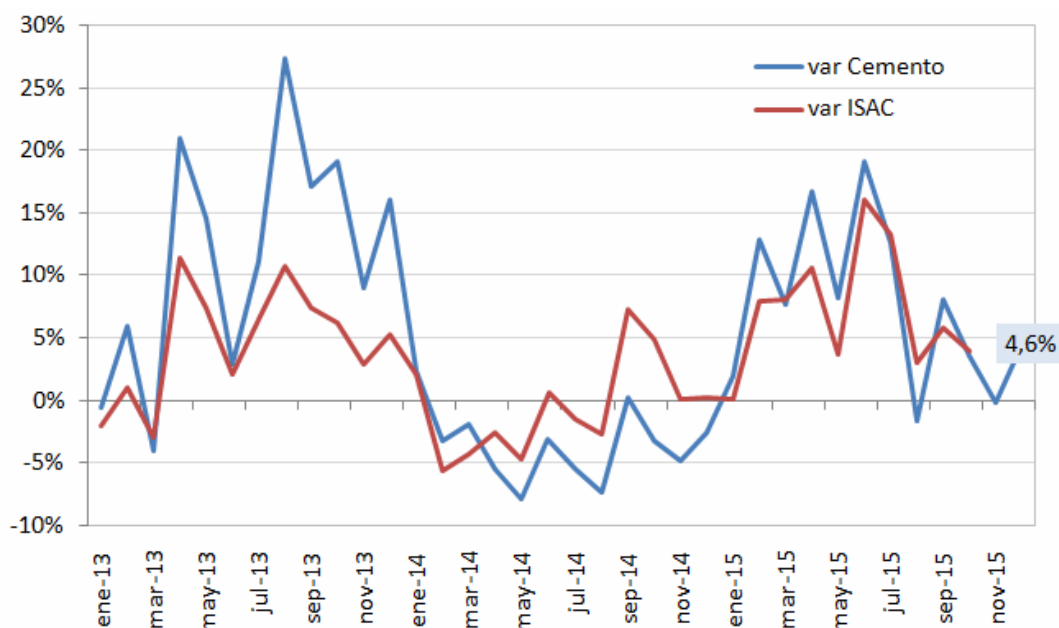
El dato regional de la semana: El consumo de cemento aumentó en todas las regiones del país en el segundo semestre de 2015

- La variación fue de 4,5 % interanual, con el Noreste (2,6 %) por debajo del promedio, la zona Pampeana (3,4 %) y el Noroeste (5,9 %) en torno a la media y mejor performance para Cuyo (7,8 %) y Patagonia (9,2 %)
- Por provincias, se observó mayor disparidad, con variaciones positivas de dos dígitos para los casos de Jujuy (23,9 %), Río Negro (18,1 %), Mendoza (12,8 %), Neuquén (11,1 %), San Luis (10,4 %) y Salta (10,1 %)
- En cambio, hubo guarismos en terreno negativo para los casos de Tierra del Fuego (-21,6 %), Tucumán (-5,9 %), San Juan (-4,7 %), Misiones (-3,1 %), CABA (-2,0 %), Santa Fé (-1,9 %) y La Pampa (-0,1 %)

El mes de diciembre de 2015 muestra un aumento en el consumo de cemento a nivel nacional, según datos presentados por la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland (AFCP). A nivel país, con un total de 933.180 toneladas utilizadas, se registra una suba del 4,6% respecto del mismo mes en 2014. Este indicador, se encuentra respaldado por el comportamiento del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) que calcula INDEC, con el cual guarda una correlación positiva¹.

Consumo de Cemento e Indicador de la Construcción (ISAC)

Variación interanual



Fuente: IERAL en base a AFCP e INDEC

Ahora bien, si se toman los valores consumidos en los últimos seis meses del año (comparativamente con igual período de 2014), puede observarse que todas las regiones del país reflejan mejoras respecto del desempeño del año anterior.

La región **Patagónica** se destaca por ser la de mayor crecimiento. Con 518.327 toneladas de cemento consumidas en el segundo semestre de 2015, aumentó un 9,2% su consumo respecto del mismo período de 2014. Tierra del Fuego fue la única provincia de la región con desempeño a la baja en la región, con una disminución interanual del consumo de cemento del 21,6% en el segundo semestre de 2015. El resto de las provincias que integran la región presentaron variaciones positivas en este mes: Río Negro 18,1%, Neuquén 11,1%, Santa Cruz 9,4% y Chubut 5,0%.

Consumo de cemento por provincias. Segundo Semestre 2015

En toneladas y variación interanual

Total País	6.246.914	4,5%	Cuyo	576.600	7,8%
Noroeste	798.846	5,9%	Mendoza	318.374	12,8%
Jujuy	131.879	23,9%	San Luis	125.267	10,4%
Salta	182.437	10,1%	San Juan	132.959	-4,7%
Santiago del Estero	155.507	7,4%	Noreste	446.811	2,6%
Catamarca	58.204	4,2%	Corrientes	110.328	6,4%
La Rioja	70.551	3,0%	Formosa	59.491	4,8%
Tucumán	200.268	-5,9%	Chaco	143.515	4,6%
Pampeana	3.906.415	3,4%	Misiones	133.477	-3,1%
Córdoba	702.282	6,7%	Patagónica	518.327	9,2%
Entre Ríos	234.461	6,0%	Río Negro	122.928	18,1%
Buenos Aires	2.267.002	3,8%	Neuquén	154.643	11,1%
La Pampa	44.820	-0,1%	Santa Cruz	90.759	9,4%
Santa Fe	476.067	-1,9%	Chubut	133.118	5,0%
CABA	181.783	-2,0%	Tierra del Fuego	16.879	-21,6%

Fuente: IERAL en base a AFCP

Respecto de la región de **Cuyo**, su desempeño generalizado también es positivo, ya que se consumieron 7,8% más toneladas de cemento en el segundo semestre de 2015, respecto del mismo período de 2014. La provincia de Mendoza se posiciona como la de mayor aumento de la región, un 12,8% más que en el mismo período de 2014, con un total de 318.374 toneladas de cemento consumidas. Por otro lado, la provincia de San Luís alcanzó un total de 125.267 toneladas consumidas, es decir una variación positiva de 10,4%, mientras que la provincia de San Juan cerró el mes de agosto con una baja interanual del 4,7%.

Por su parte, la región **Noroeste** creció en el segundo semestre el 5,9% interanual respecto del mismo semestre de 2014. Con excepción de Tucumán (cuyo desempeño fue negativo del -5,9%), todas las provincias que integran la región incrementaron su consumo de cemento, respecto del segundo semestre de 2014. En orden descendiente se destaca Jujuy, con una suba del 23,9%, Salta con un incremento del 10,1% y Santiago de Estero con mejorías del indicador del 7,4%. Por debajo del promedio nacional, se encuentra Catamarca y La Rioja con subas del 4,2% y 3,0% respectivamente.

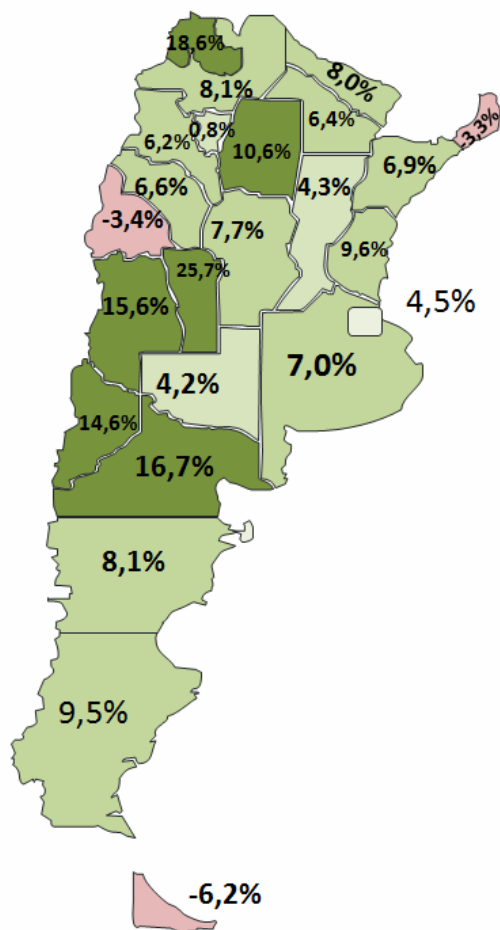
La región **Pampeana**, con un total de 3.906.415 toneladas de cemento consumidas, incrementó la utilización del insumo en 3,4% respecto del segundo semestre de 2014. Entre las provincias que la integran, se destacan las provincias de Córdoba, Entre Ríos y Buenos Aires con variaciones positivas del 6,7% y 6,0%, 3,8% respectivamente, mientras que La



Pampa, Santa Fe, y CABA cayeron -0,1%, -1,9%, -2,0%, interanual en el segundo semestre del 2015 agosto respecto del mismo periodo de 2014.

Por último, la región **Noreste** presentó un aumento del 2,6% en el consumo de cemento, presentando una dinámica provincial positiva relativamente homogénea (con excepción del caso de Misiones). Corrientes es la provincia de la región con mejor desempeño, ya que con 110.328 toneladas de cemento consumidas creció en el segundo semestre de 2015 6,4%. Formosa y Chaco también presentaron aumentos en la utilización del insumo, con variaciones del 4,8 y 4,2% respectivamente. Por su parte, Misiones mostró una baja del 3,1%.

**Consumo de cemento por provincias.
Acumulado 2015. Var. Interanual**



En lo que respecta al cierre del año, se puede apreciar que la tendencia de aumento en el consumo de cemento se mantuvo para casi la totalidad de las provincias del territorio argentino, exceptuando el caso de Misiones (-3,3%), San Juan (-3,4%) y Tierra del Fuego (-6,2). La provincia de San Luis se destaca como la de mayor aumento en 2015 (25,7%) seguida por Río Negro y Mendoza con 16,7% y 15,6% respectivamente.

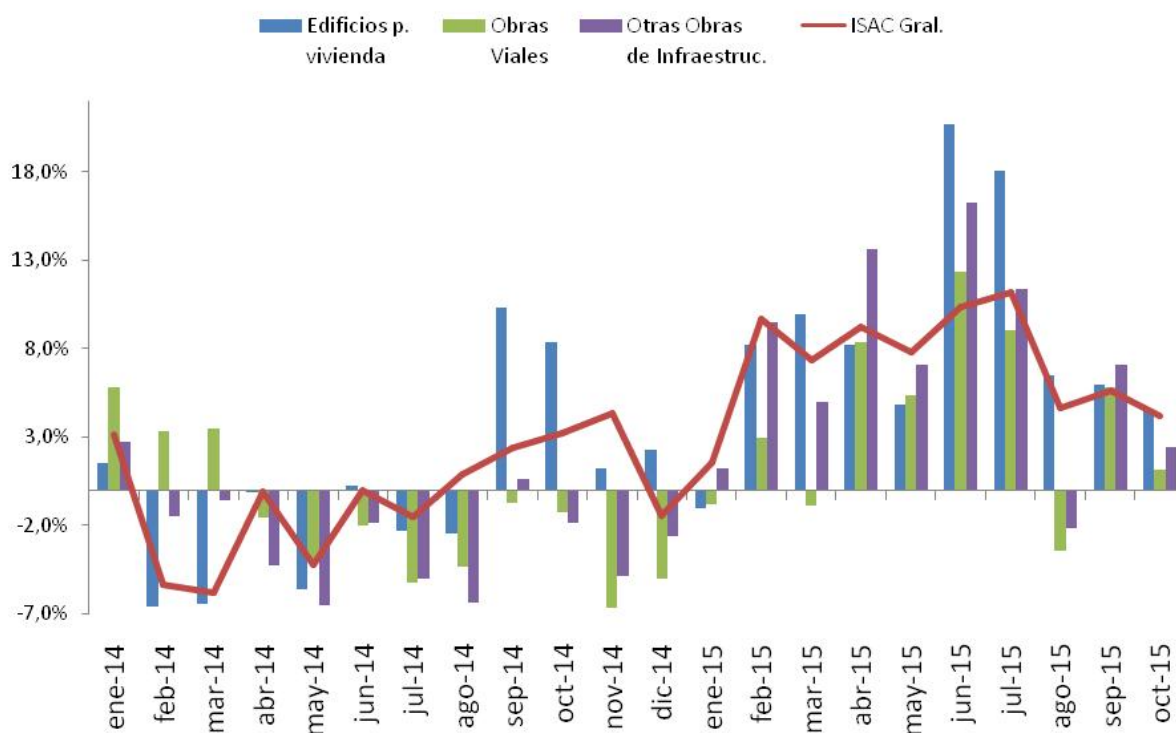
De analizar el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción que elabora mensualmente INDEC, puede obtenerse la evolución del sector según el tipo de obra del que se trate. Este dato funciona como un agregado a la información proporcionada por la Asociación de Fabricantes de Cemento Portland que no distinguen si el consumo de cemento se encuentra destinado para la construcción privada o construcción pública. En el caso de la construcción de Edificios para Viviendas se puede ver que la misma aumentó en los dos últimos meses con datos (septiembre y octubre) en torno al 5%, mientras que en el caso de de Obras Viales se presentó una suba moderada

del 1,2% y 2,5% en el caso de Obras de Infraestructura.



Indicador de la Construcción (ISAC) por bloques

Variación interanual



Fuente: IERAL en base a INDEC

¹ El último dato disponible del Indicador Sintético de la Actividad es el correspondiente al mes de Octubre de 2015.

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)	dic-15	159,2	0,7%	0,6%	1,4%
EMI (2006=100)	oct-15	104,0	-1,1%	0,7%	0,1%
IPI-OJF (1993=100)	dic-15	164,7	0,7%	0,6%	0,4%
Servicios Públicos	oct-15	267,2	-0,1%	1,5%	2,5%
Patentes	ene-16	57.546,0	3,6%	-14,4%	-5,4%
Recaudación IVA (\$ mm)	ene-16	45.662,2	7,1%	36,1%	31,3%
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 III	33,1%	0,00 pp	-0,50 pp	-0,31 pp
Recaudación de la Seguridad Social	ene-15	50.323	46,74%	37,6%	35,8%
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)	ene-15	162.654,2	12,1%	38,5%	32,1%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	ene-16	43.326,3	2,2%	48,7%	37,8%
Gasto (\$ mm)	nov-15	119.617,6	-4,6%	30,2%	34,6%
		nov-15	ene-nov 15	nov-14	ene-nov 14
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-9.214,8	-166.527,9	-3.393,7	-77.822,6
Pago de Intereses (\$ mm)		9.042,8	96.079,5	3.782,0	62.617,3
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		18.810,7	85.691,1	14.900,7	79.807,3
ANSES (\$ mm) *		4.853,3	44.217,9	34,0	31.855,6
		ene-16	ene-ene 16	ene-15	ene-ene 15
Adelantos Transitorios BCRA *		0,0	0,0	-1.900,0	-1.900,0
		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)	dic-15	1027,5	6,5%	31,6%	26,6%
Salarios (abril 2012=100)*	oct-15	247,0	1,2%	2,6%	1,1%
TCR Bilateral (1997=100)	dic-15	128,1	17,0%	6,8%	-15,2%
TCR Multilateral (1997=100)	oct-15	97,0	0,0%	-26,9%	-28,1%
		17-feb-16	ene-16	feb-15	31-dic-15
TCN Oficial (\$/US\$)		15,13	13,90	8,70	13,41
TCN Brecha		1,3%	3,3%	51,2%	6,8%
TCN Real (R\$/US\$)		3,99	4,05	2,82	3,96
TCN Euro (US\$/€)		1,11	1,09	1,13	1,09

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado	
Base Monetaria (\$ mm)	15-feb-16	574.740,0	-7,3%	31,2%	31,3%	
Depósitos (\$ mm)	15-feb-16	1.413.585,6	2,1%	37,0%	37,7%	
Sector Público No Financiero	15-feb-16	350.468,9	2,2%	13,8%	14,3%	
Sector Privado No Financiero	15-feb-16	1.058.783,9	2,0%	47,2%	47,7%	
Créditos (\$ mm)	15-feb-16	890.067,4	-0,1%	36,9%	37,1%	
Sector Público No Financiero	15-feb-16	59.033,7	-1,6%	40,3%	40,4%	
Sector Privado No Financiero	15-feb-16	817.947,5	0,0%	36,9%	37,0%	
		Fecha	Dato	ene-16	31-dic-15	feb-15
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	15-feb-16	29.676,0	25.750,4	25.563,0	31.342,9	
Ratio de cobertura de las reservas	15-feb-16	76,3%	58,5%	53,3%	60,5%	
Tasa de interés Badlar PF	16-feb-16	25,6%	26,4%	27,3%	20,7%	
Otras tasas de interés **						
Préstamos Personales (más de 180 días plaz	29-ene-16	42,0%	42,2%	41,6%	38,4%	
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	29-ene-16	40,2%	34,1%	39,2%	26,6%	
Riesgo País						
EMBI+ Países emergentes	17-feb-16	450	442	410	402	
EMBI+ Argentina	17-feb-16	458	487	438	685	
EMBI+ Brasil	17-feb-16	535	517	523	309	
Tasa LIBOR	17-feb-16	0,43%	0,42%	0,42%	0,17%	
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	16-feb-16	0,38%	0,34%	0,20%	0,11%	
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	16-feb-16	0,38%	0,38%	0,38%	0,12%	
SELIC (Brasil)	17-feb-16	14,15%	14,15%	14,15%	12,15%	
		Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	17-feb-16	12.059,0	-2,85%	30,74%	22,86%	
Índice Bovespa	17-feb-16	41.631,0	-6,87%	-30,20%	-19,26%	

* 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)	ene-16	121,5	-0,2%	-16,6%	-17,4%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	ene-16	84,5	-1,1%	-14,5%	-15,3%
Energía	ene-16	40,5	-15,3%	-35,7%	-44,7%
Petróleo (US\$/baril)	ene-16	31,5	-15,3%	-33,3%	-47,1%



ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2015 IV	18.128,2	0,2%	1,8%	2,4%
Brasil	2015 III	1.671,9	-1,7%	-4,5%	-3,2%
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)	nov-15	137,3	-0,1%	2,0%	2,5%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	nov-15	128,6	-0,4%	1,2%	2,0%

* 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	ene-16	26.283,0	-22,8%	-12,7%	-7,2%
Región Pampeana	ene-16	12.570,0	-24,9%	-17,9%	-7,5%
NOA	ene-16	4.724,0	-22,2%	-8,0%	3,0%
NEA	ene-16	5.379,0	-24,7%	-10,0%	0,0%
Cuyo	ene-16	3.615,0	-26,9%	-19,1%	-8,9%
Región Patagónica	ene-16	4.975,0	-30,0%	-20,1%	0,7%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2015 IV	1.202,0	-3,6%	1,9%	6,8%
Región Pampeana	2015 IV	713,3	-4,2%	2,3%	6,8%
NOA	2015 IV	278,5	-5,4%	3,2%	7,1%
NEA	2015 IV	282,5	-11,7%	-0,5%	5,2%
Cuyo	2015 IV	316,0	-4,6%	6,6%	12,0%
Región Patagónica	2015 IV	262,7	10,1%	6,2%	12,2%