



# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 25 - Edición N° 967 – 17 de Marzo de 2016

Coordinador: **Jorge Vasconcelos**

## Editorial – Marcelo Capello y Néstor Grión

Arreglo de la deuda: un eslabón clave para una transición macro y fiscal más suave

## En Foco 1 – Jorge Vasconcelos y Patricio Vimberg

Aunque la “inercia” hace más lenta la convergencia a las metas, hay evidencias de progreso en la lucha del Banco Central por controlar la inflación

## En Foco 2 – Eliana Miranda

Energía: El mercado petrolero mundial ingresa en una etapa de mayor equilibrio entre oferta y demanda

## En Foco 3 – Vanessa Toselli y Benjamín Castiglione

El dato regional de la semana:  
Las provincias profundizaron su déficit en 2015, pese al aumento (en términos reales) de la recaudación propia

## 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

#### **Arreglo de la deuda: un eslabón clave para una transición macro y fiscal más suave**

- Hasta 2014, la necesidad de financiamiento del sector público nacional fue cubierta casi en su totalidad por el Banco Central, con uso de reservas externas y emisión monetaria. En 2015, este recurso resultó insuficiente, por lo que el Tesoro debió recurrir a distintos mecanismos de endeudamiento por el equivalente a 2,8 % del PIB.
- Esta tendencia se agrava en 2016, ya que la necesidad de financiamiento del sector público nacional se estima en 6,2 % del PIB. Una fracción de esos compromisos será nuevamente cubierta por el Banco Central, que prevé una emisión de 160 mil millones de pesos. Dada la magnitud del resto de las necesidades de financiamiento, de no resolverse el problema de los holdouts haría falta un ajuste fiscal del orden de los 300 mil millones de pesos, o ampliar la emisión hasta un equivalente del 74 % de la base monetaria de fin de 2015
- La necesidad de financiamiento en moneda extranjera del Tesoro nacional se ubicará en torno a los 16 mil millones de dólares anuales a partir de 2017, incluyendo en esta proyección la normalización del problema de la deuda en el transcurso de los próximos meses. Si el gobierno cumple el programa fiscal y monetario anunciado para el período 2016/19, la deuda pública podría estabilizarse en los próximos años en un nivel confortable, entre el 52 y 53 % del PIB, en la medida en que la economía pueda crecer a una velocidad cruceo de 3,3 % anual

#### En Foco 1:

12

#### **Aunque la "inercia" hace más lenta la convergencia a las metas, hay evidencias de progreso en la lucha del Banco Central por controlar la inflación**

- Existe una fuerte correlación entre la inflación núcleo y el movimiento de los rubros que componen al IPC-CABA: fijando rango arbitrario de 1,8%-2,2% mensual, entre agosto y octubre pasados un máximo de 19 de los 55 items se ubicaron por encima de ese umbral; en enero ese número alcanzó un pico de 40 items para recortarse a 33 en febrero
- Luego de ponerle freno al aumento de la base monetaria, el Banco Central ha optado por utilizar la tasa de interés como instrumento de política monetaria, una herramienta más sofisticada para alcanzar el objetivo de contener la inflación
- Tras la unificación del mercado, el tipo de cambio subió 58,3% y la inflación núcleo registró un incremento acumulado de 14,4%, resultando en un pass-through de 24,7%. En la anterior experiencia de corrección cambiaria, a principios de 2014, estos guarismos habían sido 31,8% y 15,4%, respectivamente, reflejando un traspaso a precios de 48,3%

#### En Foco 2:

17

#### **Energía: El mercado petrolero mundial ingresa en una etapa de mayor equilibrio entre oferta y demanda**

- En 2015 hubo un fuerte aumento de inventarios, ya que la oferta (96,4 millones de barriles/día) superó en forma significativa a la demanda global (94,4 millones de barriles/día)
- Para 2016 se espera convergencia entre ambas variables. La merma en la producción de Estados Unidos apunta a ser compensada con la mayor oferta de Irán, después del levantamiento de las sanciones que pesaban sobre ese país. A su vez, la demanda seguiría aumentando en forma pausada, de la mano de un acotado crecimiento del PIB mundial y de los incentivos que generan los bajos precios de los combustibles
- En la Argentina la producción encontró un piso, después de 13 años de declinación. Influye el régimen especial de precios para el sector, pero es de esperar que éste sea un mecanismo de transición, que empalme con una mejora significativa de la productividad y flexibilidad en la explotación de los yacimientos locales

### En Foco 3:

20

***El dato regional de la semana: Las provincias profundizaron su déficit en 2015, pese al aumento (en términos reales) de la recaudación propia***

- Las jurisdicciones que registraron mayor avance de ingresos tributarios propios fueron Formosa (13,2 % por encima de la inflación de 2015), Chaco (8,0 %) y Jujuy (7,9 %). Las provincias más grandes también lograron registros positivos en términos reales, caso de Buenos Aires y CABA (5,2 %), Santa Fe (2,8 %) y Córdoba (2,1 %)
- La evolución de la recaudación de Ingresos Brutos no replica exactamente el comportamiento de la recaudación total, aunque tienen coincidencia para el caso de algunas provincias. Así, en Formosa y Chaco las partidas de ingresos asociadas a este impuesto subieron en términos reales un 10,7 % y un 7,9 %, respectivamente. En cambio, el avance fue más moderado en las provincias más grandes
- Aun con la performance tributaria descripta, las provincias anotaron en 2015 el mayor déficit fiscal de los últimos diez años, con un estimado de 0,9 % del PIB, lo que plantea un llamado de atención acerca de la sustentabilidad de las políticas de gasto público

### Selección de Indicadores

25



## Editorial

### **Arreglo de la deuda: un eslabón clave para una transición macro y fiscal más suave**

- Hasta 2014, la necesidad de financiamiento del sector público nacional fue cubierta casi en su totalidad por el Banco Central, con uso de reservas externas y emisión monetaria. En 2015, este recurso resultó insuficiente, por lo que el Tesoro debió recurrir a distintos mecanismos de endeudamiento por el equivalente a 2,8 % del PIB.
- Esta tendencia se agrava en 2016, ya que la necesidad de financiamiento del sector público nacional se estima en 6,2 % del PIB. Una fracción de esos compromisos será nuevamente cubierta por el Banco Central, que prevé una emisión de 160 mil millones de pesos. Dada la magnitud del resto de las necesidades de financiamiento, de no resolverse el problema de los holdouts haría falta un ajuste fiscal del orden de los 300 mil millones de pesos, o ampliar la emisión hasta un equivalente del 74 % de la base monetaria de fin de 2015
- La necesidad de financiamiento en moneda extranjera del Tesoro nacional se ubicará en torno a los 16 mil millones de dólares anuales a partir de 2017, incluyendo en esta proyección la normalización del problema de la deuda en el transcurso de los próximos meses. Si el gobierno cumple el programa fiscal y monetario anunciado para el período 2016/19, la deuda pública podría estabilizarse en los próximos años en un nivel confortable, entre el 52 y 53 % del PIB, en la medida en que la economía pueda crecer a una velocidad crucero de 3,3 % anual

En el segundo período de Cristina Fernández de Kirchner subió fuertemente la necesidad de financiamiento del sector público, no tanto porque hayan crecido los servicios de la deuda (netos de vencimientos con BCRA), sino especialmente por aumento del déficit fiscal primario. Así, se pasó de necesitar financiamiento por 3,2% del PIB en 2011 a 7,5% en 2015, dado que el desequilibrio primario fue desde 0,2% del PIB en 2011 a 4,4% en 2015 (5,4% si se incluye el aumento de la deuda flotante).

Hasta el año 2014, prácticamente toda la necesidad de financiamiento del sector público nacional se cubrió desde el BCRA, ya sea con su asistencia en pesos (adelantos y envíos de utilidades contables) y en dólares al Tesoro. Las consecuencias de este financiamiento “fácil” para el Tesoro fueron la descapitalización del BCRA, que fue aportando sus reservas en

dólares para pagar deuda, y emitiendo masivamente pesos para que el Tesoro pague sus obligaciones en pesos. Por supuesto que otra consecuencia negativa fue la de asegurar una alta tasa de inflación en todo el período.

En 2015 la asistencia por doble vía del BCRA ya no fue suficiente, y el año pasado el Tesoro debió recurrir a otras fuentes de financiamiento alternativas a las intrasector público, para cubrir una brecha de 2,8% del PIB entre las necesidades netas de financiamiento y lo que el BCRA podía aportar. Para 2016 la situación se agrava, pues las necesidades de financiamiento siguen siendo altas (8,4% del PIB, 6,2% neto de BCRA), el BCRA ya no tiene margen para ceder de sus reservas para pagar deuda y la estrategia anti inflacionaria anunciada por el gobierno requiere depender cada vez menos de la asistencia del BCRA vía emisión monetaria.

#### Necesidades Financiera SPN en 2011-2015

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Necesidades Financieras</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,5%</b>
Déficit Primario sin BCRA	0,2%	0,5%	1,6%	2,7%	4,4%
Intereses	1,5%	1,9%	1,2%	1,6%	1,6%
Capital (sin Letras, BCRA)	1,5%	1,1%	1,3%	1,2%	1,6%
<b>Fuentes Financieras</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,5%</b>
Financiamiento BCRA	3,1%	3,8%	4,1%	5,4%	4,7%

*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.*

Tras retomar levemente la emisión de deuda en 2014, año en el que se colocaron 15.000 millones de pesos y 5.800 millones de dólares (1.600 en dólar linked), el fuerte rojo fiscal de 2015 llevó a acelerar la emisión de nueva deuda, que a lo largo del año totalizó 5,5 puntos del PIB (emisión en pesos por 51.610 millones y de dólar linked por 2.503 millones), por parte de la anterior administración.



### Emisiones de deuda en 2015

Moneda	Monto	En % PIB
Pesos	51.609,99 ARS	0,9%
Dólares	15.783,92 USD	4,0%
Dólar Linked	2.502,87 USD	0,6%
Total	-	5,5%

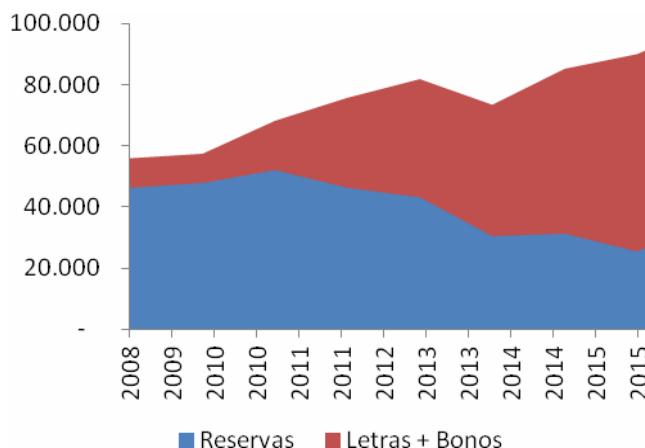
*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.*

La deuda en dólares, en cambio, se debió casi en su totalidad (95,5%) a un reconocimiento y canje de deudas realizado por el gobierno de Mauricio Macri. En efecto, a fines de 2015 se canjearon Letras Intransferibles en posesión del Banco Central por bonos del Tesoro por un monto de 13.700 millones de dólares, al tiempo que se emitió un bono de más de 1.000 millones para cancelar parte de la deuda de importadores.

La evolución de las reservas internacionales se aprecia en el gráfico que sigue. De haber tenido acceso al crédito internacional, y por tanto refinanciado los vencimientos de la deuda, Argentina hoy tendría 92.653 millones de dólares en reservas, en lugar de 28.167 millones. La diferencia de 64.000 millones fue retirada del Banco Central mediante la colocación de Letras Intransferibles, las cuales tienen un rendimiento prácticamente nulo. A fines de 2015 el Tesoro canceló letras por 13.700 millones con un bono del Tesoro, los cuales le permitirán al BCRA realizar operaciones de mercado abierto e influir en las tasas de interés locales.



### Reservas BCRA y financiamiento al gobierno



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

### El acceso a los mercados de deuda es un componente clave en el plan gradualista para bajar la inflación

Respecto al objetivo de reducir la tasa de inflación, el principal mecanismo que maneja el Banco Central es la cantidad de dinero en la economía. Desde el cambio de autoridades en diciembre de 2015, el BCRA ha retirado 100.000 millones de pesos de la economía mediante la licitación de LEBAC, y ha subido las tasas de interés locales para incentivar a los privados a mantenerse en el peso.

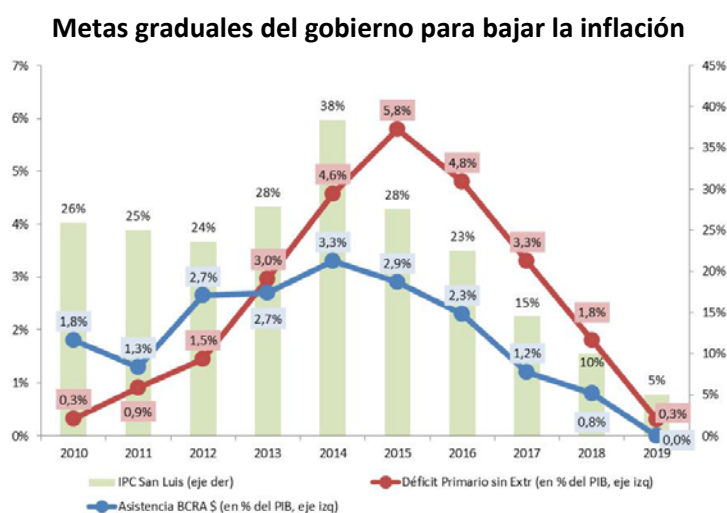
Esta capacidad de intervenir sobre los agregados monetarios se ve contrarrestada por la necesidad del Banco Central de emitir para otorgarle adelantos al Tesoro Nacional. En 2015, estos adelantos totalizaron en torno a 160.000 millones de pesos, los cuales equivalen a la emisión monetaria del período. Aquí radica la importancia de salir del default para lograr bajar la inflación en Argentina, pues en caso que no se cuente con fondos internacionales que permitan financiar el fuerte déficit fiscal inicial, será necesario un ajuste que permita eliminar el rojo fiscal (ubicado en 300.000 millones de pesos) o emitir una cantidad equivalente de dinero, lo cual implicaría un incremento en la base monetaria del orden del 74% interanual (incluyendo los 160.000 millones ya considerados).

Claramente uno de los objetivos primordiales de la nueva administración es bajar la tasa de inflación hasta niveles normales. Para ello decidió aplicar un plan gradual, es decir, reducir la inflación en forma parcial cada año, hasta llegar a una tasa anual del 5% en 2019.

Desinflacionar paulatinamente la economía argentina requiere de un gran esfuerzo en materia de coordinación de expectativas, pues los agentes económicos estaban habituados a que la inflación subía o se mantenía estable pero en niveles elevados, y tomaba decisiones en consecuencia. Dado que ahora se pretende bajar la inflación en un proceso que durará 4 años, ello requiere que todos los años vaya cayendo el déficit fiscal y la asistencia del BCRA al Tesoro Nacional (lo segundo más rápido que lo primero), además de fijarse aumentos salariales cada año menores a los anteriores, guiados por la inflación esperada y no la pasada. Encargándose el gobierno, por supuesto, que dicha inflación esperada (y luego efectiva) resulte creíblemente a la baja, con sus anuncios y decisiones en materia de política cambiaria, fiscal y monetaria (con el fin de que la desaceleración en las subas de los salarios nominales no se convierta finalmente en caída del poder adquisitivo de los salarios reales).

En lo fiscal, el gobierno pretende combinar reducciones de impuestos y erogaciones que en términos netos reduzcan el déficit cada año, y en lo monetario morigerar el crecimiento de la cantidad de dinero (lo segundo se viene cumpliendo en mayor medida que lo primero). Para ambos propósitos, resultará fundamental cerrar el capítulo con los holdouts. Despejar dudas sobre el financiamiento podría resultar la variable que aumente la probabilidad de éxito para el gobierno en su estrategia de baja gradual de la inflación, a la vez que va arreglando los problemas de competitividad y en su sector energético, entre otros desafíos pendientes.

El gráfico siguiente muestra la evolución de las principales variables fiscales y monetarias de la hoja de ruta planteada por el gobierno, que consiste básicamente en revertir en cuatro años los enormes desequilibrios que se generaron en las variables fiscales y monetarias.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon y Gob Prov. San Luis.





Según el plan del Gobierno, el déficit primario bajaría a 4,8% en 2016 y se acercaría a cero en 2019. La inflación debería estar entre 20 y 25% este año y caer al 5% dentro de cuatro años. Esta estrategia gradualista solo es posible si existe el suficiente financiamiento privado (a tasas razonables) para hacer frente a las elevadas necesidades de financiamiento que existen en el periodo de convergencia.

Es tan elevado el déficit inicial que el gobierno prevé que la asistencia del BCRA disminuya gradualmente en el tiempo, para lo cual estimó una asistencia de \$160.000 millones en 2016 (la mitad por mayores Adelantos Transitorios y la otra mitad, por la remisión de utilidades contables, generadas por la devaluación). Para cumplir con las metas de inflación planteadas, debe reducir drásticamente la dependencia del BCRA en los años siguientes.

<b>Necesidades Financieras en 2016 – En % del PIB</b>			
	<b>Pesos</b>	<b>Dólares</b>	<b>Total</b>
Déficit Primario	4,8%		4,8%
Servicios	2,2%	1,5%	3,6%
Asistencia BCRA (-)	2,2%		2,2%
<b>Necesidades Netas</b>	<b>4,7%</b>	<b>1,5%</b>	<b>6,2%</b>

*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.*

*Nota: No se incluyen Letras del Tesoro ni deuda con el BCRA y Org. Internacionales.*

### **¿Podrá resultar fiscalmente sustentable el nuevo acceso al endeudamiento?**

Se comentó que en un plan gradual de reducción del déficit y de la dependencia del Tesoro del BCRA, se requiere acceso al financiamiento para financiar la transición, de modo que las menores tasas de expansión monetaria ayuden a bajar la inflación. La pregunta obligada es si, dados los supuestos del gobierno, el proceso de nuevo endeudamiento público resultará fiscalmente sustentable. Para ello, debe analizarse si la relación entre la deuda pública y el PIB crece o no en el tiempo. En el segundo caso, estaríamos en presencia de un sendero no sustentable.

Al respecto, se advierte que la reducción del déficit fiscal es necesaria para estabilizar los vencimientos, dada el menor uso de rentas del BCRA y los mayores servicios de deuda. En la simulación se supone un plazo promedio de 10 años para las nuevas emisiones (si se consiguen mayores plazos se reducen las necesidades a corto plazo). De esta manera, a los vencimientos estáticos de las emisiones ya efectuadas se les añaden los nuevos vencimientos que surgen de las nuevas emisiones. Así se obtienen los servicios y necesidades netas dinámicas (efectivos para cada año), estimaciones reflejadas a

continuación. Para el caso de los Holdouts, se supone que se emiten bonos a 5, 10 y 30 años (por iguales montos) y la tasa resulta 8% anual.

### Servicios dinámicos antes del arreglo con los Holdouts En millones de u\$s y en % del PIB

	2016	2017	2018	2019
<b>Necesidades Netas Dinámicas</b>	<b>31.495</b>	<b>30.234</b>	<b>31.501</b>	<b>28.512</b>
<b>En Pesos</b>	<b>22.787</b>	<b>13.882</b>	<b>16.351</b>	<b>12.441</b>
Déficit Primario sin rentas	27.463	17.486	11.666	5.190
Servicios Dinámicos	10.471	7.636	13.508	15.264
Rentas BCRA y ANSES (-)	15.148	11.240	8.823	8.014
<b>En Moneda Extranjera</b>	<b>8.708</b>	<b>16.353</b>	<b>15.149</b>	<b>16.071</b>

	2016	2017	2018	2019
<b>Necesidades Netas Dinámicas</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,1%</b>
<b>En Pesos</b>	<b>4,8%</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,2%</b>
Déficit Primario sin rentas	5,8%	3,5%	2,2%	0,9%
Servicios Dinámicos	2,2%	1,5%	2,6%	2,7%
Rentas BCRA y ANSES (-)	3,2%	2,3%	1,7%	1,4%
<b>En Moneda Extranjera</b>	<b>1,8%</b>	<b>3,3%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,9%</b>

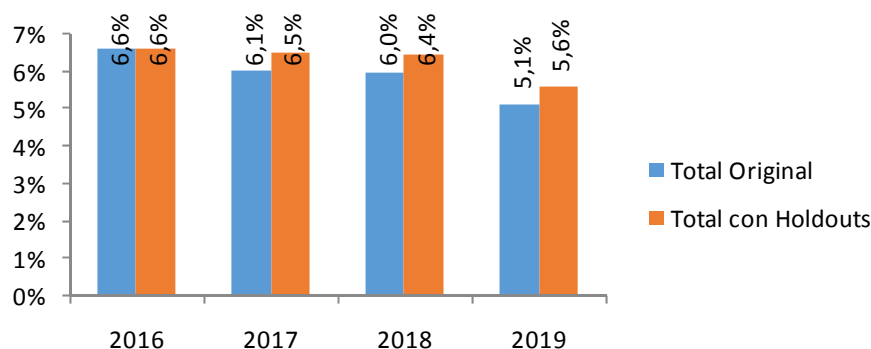
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

### Arreglo Holdouts

	2016	2017	2018	2019
Efectos Holdouts		2.293	2.405	2.528
En % del PIB		0,5%	0,5%	0,5%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

### Servicios dinámicos antes del arreglo con los Holdouts En % del PIB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

### Stock de Deuda al 31/12/15

	En u\$s	En \$	Total
Org. Internacionales	9,0%	0,0%	9,0%
Org. Oficiales	4,0%	0,0%	4,0%
Sector Público	29,3%	13,6%	43,0%
Adelantos Transitorios	0,0%	11,4%	11,4%
Letras Intransferibles y Bonar canje	28,8%	0,0%	28,8%
Letras del Tesoro	0,6%	2,2%	2,8%
Resto	27,7%	16,3%	44,0%
<b>Total</b>	157.098	66.958	224.057

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

### Stock de deuda 2016-2019

	2016	2017	2018	2019
Total Original	241.820	250.562	263.905	273.729
Total con Holdouts	253.820	263.522	277.718	288.289
Total Original	51,0%	50,2%	50,1%	49,3%
Total con Holdouts	53,5%	52,8%	52,7%	51,9%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Ello supone que el SPN tendrá necesidades de financiamiento de entre 28.000 y 30.000 millones de dólares (netos de Organismos Internacionales y Letras) en los próximos 3 años, considerando obligaciones en pesos y en dólares. Las necesidades en moneda extranjera se ubicarán entre 15.000 y 16.000 millones de dólares anuales partir de 2017 (por ejemplo, en dicho año vence el Bonar X por u\$s7.500 millones). Tales necesidades de financiamiento en moneda extranjera representarán alrededor de 3 puntos del PIB cada año.

No obstante, se concluye que tras la emisión inicial de deuda para pagar a los holdouts, y si el gobierno posteriormente cumple con el programa de reducción del déficit fiscal anunciado, la nueva deuda que deba emitir cada año podría resultar sustentable en el tiempo, estabilizándose en torno a 52-53% del PIB, suponiendo un crecimiento del PIB del 3,3% anual promedio entre 2016 y 2019. Esto en base al programa fiscal y financiero anunciado por el gobierno. Si luego la emisión de deuda resulta superior a lo aquí planteado, o si la economía crece menos que el supuesto adoptado, el sendero del endeudamiento podría devenir no sustentable en el tiempo.



## En Foco 1

### **Aunque la “inercia” hace más lenta la convergencia a las metas, hay evidencias de progreso en la lucha del Banco Central por controlar la inflación**

- Existe una fuerte correlación entre la inflación núcleo y el movimiento de los rubros que componen al IPC-CABA: fijando rango arbitrario de 1,8%-2,2% mensual, entre agosto y octubre pasados un máximo de 19 de los 55 ítems se ubicaron por encima de ese umbral; en enero ese número alcanzó un pico de 40 ítems para recortarse a 33 en febrero
- Luego de ponerle freno al aumento de la base monetaria, el Banco Central ha optado por utilizar la tasa de interés como instrumento de política monetaria, una herramienta más sofisticada para alcanzar el objetivo de contener la inflación
- Tras la unificación del mercado, el tipo de cambio subió 58,3% y la inflación núcleo registró un incremento acumulado de 14,4%, resultando en un pass-through de 24,7%. En la anterior experiencia de corrección cambiaria, a principios de 2014, estos guarismos habían sido 31,8% y 15,4%, respectivamente, reflejando un traspaso a precios de 48,3%

La Dirección General de Estadísticas y Censos de la Ciudad de Buenos Aires elabora desde mediados de 2012 un índice de precios que ha demostrado ser un buen indicador de lo que sucede en este aspecto de la macroeconomía. Este índice registró una inflación promedio de 1,7% mensual entre agosto y octubre del año pasado, anotó una suba de 3,9% mensual en diciembre y se mantuvo en un andarivel similar en enero y febrero, con aumentos de 4,1% y 4%, respectivamente.

Sin embargo, interesa analizar qué sucede con dos indicadores adicionales que surgen del mismo instituto. El primero es la inflación núcleo, que contempla los aumentos generalizados de precios excluyendo las variaciones estacionales y de precios regulados; y el segundo es qué cantidad de los 55 rubros que componen al índice se encuentran por debajo o por encima de una franja de entre 1,8% y 2,2% mensual, determinada arbitrariamente.

Como se verá a continuación, ambas medidas están correlacionadas y es de particular importancia analizar la cantidad de rubros que se ubican por encima de un umbral determinado ya que la situación actual se caracteriza por registrar, al mismo tiempo, un salto

en los precios de todos los rubros debido a la devaluación, pero también un reacomodamiento de precios relativos debido al aumento de tarifas.

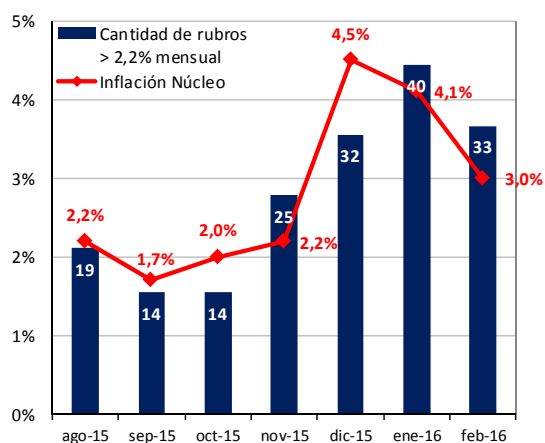
Así, por caso, rubros que se encuentran muy atrasados como Electricidad aumentan 253% mensual en febrero debido al aumento de tarifas, mientras que otros como Gas y Servicios de transporte no registran variaciones mensuales y quedan pendientes.

Considerando al primero de los indicadores, se tiene que la inflación núcleo se ubicó en torno al 2% entre agosto y octubre del año pasado, mientras que, tras la devaluación, registró un pico de 4,5% mensual en diciembre, y luego comenzó a desacelerarse hasta 4,1% en enero y 3% en febrero. Como puede visualizarse, si bien el índice general muestra todavía guarismos en torno al 4%, la inflación núcleo, una vez que se excluyen las subas estacionales y de productos regulados, parece estar mostrando un principio de desaceleración.

Íntimamente vinculado con este comportamiento, considerando todos los rubros que componen el índice general, se tiene que entre agosto y octubre pasados, entre 14 y 19 de los 55 items registraban variaciones superiores a 2,2% mensual, mientras que el grueso de los subsectores, entre 28 y 37, se ubicaban por debajo del límite inferior (1,8%) y los 4-8 restantes permanecían entre las bandas.

Lógicamente, tras el sinceramiento del tipo de cambio, la cantidad de rubros que traspasaron el umbral de 2,2% se amplió: en enero hubo apenas 12 rubros que crecieron menos de 1,8% mientras que 40 lo hicieron por encima del límite superior. Sin embargo, y en línea con la aparente desaceleración de febrero, en el segundo mes del año la cantidad de rubros que se ubicaron por encima de 2,2% disminuyó a 33, mientras que los que se ubicaban por debajo de la banda inferior aumentaban a 19 items. A su vez, desde diciembre del año pasado hay sólo 3 rubros por mes que se ubican entre las bandas de 1,8% y 2,2%, aportando más evidencias acerca de la ruptura del comportamiento de los precios con respecto a la situación previa.

**Correlación entre Inflación Núcleo y cantidad de rubros que crecen por encima del 2,2% mensual**

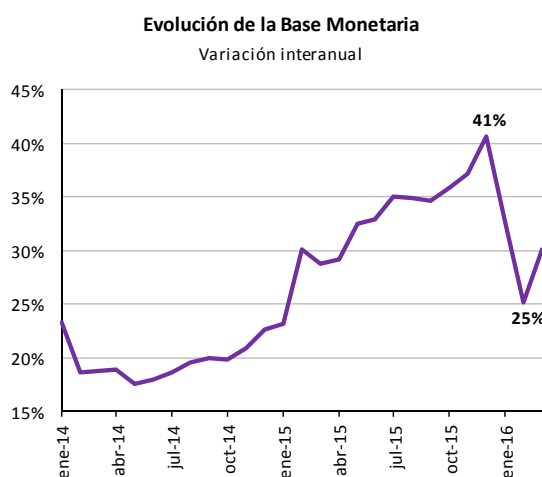


Fuente: IERAL en base a IPC-CABA

Uno de los instrumentos primordiales para contener la suba de la inflación ha sido, en los últimos meses, la trayectoria de la base monetaria. Si bien la relación entre cantidad de dinero e inflación no es inmediata, en el mediano plazo, esta variable es determinante para entender



en qué andarivel se ubicará el aumento de precios. Por esta razón, inicialmente, el Banco Central frenó el ritmo de expansión de la base monetaria desde el 41% interanual que registraba en diciembre a guarismos cercanos al 25% anual en febrero. En marzo, ha anunciado que pasará a darle mayor prioridad a la evolución de la tasa de interés, un instrumento menos rústico que la base monetaria.



Fuente: IERAL en base a BCRA

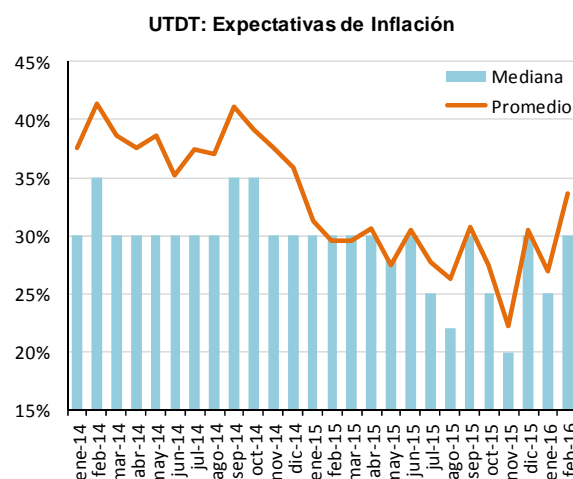
Bajo el enfoque de las “expectativas racionales”, el gobierno tendría la posibilidad de disminuir la inflación con mínimo costo en términos de desempleo: generando un plan con suficiente credibilidad y apuntando a que los precios, salarios y contratos se fijen confiando en la capacidad y voluntad del BCRA de llevar la inflación a la meta anunciada, el aumento en el nivel de precios tendería a desacelerarse sin detrimento del nivel de empleo.

Sin embargo, esta proposición choca contra el argumento de la “inercia inflacionaria” postulado por Fischer y Taylor: es que luego de ocho años de inflación elevada, información poco precisa en este aspecto e incluso contratos negociados previamente al anuncio del compromiso desinflacionario del nuevo gobierno; existen “rigideces nominales” que hacen que los contratos sigan actualizándose en un andarivel elevado. En ese caso, si la política monetaria insiste con los objetivos iniciales, de bajar rápido la tasa de inflación, puede provocar un aumento en la tasa de desempleo más allá de lo aconsejable. Si el Banco Central cree que va ganando credibilidad, y el plan general del gobierno se va cumpliendo (por ejemplo, el arreglo con holdouts reabre el crédito externo), se podrán flexibilizar los objetivos iniciales sin perder credibilidad, apostando a que la próxima ronda de negociaciones salariales habrán de respetar las metas anunciadas.





Al aceptar que la base monetaria se esté expandiendo a un ritmo en torno al 30% en marzo, frente al 25% de variación de febrero, el Banco Central parece estar aceptando una pausa en su objetivo final, reconociendo la existencia de las “rigideces nominales” aludidas. En realidad, la autoridad monetaria no necesita “sobreactuar” sus objetivos anti-inflacionarios debido a que los datos disponibles hasta el momento muestran un buen comienzo en la tarea emprendida. Si bien las expectativas de inflación relevadas por la Universidad Torcuato Di Tella todavía se sitúan en el orden del 30% en febrero, destaca la diferencia existente con la anterior experiencia de ajuste cambiario de principios de 2014. En aquel momento, la diferencia entre el “promedio” y la “mediana” de las expectativas de inflación era muy significativa, reflejando mucho mayor incertidumbre sobre el impacto en los precios de la devaluación del peso dispuesta a fin de enero de 2014.

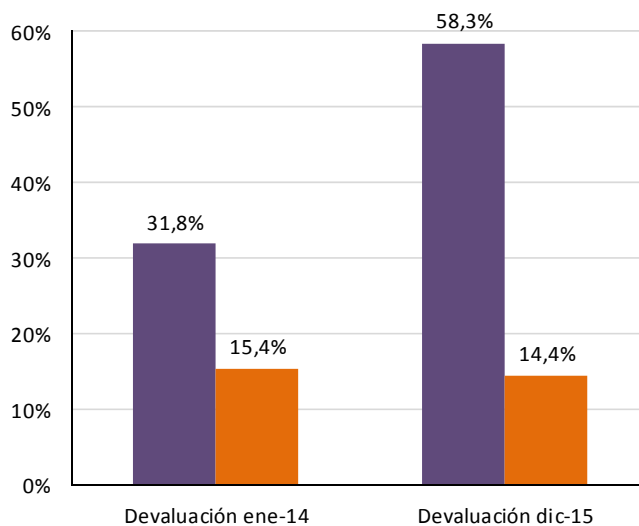


Fuente: IERAL en base a UTDT

La percepción de los agentes económicos encuestados por la Di Tella encuentra fundamentos cuando se analiza el traspaso a precios de la devaluación de 2014 versus lo ocurrido con la unificación del mercado cambiario de diciembre de 2015. Así, en cinco meses hasta febrero de este año, se tiene que la inflación núcleo acumulada ha sido de 14,4%, sólo un 24% de la variación experimentada por el tipo de cambio en el período. En cambio, en 2014, en cinco meses hasta marzo de ese año, se tenía una variación acumulada del tipo de cambio de 31,8% y una suba del índice de inflación núcleo de 15,4%. El pass-through en aquella experiencia fue de 48%.



**Pass-through de las recientes correcciones cambiarias \*  
en la inflación núcleo**



Para Devaluación ene-14 se toma el período nov-13 a mar-14

Para Devaluación dic-15 se toma el período oct-15 a feb-16

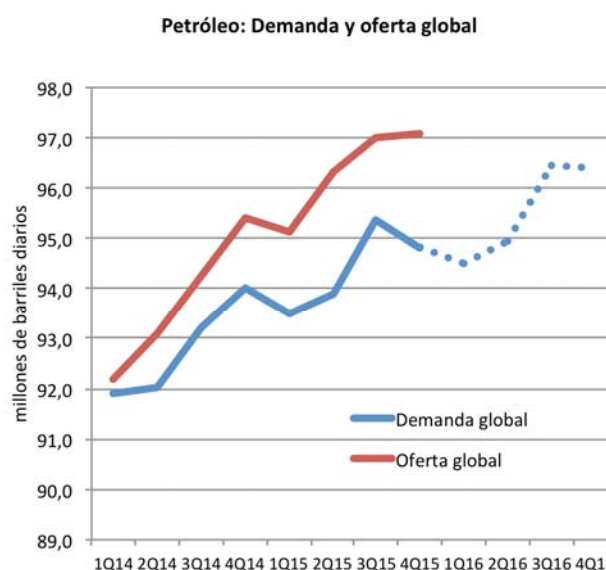
Fuente: IERAL en base a IPC-CABA y datos de mercado

## En Foco 2

### Energía: El mercado petrolero mundial ingresa en una etapa de mayor equilibrio entre oferta y demanda

- En 2015 hubo un fuerte aumento de inventarios, ya que la oferta (96,4 millones de barriles/día) superó en forma significativa a la demanda global (94,4 millones de barriles/día)
- Para 2016 se espera convergencia entre ambas variables. La merma en la producción de Estados Unidos apunta a ser compensada con la mayor oferta de Irán, después del levantamiento de las sanciones que pesaban sobre ese país. A su vez, la demanda seguirá aumentando en forma pausada, de la mano de un acotado crecimiento del PIB mundial y de los incentivos que generan los bajos precios de los combustibles
- En la Argentina la producción encontró un piso, después de 13 años de declinación. Influye el régimen especial de precios para el sector, pero es de esperar que éste sea un mecanismo de transición, que empalme con una mejora significativa de la productividad y flexibilidad en la explotación de los yacimientos locales

El mes de marzo trajo cierto alivio para el mercado del petróleo, con una cotización del barril que dejó atrás los pisos de los primeros dos meses del año para pasar a ubicarse en un andarivel más cercano a los US\$40. Las proyecciones de la Agencia Internacional de Energía estiman que la demanda global de crudo aumentará en el tercer trimestre del año 1,5 millones de barriles diarios, hasta los 96,6 millones, (definiendo un promedio anual de 95,6 millones) achicando la brecha con una



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Agencia Internacional de Energía



oferta global que en el último trimestre de 2015 anotó 97,2 millones. El 17 de abril se concretará la reunión entre países de la OPEP y otros grandes productores, con el objetivo de sellar un acuerdo para congelar producción a niveles de enero de este año. Irán, que luego del levantamiento de las sanciones comerciales está tratando de recuperar cuota de mercado, no formará parte del acuerdo. La Agencia Internacional de Energía hace proyecciones sólo para la oferta no-OPEP, y estima una reducción de la producción en 600 mil barriles diarios, cifra que es equivalente a lo que se estima que caerá la producción de Estados Unidos este año respecto de 2015. Y, por otro lado, lo que se proyecta que aumente la oferta de Irán después del levantamiento de las sanciones es un guarismo de similar orden de magnitud. Con esto, la oferta total, sumando OPEP y no-OPEP, podría ubicarse en 2016 en un nivel no demasiado diferente del de 2015, cuando alcanzó los 96,4 millones de barriles diarios.

**Petróleo: Oferta y demanda global, en millones de barriles diarios**

	2012	2013	2014	2015	2016*
<b>Demanda global</b>	90,7	91,9	92,8	94,4	95,6
<b>Oferta global</b>	90,9	91,4	93,7	96,4	s.d.
Oferta No-OPEP	52,5	53,8	56,3	57,7	57,1
Oferta OPEP	38,4	37,5	37,5	38,7	s.d.

\*Proyecciones

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Agencia Internacional de Energía

La brecha entre oferta y demanda fue del orden de los 2 millones de barriles diarios en 2015, ya que el consumo mundial fue de 94,4 millones de barriles diarios. Con un crecimiento moderado de la economía mundial (en torno al 3%), y los incentivos que implica un precio muy bajo en términos históricos de los combustibles, el aumento del consumo a la par de una estabilidad por el lado de la producción podría producir un acercamiento entre las curvas de oferta y demanda, que podría derivar en un escenario de mayor estabilidad de precios para la segunda mitad del año, con una cotización del barril un poco más alta que la actual.

### **Estados Unidos: la nueva variable de ajuste del mercado petrolero**

En Estados Unidos, la producción respondió en forma tardía al derrumbe de precios, pero luego la caída se dio en forma sostenida. Los equipos de perforación bajaron, en el caso del petróleo, de 1.609 en octubre de 2014 a los 386 actuales. Estimaciones privadas dan cuenta de recortes en torno a los 110 mil puestos de trabajo. Como se sabe, el *shale* se caracteriza por una mayor flexibilidad a la hora de recortar y restablecer producción cuando se compara con la modalidad convencional. Pese a esto, puede haber alguna rigidez en la reacción de la oferta no convencional, aun cuando los precios superen los US\$50 el barril, que es el nivel en torno al cual se ubican los costos de extracción de *shale* en Estados Unidos. Las empresas que



han dejado de producir o recortado fuertemente su actividad pueden enfrentar dificultades a la hora de conseguir financiamiento para retomar la actividad. También puede jugar el factor expectativas: la experiencia de 2014, con la OPEP coordinando acciones para bajar el precio del barril y dejar fuera del mercado a los productores menos eficientes, constituye una señal muy potente, que podrían intimidar decisiones apresuradas.

En la Argentina, la disociación de los precios respecto de los de referencia internacional protegió al sector petrolero local del derrumbe de precios. Como consecuencia, tomando distancia de la experiencia de ajuste que atravesaron otros países, la producción de petróleo avanzó en el primer semestre de 2015, dejando atrás una tendencia declinante 13 años. En el segundo semestre se estabilizó, dejando como resultado una variación nula respecto a los niveles verificados un año atrás. Más allá de la protección de la que hoy goza el sector, es difícil imaginar un repunte sostenido, si además de hacer acuerdos transitorios de precios no se delinean las condiciones de convergencia. En este sector (que requiere grandes inversiones en capital físico y posee un período de recupero prolongado), más que en otros, mecanismos que den certeza sobre el largo plazo son tan, o más importantes, que los precios. Es de esperar, que el sector pueda darle continuidad al rebote en los volúmenes de producción pero más apoyado en la flexibilidad del uso de factores y en la productividad (instrumentos genuinos), en lugar de hacerlo gracias a la transferencia de recursos desde el resto de la economía basada en diferencial de precios internos versus externos. Esta es una herramienta que puede no brindar el suficiente horizonte de continuidad, dadas las resistencias que despierta en aquellos agentes económicos que se ven perjudicados por esta situación.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ministerio de Energía



## En Foco 3

### **El dato regional de la semana: Las provincias profundizaron su déficit en 2015, pese al aumento (en términos reales) de la recaudación propia**

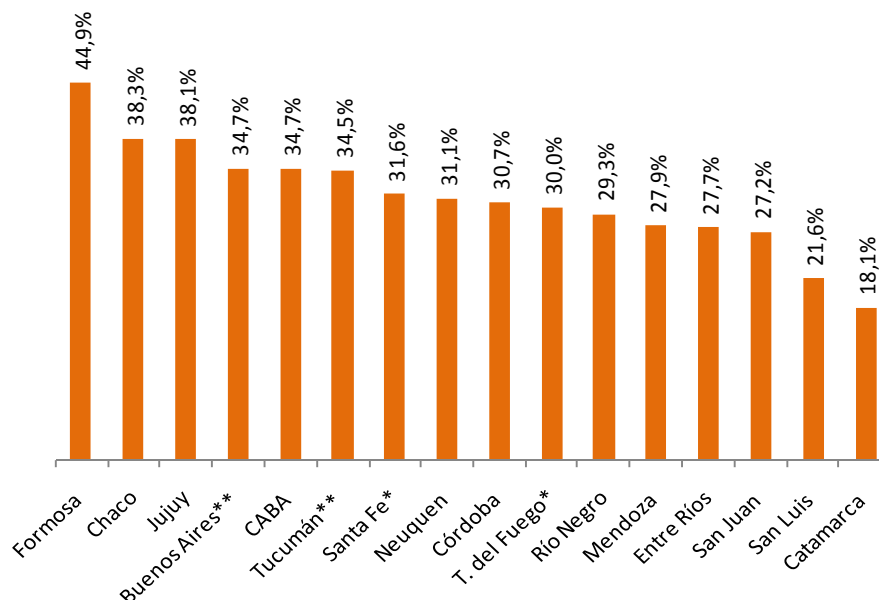
- Las jurisdicciones que registraron mayor avance de ingresos tributarios propios fueron Formosa (13,2 % por encima de la inflación de 2015), Chaco ( 8,0 %) y Jujuy (7,9 %). Las provincias más grandes también lograron registros positivos en términos reales, caso de Buenos Aires y CABA (5,2 %), Santa Fe (2,8 %) y Córdoba (2,1 %)
- La evolución de la recaudación de Ingresos Brutos no replica exactamente el comportamiento de la recaudación total, aunque tienen coincidencia para el caso de algunas provincias. Así, en Formosa y Chaco las partidas de ingresos asociadas a este impuesto subieron en términos reales un 10,7 % y un 7,9 %, respectivamente. En cambio, el avance fue más moderado en las provincias más grandes
- Aun con la performance tributaria descrita, las provincias anotaron en 2015 el mayor déficit fiscal de los últimos diez años, con un estimado de 0,9 % del PIB, lo que plantea un llamado de atención acerca de la sustentabilidad de las políticas de gasto público

Tras finalizar el año 2015, las provincias que llevan al día la publicación de sus datos recaudatorios nos permiten extraer conclusiones sobre la actual situación de las finanzas provinciales. Se ha manifestado en dicho período para el consolidado provincial un considerable crecimiento real de la recaudación propia provincial, si bien este se ha distribuido de forma dispar entre las distintas jurisdicciones. Así, en 2015 se verificó un comportamiento heterogéneo en lo que refiere a recaudación impositiva propia, ubicándose Formosa al tope de la lista de mayor incremento con una variación interanual de 44,9%, en contraposición a Catamarca que aumentó sus ingresos tributarios propios apenas en un 18,1%. Le siguieron Chaco con un 38,3%, Jujuy con un 38,1% y Buenos Aires y CABA, ambas con un 34,7%.

Entre las provincias que vieron subir su recaudación tributaria por debajo de la inflación promedio registrada en el acumulado anual, de acuerdo al IPC Congreso, se encuentran Mendoza (27,9%), Entre Ríos (27,7%), San Juan (27,2%) y San Luis (21,6%). Además de la ya mencionada Catamarca.



**Recaudación provincial tributaria total**  
Variación interanual 2015



\*corresponden al periodo Ene-Nov. \*\*corresponden al período Ene-Oct.

Fuente: IERAL en base a datos provinciales.

Por otro lado, la mayoría de los incrementos registrados en la recaudación total se han ubicado por encima de la inflación interanual registrada para el período. De esta forma, se consolida la tendencia a que los ingresos provinciales crezcan en términos reales, al contrario de lo que se observó en años anteriores (o incluso en el primer trimestre del 2015). A excepción del ya mencionado caso mendocino, en las otras provincias de mayor tamaño, CABA, Córdoba, Buenos Aires y Santa Fe se experimentaron subas relevantes a valores constantes (con un 5,2%, 5,2%, 2,1% y 2,8% respectivamente). Cabe destacar que por la disponibilidad de datos, para Buenos Aires y Tucumán se tomaron variaciones para el período Enero-October, mientras que para las provincias de Santa Fe y Tierra del Fuego se calculó la variación interanual para el período Enero-Noviembre.

A continuación se muestra la recaudación tributaria total de las provincias analizadas, y sus respectivas variaciones.



### Recaudación provincial tributaria total

En millones de pesos y variación interanual 2015

	Recaudación total	Var. nominal	Var. real
Formosa	<b>1.283</b>	44,9%	13,2%
Chaco	<b>4.116</b>	38,3%	8,0%
Jujuy	<b>1.875</b>	38,1%	7,9%
Buenos Aires**	<b>97.583</b>	34,7%	5,2%
CABA	<b>73.178</b>	34,7%	5,2%
Tucumán**	<b>6.387</b>	34,5%	5,1%
Santa Fe*	<b>20.204</b>	31,6%	2,8%
Neuquen	<b>7.797</b>	31,1%	2,4%
Córdoba	<b>23.369</b>	30,7%	2,1%
T. del Fuego*	<b>1.870</b>	30,0%	1,6%
Río Negro	<b>4.291</b>	29,3%	1,0%
Mendoza	<b>12.754</b>	27,9%	-0,1%
Entre Ríos	<b>7.902</b>	27,7%	-0,3%
San Juan	<b>2.606</b>	27,2%	-0,6%
San Luis	<b>2.717</b>	21,6%	-5,0%
Catamarca	<b>1.319</b>	18,1%	-7,7%

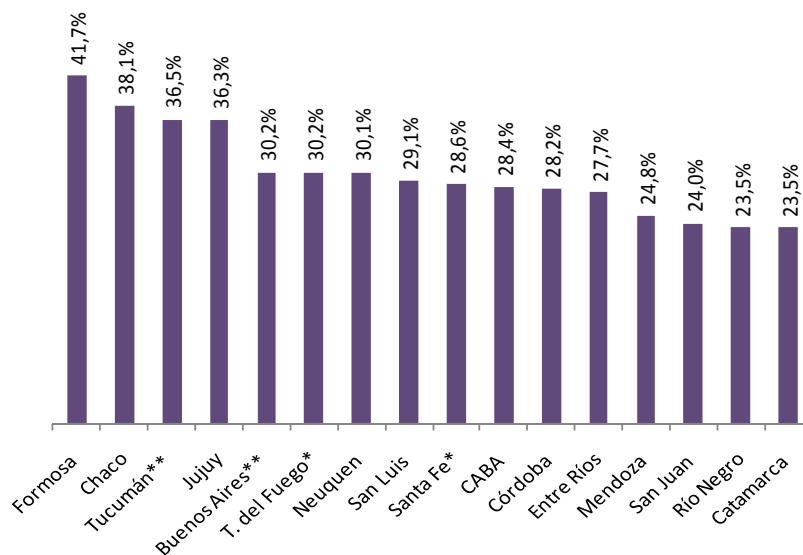
\*corresponden al período Ene-Nov. \*\*corresponden al período Ene-Oct.

Fuente: IERAL en base a datos provinciales.

En lo que respecta a la recaudación en el impuesto a los Ingresos Brutos, tributo directamente relacionado con la actividad económica, el crecimiento entre provincias presentó diferencias respecto al caso anterior. Si nuevamente elaborásemos un ranking según el incremento en la recaudación de dicho tributo, Catamarca y Río Negro se ubicarían en las posiciones de menor crecimiento, con variaciones de 23,5% en términos nominales, seguida por San Juan, Mendoza y Entre Ríos, con un 24,0%, 24,8% y 27,7% respectivamente. En el extremo opuesto se encuentra Formosa con una suba de un 41,7%, acompañada de Chaco (38,1%), Tucumán (36,5%) y Jujuy (36,3%). El resto de las jurisdicciones se ubicaron entre 28% (Córdoba) y un 30% (Buenos Aires).



**Recaudación provincial tributaria Ingresos Brutos**  
Variación interanual 2015



\*corresponden al período Ene-Nov. \*\*corresponden al período Ene-Oct.  
Fuente: IERAL en base a datos provinciales.



**Recaudación provincial tributaria Ingresos Brutos**  
En millones de pesos y variación interanual. Ene-Oct 2015

	Recaudación total	Var. nominal	Var. real
Formosa	729	41,7%	10,7%
Chaco	2.215	38,1%	7,9%
Tucumán**	4.427	36,5%	6,6%
Jujuy	1.105	36,3%	6,5%
Buenos Aires**	63.124	30,2%	1,7%
T. del Fuego*	1.325	30,2%	1,7%
Neuquen	4.793	30,1%	1,7%
San Luis	1.509	29,1%	0,9%
Santa Fe*	11.731	28,6%	0,5%
CABA	37.571	28,4%	0,3%
Córdoba	13.491	28,2%	0,1%
Entre Ríos	3.211	27,7%	-0,2%
Mendoza	7.049	24,8%	-2,5%
San Juan	1.257	24,0%	-3,1%
Río Negro	2.304	23,5%	-3,5%
Catamarca	774	23,5%	-3,5%

*\*corresponden al período Ene-Nov. \*\*corresponden al período Ene-Oct.*

*Fuente: IERAL en base a datos provinciales.*

A pesar de este interesante aumento de recursos tributarios las provincias han experimentado en 2015 un severo deterioro de sus saldos fiscales consolidando para dicho año un déficit financiero importante de 0,9% del PBI. Esto nos obliga a poner en cuestión el grado de racionalidad o sustentabilidad con las cuales son llevadas a cabo las políticas de gasto público provincial, pregunta más que relevante para un año donde constituirá todo un desafío para las administraciones subnacionales corregir importantes desequilibrios en un contexto de escasez de recursos.

## 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)	ene-16	155,8	-1,1%	-1,9%	-1,9%
EMI (2006=100)	oct-15	104,0	-1,1%	0,7%	0,1%
IPI-OJF (1993=100)	ene-16	144,1	-1,1%	-2,3%	-2,3%
Servicios Públicos	oct-15	267,2	-0,1%	1,5%	2,5%
Patentes	feb-16	48.109,0	-1,9%	9,7%	-4,5%
Recaudación IVA (\$ mm)	feb-16	41.647,8	-8,8%	34,3%	35,2%
ISAC	oct-15	220,8	-0,5%	4,0%	7,1%
Importación Bienes de Capital (volumen)	ene-16	-	-	8,0%	8,0%
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	-0,47 pp
Recaudación de la Seguridad Social	feb-16	36.322	-27,82%	32,3%	35,3%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2015 III	164,7	8,1%	17,9%	1,0%
Brasil	2015 III	83,8	-23,5%	-34,4%	-7,1%
México	2015 IV	123,1	7,7%	-12,1%	-1,1%
Estados Unidos	2015 IV	96,1	0,9%	1,9%	0,7%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	feb-16	134.803,3	-17,1%	26,5%	32,8%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$	feb-16	37.474,3	-13,5%	31,4%	40,1%
Gasto (\$ mm)	ene-16	120.879,8	-23,4%	22,6%	22,6%
		<b>ene-16</b>	<b>Acum 16</b>	<b>ene-15</b>	<b>Acum 15</b>
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-2.197,1	-2.197,1	-13.463,0	-13.463,0
Pago de Intereses (\$ mm)		24.700,0	24.700,0	12.005,6	12.005,6
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		76,2	76,2	94,5	94,5
ANSES (\$ mm) *		124,9	124,9	4.387,1	4.387,1
		<b>feb-16</b>	<b>ene-feb 16</b>	<b>feb-15</b>	<b>ene-feb 15</b>
Adelantos Transitorios BCRA *		-4.300,0	-4.300,0	1.900,0	0,0
		<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)	ene-16	1070,6	4,2%	35,1%	35,1%
Salarios (abril 2012=100)*	oct-15	247,0	1,2%	2,6%	1,1%
TCR Bilateral (1997=100)	ene-16	150,5	17,5%	29,5%	29,5%
TCR Multilateral (1997=100)	oct-15	97,0	0,0%	-26,9%	-28,1%
		<b>15-mar-16</b>	<b>feb-16</b>	<b>mar-15</b>	<b>31-dic-15</b>
TCN Oficial (\$/US\$)		14,89	15,02	8,78	13,41
TCN Brecha		3,1%	-0,2%	46,6%	6,8%
TCN Real (R\$/US\$)		3,73	3,97	3,15	3,96
TCN Euro (US\$/€)		1,11	1,11	1,08	1,09

\* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado	
Base Monetaria (\$ mm)	07-mar-16	593.431,0	1,1%	25,9%	29,2%	
Depósitos (\$ mm)	07-mar-16	1.437.046,1	1,8%	35,5%	37,1%	
Sector Público No Financiero	07-mar-16	331.038,1	-1,2%	8,5%	13,1%	
Sector Privado No Financiero	07-mar-16	1.102.665,8	2,8%	47,5%	47,5%	
Créditos (\$ mm)	07-mar-16	911.777,3	1,7%	36,6%	36,9%	
Sector Público No Financiero	07-mar-16	59.620,2	0,0%	41,0%	40,4%	
Sector Privado No Financiero	07-mar-16	837.393,5	1,7%	36,4%	36,8%	
		<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>feb-16</b>	<b>31-dic-15</b>	<b>mar-15</b>
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	07-mar-16	28.167,0	29.365,8	25.563,0	31.431,2	
Ratio de cobertura de las reservas	07-mar-16	72,8%	77,2%	53,3%	60,9%	
Tasa de interés Badlar PF	11-mar-16	28,6%	26,2%	27,3%	20,8%	
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	14-mar-16	398	456	410	406	
EMBI+ Argentina	14-mar-16	437	471	438	593	
EMBI+ Brasil	14-mar-16	437	531	523	329	
Tasa LIBOR	14-mar-16	0,44%	0,43%	0,42%	0,17%	
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	14-mar-16	0,36%	0,38%	0,20%	0,09%	
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	14-mar-16	0,38%	0,38%	0,38%	0,12%	
SELIC (Brasil)	14-mar-16	14,15%	14,15%	14,15%	12,58%	
		<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>var% ***</b>	<b>var% a/a ****</b>	<b>Acumulado</b>
Índice Merval	14-mar-16	12.545,8	19,34%	27,69%	24,90%	
Índice Bovespa	14-mar-16	48.867,0	15,08%	-22,60%	-15,51%	

\* 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)	ene-16	3.886,0	13,9%	2,3%	2,3%
Primarios	ene-16	901,0	104,3%	13,2%	13,2%
MOA	ene-16	1.856,0	28,5%	18,0%	18,0%
MOI	ene-16	984,0	-26,9%	-18,7%	-18,7%
Combustibles	ene-16	144,0	-19,1%	-33,3%	-33,3%
Exportaciones (volumen)	ene-16	-	-	23,0%	23,0%
Importaciones (US\$ mm)	ene-16	4.046,0	-10,5%	-3,8%	-3,8%
Bienes Intermedios	ene-16	1.276,0	-10,0%	-17,9%	-17,9%
Bienes de Consumo	ene-16	532,0	-7,6%	-2,9%	-2,9%
Bienes de Capital	ene-16	886,0	-6,2%	6,1%	6,1%
Combustibles	ene-16	224,0	-40,1%	-6,7%	-6,7%
Importaciones (volumen)	ene-16	-	-	6,0%	6,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2015 IV	128,7	2,6%	3,8%	-4,0%
Índice Commodities s/combustibles FMI (200	feb-16	123,0	1,4%	-13,6%	-17,2%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	feb-16	86,1	1,8%	-10,9%	-15,1%
Energía	feb-16	41,3	1,8%	-41,4%	-44,6%
Petróleo (US\$/baril)	feb-16	30,4	-3,6%	-40,0%	-46,8%





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 IV	1.591,4	-1,4%	-5,9%	-3,8%
Unión Europea	2015 IV	16.582,0	0,4%	1,8%	1,8%
China	2015 III	11.016,2	1,8%	1,8%	5,0%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	dic-15	137,6	0,0%	0,6%	2,5%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	dic-15	128,5	-0,2%	0,5%	1,9%

\* 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	feb-16	22.280,0	-24,1%	7,5%	-4,3%
Región Pampeana	feb-16	10.471,0	-22,4%	9,7%	-7,0%
NOA	feb-16	3.947,0	-19,5%	26,0%	4,9%
NEA	feb-16	4.248,0	-18,1%	17,3%	2,4%
Cuyo	feb-16	3.009,0	-26,9%	11,7%	-7,5%
Región Patagónica	feb-16	4.154,0	-29,3%	0,8%	-11,7%
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%