



# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 25 - Edición N° 979 – 12 de Mayo de 2016

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Marcelo Capello y Néstor Grión**

La política fiscal se enfrenta al dilema de menos déficit o más obra pública, con impacto divergente en inflación, deuda y actividad

**En Foco 1 – Jorge Vasconcelos y Pilar Di Cesare**

Brasil en condiciones de salir de la recesión, pero la política y la justicia tienen la última palabra

**En Foco 2 – Juan Francisco Campodónico**

Comienza a descender la inflación núcleo, aunque a un ritmo más lento del esperado

**En Foco 3 – Juan Francisco Campodónico y Francisco Alvarez Reyna**

Se recupera el comercio mundial, aunque a un ritmo inferior al promedio de las últimas décadas

**En Foco 4 – Vanessa Toselli**

El dato regional de la semana:

Fuerte suba de los depósitos a nivel regional, pero cae la demanda de créditos

**Selección de Indicadores**

## Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci

## IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

[ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org)

## IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

[info@ieral.org](mailto:info@ieral.org)

## Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

[info@fundmediterranea.org.ar](mailto:info@fundmediterranea.org.ar)





#### Editorial:

4

#### ***La política fiscal se enfrenta al dilema de menos déficit o más obra pública, con impacto divergente en inflación, deuda y actividad***

- Dada la meta de un déficit primario del sector público de 4,8 % del PIB para el 2016 y considerando la trayectoria más probable para los ingresos fiscales, la opción de lograr una expansión significativa de la inversión este año (un 36,5 % interanual en términos nominales) requeriría un esfuerzo de contención del gasto en subsidios económicos y beneficios sociales (transferencias corrientes subiendo 26,8 % nominal, con caída en términos reales)
- Si se mantiene el objetivo de 4,8 % para el déficit, pero las transferencias corrientes se actualizan a un ritmo de 35 % interanual, entonces la variable de ajuste pasaría a ser la obra pública, con un gasto de capital que pasaría de 2,8 % del PIB en 2015 a 2,5 % del PIB en 2016
- En un tercer escenario en el que se busque expandir inversiones y transferencias a un ritmo nominal de entre 35 y 36,5 % interanual, entonces el resultado primario del sector público nacional anotaría un déficit de 5,3 puntos del PIB, en lugar del 4,8 % de referencia. Debería lograrse financiamiento adicional por unos 33 mil millones de pesos

#### En Foco 1:

11

#### ***Brasil en condiciones de salir de la recesión, pero la política y la justicia tienen la última palabra***

- La sustitución de Dilma Rousseff por Michel Temer (en principio por 180 días) abre espacio a nuevos escenarios económicos, que van desde los más optimistas, en caso que el nuevo gobierno pueda realizar reformas estructurales con apoyo parlamentario, hasta los más escépticos, por el riesgo de una gestión meramente provisional, que además podría sufrir el jaqueo de la justicia
- Desde el punto de vista estrictamente económico, una parte del ajuste ha sido hecha, por lo que el nivel de actividad podría rebotar de la mano de un tipo de cambio ahora más estable, un descenso de la tasa de interés facilitada por la menor inflación y una elevada capacidad ociosa que permite atender la demanda externa e interna sin grandes esfuerzos del lado de la inversión
- El diseño actual del sistema jubilatorio y el mecanismo de subsidios del BNDES se encuentran entre los principales factores explicativos del elevado déficit fiscal. Por ende, para evitar que la deuda pública supere umbrales críticos, se necesitan reformas estructurales que, a su vez, requieren amplio consenso parlamentario. Este será uno de los principales test que el nuevo gobierno deberá superar

#### En Foco 2:

16

#### ***Comienza a descender la inflación núcleo, aunque a un ritmo más lento del esperado***

- El índice de Precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires registró en abril una variación mensual de 6,5%, con 4,5 puntos porcentuales explicados por las subas en gas, agua y transporte
- La inflación núcleo, que en marzo había marcado un guarismo de 3,5% mensual, bajó un escalón a 2,8% en abril
- De 55 ítems encuestados, 33 habían subido más del 2,2% mensual en marzo, mientras que en abril ese número descendió a 29

**En Foco 3: 19*****Se recupera el comercio mundial, aunque a un ritmo inferior al promedio de las últimas décadas***

- En el primer bimestre, las importaciones mundiales crecen 2,4% interanual en volumen, frente al 1,2% anotado en el último trimestre de 2015
- Los países emergentes toman la delantera, con una variación interanual de 3,1%, mientras que los avanzados anotan 1,8%
- La transición china hacia un nuevo modelo de crecimiento más volcado a los servicios, repercute en los indicadores de comercio exterior, tanto de emergentes como de desarrollados

**En Foco 4: 23*****El dato regional de la semana: Fuerte suba de los depósitos a nivel regional, pero cae la demanda de créditos***

- En el promedio país, los depósitos bancarios aumentaron 6,1 % interanual en términos reales, fenómeno que contrasta con una reducción de 1,3 % en el stock de créditos al sector privado
- Las regiones más dinámicas en la captación de ahorros a través del sistema financiero fueron el Noreste, con una suba de depósitos de 11,6 % interanual en términos reales, seguida del Noroeste (11,6 %) y Patagonia (10,3 %). Este guarismo fue del 8,6 % para el caso de Cuyo y de 5,4 en la región pampeana
- La mayor contracción del stock de préstamos se observó en Cuyo, con una caída en términos reales de 5,6 % mientras que, por el contrario, en el Noroeste se registró una expansión crediticia de 1,6 % interanual. La merma fue de 1,7 % interanual (siempre en términos reales) en el Noreste, de 1,4 % en la zona pampeana y de 0,6 % en la Patagonia

**Selección de Indicadores 28**



## Editorial

### **La política fiscal se enfrenta al dilema de menos déficit o más obra pública, con impacto divergente en inflación, deuda y actividad**

- Dada la meta de un déficit primario del sector público de 4,8 % del PIB para el 2016 y considerando la trayectoria más probable para los ingresos fiscales, la opción de lograr una expansión significativa de la inversión este año (un 36,5 % interanual en términos nominales) requeriría un esfuerzo de contención del gasto en subsidios económicos y beneficios sociales (transferencias corrientes subiendo 26,8 % nominal, con caída en términos reales)
- Si se mantiene el objetivo de 4,8 % para el déficit, pero las transferencias corrientes se actualizan a un ritmo de 35 % interanual, entonces la variable de ajuste pasaría a ser la obra pública, con un gasto de capital que pasaría de 2,8 % del PIB en 2015 a 2,5 % del PIB en 2016
- En un tercer escenario en el que se busque expandir inversiones y transferencias a un ritmo nominal de entre 35 y 36,5 % interanual, entonces el resultado primario del sector público nacional anotaría un déficit de 5,3 puntos del PIB, en lugar del 4,8 % de referencia. Debería lograrse financiamiento adicional por unos 33 mil millones de pesos.

El año fiscal 2015 terminó con un déficit financiero del 6,3% del PIB, y un déficit primario del 4,2%, en ambos casos base caja y sin incluir rentas de BCRA ni ANSES. Incluyendo partidas de gasto devengadas no pagadas, el Ministerio de Hacienda anunció un déficit del 7% del PIB en el último año de la administración Kirchner. El plan gradualista para bajar la inflación consiste, en lo fiscal, en una progresiva reducción del déficit y de una aún más rápida disminución del financiamiento del BCRA al tesoro nacional. De modo que resultaba clave el acceso al financiamiento, local e



internacional, para cerrar la brecha de necesidad de financiamiento no cubierta por el BCRA, además de obtener los dólares necesarios para pagar vencimientos en esa moneda, en el caso del acceso al crédito externo. Esta parte del plan en gran medida se allanó con el reciente arreglo por la deuda y salida del default.

El plan fiscal para 2016 se propone un déficit primario de 4,8% del PIB, menor que el devengado el año pasado, pero mayor que el base caja observado. Esto a pesar de un importante esfuerzo para bajar erogaciones, especialmente en materia de subsidios económicos (electricidad, gas, agua, transporte) y de haber disminuido la planta de personal heredada, según lo manifestado, en alrededor de 11 mil puestos de trabajo. Ocurre que paralelamente se decidió reducir impuestos con objetivos de mejorar la competitividad (Retenciones), aliviar la carga sobre familias de ingresos medios y altos (impuesto a las ganancias) y bajar la carga fiscal para familias de más bajos ingresos, cuando realizan compras de alimentos<sup>1</sup>.

Se decidió compensar también la situación de las familias de menores ingresos con la creación (AUH para monotributistas) o ampliación (suba de AUH) de programas sociales. En definitiva, el plan gradualista para bajar la inflación avanza lento por el lado fiscal debido a que simultáneamente se ha decidido atacar otros problemas viejos o nuevos de la economía, como la escasa competitividad o la situación social, especialmente para las familias más vulnerables.

Claramente existe ahora otro *trade off* para definir la estrategia fiscal del gobierno en lo que resta del año: ¿menos déficit fiscal, para morigerar más rápido la inflación, o más obra pública, para incentivar más rápidamente la recuperación de la actividad económica? Para la segunda opción se requiere de financiamiento, y en principio esa vía podría ser la elegida por el gobierno, según las últimas noticias.

La herramienta de la obra pública para contribuir a una más rápida recuperación económica no ha sido la elegida en los primeros meses del año. En el primer trimestre, el gasto de capital creció nominalmente apenas un 6,3% (una caída en términos reales del 19,8%), lo cual se explica por dos motivos: la necesidad de morigerar el gasto para bajar la inflación (y en meses en que no estaba asegurado el acceso al financiamiento), por un lado, y la necesidad de revisar la racionalidad de dichas erogaciones, decididas por otra administración, por el otro.

Ahora bien, qué puede esperarse que ocurra fiscalmente el resto del año? Para responder esa pregunta, en primer lugar se repasa la dinámica fiscal reciente. En el

---

<sup>1</sup> Se sumarían ahora beneficios fiscales para PyMEs y para la contratación de empleo joven.

primer cuatrimestre los ingresos primarios del gobierno crecieron un 33,1% (comercio exterior 41%, impuestos 32,1% y seguridad social 31,5%). Para proyectar los ingresos del resto del año se supone una inflación nacional (promedio área metropolitana e interior) del 33% y un descenso del nivel de actividad del 1% en 2016. Los ingresos se verán afectados por las modificaciones ya introducidas o a realizar en los impuestos (Retenciones, IVA, Ganancias), por lo que se estima que los ingresos primarios crecerían un 30,2% en el año.

#### Evolución de ingresos y gastos del gobierno nacional

	Composición 2015	Crecimiento interanual				Parcial	
		2015	ene-16	feb-16	mar-16		abr-16
<b>Ingresos Primarios</b>	<b>83,0%</b>	<b>31,0%</b>	<b>29,7%</b>	<b>25,6%</b>	<b>38,6%</b>	<b>36,9%</b>	<b>33,1%</b>
Ingresos Tributarios	49,6%	25,8%	28,7%	22,3%	38,2%	39,2%	33,5%
Comercio Exterior	7,8%	-2,4%	22,5%	29,2%	53,4%	22,9%	41,0%
Resto	41,8%	33,0%	29,8%	21,4%	35,1%	43,3%	32,1%
Contribuciones a la Seg. Social	29,4%	39,4%	31,3%	29,1%	31,2%	31,5%	31,5%
Resto de Ingresos	4,0%	41,1%	24,5%	45,2%	103,9%	30,0%	42,7%
<b>Gasto Primario</b>	<b>100,0%</b>	<b>34,5%</b>	<b>22,6%</b>	<b>23,2%</b>	<b>38,7%</b>		<b>28,3%</b>
Remuneraciones	13,9%	39,0%	25,7%	40,3%	42,6%		35,7%
Bienes y Servicios	4,9%	35,4%	-29,4%	7,7%	7,9%		-7,1%
Prest. de la Seguridad Social	37,5%	47,4%	46,3%	32,8%	42,9%		40,9%
Transf. ctes al Sector Privado	22,6%	31,5%	6,7%	6,9%	48,3%		21,2%
Transf. ctes al Sector Público	5,5%	38,4%	9,6%	15,1%	54,2%		26,6%
Resto de Gastos Corrientes Primario	4,4%	-12,3%	-16,0%	77,2%	59,2%		41,3%
Gastos de Capital	11,3%	22,6%	20,6%	-6,5%	2,9%		6,3%
<b>Déficit Primario sin Rentas</b>	<b>-17,0%</b>	<b>54,5%</b>	<b>-90,5%</b>	<b>10,9%</b>	<b>39,1%</b>		<b>12,2%</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Por su parte, el gasto primario ha crecido un 28,3% en el primer trimestre, impulsado por Remuneraciones (35,7%) y Prestaciones de la Seguridad Social (40,9%). Ambas partidas muestran una elevada inercia (a pesar de la racionalización en el empleo público que se llevó a cabo en ese período) y cubren más de la mitad del gasto. La suba en el gasto en transferencias corrientes se sitúa en un nivel inferior a la inflación (envíos al sector privado subieron 21,2% y al sector público, 26,6%). Se espera para este año un bajo crecimiento nominal para el gasto en subsidios a privados, a pesar de un mayor gasto en programas sociales, dada la disminución ocurrida en los subsidios al consumo de electricidad, gas, agua y transporte, que implicaría un ahorro de \$120.000 millones este año.

Es destacable el freno ocurrido en el gasto nominal en Bienes y Servicios (-7,1%) en el primer trimestre de 2016, aunque podría tratarse mayormente de una ralentización en



los pagos (deuda flotante), no sólo menor devengamiento de erogaciones con ese destino. Algo similar ocurrió con el gasto de capital, que como se señaló, creció apenas un 6,3% en el primer trimestre, y que podría marcar también un mix entre desaceleración en el devengamiento y en el ritmo de los pagos efectuados.

En el Presupuesto 2016 la partida de gasto de capital es de \$189.978 millones, un 18,1% mayor que lo ejecutado en 2015. De ese total, \$30.761 millones corresponden a Empresas Públicas (el mayor gasto corresponde a NASA, AYSA, ENARSA, ADIF y AR-SAT) y \$12.217 millones a Fondos Fiduciarios (la mayor parte corresponde al FF. Sist. Infr. Transporte).

#### El Gasto de Capital en el Presupuesto 2016

	Ejecutado 2015	Presupuesto 2016	var
Administración Nacional	124.251	145.267	16,9%
Resto	36.637	44.712	22,0%
Empresas y Sociedades del SPN	30.761	30.761	
Fondos Fiduciarios	12.217	12.217	
Otros Entes del SPN	1.733	1.733	
<b>Total Sector Público Nacional</b>	<b>160.887</b>	<b>189.978</b>	<b>18,1%</b>

Fuente: Mensaje del Presupuesto 2016, MECON.

#### Escenarios fiscales esperados en 2016

El gobierno ha anunciado un déficit primario de 4,8% del PIB para este año. Considerando un crecimiento de los ingresos primarios del orden del 30% y el comportamiento esperable de ciertas partidas de gasto, se pueden deducir los escenarios para las erogaciones de capital. El ejercicio no incluye el costo fiscal de la devolución del 15% al resto de las provincias. Si se devuelven 3 puntos porcentuales el costo fiscal es de \$20.707 millones (0,27% del PIB).

A continuación se plantean tres escenarios. En el base se supone un fuerte crecimiento del gasto de capital en lo que resta del año, totalizando una variación del 36,5% (\$220 mil millones). Esto requiere que las transferencias corrientes crezcan un 26,8% (mayor al promedio del primer trimestre, pero menor que el último dato disponible). Así lograría cumplirse el superávit primario anunciado de 4,8% del PIB, con una expansión del gasto de capital del 36,5% respecto a 2015, levemente por arriba de la tasa de inflación. Podría considerarse una estrategia moderada.



### Escenario Fiscal 2016

	2015	2016			2016		
		Base	Mayor déficit	Menor Gasto de Capital	Base	Mayor déficit	Menor Gasto de Capital
Ingresos Primarios	1.184.723	1.542.509	1.542.509	1.542.509	30,2%	30,2%	30,2%
Gasto Primario	1.427.989	1.909.491	1.942.455	1.909.491	33,7%	36,0%	33,7%
Remuneraciones y Jubilaciones	734.762	1.021.509	1.021.509	1.021.509	39,0%	39,0%	39,0%
Transferencias corrientes	401.788	509.450	542.414	542.414	26,8%	35,0%	35,0%
Resto Gasto Primario	130.552	158.865	158.865	158.865	21,7%	21,7%	21,7%
Gasto de Capital	160.887	219.667	219.667	186.703	36,5%	36,5%	16,0%
En % del PIB	2,8%	2,9%	2,9%	2,5%			
Resultado Primario sin Rentas	-243.266	-366.982	-399.946	-366.982	50,9%	64,4%	50,9%
En % del PIB	-4,2%	-4,8%	-5,3%	-4,8%			

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

El segundo escenario plantea una estrategia en que se privilegia la recuperación económica (con riesgos respecto al objetivo antiinflacionario) y existe un mayor crecimiento de las transferencias corrientes, como consecuencia de un contexto social y político más desfavorable que permite menos recorte de subsidios o mayor gasto en planes sociales. En este caso, si se mantiene el importe del resto de las partidas, el déficit resultaría del 5,3% del PIB (se requerirá financiamiento adicional por 33.000 millones, que se estima se podrían obtener en el mercado). También podría ocurrir que se llegue a ese déficit primario con una suba del gasto de capital mayor a la antes planteada (57%), manteniendo las transferencias corrientes como en el escenario base. Se trata de un escenario más expansivo en lo fiscal, aunque no en lo monetario, pues se supone que se financia el mayor gasto con acceso al financiamiento.

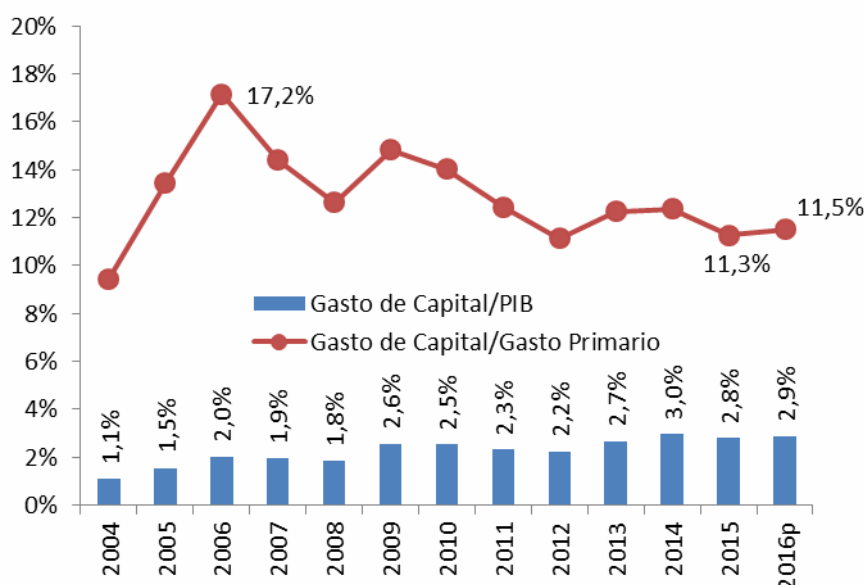
El tercer escenario se daría con menor obra pública que la antes descrita (crecería sólo 16% nominal), si se requiere un mayor gasto en transferencias corrientes, pero preservando el déficit primario de 4,8% del PIB planteado en el escenario base.

En una perspectiva histórica, puede apreciarse que si bien el gasto de capital del gobierno nacional ha aumentado su participación en términos del PIB, lo opuesto ha sucedido en cuanto a su peso en las erogaciones públicas, hecho explicado en gran parte por el crecimiento de los subsidios a las empresas. Si el gasto de capital crece de manera fuerte este año, como lo planteado en el escenario base, su participación en el PIB resultaría del 2,9% (versus 2,8% en 2015). Como puede inferirse, no existe margen para un aumento muy importante en el gasto de capital, que no implique una mayor racionalización en el gasto corriente o sacrificar parte del objetivo asociado al resultado fiscal en 2016.





### Evolución del Gasto de Capital del gobierno nacional



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON.

### La obra pública en los inicios de cada gestión

La dinámica del gasto primario (variación en términos reales) en el comienzo de las últimas cuatro administraciones ha sido variada, reflejo de las distintas realidades de cada momento. En 2004, el gobierno de Néstor Kirchner realizó una fuerte expansión real del Gasto Primario, de 8,5% en el año, impulsado por el Gasto de Capital, que creció 73,5%. Cuando Cristina Fernández de Kirchner asumió por primera vez en 2008, en cambio, la economía ya se había recuperado y el aumento de la inflación en 2007 dificultaba aumentar el gasto en términos reales; así el Gasto de Capital cerraría el año en -6,5%, mientras que el resto del Gasto Primario (especialmente subsidios y transferencias sociales) crecía a tasas de 6%. En 2012, tras su reelección, la situación resultó muy similar a la de 2008.



**Crecimiento real del Gasto Primario en el primer trimestre de nuevas administraciones**  
**Precios constantes**

	<b>2004</b>	<b>2008</b>	<b>2012</b>	<b>2016</b>
Gasto de Capital	73,5%	-6,5%	-6,6%	2,7%
Resto Gasto Primario	16,1%	6,0%	5,8%	0,3%
<b>Total Gasto Primario</b>	<b>18,5%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>0,5%</b>

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

El gobierno de Macri, por su parte, es el primero en 12 años que ha reducido en términos reales el gasto en los primeros meses de su gestión (cayó 3,6% en el primer trimestre), lo cual se ha dado por una combinación de factores: más allá de la intención del gobierno de realizar un reordenamiento fiscal y llegar a un equilibrio presupuestario para 2019, en los primeros meses se ha dado un reordenamiento del gasto, en el cual se postergaron temporalmente obras de capital; a su vez el brote inflacionario ha reducido el valor real de los gastos planificados en el presupuesto de 2015, lo cual impacta negativamente sobre el crecimiento. Para el 2016 se espera un crecimiento real para el año de 2,7% en Gastos de Capital. El gasto primario, en cambio, se espera que tenga un crecimiento casi nulo en términos reales.



## En Foco 1

### **Brasil en condiciones de salir de la recesión, pero la política y la justicia tienen la última palabra**

- La sustitución de Dilma Rousseff por Michel Temer (en principio por 180 días) abre espacio a nuevos escenarios económicos, que van desde los más optimistas, en caso que el nuevo gobierno pueda realizar reformas estructurales con apoyo parlamentario, hasta los más escépticos, por el riesgo de una gestión meramente provisional, que además podría sufrir el jaqueo de la justicia
- Desde el punto de vista estrictamente económico, una parte del ajuste ha sido hecha, por lo que el nivel de actividad podría rebotar de la mano de un tipo de cambio ahora más estable, un descenso de la tasa de interés facilitada por la menor inflación y una elevada capacidad ociosa que permite atender la demanda externa e interna sin grandes esfuerzos del lado de la inversión
- El diseño actual del sistema jubilatorio y el mecanismo de subsidios del BNDES se encuentran entre los principales factores explicativos del elevado déficit fiscal. Por ende, para evitar que la deuda pública supere umbrales críticos, se necesitan reformas estructurales que, a su vez, requieren amplio consenso parlamentario. Este será uno de los principales test que el nuevo gobierno deberá superar

El transcurso de las próximas semanas será decisivo para evaluar si el apartamiento de Dilma Rousseff y su reemplazo, al menos temporal, por Michel Temer es el comienzo de la solución de la crisis política de Brasil, o sólo un nuevo capítulo. Se abren distintos escenarios que dependen básicamente de la capacidad del nuevo gobierno para realizar alianzas en el parlamento en función de una serie de reformas estructurales. En caso que el gobierno de Temer no pueda avanzar en ese plano y, a su vez, permanezca jaqueado por la justicia, la economía podría de todos modos hacer un piso en la caída pero la recuperación sería extremadamente frágil. En el otro extremo, un escenario que permitiría una salida rápida y firme de la recesión estaría alimentado por un Congreso activo a favor de esas reformas y un gobierno cuya gestión no ofrezca flancos para el jaqueo judicial.



La crisis en la que entró la economía brasileña fue una combinación de falta de confianza y de rigideces (en el plano fiscal, previsional, laboral y de funcionamiento de las empresas) que ahora necesitan ser revertidas en ambas dimensiones. Avanzar en las reformas estructurales permitirá regenerar la confianza, y la recuperación de la confianza posibilitará una transición menos traumática, abriendo espacio a una salida de la depresión de estos últimos dos años en un período que puede ser sorprendentemente abreviado. Si, en cambio, la gestión de Temer no logra salir del encasillamiento “gobierno provisorio”, entonces, esa potencial recuperación será más débil y oscilante.

Desde el punto de vista estrictamente económico, hay que tener en cuenta que parte del ajuste ya ha sido hecho y que no todas las medidas fiscales que pueden ser adoptadas son necesariamente recesivas. Además, la introducción de alguna carga tributaria puntual durante la transición y los inevitables ajustes de ciertas partidas de gasto pueden ser compensadas, parcial o totalmente, por una recuperación de la disposición a invertir, por una reducción de las tasas de interés que podrían comenzar poco después de mediados de año y por una estabilización del tipo de cambio en un andarivel como el actual o incluso con el real algo más apreciado frente al dólar estadounidense.

Entre las medidas fiscales que pueden ser contundentes, pero no necesariamente recesivas, se tiene la reforma del sistema previsional y la posibilidad de una licitación masiva, a inversores privados, de los créditos otorgados por el BNDES, que conllevan un costo fiscal significativo, ya que la tasa de interés que se aplica es inferior al costo al que se financia el sector público en el mercado de capitales. En el bienio 2016/17, los subsidios que reciben las empresas por créditos otorgados alcanzan un valor presente de 67,2 mil millones de reales, calculado en función de las diferencias de las tasas de interés. Si el gobierno lograra vender en mercado parte de esos préstamos, estaría “realizando una pérdida” pero, al mismo tiempo, aliviando hacia adelante una fracción importante del déficit (cuasifiscal, en este caso).

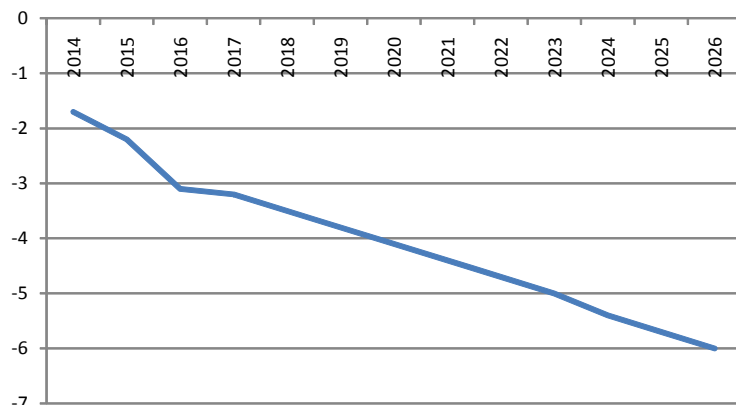


La reforma previsional es imprescindible, ya que el déficit estimado del sistema jubilatorio es este año del orden de los 3 puntos del PIB, con proyecciones que ubican el rojo en 4,1 % puntos del PIB hacia el 2020. Dos factores principales inciden para forjar esta trayectoria insustentable: por un lado, los mecanismos de actualización de los haberes, que no contemplan las variaciones del ciclo económico y, por otro, el hecho que la edad promedio a la que los brasileños se jubilan es de 55 años, 10 años antes que en países comparables. Si bien no es “popular” correr la edad jubilatoria de las personas, esa decisión tampoco implica quitarle ingresos a los trabajadores que están cerca de cumplir los requisitos en vigencia. Por ende, esa reforma puede mejorar en forma sustancial las expectativas acerca de la viabilidad fiscal del país, pero sin afectar “el bolsillo” en lo inmediato de la población. Es impopular pero no recesiva. Por eso, es uno de los temas más importantes a seguir, ya que permitirá medir la amplitud y profundidad de las alianzas que pueda lograr el nuevo gobierno.

Otras medidas fiscales (reposición del impuesto al cheque, por ejemplo) si tienen potencial efecto contractivo, al igual que el recorte de ciertas partidas de gasto. Pero, en este

caso, dos factores pueden suavizar su impacto negativo sobre el nivel de actividad: a) por un lado, que la política fiscal pueda ser acompañada de una política monetaria menos contractiva (algo factible, como se describe a continuación); b) por otro lado, que la trayectoria del ajuste fiscal pueda ser dosificada, ya que no sería necesario que el resultado primario salga del rojo ya en 2017, porque todavía se está a tiempo de evitar que la deuda pública supere el umbral en el cual el riesgo de default imposibilita la recuperación de la confianza. Hay algún margen en este plano, pero debe ser monitoreado porque de ningún modo es amplio.

**Sistema jubilatorio de Brasil. Simulaciones del déficit de seguridad social (% PIB)**



Fuente: Ministerio de Planificación, Presupuesto y Gestión; Ministerio de Trabajo y Seguridad Social; Credit Suisse

Respecto de la posibilidad de una política monetaria que deje de ser contractiva y pase a compensar (parcial o totalmente) el ajuste fiscal, hay que tener en cuenta dos características del punto de partida del nuevo gobierno:

- En primer lugar, el ajuste externo ya ha sido hecho, y esto implica que ya no hay presión devaluatoria sobre el real, es cierto que en los últimos meses ayudado por un contexto internacional más favorable, cuya duración no es fácil de estimar. En 2014, Brasil registró un déficit de la cuenta corriente del balance de pagos de 4,3 % del PIB y se estima que este año podría cerrar en sólo 0,5 % del PIB. La recesión hizo que las importaciones totales cayeran de 231 mil millones de dólares en 2014 a un estimado de 130 mil millones en 2016, factor potenciado por la suba del tipo de cambio, que de 2,66 reales por dólar de fin de 2014 pasó a casi 4 reales a fin de 2015, para apreciarse en lo que va del año hasta los 3,45 actuales.
- En segundo lugar, la inflación ha comenzado a ceder en forma significativa, lo que habrá de facilitar la tarea del Banco Central cuando inicie el proceso de baja de la tasa de interés, algo que podría ocurrir poco después de mediados de año. La inflación a nivel minorista pasó de 6,4 % en 2014 a 10,7 % en 2015 y actualmente se proyecta en 6,8 % para fin de este año y en torno a 5 % para fin de 2017, dentro de las metas del Banco Central. Esta posible reducción de la tasa de inflación a la mitad en solo un par de años no ha ocurrido por las “buenas razones”: la fuerza de la recesión ha logrado quebrar la inercia inflacionaria y la indexación en contratos como los salariales y los de alquileres. En la medida en que estas tendencias se confirmen, la Selic podría ser recortada desde el 14,25 % actual a un nivel cercano al 10 % hacia mediados del próximo año.

	2015	2016*
Crecimiento del PIB	-3,8	-3,7
Inflación IPC	9	6,8
Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,4	entre -1 y -0,5
Resultado fiscal (% del PIB)	-10,3	-9
Deuda pública bruta (% del PIB)	66	74

Fuente: Estadísticas oficiales y estimaciones de mercado



Por las razones apuntadas más arriba, Brasil podría comenzar a dejar atrás la recesión hacia fin de este mismo año, con efecto positivo sobre su demanda de importaciones, potenciado por una presumible estabilización del real en relación al dólar. De todos modos, este tipo de análisis es todavía extremadamente conjetural, y así debe ser tomado, en la medida en que la mayoría de estas tendencias dependen de lo que ocurra con la política y la gobernabilidad del gigante latinoamericano.

## En Foco 2

### **Comienza a descender la inflación núcleo, aunque a un ritmo más lento del esperado**

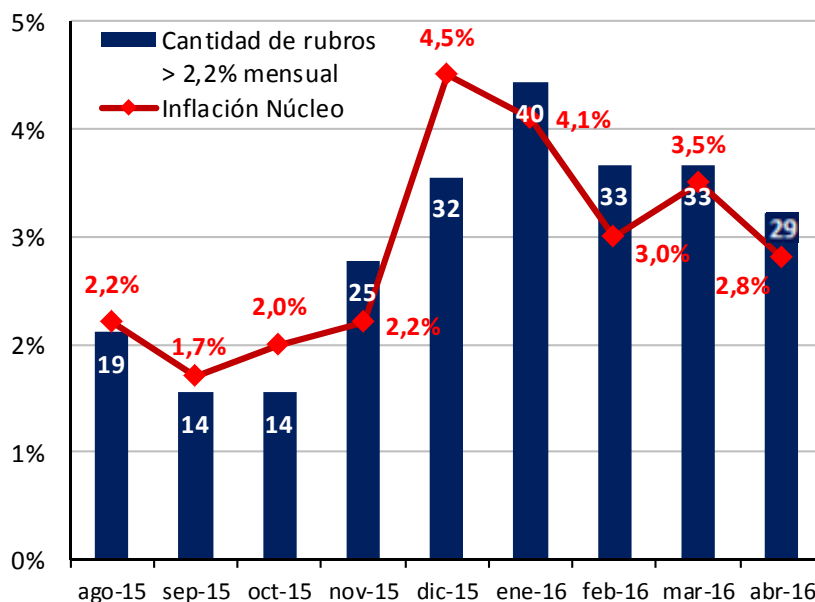
- El índice de Precios al consumidor de la Ciudad de Buenos Aires registró en abril una variación mensual de 6,5%, con 4,5 puntos porcentuales explicados por las subas en gas, agua y transporte
- La inflación núcleo, que en marzo había marcado un guarismo de 3,5% mensual, bajó un escalón a 2,8% en abril
- De 55 ítems encuestados, 33 habían subido más del 2,2% mensual en marzo, mientras que en abril ese número descendió a 29

El Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires registró una inflación de 6,5% en abril, de los cuales 4,5 puntos porcentuales se explican por el impacto de los aumentos de gas y agua (ítem que explica 2,85 puntos porcentuales) y por los de transporte (1,64 puntos porcentuales de incidencia). La inflación núcleo, que en marzo había anotado 3,5% de variación mensual, descendió un escalón en abril hasta el 2,8%. Cabe destacar que ese 2,8% anualizado extrapola una inflación del 39,3% anual, un guarismo superior al de la tasa de interés de las Lebacs (38% anual para las operaciones de corto plazo).

La inflación núcleo, que contempla los aumentos sin contar las variaciones estacionales y de precios regulados, también llamada inflación subyacente, muestra una significativa correlación con la forma en que se distribuyen los aumentos de los 55 ítems relevados por la Dirección de Estadísticas de CABA, de acuerdo a un seguimiento que comenzó a realizar el IERAL a partir de principios de este año.



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



Fuente: IERAL en base a IPC-CABA

En enero la inflación núcleo fue de 4,1% mensual y fueron 40 sobre 55 los ítems encuestados que marcaron una suba mensual superior al 2,2%. En febrero y marzo la inflación núcleo se movió entre 3% y 3,5% mensual, y la cantidad de ítems por encima del 2,2% mensual se estabilizó en 33 (sobre 55). La novedad de abril es que, en simultáneo con el descenso de la inflación núcleo (de 3,5% a 2,8%) se redujo de 33 a 29 la cantidad de ítems que marcaron subas mensuales superiores al 2,2%.

En cuanto a los ítems con subas inferiores al 1,8% mensual, se pasó de 16 a 21 entre marzo y abril.

Las tendencias descritas más arriba permiten señalar un escenario moderadamente optimista respecto de la trayectoria descendente de la inflación, aunque quizás a un ritmo más lento que el esperado por el gobierno.

### Índice de Precios al Consumidor - CABA

Variaciones intermensuales

55 Rubros	Prom Ago-Nov 15	dic-15	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16
X < 1,8	31	20	12	19	16	21
1,8 < x < 2,2	6	3	3	3	6	5
X > 2,2	18	32	40	33	33	29
Inflacion Núcleo	2,0	4,5	4,1	3,0	3,5	2,8
Inflacion General	1,8	3,9	4,1	4,0	3,3	6,5

Fuente: IERAL en base a IPC-CABA

Es notable la dispersión que se encuentra en abril en la variación de precios. Entre los rubros que experimentaron la mayor suba se encuentra los vinculados a precios regulados como el gas, el agua y el transporte por carretera. En el caso del gas la suba fue de 183,7%, del agua 107,3% y del transporte 32,1%.

Del otro lado tenemos deflación en paquetes turísticos (-6,8%), frutas (-5%) y servicios de transporte aéreo (-4%).

### Índice de Precios al Consumidor - CABA

Variaciones intermensuales

	mar-16	abr-16	Diferencia
<b>Nivel General</b>	<b>3,3</b>	<b>6,5</b>	<b>3,2</b>
Alimentos y bebidas no alcohólicas	3,6	1,8	-1,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	2,9	1,8	-1,1
Prendas de vestir y calzado	2,9	8,3	5,4
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	4,4	21,6	17,2
Equipamiento y mantenimiento del hogar	2,3	2,8	0,5
Salud	2,4	2,3	-0,1
Transporte personal	4,3	13,5	9,2
Comunicaciones	2,4	0,7	-1,7
Recreación y cultura	1,6	1,8	0,2
Educación	10,0	6,3	-3,7
Restaurantes y hoteles	2,5	1,2	-1,3
Bienes y servicios varios	2,9	3,3	0,4

Fuente: IERAL en base a IPC-CABA



## En Foco 3

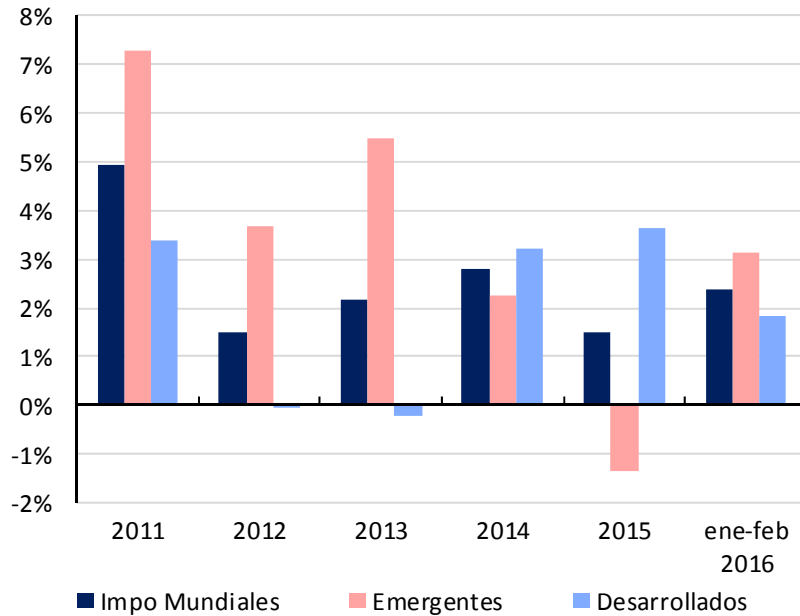
### **Se recupera el comercio mundial, aunque a un ritmo inferior al promedio de las últimas décadas**

- En el primer bimestre, las importaciones mundiales crecen 2,4% interanual en volumen, frente al 1,2% anotado en el último trimestre de 2015
- Los países emergentes toman la delantera, con una variación interanual de 3,1%, mientras que los avanzados anotan 1,8%
- La transición china hacia un nuevo modelo de crecimiento mas volcado a los servicios, repercute en los indicadores de comercio exterior, tanto de emergentes como de desarrollados

El volumen de importaciones del comercio mundial crece 2,4% interanual en el primer bimestre de 2016 frente al 1,5% del mismo periodo del año anterior y 1,2% anotado en el último trimestre de 2015. Si bien refleja un buen desempeño, desde el 2012 que crece por debajo del promedio de las últimas dos décadas (4,8% anual).

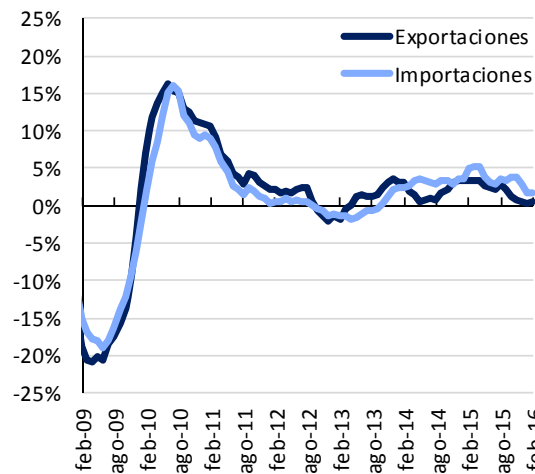
El desagregado de los datos del primer trimestre muestra una recuperación de los emergentes, cuyas importaciones suben 3,1% interanual, tras un 2015 en terreno negativo. Por otro lado, los países avanzados desaceleran su crecimiento a 1,8% interanual, compuesto por 0,4% y 3,3% en enero y febrero.

### Comercio mundial medido por importaciones Variación interanual (%)

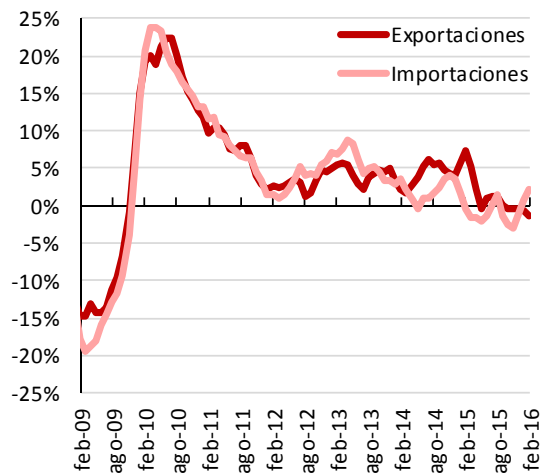


Fuente: IERAL en base a CPB World Trade Monitor

#### Comercio mundial: Economías avanzadas (Promedio móvil 3 meses de variación interanual)



#### Comercio mundial: Economías emergentes (Promedio móvil 3 meses de variación interanual)



Fuente: IERAL en base a CPB World Monitor

Analizando el último trimestre del 2015 y comparándolo con el primer bimestre de 2016 tenemos que las importaciones de las economías desarrolladas se desaceleraron



de 2,9% a 1,8%, mientras que las subdesarrolladas remontaron a 3,1%, logrando una diferencia de 4,3 puntos porcentuales.

Con esto, y consolidando todos los países, a nivel mundial se marcó un crecimiento del 2,4% en el primer bimestre mientras que en el cuarto trimestre del año pasado había sido del 1,2%.

Observando la dinámica por región vemos que el crecimiento de los países emergentes se debe principalmente al desempeño de Asia, África y Medio Oriente marcando 4,7% y 2,1% respectivamente en los primeros dos meses del año mientras que América Latina continúa en una merma de 1,8%. Es importante destacar la recuperación de Europa del Este y Central en la cual esta región pasó de -10,3% interanual a 0,6%.

Para el caso de América Latina, se acentúa este comportamiento negativo debido principalmente a la recesión de Brasil y la baja de precios de las commodities. Con respecto a Asia emergente, la recuperación de las importaciones se debe a la economía china que está inmersa en un proceso de cambio de su centro de gravedad. Esta se ve influenciada por la intervención estatal la cual hace que las empresas que ya no son rentables, reciban la ayuda del gobierno para mantener la sobreoferta de productos chinos en el mercado mundial. Es así que con este sostén por parte del Estado de China, crecen las importaciones de aquellas empresas que deberían haber cerrado. Efectivamente, los menores precios de las materias primas y la transición china hacia un nuevo modelo de crecimiento parecen ser dos factores que se refuerzan mutuamente, generando una menor demanda de bienes importables en los países emergentes.

### Comercio mundial medido por importaciones

	Variaciones interanuales		
	2015 IV	Bim I 2016	Diferencia
<b>Importaciones mundiales</b>	1,2	2,4	1,2
<b>Desarrollados</b>	2,9	1,8	-1,1
Estados Unidos	2,8	3,9	1,1
Japón	0,5	-0,8	-1,3
Eurozona	4,3	2,2	-2,1
Otros	1,2	-0,4	-1,6
<b>Emergentes</b>	-1,1	3,1	4,3
Asia emergente	-0,4	4,7	5,1
Europa del Este y Central	-10,3	0,6	10,9
América Latina	-1,7	-1,8	-0,1
África y Medio Oriente	4,3	2,1	-2,2

Fuente: IERAL en base a CPB World Monitor

Por otro lado, las economías desarrolladas anotaron 1,8% interanual marcando una diferencia de -1,1 puntos porcentuales respecto del trimestre anterior y esto pese a que, Estados Unidos, pasó de 2,8% en el último trimestre de 2015 a 3,9% en el primer bimestre del año. No alcanzó para compensar el hecho que Japón se adentró en terreno negativo decreciendo 1,3 puntos porcentuales junto con los Otros países desarrollados que pasaron de 1,2% en el trimestre pasado a -0,4% en el acumulado hasta febrero de 2016.

De acuerdo al pronóstico del World Economic Outlook del Fondo Monetario Internacional (FMI) de abril, se espera para el 2016 un crecimiento moderado de los países desarrollados en torno al 2%.

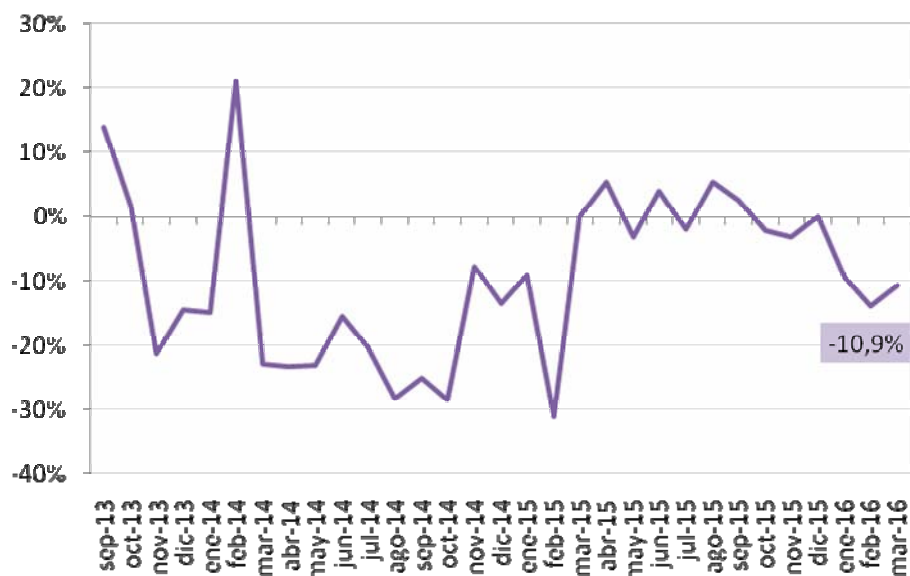
## En Foco 4

### **El dato regional de la semana: Fuerte suba de los depósitos a nivel regional, pero cae la demanda de créditos**

- En el promedio país, los depósitos bancarios aumentaron 6,1 % interanual en términos reales, fenómeno que contrasta con una reducción de 1,3 % en el stock de créditos al sector privado
- Las regiones más dinámicas en la captación de ahorros a través del sistema financiero fueron el Noreste, con una suba de depósitos de 11,6 % interanual en términos reales, seguida del Noroeste (11,6 %) y Patagonia (10,3 %). Este guarismo fue del 8,6 % para el caso de Cuyo y de 5,4 en la región pampeana
- La mayor contracción del stock de préstamos se observó en Cuyo, con una caída en términos reales de 5,6 % mientras que, por el contrario, en el Noroeste se registró una expansión crediticia de 1,6 % interanual. La merma fue de 1,7 % interanual (siempre en términos reales) en el Noreste, de 1,4 % en la zona pampeana y de 0,6 % en la Patagonia

El primer trimestre de 2016 da cuenta de una situación favorable en lo que respecta depósitos tomados en nuestro país, pero refleja una caída para los préstamos otorgados a nivel nacional. Mientras los depósitos crecieron 6,1% en términos reales en el primer trimestre del año, los préstamos otorgados al sector privado no financiero a nivel agregado presentaron una baja del 1,3% en términos reales, respecto del mismo período del año anterior. Los préstamos otorgados al sector privado no financiero pueden volcarse en obras de inversión, como así también en el consumo de bienes durables. En este sentido, la producción de bienes de consumo durable presentado por FIEL, muestra una baja en torno al 10% para el mes de marzo.

**Producción de Bienes de Consumo Durables – Fiel**  
Variación interanual



Fuente: IERAL en base a Fiel

De efectuar el análisis regional, surge que la baja en los préstamos otorgados ha sido generalizada, ya que – salvo el Noroeste argentino – las demás regiones cayeron en términos reales en el primer trimestre de 2016 respecto de igual período de 2015.



### Préstamos otorgados. Sector privado no financiero. I Trimestre 2016

En miles de pesos constantes. Var interanual real (deflactada)

Total País	52.148.656	-1,3%	Cuyo	1.545.316	-5,6%
Noroeste	2.795.921	1,6%	San Luis	198.868	-3,6%
Jujuy	403.550	22,8%	San Juan	271.029	-5,9%
La Rioja	126.962	8,0%	Mendoza	1.075.419	-5,9%
Catamarca	114.402	5,1%	Noreste	1.706.887	-1,7%
Tucumán	951.088	-1,3%	Formosa	167.613	16,7%
Salta	878.547	-1,9%	Misiones	637.117	-1,9%
Santiago del Estero	321.372	-4,5%	Chaco	531.593	-2,5%
Pampeana	43.753.707	-1,4%	Corrientes	370.562	-6,8%
Entre Ríos	847.934	1,4%	Patagónica	2.346.825	-0,6%
Buenos Aires	11.177.585	0,2%	Neuquén	689.876	2,9%
Santa Fe	4.089.303	-0,9%	Tierra del Fuego	331.255	1,3%
CABA	23.910.812	-1,9%	Chubut	651.761	-0,3%
La Pampa	410.696	-2,8%	Santa Cruz	321.402	-4,8%
Córdoba	3.317.378	-3,7%	Río Negro	352.531	-4,9%

Fuente: IERAL en base a BCRA e IPC-San Luis

El **Noroeste** del país, con préstamos otorgados por \$2.795.921 miles de pesos (a valores constantes) presentó en el primer trimestre del año 2016 un crecimiento interanual del 1,6% respecto del mismo período de 2015. Se destaca el caso de Jujuy, con un aumento en la cantidad de préstamos otorgados del 22,8%, seguida por La Rioja, cuya mejoría fue del 8,0%.

La región **Pampeana**, con una concentración de más del 80% de los préstamos otorgados en el país, presentó una baja del 1,4% para el primer trimestre de 2016, comparando con el mismo período el año anterior. Entre las provincias que integran la región, se destacan Entre Ríos y Buenos Aires, con incrementos en términos reales del 1,4% y del 0,2% respectivamente.

En la región de **Cuyo**, con un total de 1.545.316 pesos, la caída en el total de préstamos fue del 5,6% respecto del mismo período en 2015, en términos reales, siendo la baja más significativa del país. Las provincias de Mendoza y San Juan, presentaron el peor desempeño, ya que cayeron 5,9% en el período bajo análisis. San Luis, por su parte, cayó un 3,6% interanual en los primeros tres meses de 2016.

Por su parte, en el **Noreste** del país, la desmejora fue menos marcada (-1,7%). A nivel provincial se destaca Formosa, con una suba interanual del 16,7% en el primer

trimestre. Contrariamente, Misiones, Chaco y Corrientes cayeron en el período en cuestión el 1,9%, 2,5% y 6,8% respectivamente.

Por último, la región **Patagónica** presentó una variación negativa del 0,6%, para un total de 2.346.825 pesos, en términos reales, con una situación dispar entre sus provincias. La provincia de Río Negro sufrió la mayor caída en la región con una baja del 4,9%, seguida por Santa Cruz con una variación negativa del 4,8% y por Chubut con una baja del 0,3%. En Tierra del Fuego y Neuquén, por su parte, aumentó la cantidad de préstamos otorgados en 1,3% y 2,9% respectivamente.

En contrapartida a esta variable, puede analizarse el total de depósitos realizados por el sector para el mismo período de referencia, con mejoras en términos reales en todas las regiones del país. A nivel nacional el total depositado en el primer trimestre de 2016 alcanza los \$69.436.323 miles de pesos, con una variación positiva del 6,1%.

Al analizar la performance de las distintas jurisdicciones argentinas se observa que todas ellas, provincias como regiones aumentaron el total de depósitos realizados por el sector privado no financiero.

La región **Pampeana**, con una concentración del 83% del total de depósitos realizados fue una de las regiones de menor aumento del país, con un total de \$58 millones de pesos reales, mostró una variación positiva del 5,4%. Entre las provincias que la integran la situación resulta muy favorable, destacándose el caso de Buenos Aires que – con un aumento de 13,7% - lidera el crecimiento de la región.

### Depósitos tomados. Sector privado no financiero. I Trimestre 2016

En miles de pesos constantes. Var interanual real (deflactada)

Total País	69.436.323	6,1%	Cuyo	2.666.712	8,6%
Noroeste	2.823.037	11,0%	Mendoza	1.703.037	9,9%
Tucumán	800.660	11,7%	San Luis	412.732	7,1%
Salta	737.957	13,2%	San Juan	550.943	5,9%
Santiago del Estero	517.491	14,2%	Noreste	1.862.464	11,6%
Jujuy	416.016	7,0%	Formosa	216.080	27,4%
Catamarca	189.237	9,6%	Corrientes	528.194	18,9%
La Rioja	161.677	1,0%	Chaco	627.922	8,8%
Pampeana	58.364.971	5,4%	Misiones	490.268	2,5%
Buenos Aires	16.633.631	13,7%	Patagónica	3.719.140	10,3%
Entre Ríos	1.091.263	12,2%	Tierra del Fuego	578.818	45,8%
Córdoba	4.110.234	11,4%	Neuquén	887.734	10,2%
Santa Fe	4.245.201	10,3%	Río Negro	734.932	5,3%
La Pampa	479.212	7,1%	Chubut	1.039.004	3,3%
CABA	31.805.429	0,1%	Santa Cruz	478.653	2,7%

Fuente: IERAL en base a BCRA e IPC-San Luis

La región de **Cuyo**, por su parte presentó una variación en los niveles de depósitos del 8,6%. Dentro de las provincias que la integran se destaca Mendoza, con un aumento del 9,9% en los depósitos realizados por el sector privado no financiero en el primer trimestre de 2016, en comparación con el mismo período en 2015. Las provincias de San Luis y San Juan presentaron variaciones positivas de 7,1% y 5,9%, respectivamente.

Al sur del país, en la región **Patagónica**, la situación también resultó positiva, ya que el guarismo refleja un aumento del 10,3%, donde la mejor performance en la región la tuvo la provincia de Tierra del Fuego con un aumento del 45,8%, le sigue Neuquén, con una mejora del 10,2%, Río Negro 5,3%, Chubut con un incremento del 3,3% y por último Santa Cruz 2,7%.

Por último, al analizar el norte del país resulta que las regiones de **Noroeste** y **Noreste** presentaron aumentos del 11,0% y del 11,6%. En la primera región, se destaca la provincia de Tucumán con un total de \$800.660, y un aumento del 11,7%. En el extremo opuesto del país, entre las jurisdicciones del Noreste se destaca la provincia de Formosa con un crecimiento en el total de depósitos recibidos del 27,4%, para el primer trimestre de 2016. Si bien todas las provincias que integran esta región aumentaron su total de depósitos realizados por parte del sector privado no financiero, Misiones fue la de menor aumento, con un porcentaje del 2,5%.

## Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2015 IV	913.566,3	1,3%	0,9%	1,2%
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)	mar-16	165,2	-0,2%	-0,9%	0,1%
EMI (2006=100)	oct-15	104,0	-1,1%	0,7%	0,1%
IPI-OJF (1993=100)	mar-16	168,7	-1,7%	-1,5%	1,7%
Servicios Públicos	oct-15	267,2	-0,1%	1,5%	2,5%
Patentes	abr-16	59.691,0	11,1%	11,9%	3,3%
Recaudación IVA (\$ mm)	abr-16	47.858,1	4,4%	42,5%	37,1%
ISAC	oct-15	220,8	-0,5%	4,0%	7,1%
Importación Bienes de Capital (volumen)	mar-16	-	-	-10,0%	2,0%
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		19,2%	20,2%	19,4%	20,7%

\* La variación con respecto al último período toma datos desestacionalizados

\*\* La variación acumulada toma la variación desde enero hasta el último dato contra igual período 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	mar-16	36.998	1,86%	30,3%	33,8%
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)	mar-16	137.762,4	2,2%	30,7%	30,2%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$	mar-16	35.201,3	-6,1%	36,6%	39,0%
Gasto (\$ mm)	mar-16	138.843,9	18,3%	38,7%	28,3%
		<b>mar-16</b>	<b>Acum 16</b>	<b>mar-15</b>	<b>Acum 15</b>
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-11.832,2	-34.566,0	-27.894,7	-57.750,4
Pago de Intereses (\$ mm)		55.610,5	114.953,8	10.466,1	25.316,5
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		151,6	281,9	405,5	537,3
ANSES (\$ mm) *		153,5	399,3	5.512,0	12.100,3
		<b>mar-16</b>	<b>ene-mar 16</b>	<b>mar-15</b>	<b>ene-mar 15</b>
Adelantos Transitorios BCRA *		10.300,0	6.000,0	6.300,0	6.300,0
		<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)	mar-16	1132,4	3,0%	37,2%	36,1%	
Salarios (abril 2012=100)*	oct-15	247,0	1,2%	2,6%	1,1%	
TCR Bilateral (1997=100)	mar-16	145,3	-1,6%	29,3%	29,1%	
TCR Multilateral (1997=100)	oct-15	94,8	0,1%	-23,9%	-22,9%	
			<b>11-may-16</b>	<b>abr-16</b>	<b>may-15</b>	<b>31-dic-15</b>
TCN Oficial (\$/US\$)		14,52	14,72	8,87	13,41	
TCN Brecha		0,1%	1,4%	42,2%	6,8%	
TCN Real (R\$/US\$)		3,48	3,59	3,05	3,96	
TCN Euro (US\$/€)		1,14	1,14	1,12	1,09	

\* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado		
Base Monetaria (\$ mm)	06-may-16	592.367,0	0,7%	26,2%	28,2%		
Depósitos (\$ mm)	06-may-16	1.459.689,9	0,5%	33,3%	35,9%		
Sector Público No Financiero	06-may-16	354.101,2	4,0%	20,9%	16,1%		
Sector Privado No Financiero	06-may-16	1.101.057,9	-0,7%	38,1%	44,3%		
Créditos (\$ mm)	06-may-16	933.237,7	1,9%	32,6%	35,3%		
Sector Público No Financiero	06-may-16	60.302,6	-0,2%	20,0%	32,6%		
Sector Privado No Financiero	06-may-16	857.786,2	2,2%	33,4%	35,5%		
			<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>abr-16</b>	<b>31-dic-15</b>	<b>may-15</b>
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	06-may-16	31.311,0	30.937,2	25.563,0	33.805,7		
Ratio de cobertura de las reservas	06-may-16	75,2%	76,7%	53,3%	64,6%		
Tasa de interés Badlar PF	09-may-16	27,8%	29,8%	27,3%	20,8%		
Otras tasas de interés **							
Préstamos Personales (más de 180 días plaz	31-mar-16	41,3%	41,7%	41,6%	37,5%		
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	31-mar-16	40,0%	34,4%	39,2%	29,2%		
Riesgo País							
EMBI+ Países emergentes	10-may-16	394	389	410	369		
EMBI+ Argentina	10-may-16	566	432	438	595		
EMBI+ Brasil	10-may-16	387	403	523	280		
Tasa LIBOR	10-may-16	0,44%	0,44%	0,42%	0,18%		
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	09-may-16	0,37%	0,37%	0,20%	0,12%		
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	09-may-16	0,00%	0,15%	0,38%	0,12%		
SELIC (Brasil)	10-may-16	14,15%	14,15%	14,15%	13,15%		
			<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>var% ***</b>	<b>var% a/a ****</b>	<b>Acumulado</b>
Índice Merval	10-may-16	13.456,0	6,91%	28,38%	19,06%		
Índice Bovespa	10-may-16	53.071,0	6,19%	-3,31%	-8,13%		

\* La variación se hace contra el dato registrado una semana antes

\*\* Para el cálculo del último dato se toma un promedio ponderado de los últimos 5 días hábiles.

\*\*\* La variación toma los últimos 20 días hábiles contra el mismo periodo inmediatamente anterior

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

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	mar-16	4.452,0	7,9%	1,4%	3,4%
Primarios	mar-16	1.305,0	18,4%	25,7%	29,7%
MOA	mar-16	1.769,0	0,9%	1,5%	8,7%
MOI	mar-16	1.250,0	7,9%	-38,2%	-27,9%
Combustibles	mar-16	129,0	14,2%	-44,6%	-44,6%
Exportaciones (volumen)	mar-16	-	-	14,0%	20,0%
Importaciones (US\$ mm)	mar-16	4.719,0	17,1%	-6,6%	-3,5%
Bienes Intermedios	mar-16	1.367,0	12,3%	-10,7%	-12,4%
Bienes de Consumo	mar-16	622,0	22,9%	10,7%	5,0%
Bienes de Capital	mar-16	864,0	-0,3%	-20,7%	-4,7%
Combustibles	mar-16	433,0	96,8%	-0,7%	-11,7%
Importaciones (volumen)	mar-16	-	-	7,0%	10,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2016 I	127,6	-0,8%	-2,1%	-3,7%
Índice Commodities s/combustibles FMI (200	mar-16	127,6	3,7%	-8,3%	-16,7%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	mar-16	88,3	2,6%	-6,1%	-14,5%
Energía	mar-16	47,4	14,8%	-30,6%	-44,0%
Petróleo (US\$/barril)	mar-16	37,8	24,3%	-21,0%	-45,8%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2016 I	18.221,1	0,1%	1,9%	2,3%
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)	feb-16	135,6	-0,7%	0,6%	1,8%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	feb-16	128,4	-0,9%	0,6%	1,8%

\* 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	abr-16	28.018,0	14,0%	11,0%	3,9%
Región Pampeana	abr-16	13.098,0	18,7%	15,7%	2,7%
NOA	abr-16	4.576,0	16,8%	16,3%	11,4%
NEA	abr-16	5.085,0	12,3%	13,8%	5,7%
Cuyo	abr-16	3.788,0	16,7%	12,3%	3,7%
Región Patagónica	abr-16	5.126,0	10,4%	3,0%	-7,1%
Consumo de Cemento (miles de tn)					
CABA y Buenos Aires	2016 I	1.054,5	-12,3%	-6,8%	-6,8%
Región Pampeana	2016 I	576,0	-19,2%	-6,9%	-6,9%
NOA	2016 I	203,3	-27,0%	-7,8%	-7,8%
NEA	2016 I	235,4	-16,7%	-13,2%	-13,2%
Cuyo	2016 I	246,4	-22,0%	-13,0%	-13,0%
Región Patagónica	2016 I	214,1	-18,5%	-9,8%	-9,8%