



IERAL

Fundación
Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL

Año 25 - Edición N° 980 – 19 de Mayo de 2016

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Inflación, estancamiento, financiamiento y tipo de cambio: ¿cuál será la variable de ajuste que elija el gobierno?

En Foco 1 – Gerardo Alonso Schwarz

Tránsito Fronterizo: integración de hecho, consumo y actividad económica

En Foco 2 – Joaquín Berro Madero

Con la devaluación, las empresas industriales mejoraron su resultado operativo a 12% de la facturación, pero la rentabilidad fue de sólo 1,1% de las ventas

En Foco 3 – Juan Francisco Campodónico

Antes y después del cepo: cambios significativos en el flujo de divisas

En Foco 4 – Francisco Alvarez Reyna

Energía: El precio internacional del petróleo sube un 27% desde comienzos de año

En Foco 5 – Carolina Beltramino

El dato regional de la semana:

Se contrae el consumo de gasoil en las regiones, con excepción de la pampeana

Selección de Indicadores

Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



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*****Inflación, estancamiento, financiamiento y tipo de cambio: ¿cuál será la variable de ajuste que elija el gobierno?***

- En cinco meses, el nuevo gobierno comenzó a atacar los cuatro problemas más urgentes que forman parte de la herencia: el cepo cambiario, el déficit fiscal, el excedente de pesos y la falta de acceso al crédito internacional. Ha habido avances significativos, aunque es cierto que también aparecen nuevos desafíos, ya que la reducción del desequilibrio presupuestario se ha complicado, la inflación está generando el riesgo de atraso del tipo de cambio y el financiamiento del Tesoro habrá de requerir de más endeudamiento del previsto
- En este escenario, la política económica se enfrenta a una encrucijada, ya que intentar resolver individualmente cada uno de los nuevos problemas provoca efectos colaterales que no siempre serán positivos para el resto. Por ejemplo, si para salir más rápido del estancamiento decidiera relajar en forma acentuada las políticas fiscal y monetaria, difícilmente se lograría una reactivación perceptible, al tiempo que se desfinanciaría el estado, la inflación podría acelerarse y también alterarse la actual tranquilidad cambiaría
- El gobierno no dispone de suficientes instrumentos para atacar todos los problemas a la vez, por lo que deberá seleccionar prioridades. Al parecer, se propone mantener el objetivo de bajar la inflación (aunque esto ocurra en forma más lenta de lo previsto) y frente a los problemas fiscales se plantea (blanqueo de capitales) ampliar las fuentes de financiamiento externo, lo que permitiría una salida gradual del estancamiento del nivel de actividad. De este modo, habría pocos instrumentos para evitar que pueda profundizarse el deterioro del tipo de cambio real

En Foco 1:**11*****Tránsito Fronterizo: integración de hecho, consumo y actividad económica***

- La provincia de Misiones, con Brasil y Paraguay representando el 80 % de sus límites, es el "laboratorio" más apropiado para detectar los cambios en los flujos de comercio y del turismo asociados a distintas fases del ciclo económico de países vecinos, los vaivenes del tipo de cambio y también la magnitud de las diferencias de costos (impositivos, salariales, etc.)
- El Puente Posadas-Encarnación registró 8,4 millones de cruces en 2015 y en el primer cuatrimestre ese flujo se está incrementando 11 % interanual. El año pasado, dada la brecha cambiaria existente en el país, los residentes de países vecinos hacían valer el poder adquisitivo de sus "dólares billete" en los negocios de las ciudades argentinas y los locales utilizaban sus tarjetas de crédito y débito (al tipo de cambio oficial) para efectuar compras tras la frontera
- Con la unificación y el nivel actual de tipo de cambio, casi todo el comercio fronterizo es explicado por argentinos que cruzan para consumir en Paraguay o Brasil, lo que está generando una crisis comercial en las localidades argentinas de frontera. La situación podría agravarse si en Brasil se aprueba una ley de promoción a sus empresas ubicadas en zonas de frontera. Parece oportuno que nuestro país defina política públicas adecuadas a la peculiaridad de las regiones de frontera

En Foco 2:**16*****Con la devaluación, las empresas industriales mejoraron su resultado operativo a 12% de la facturación, pero la rentabilidad fue de sólo 1,1% de las ventas***

- Para un panel fijo de 16 firmas industriales de primera línea, la facturación creció 33,2% a/a durante el primer trimestre del año, mejorando la performance respecto del año pasado
- Por su lado, los costos de venta subieron 28,1% interanual



- El resultado operativo en el primer trimestre alcanzó el 12% de la facturación (13,8% en el primer trimestre de 2014, cuando la anterior devaluación), pero la rentabilidad fue de sólo 1,1% sobre facturación (7,3% en el primer trimestre de 2014)

En Foco 3: 20

Antes y después del cepo: cambios significativos en el flujo de divisas

- Se observa un “antes” y un “después” del cepo cambiario: indicios de normalización en utilidades y dividendos y aumentos en la inversión directa. No obstante, hubo fuga de capitales que se espera menos intensa en el segundo trimestre
- En el primer trimestre, el balance cambiario (base caja) del Banco central registró un comportamiento prácticamente equilibrado de la Cuenta Corriente (US\$ -14 millones), explicado por un superávit comercial de US\$ 3,3 mil millones (casi el doble que el mismo periodo del año anterior)
- La Cuenta Capital y Financiera fue superavitaria gracias al REPO, ayudando a fortalecer las reservas del BCRA que se incrementaron en US\$ 3,5 mil millones en el trimestre, cuando ese guarismo fue solo de US\$ 374 millones en igual periodo del año anterior

En Foco 4: 24

Energía: El precio internacional del petróleo sube un 27% desde comienzos de año

- Pese al fracaso de la última reunión de la OPEP, un mayor equilibrio entre oferta y demanda favoreció la recomposición de los precios
- El ajuste de la oferta se origina en la producción no convencional de Estados Unidos, donde la extracción de petróleo cayó 2,3% en abril y acumula una merma de 13% en doce meses
- En la Argentina, pese a los subsidios, la producción de petróleo no reacciona, pero si lo hace la de gas, con un incremento de 4,3% en el acumulado de doce meses respecto del piso de 2014

En Foco 5: 27

El dato regional de la semana: Se contrae el consumo de gasoil en las regiones, con excepción de la pampeana

- El consumo de gasoil registró en el primer trimestre de 2016 un retroceso interanual de 0,7%, en línea con la desaceleración observada en el nivel de actividad. La región Pampeana fue la única que logró un guarismo positivo (+1,9%), reflejando las medidas del gobierno orientadas a potenciar la agroindustria
- La pérdida de poder adquisitivo de los salarios, y las limitaciones financieras del sector público en los tres primeros meses del año, han tenido un mayor impacto negativo en los despachos de gasoil en el resto de las regiones
- Las cuantiosas precipitaciones registradas en el mes de abril y su impacto en la producción de soja, traerán aparejado una profundización en la caída del consumo de gasoil para la primera parte del segundo trimestre de 2016

Selección de Indicadores 31



Editorial

Inflación, estancamiento, financiamiento y tipo de cambio: ¿cuál será la variable de ajuste que elija el gobierno?

- En cinco meses, el nuevo gobierno comenzó a atacar los cuatro problemas más urgentes que forman parte de la herencia: el cepo cambiario, el déficit fiscal, el excedente de pesos y la falta de acceso al crédito internacional. Ha habido avances significativos, aunque es cierto que también aparecen nuevos desafíos, ya que la reducción del desequilibrio presupuestario se ha complicado, la inflación está generando el riesgo de atraso del tipo de cambio y el financiamiento del Tesoro habrá de requerir de más endeudamiento del previsto
- En este escenario, la política económica se enfrenta a una encrucijada, ya que intentar resolver individualmente cada uno de los nuevos problemas provoca efectos colaterales que no siempre serán positivos para el resto. Por ejemplo, si para salir más rápido del estancamiento decidiera relajar en forma acentuada las políticas fiscal y monetaria, difícilmente se lograría una reactivación perceptible, al tiempo que se desfinanciaría el estado, la inflación podría acelerarse y también alterarse la actual tranquilidad cambiaria
- El gobierno no dispone de suficientes instrumentos para atacar todos los problemas a la vez, por lo que deberá seleccionar prioridades. Al parecer, se propone mantener el objetivo de bajar la inflación (aunque esto ocurra en forma más lenta de lo previsto) y frente a los problemas fiscales se plantea (blanqueo de capitales) ampliar las fuentes de financiamiento externo, lo que permitiría una salida gradual del estancamiento del nivel de actividad. De este modo, habría pocos instrumentos para evitar que pueda profundizarse el deterioro del tipo de cambio real



En los cinco primeros meses de gobierno, las autoridades económicas tomaron múltiples medidas tendientes a enfrentar la herencia más urgente dejada por el gobierno anterior. De esta forma, el gobierno encaró los siguientes problemas:

- Déficit externo, atraso y cepo cambiario: fuerte devaluación de la moneda en conjunto con la eliminación de impuestos y restricciones a la mayoría de las exportaciones.
- Déficit fiscal: eliminación de parte de los subsidios económicos y aumento de las tarifas de los servicios públicos.
- Excedente de pesos¹ (peligro de fuerte espiralización inflacionaria): importante contracción monetaria mediante endeudamiento del Banco Central y fuerte aumento en la tasa de interés.
- Falta de acceso a los mercados de créditos: arreglo con los holdouts y salida del default.

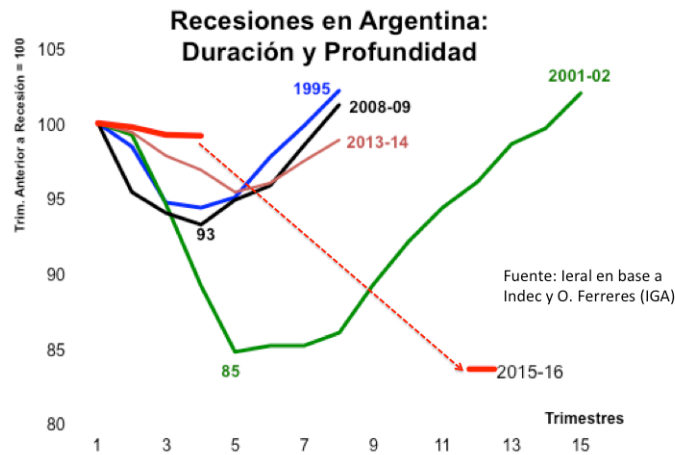
Si bien estas medidas eran totalmente necesarias y urgentes de llevar a cabo, la economía quedó atrapada en el corto plazo en 4 problemas:

- **Deterioro del nivel de actividad económica:** de acuerdo a estimaciones privadas (IGA – Orlando Ferreres), el nivel de actividad económica agregado en términos desestacionalizados ha venido cayendo en los últimos 3 trimestres a un ritmo promedio del 0.3%.

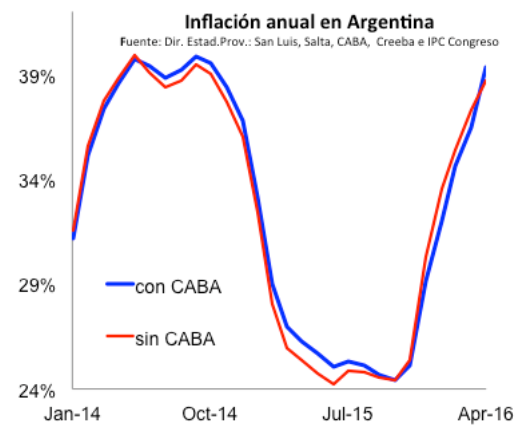
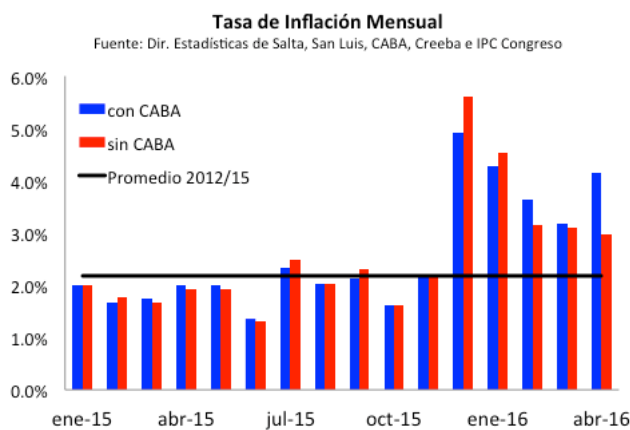
¹ Como consecuencia del déficit fiscal y del pago de los contratos por dólar futuro.



¿Qué tan profundo es el problema de la Actividad Económica?



- **Aceleración de la inflación:** la importante expansión monetaria de fines del 2015 sumado al salto devaluatorio y los aumentos tarifarios, afectaron fuertemente a la inflación en los últimos meses:

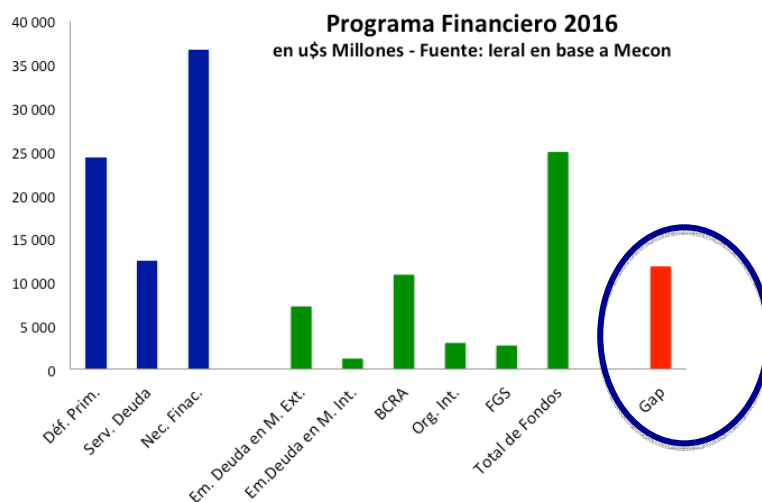


- **Necesidad de Fondos:**

Si bien en las últimas semanas, el gobierno logró reinsertarse en los mercados de créditos y obtuvo importantes sumas de fondos tanto en el mercado externo como en el local, el Programa Financiero presentado por el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas muestra que para cubrir la totalidad de las



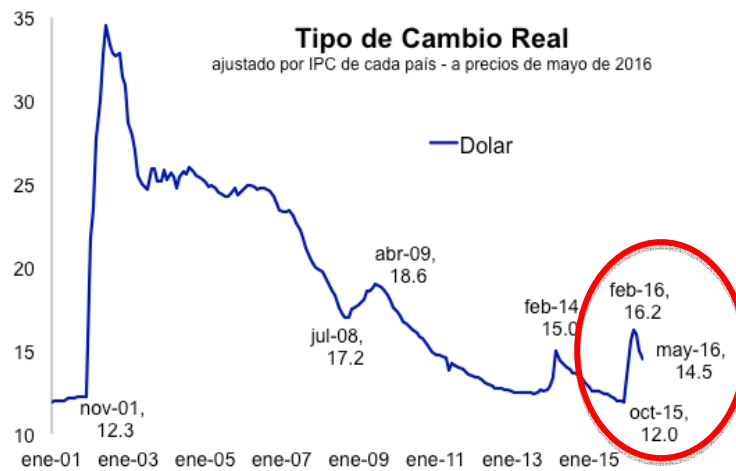
necesidades financieras del 2016 (déficit y servicios de deuda), aún faltan conseguir una importante cantidad de recursos².



- **Peligro que se profundice el deterioro del Tipo de Cambio Real (TCR) de los últimos meses:**

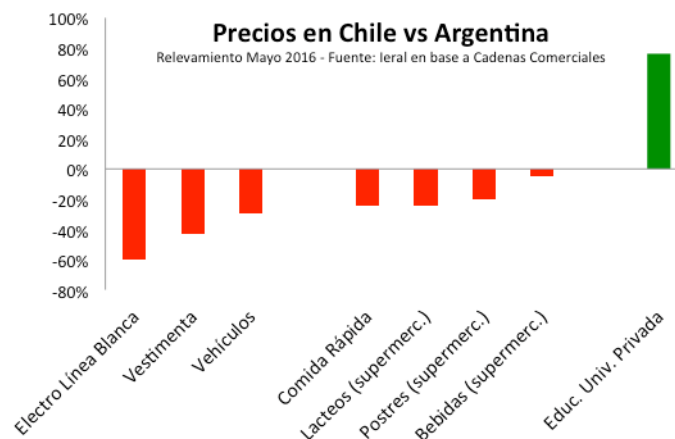
La aceleración de la inflación y el fuerte incremento en las tasas reales de interés han generado en los últimos meses una caída del TCR luego de la fuerte mejora producida con la salida del cepo cambiario a fines del 2015.

² De acuerdo a los planes del Ministerio de Hacienda, se prevé que estos fondos provengan de nuevas emisiones de deuda y de otro tipo de financiamiento.



Si bien el TCR está por encima de los valores de fines del 2015, en tanto se mantenga un ritmo inflacionario superior a la depreciación nominal de la moneda, se corre el riesgo de volver a los problemas del atraso cambiario.

La reciente caída del TCR sumada a la fuerte protección que aún hoy existe en la economía determina que nuestro país resulte caro en muchos bienes en comparación a otras economías vecinas. Tomando una simple muestra de productos, puede observarse en el siguiente gráfico cómo Argentina resulta considerablemente más caro que Chile en la mayoría de los rubros aunque con más intensidad en aquellos altamente cerrados a la competencia externa.





Ante estos problemas, la política económica actual se encuentra en una gran encrucijada ya que, en varios casos, intentar solucionar individualmente cada uno de estos problemas genera consecuencias no siempre positivas sobre el resto. De esta forma, según cuál se ataque en forma directa, distintas serán las consecuencias para el resto de los problemas.

- a) En el caso que el gobierno decidiera “estimular” el alicaído nivel de actividad económica, esto debería realizarlo revirtiendo tanto el ajuste fiscal anunciado para este año como la actual política monetaria. El problema de este tipo de medidas es que por un lado, difícilmente resulten eficaces para reactivar la economía³ y por otro lado, las mismas seguramente agudizarían el resto de los problemas ya que aumentarían la escasez de fondos, podrían generar una nueva aceleración de la tasa de inflación y esto a su vez, afectaría negativamente a la actual tranquilidad cambiaria.
- b) Alternativamente, en el caso que el gobierno enfocara toda sus energías en atacar la tasa de inflación, debería acelerar el ajuste fiscal y mantener la actual política monetaria contractiva. En este caso, el nivel de actividad podría resentirse aún más pero en la medida que se reduzca el proceso inflacionario, la magnitud del problema del TCR podría reducirse. Con respecto al acceso de Fondos no resulta muy claro anticipar el resultado en este hipotético caso. Por un lado, el control tanto del proceso inflacionario como del deterioro del TCR mejorarían el acceso al mercado de créditos externos, pero por otro lado, la profundización del proceso recesivo seguramente lo perjudicaría.
- c) En el otro extremo, las autoridades económicas podrían atacar el incipiente deterioro del TCR mediante una nueva devaluación del peso. El problema de esta medida es que tendría beneficios “muy dudosos” y costos “importante y altamente probables”. Por el lado de los beneficios, no resulta claro que una mejora en el corto plazo del TCR mediante una devaluación ayude a mejorar el nivel de actividad. Por el lado de los costos, esta medida muy probablemente podría generar un nuevo impulso al proceso inflacionario, la pérdida de credibilidad en la lucha del Banco Central contra este problema y posiblemente también perjudique el acceso a fondos externos.

³ Este tipo de medidas es lo que se intentó en los últimos 4 años sin buenos resultados ya que la economía estuvo prácticamente estancada y acumuló importantes distorsiones que son parte de la herencia comentada anteriormente.



- d) Finalmente, la cuarta opción es que el gobierno acentúe su financiamiento externo e incentive la entrada de fondos a la economía. Entre los beneficios de esta opción aparecen el permitir impulsar al nivel de actividad y el de reducir el proceso inflacionario (el Tesoro demandaría un menor financiamiento del Banco Central). El costo estaría dado por una profundización del actual deterioro el TCR debido a la mayor cantidad de divisas que entrarían al país.

Una simple mirada a los hechos ocurridos en las últimas semanas (aceleración del ajuste tarifario, fuerte compromiso del Banco Central en la lucha contra la inflación, importante emisión de deuda en mercados externos, blanqueo de capitales, etc.) muestra claramente que las autoridades económicas han privilegiado la segunda y la cuarta estrategia para lidiar con los actuales problemas. De esta forma, se apunta a continuar con la lucha anti-inflacionaria a través de la política monetaria contractiva del Banco Central y de la reducción de los desequilibrios fiscales del Ministerio de Hacienda (estrategia 2). Como comentáramos anteriormente estas políticas deberían comenzar a reducir las presiones inflacionarias pero no ayudan en el corto plazo a la actividad económica. Para este último problema, la estrategia es claramente la llegada de fondos del resto del mundo (3) que permitiría aliviar las actuales restricciones de financiamiento que tiene la economía (sector público y privado) e impulsar la alicaída actividad económica. De esta forma, con las citadas estrategias las autoridades económicas esperan solucionar tres de los cuatro problemas pero las restricciones de la economía hacen que lamentablemente aumenten las chances de que pueda profundizarse el deterioro del Tipo de Cambio Real.

En Foco 1

Tránsito Fronterizo: integración de hecho, consumo y actividad económica

- La provincia de Misiones, con Brasil y Paraguay representando el 80 % de sus límites, es el “laboratorio” más apropiado para detectar los cambios en los flujos de comercio y del turismo asociados a distintas fases del ciclo económico de países vecinos, los vaivenes del tipo de cambio y también la magnitud de las diferencias de costos (impositivos, salariales, etc.)
- El Puente Posadas-Encarnación registró 8,4 millones de cruces en 2015 y en el primer cuatrimestre ese flujo se está incrementando 11 % interanual. El año pasado, dada la brecha cambiaria existente en el país, los residentes de países vecinos hacían valer el poder adquisitivo de sus “dólares billete” en los negocios de las ciudades argentinas y los locales utilizaban sus tarjetas de crédito y débito (al tipo de cambio oficial) para efectuar compras tras la frontera
- Con la unificación y el nivel actual de tipo de cambio, casi todo el comercio fronterizo es explicado por argentinos que cruzan para consumir en Paraguay o Brasil, lo que está generando una crisis comercial en las localidades argentinas de frontera. La situación podría agravarse si en Brasil se aprueba una ley de promoción a sus empresas ubicadas en zonas de frontera. Parece oportuno que nuestro país defina políticas públicas adecuadas a la peculiaridad de las regiones de frontera

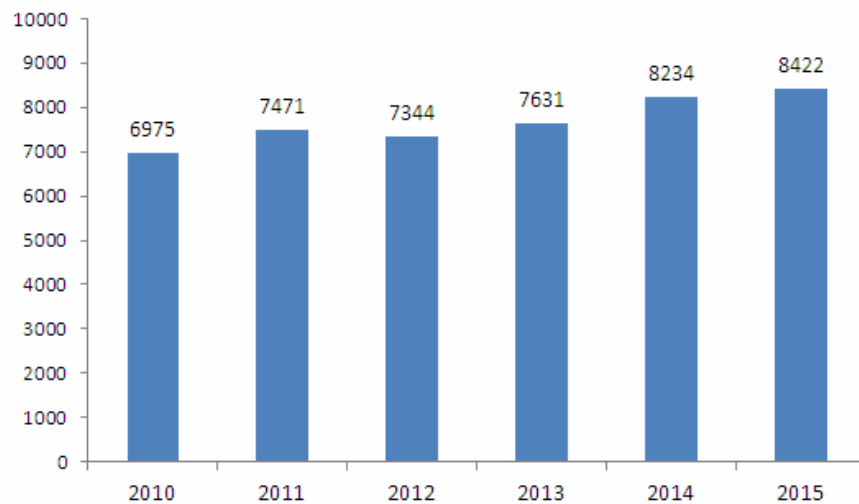
La dinámica económica en las zonas fronterizas está marcada por una integración de hecho difícil de entender desde otras regiones. La situación extrema se da en la Provincia de Misiones, que tiene más del 80% de sus límites con Brasil y Paraguay y sólo una pequeña porción de su territorio al sur es limítrofe con la Provincia de Corrientes, por lo que la vecindad geográfica hace que la integración con los países vecinos sea una realidad diaria más allá de los acuerdos formales y que pocas veces es comprendida por las políticas públicas.



De hecho, muchos productos y servicios que tradicionalmente no son considerados transables, en zonas de frontera si lo son (por ejemplo es posible cruzar la frontera sólo para ir al supermercado, cargar nafta, para cortarse el pelo o para comprar materiales de construcción como ser bolsas de cemento).

Cantidad de Personas que Transitan anualmente por el Puente Posadas-Encarnación. (en miles)

De esta manera, se observa que la cantidad de personas que cruza anualmente el Puente Internacional Roque Gonzalez (que une las ciudades de Posadas-Argentina con Encarnación-



Fuente: IERAL en base a DNM

Paraguay) muestra un claro y sostenido incremento a lo largo de los últimos años (+22% en los últimos cinco años) de forma tal que en 2015 este paso explicó 8,4 millones de cruces (seguramente por los paseos de compras y el consumo de servicios de ambos lado de la frontera). Si contamos los cruces realizados en los principales 10 puestos pasos fronterizos de Misiones y Corrientes, la cifra supera ampliamente los 22 millones de cruces al año.

En los primeros cuatro meses de este año, el flujo migratorio entre las ciudades de Posadas y Encarnación ya ha superado los 3 millones de cruces fronterizos, lo cual implica un incremento del 11 % con respecto a igual período del año pasado.

Para explicar este tránsito debemos comprender que el consumo y la actividad económica en la zona de frontera están condicionados también por la dinámica económica, por los tipos de cambio existentes y los costos relativos de los bienes de

Paraguay y Brasil (que surge de la comparación de costos internos de cada país, entre ellos la presión tributaria y el costo salarial).

De esta manera, hasta el año pasado al coexistir un tipo de cambio oficial y otro “blue” se daba la particularidad de que era posible para los extranjeros venir a nuestro país y consumir productos y servicios que, con el tipo de cambio “blue”, les parecía baratos y, al mismo tiempo, que los argentinos crucen la frontera para consumir, por medio de tarjetas de crédito o débito, al tipo de cambio oficial, explicando de esa manera el comercio en ambos sentidos.

Luego de la eliminación del cepo cambiario y de la devaluación que ubicó al tipo de cambio oficial por debajo del tipo de cambio blue anterior, hoy prácticamente todo el comercio fronterizo es explicado por argentinos que cruzan la frontera para consumir en Paraguay o Brasil, lo cual ha generado una crisis comercial en las localidades argentinas de fronteras.

Pero como fue mencionado más arriba, esto no sólo es explicado por la política cambiaria sino que también por los costos internos que tienen los tres países considerados.

En el caso de los salarios privados formales medidos en pesos, la legislación de cada país establece que el salario mínimo vital y móvil en Argentina actualmente asciende a seis mil sesenta pesos mientras que en Paraguay actualmente asciende a casi 5 mil pesos (17,8% menos que en nuestro país) y en Brasil a sólo poco más de tres mil quinientos pesos (41,3% menos que en Argentina).

Salarios Mínimos Legales (abril de 2016):

	Argentina	Paraguay	Brasil
Salario Mínimo	\$6.060	\$4.997,4	\$3.555,2

En lo que se refiere a la presión fiscal, al realizar la comparación de las alícuotas de sólo algunos tributos, sale a la luz como se explican los precios finales tan distintos en las ciudades fronterizas. De esta manera, el Impuesto al Valor Agregado que en nuestro país asciende al 21%, en Paraguay solo alcanza el 10% y en Brasil el impuesto equivalente, el Impuesto a la Circulación de Mercaderías y Servicios o ICMS (aunque

en este caso es un impuesto de cada estado) tiene tasas que varían según el producto dentro del rango del 7% al 19%. Otro caso es el del impuesto a las ganancias, que en nuestro país es del 35%, mientras que en Paraguay asciende al 10% y en Brasil según la actividad varía entre el 15% y el 25%. Estos dos ejemplos claramente muestran que una menor presión fiscal en los países vecinos, lo cual explica los menores precios que se pueden encontrar cruzando la frontera.

Impuestos (alícuotas aplicables por impuestos comparables:

	Argentina	Paraguay	Brasil
Impuesto al Valor Agregado	21%	10%	7% / 17% a 19%
Impuesto a las Ganancias	35%	10%	15% ó 25%

Pero a su vez, esta situación puede ser aún más dramática para los productores y comerciantes argentinos en caso de que se apruebe el proyecto de Ley brasilero PL 3321/2008, con dictamen favorable de la comisión de presupuesto y hacienda de Brasil de septiembre del año pasado, que establece, como política de fomento económico que atiende a esta problemática fronteriza, la eximición del impuesto a las Ganancias a las empresas ubicadas en la denominada Faja de Frontera (150 km contados desde el límite fronterizo) que tiene Brasil con sus 10 países vecinos, entre ellos Argentina. De aprobarse esta norma, incluso Paraguay tendrá una presión fiscal mayor a la de Brasil, lo cual generará un problema aún más complejo para la economía regional.

La dinámica económica de las fronteras, nos muestra que la competitividad de una economía tiene muchas facetas, donde claramente el tipo de cambio es una de ellas, pero a su vez también existen asimetrías en otras temáticas que nos permiten pensar en políticas públicas de aplicación local o regional más allá de la política cambiaria.

Teniendo en cuenta todo lo anterior así como la experiencia internacional de casos comparables (como ser la frontera entre las dos Irlandas, el límite entre Estados Unidos y México o la problemática surgida en la frontera entre Alemania y Polonia cuando esta última se incorporó a la Unión Europea), la problemática debe ser dividida



en 3 áreas distintas con políticas públicas adecuadas a las particularidades de cada actividad en la zona de frontera:

1. Comercial (donde la presión tributaria es uno de los principales temas)
2. Industrial (donde mayor impacto tienen los proyectos de infraestructura y logística, además de las políticas de fortalecimiento de clusters e incentivos a las inversiones productivas)
3. Turismo (sumado al tema de conectividad y logística, deberán tratarse temas de facilitación migratoria e incentivos a las inversiones)



En Foco 2

Con la devaluación, las empresas industriales mejoraron su resultado operativo a 12% de la facturación, pero la rentabilidad fue de sólo 1,1% de las ventas

- Para un panel fijo de 16 firmas industriales de primera línea, la facturación creció 33,2% a/a durante el primer trimestre del año, mejorando la performance respecto del año pasado
- Por su lado, los costos de venta subieron 28,1% interanual
- El resultado operativo en el primer trimestre alcanzó el 12% de la facturación (13,8% en el primer trimestre de 2014, cuando la anterior devaluación), pero la rentabilidad fue de sólo 1,1% sobre facturación (7,3% en el primer trimestre de 2014)

Durante los últimos días, se fueron conociendo los resultados contables del primer trimestre de 2016, para empresas locales de primera línea vinculadas a la actividad industrial. Estos balances, reflejan que los volúmenes facturados se han expandido a un ritmo muy superior al que venían mostrando en 2015. Asimismo, los costos de venta han aumentado algo por debajo, mejorando su incidencia en las ventas. Este último fenómeno, estuvo motorizado principalmente por la devaluación de diciembre pasado, que permitió “licuar” parcialmente los costos generando un incremento en el resultado operativo de las empresas. En este sentido, la situación actual se asemeja considerablemente a la registrada en el primer trimestre de 2014; cuando también se vieron los efectos de la devaluación del tipo de cambio, sobre los números de las empresas industriales. Sin embargo, en la comparación entre estos dos periodos -1er Trim 2014 vs. 1er Trim 2016-, los indicadores de rentabilidad reflejan sustanciales diferencias.



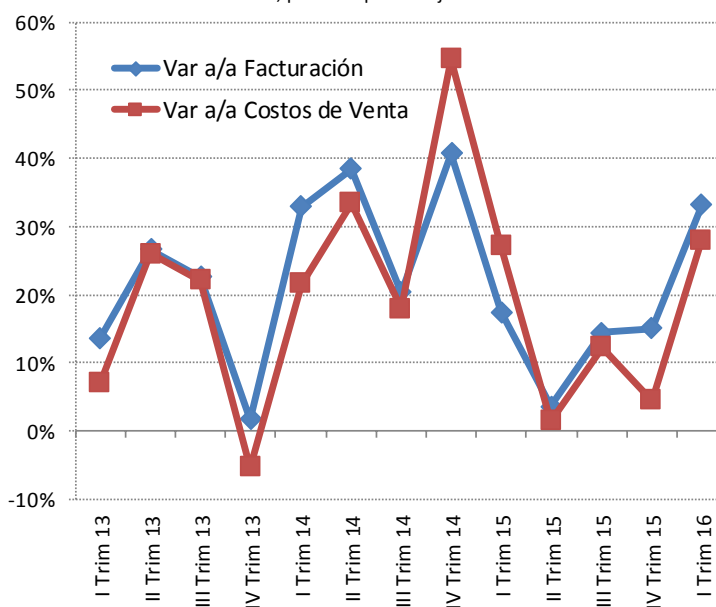
El presente informe se realizó en base a un panel fijo de 16 balances de empresas de primera línea, que remiten sus libros contables a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y, a su vez, están vinculadas con la actividad industrial. Dentro de este conjunto de firmas conviven una amplia gama de sectores; entre otros, empresas del sector alimenticio, del cementero, del metalmecánico y siderúrgico. Cabe aclarar, para tener un orden de magnitud, que la facturación anual de este panel fijo de empresas suma más de \$89,8 mil millones.

Durante los primeros tres meses del año, la facturación agregada de este conjunto de empresas industriales, creció 33,2% a/a, un guarismo muy superior al 15% a/a registrado a lo largo de 2015, aunque similar al 32,9% a/a que marco la facturación durante el primer trimestre de 2014. En igual sentido, los costos de venta crecieron 28,1% a/a durante el primer trimestre del año, un ritmo superior al que venían teniendo en 2015 y también al verificado a inicios de 2014, cuando los costos crecieron 21,6% a/a.

Como refleja el grafico de la derecha, la facturación agregada trimestre a trimestre pasó de crecer 17,5%, 3,7%, 14,4% y 15,1% interanual durante el año pasado, a 33,2% a/a en los primeros tres meses de 2016. También, puede observarse el comportamiento durante los primeros meses de 2014, cuando -luego de la devaluación- la facturación agregada de este conjunto de firmas se expandió 32,9% a/a. Asimismo, el

Balances Industriales: Facturación y el Costo de Venta

Variación interanual, para un panel fijo 16 firmas industriales



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre Bolsar

grafico refleja un factor no menos importante: luego de la devaluación de 2014, con el correr de los meses, los costos terminaron creciendo a un ritmo superior al que lo hacían las ventas; impactando así, al resultado operativo de las empresas. Allí radica la



importancia de la presente comparación: verificar que la devaluación no sea solo un efecto “pasajero” en los niveles de facturación de las firmas. Pero para ello habrá que esperar los resultados contables de los trimestres que siguen.

En este contexto, el resultado operativo (proxy de la “caja” de las empresas) creció sustancialmente en el primer trimestre del año: 133,5% a/a. Un fenómeno similar al registrado en los primeros tres meses de 2014, cuando la “caja” de las empresas industriales se expandió 158,2% a/a, luego de la devaluación.

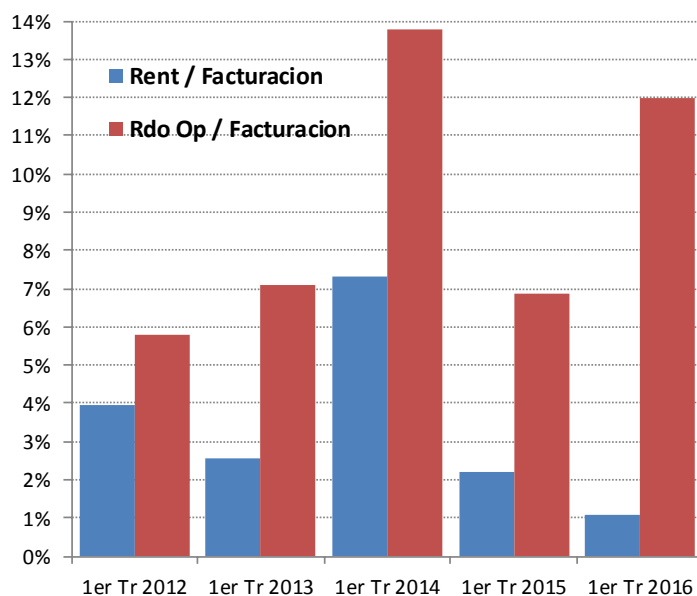
Como se mencionara anteriormente, la comparación con el primer trimestre de 2014 es importante tanto por sus similitudes -expansión de los niveles de ventas, junto con una moderación en los costos asociados a las mismas; que termina ampliando el resultado operativo-, como por sus diferencias. En este sentido, las diferencias están explicadas por los resultados observados en indicadores de rentabilidad.

Mientras que el resultado operativo agregado de estas firmas creció 133,2% a/a, la rentabilidad neta retrocedió 34,3% a/a durante el primer trimestre del año. Contrariamente en 2014, luego de verificarse una expansión del resultado operativo del orden de 158,2% a/a, la ganancia neta creció más de 280% a/a.

Este fenómeno se observa también a través de los indicadores de resultado operativo y rentabilidad, en términos de la facturación. Como refleja el gráfico adjunto, si se toma el primer trimestre de cada año, se tiene que el indicador de resultado operativo pasó de marcar 6,8% en 2015 a 12% este año. Sin embargo, el cociente entre la ganancia neta y el nivel de

Balances Industriales: ratios de Rdo. Operativo y Rentabilidad

en base a 16 balances de empresas vinculadas a la actividad industrial



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre Bolsar

facturación paso de 2,2% en 2015 a 1,1% ahora. Ahora bien, mientras que el ratio de resultado operativo pasó de 7,1% a 13,8% entre 2013 y 2014; el ratio de rentabilidad también se expandió pasando de 2,5% en 2013 a 7,3% en 2014, siempre tomando los valores en términos de la facturación.

Que hay detrás de este comportamiento dispar entre 2014 y 2016? Para analizarlo vale recordar que, los dos grandes factores que afectan mayormente al resultado operativo de las empresas incluyen: los costos financieros y el pago de impuestos. Esto es, en el cuadro de resultados de cualquier empresa, el resultado operativo requiere pasar por el "filtro" de los costos financieros e impositivos para llegar finalmente al resultado neto del ejercicio. Teniendo esto en cuenta, los números del primer trimestre de 2016 para las empresas industriales, reflejan que ha habido un incremento sustancial tanto en los costos financieros, como el los impositivos; aunque estos últimos han sido los que más han influido para que el resultado (la rentabilidad) tenga el magro comportamiento detallado anteriormente.

Rentabilidad de empresas industriales

Indice base 100 = Rdo Operativo de cada año, en base a 16 balances de empresas

Concepto	1er Trim 2014	1er Trim 2016
Resultado Operativo (base =100)	100.0	100.0
Ganancia antes de Impuestos	63.7	39.7
Ganancia Neta del Periodo	53.1	9.1

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre Bolsar

La tabla de más arriba es elocuente en ese sentido. Si se toma el resultado operativo de cada año como un número índice igual a 100, se tiene que mientras que en 2014 las ganancias antes de impuestos significaron 63,7 puntos; en 2016 las ganancias antes de impuestos significaron 39,7. Esto es, durante el primer trimestre de este año el efecto de los costos financieros ha sido más amplio que en 2014. Asimismo, si se observa la ganancia neta vemos que en 2014 significo 53,1 puntos mientras que este año represento solo 9,1 puntos. En conclusión, este año los costos financieros han hecho mella en el margen de las empresas, pero el principal factor que determino la magra rentabilidad final ha sido principalmente la carga impositiva.

En Foco 3

Antes y después del cepo: cambios significativos en el flujo de divisas

- Se observa un “antes” y un “después” del cepo cambiario: indicios de normalización en utilidades y dividendos y aumentos en la inversión directa. No obstante, hubo fuga de capitales que se espera menos intensa en el segundo trimestre
- En el primer trimestre, el balance cambiario (base caja) del Banco central registró un comportamiento prácticamente equilibrado de la Cuenta Corriente (US\$ -14 millones), explicado por un superávit comercial de US\$ 3,3 mil millones (casi el doble que el mismo periodo del año anterior)
- La Cuenta Capital y Financiera fue superavitaria gracias al REPO, ayudando a fortalecer las reservas del BCRA que se incrementaron en US\$ 3,5 mil millones en el trimestre, cuando ese guarismo fue solo de US\$ 374 millones en igual periodo del año anterior

La Cuenta Corriente cambiaria, según los datos (base caja) del Banco Central, registró en el primer trimestre de 2016 un comportamiento prácticamente equilibrado (US\$ -14 millones) que compara con un déficit de US\$ 1,8 mil millones en igual periodo de 2015. Así, la Cuenta Capital superavitaria de US\$ 3,55 mil millones sirvió para fortalecer las reservas del banco central, básicamente por la operación de REPO acordada con el grupo de bancos extranjeros. Por ende, no solo la cuenta capital financió la cuenta corriente, sino que debido a esto, el BCRA fue capaz de acumular reservas en el primer trimestre del año.

Balance Cambiario

Millones de dólares	I 2015	I 2016	Diferencia
Cuenta Corriente cambiaria	(1.830)	(14)	1.816
Cuenta Financiera cambiaria	2.204	3.549	1.345
C. Corriente + C. Financiera	374	3.535	3.161
Variación de Reservas	374	3.535	3.161

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a BCRA

Los datos correspondientes al primer trimestre reflejan un antes y un después del cepo cambiario impuesto por el anterior gobierno, especialmente en los siguientes subíndices: la salida de utilidades y dividendos pudo comenzar a normalizarse dado que antes se encontraban frenadas. En línea con esto, la inversión directa, de portafolio y préstamos financieros comenzaron a aumentar su volumen, situándose en saldo positivo. Sin embargo, el saldo negativo de la formación de activos externos del sector privado no financiero aumentó, es decir, la eliminación del cepo cambiario generó inicialmente cierta fuga de capitales. Esto se reflejó en marzo, cuando el tipo de cambio tocó \$16,09 por dólar. Es probable que esta cuenta haya corregido parte de ese desequilibrio en el segundo trimestre, a juzgar por lo que ocurre con el precio del dólar en el mercado. Si bien el consolidado se ha modificado, el hecho a destacar es cómo ha variado la composición de los rubros.

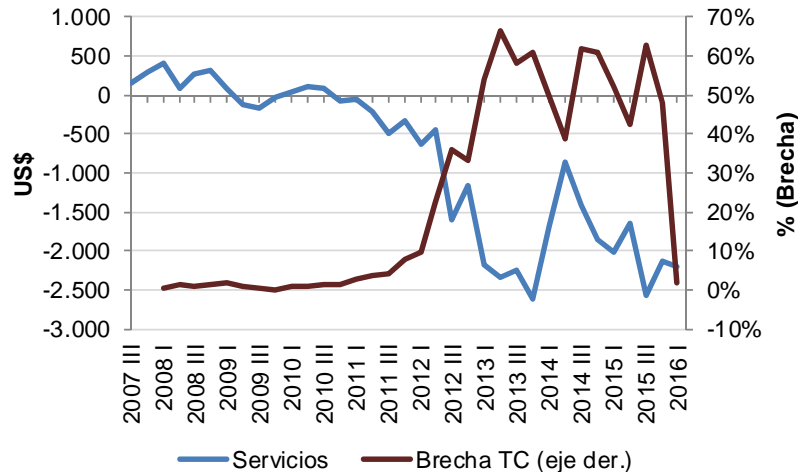
Millones de dólares	Antes del cepo	Después del cepo
Utilidades y dividendos y otras rentas	(51,0)	(342,0)
Inversión directa de no residentes	412	513
<i>Ingresos</i>	418	516
Inversión de portafolio de no residentes	(10)	174
Préstamos financieros y líneas de crédito	(98)	504
Formación de activos externos del sector privado NF	(1.928)	(3.646)
<i>Ingresos</i>	356	2343
<i>Egresos</i>	2284	5990
	(1.675,0)	(2.797,0)

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a BCRA

Los datos del segundo trimestre, además, habrán de mostrar el impacto del cierre de la negociación con los acreedores de Nueva York y sus derivaciones.

Existía una fuerte correlación entre la brecha cambiaria y el déficit en el balance por servicios. El atraso cambiario funcionó como un subsidio a las compras en el extranjero, que eran realizadas a un tipo de cambio más barato del que se observaba en el mercado paralelo. Sin embargo, la unificación del tipo de cambio ha hecho que la brecha cambiaria haya pasado a ser cercana a cero, por lo que se esperaba que el déficit en la balanza de servicios se recorte. Esto, todavía, no sucedió en el primer trimestre, dado que las cifras son muy parecidas a las del año anterior (US\$ -2,2 mil millones). Quizás influye el hecho que la devaluación del peso haya sido tan significativa.

Balance de Servicios y Brecha Cambiaria En millones de US\$ y %



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

Analizando los componentes de la Cuenta Corriente, el comportamiento equilibrado es explicado por una salida de, US\$ 2,2 mil millones en la balanza de Servicios, levemente mayor a la del primer trimestre de 2015, y US\$ 1,2 millones en Rentas. Por otro lado, la balanza comercial fue superavitaria en US\$ 3,3 mil millones (casi el doble que el mismo trimestre del año anterior), compuesto por una suba en exportaciones de US\$ 1 mil millones y una caída de las importaciones de US\$ 700 millones. En buena parte, la mejora de la balanza comercial puede ser atribuida a la unificación cambiaria.

Cuenta Corriente Cambiaria, principales apartados

Millones de dólares	I 2015	I 2016	Diferencia
Balance por Mercancías	1.694,0	3.310,0	1.616,0
Ingresos	12.885	13.811	926
Egresos	11.191	10.501	(690)
Balance por Servicios	(2.022)	(2.198)	(176)
Egresos	3.818	4.243	425
Rentas	(1.545)	(1.201)	344
Egresos, otros pagos de intereses	467	455	(12)
Cuenta Corriente Cambiaria	(1.830,0)	(14,0)	1.816,0

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a BCRA

Como contracara, la Cuenta Capital reflejó un saldo positivo de US\$ 3,5 mil millones, ubicándose por encima del primer trimestre de 2015 (US\$ 2,2 mil millones). Entre los rubros de mayor relevancia se encuentra la entrada de capitales a través de Préstamos de otros organismos internacionales, marcando US\$ 5 mil millones gracias al crédito



puente de bancos extranjeros denominado REPO, más que duplicándose respecto al primer trimestre de 2015. Por otro lado, entre los rubros que profundizaron la caída se encuentra la fuga de capitales por Formación de Activos Externos del sector privado no financiero, cuyos egresos anotaron US\$ 6 mil millones, reflejando la “demanda insatisfecha” de divisas que había generado la política del cepo cambiario. Hay que subrayar que también hubo una variación importante de ingresos de capital, ya que este ítem pasó de US\$ 356 millones en el primer trimestre de 2015 a US\$ 2,3 mil millones a igual periodo de 2016.

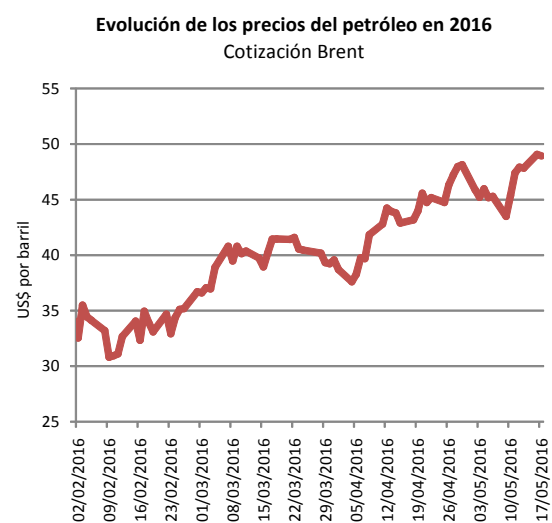
En Foco 4

Energía: El precio internacional del petróleo sube un 27% desde comienzos de año

- Pese al fracaso de la última reunión de la OPEP, un mayor equilibrio entre oferta y demanda favoreció la recomposición de los precios
- El ajuste de la oferta se origina en la producción no convencional de Estados Unidos, donde la extracción de petróleo cayó 2,3% en abril y acumula una merma de 13% en doce meses
- En la Argentina, pese a los subsidios, la producción de petróleo no reacciona, pero si lo hace la de gas, con un incremento de 4,3% en el acumulado de doce meses respecto del piso de 2014

Pese al fracaso de la OPEP en sellar un acuerdo para congelar la producción y sostener los precios, el precio del petróleo Brent siguió con tendencia ascendente. Así, los últimos datos muestran que el barril cotiza por encima de los US\$47, un 27% por encima de los US\$37 con que arrancó el 2016.

Junio es el momento en que la OPEP intentará forjar un acuerdo, condicionado por la divergencia entre Arabia Saudita e Irán que, además, encarnan profundas diferencias en el plano religioso y político. En el caso específico del petróleo, se tiene que, mientras Arabia Saudita es partidaria de mantener congelada la oferta, Irán busca recuperar su cuota histórica de producción, después del retroceso experimentado en los años del embargo al que fue sometido.



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

Mientras tanto, en Estados Unidos, la extracción petrolera descendió un 2,3% en abril y en el acumulado de los últimos doce años tuvo un declive del 13% causado por los bajos precios del crudo. Junto con esto, las reservas de petróleo estadounidenses comenzaron a bajar, según informó el Ministerio de Energía.

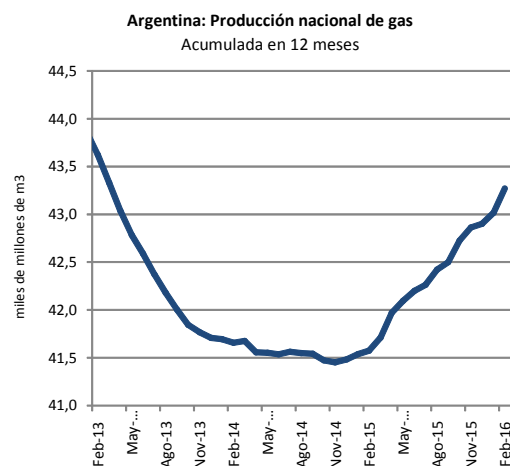
En la Argentina los precios del barril de petróleo continúan disociados de los precios de referencia internacional. El barril a nivel local se ubica entre US\$54,9 en el caso del tipo Escalante, y US\$ 67,5 en el caso del crudo Medanito. En el caso del petróleo que se exporta, rigen los precios de referencia internacional, a los que se suma un subsidio de US\$10 por barril que es financiado en tres cuartas partes por el Estado Nacional y el resto por el Estado provincial.



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

El precio "sostén" con que se remunera el petróleo a nivel local ha evitado el fuerte ajuste verificado en el sector hidrocarburífero en el resto del mundo pero, a la luz de los resultados, luce insuficiente para impulsar un repunte en el sector.

En cambio, la producción de gas, en el acumulado de 12 meses muestra una recuperación de 4,3% respecto de 2014, al anotar 43 millones de m3, contra 41 millones de aquel año. Este rebote encuentra su explicación en la Resolución 1/2013 de la Comisión de Planificación de Inversiones Hidrocarburíferas, un programa de estímulo a la Inyección de Gas Excedente, que ofrecía una remuneración económica a las empresas que se comprometieran a incrementar la inyección total de gas natural. Lo que se discute ahora es el impacto que pueda tener esta política en los costos de las empresas que utilizan estos combustibles como insumo, en un contexto en el que el



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía



tipo de cambio se ha ubicado en un nivel que significa un gran desafío para las actividades de exportación.

En Foco 5

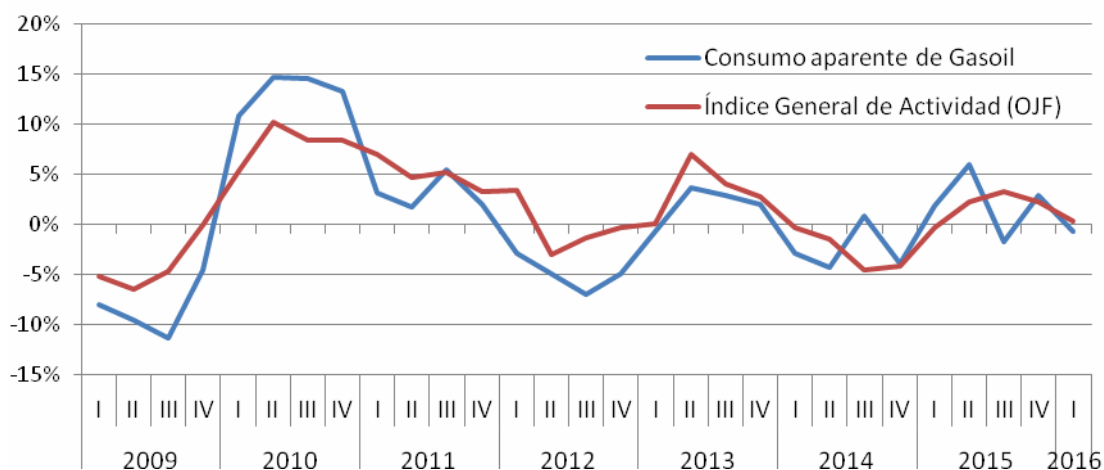
El dato regional de la semana: Se contrae el consumo de gasoil en las regiones, con excepción de la pampeana

- El consumo de gasoil registró en el primer trimestre de 2016 un retroceso interanual de 0,7%, en línea con la desaceleración observada en el nivel de actividad. La región Pampeana fue la única que logró un guarismo positivo (+1,9%), reflejando las medidas del gobierno orientadas a potenciar la agroindustria
- La pérdida de poder adquisitivo de los salarios, y las limitaciones financieras del sector público en los tres primeros meses del año, han tenido un mayor impacto negativo en los despachos de gasoil en el resto de las regiones
- Las cuantiosas precipitaciones registradas en el mes de abril y su impacto en la producción de soja, traerán aparejado una profundización en la caída del consumo de gasoil para la primera parte del segundo trimestre de 2016

La demanda de gasoil registró durante el primer trimestre del año 2016, una contracción interanual acumulada de 0,7%, acompañando la desaceleración observada en el nivel de actividad.

En los tres primeros meses del año, la pérdida de poder adquisitivo de los salarios y las dificultades financieras en las distintas jurisdicciones del sector público, han repercutido en la dinámica de la economía a nivel nacional - aunque con diferente intensidad a nivel regional.

Consumo de Gasoil y Actividad Económica en Argentina
Evolución trimestral interanual - I 2009 a I 2016 (en %)



Fuente: Ieral en base a datos de la Secretaría de Energía y OJF

La región pampeana fue la única en mostrar una mejora interanual en los consumos aparentes de gasoil, en el orden de +1,9%. El aporte del campo fue determinante en la evolución positiva de los despachos de gasoil. La región ha podido capitalizar las medidas del gobierno orientadas a potenciar el sector exportador (quita de retenciones, eliminación del cepo cambiario y la consecuente devaluación, la eliminación de las restricciones/ intervenciones en los mercados del maíz y del trigo).

El impacto de las precipitaciones registradas durante el mes de abril, y la consecuente caída en la producción de soja, habrán de limitar la recuperación del consumo de gasoil en la región durante el segundo trimestre.

**Consumo Aparente de Gasoil por Regiones y Variación Interanual (En %).
Primer Trimestre. Años 2013 - 2016**

Período	Región					Total País
	Pampeana	Noroeste	Noreste	Cuyo	Patagónica	
Ene- Mar 2013	2.208	254	204	268	339	3.273
Ene- Mar 2014	2.095	259	198	259	370	3.181
Ene- Mar 2015	2.154	258	204	258	370	3.244
Ene- Mar 2016	2.194	253	190	242	343	3.222
% del Total (2013- 2016)	67,0%	7,9%	6,2%	7,9%	11,0%	100%
Var % Ene- Mar ´16/15	1,9%	-1,7%	-7,0%	-6,3%	-7,3%	-0,7%
Var % Ene- Mar ´16/14	4,7%	-2,1%	-3,7%	-6,7%	-7,3%	1,3%
Var % Ene- Mar ´16/13	-0,6%	-0,2%	-6,7%	-9,9%	1,1%	-1,6%

Fuente: Ieral en base a datos de la Secretaría de Energía

La región NOA, muestra una caída en el consumo de gasoil de 1,7% respecto los tres primeros meses de 2015. Las provincias que registraron mayores caídas son Tucumán y Jujuy, ambas alcanzando una evolución de -8% interanual. Por otro lado, La Rioja y Salta han mostrado un crecimiento de 5% y 4% respectivamente.

La región de Cuyo ha mostrado en el primer trimestre del año una caída interanual del 6,3%. Todas las provincias de la Región han evidenciado retrocesos en el consumo aparente de gasoil. En este contexto, es necesario notar que finalizado marzo, la cosecha de uvas llevaba acumulada una baja interanual del 43% en Mendoza y del 17% en la provincia de San Juan¹.

Por otro lado, la región NEA ha registrado en 2015 un descenso del 7% en la demanda aparente de gasoil. Las provincias de Misiones y Chaco han evidenciado los mayores retrocesos.

Finalmente, la región Patagónica mostró en los tres primeros meses del año una caída del -7,3% interanual, registrando contracciones de los despachos de gasoil en todas las provincias de la región. El freno de las inversiones del sector de hidrocarburos y los mayores problemas fiscales de algunas de las provincias, han contribuido a la desaceleración de la actividad económica en la Patagonia².

¹ En base a información del avance de cosecha del Observatorio Vitivinícola, con datos acumulados al 03 de abril del 2016.

² "El nivel de actividad regional, estancado en la primera parte del año." J. Day, 21 de Abril de 2016. Informe de Coyuntura de IERAL

Las abundantes precipitaciones registradas durante el mes de abril, de la mano del fenómeno climático “El Niño”, traerán aparejado una profundización en la caída del consumo de gasoil, que se estima superior al -4% interanual. El retraso en la cosecha de soja y las pérdidas de productividad generadas por las cuantiosas lluvias, serán determinantes.

**Consumo Aparente de Gasoil
Variación Interanual (En %). Enero – Marzo de 2016**

Total País	-0,7%	Cuyo	-6,3%
		<i>San Luis</i>	-6,9%
Pampeana	1,9%	<i>Mendoza</i>	-6,7%
<i>Cap Federal & Buenos Aires</i>	-1,5%	<i>San Juan</i>	-5,0%
<i>Córdoba</i>	2,4%	Noreste	-7,0%
<i>La Pampa</i>	24,5%	<i>Misiones</i>	-7,8%
<i>Santa Fe</i>	15,8%	<i>Formosa</i>	-2,7%
<i>Entre Ríos</i>	-4,3%	<i>Corrientes</i>	-6,8%
Noroeste	-1,7%	<i>Chaco</i>	-7,3%
<i>Santiago del Estero</i>	1,1%	Patagónica	-7,3%
<i>Salta</i>	4,1%	<i>Neuquén</i>	-8,3%
<i>Tucumán</i>	-8,0%	<i>Río Negro</i>	-1,9%
<i>Catamarca</i>	-1,3%	<i>Tierra Del Fuego</i>	-4,0%
<i>La Rioja</i>	5,2%	<i>Chubut</i>	-3,0%
<i>Jujuy</i>	-8,0%	<i>Santa Cruz</i>	-18,5%

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

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%
		2015 II	2015 I	2014 IV	2014 III
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%
		mar-16	Acum 16	mar-15	Acum 15
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
		mar-16	ene-mar 16	mar-15	ene-mar 15
Adelantos Transitorios BCRA *		10.300,0	6.000,0	6.300,0	6.300,0
		2015 II	2015 I	2014 IV	2014 III
Recaudación Tributaria (% PIB) **		28,8%	27,8%	25,2%	27,0%
Gasto (% PIB) **		26,3%	24,8%	24,9%	30,2%

* Los datos hacen referencia al flujo mensual

** El ratio toma el PIB publicado por las estadísticas oficiales



PRECIOS	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado	
Inflación (IPCNu, IV 2013=100)	oct-15	126,9	1,1%	14,3%	15,9%	
Inflación (San Luis, 2003=100)	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%	
			18-may-16	abr-16	may-15	31-dic-15
TCN Oficial (\$/US\$)		14,41	14,72	8,96	13,41	
TCN Brecha		2,1%	1,4%	41,0%	6,8%	
TCN Real (R\$/US\$)		3,56	3,59	3,05	3,96	
TCN Euro (US\$/€)		1,13	1,14	1,12	1,09	

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado		
Base Monetaria (\$ mm)	16-may-16	582.949,0	-0,9%	25,6%	28,1%		
Depósitos (\$ mm)	16-may-16	1.475.625,8	1,6%	32,6%	35,7%		
Sector Público No Financiero	16-may-16	399.668,5	8,0%	21,8%	16,2%		
Sector Privado No Financiero	16-may-16	1.071.088,7	-0,5%	36,7%	43,8%		
Créditos (\$ mm)	16-may-16	933.543,3	2,2%	32,3%	35,1%		
Sector Público No Financiero	16-may-16	59.951,9	-0,1%	19,6%	32,1%		
Sector Privado No Financiero	16-may-16	857.800,3	2,4%	33,1%	35,4%		
			Fecha	Dato	abr-16	31-dic-15	may-15
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	16-may-16	31.356,0	30.937,2	25.563,0	33.805,7		
Ratio de cobertura de las reservas	16-may-16	76,1%	76,7%	53,3%	64,6%		
Tasa de interés Badlar PF	17-may-16	31,5%	29,8%	27,3%	20,3%		
Otras tasas de interés **							
Préstamos Personales (más de 180 días plaz)	23-abr-16	42,8%	41,8%	41,6%	37,8%		
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	23-abr-16	39,2%	41,8%	39,2%	30,2%		
Riesgo País							
EMBI+ Países emergentes	18-may-16	383	389	410	369		
EMBI+ Argentina	18-may-16	535	432	438	595		
EMBI+ Brasil	18-may-16	377	403	523	280		
Tasa LIBOR	18-may-16	0,44%	0,44%	0,42%	0,18%		
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	17-may-16	0,37%	0,37%	0,20%	0,12%		
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	17-may-16	0,00%	0,15%	0,38%	0,12%		
SELIC (Brasil)	18-may-16	14,15%	14,15%	14,15%	13,15%		
			Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	18-may-16	12.829,9	49,86%	86,17%	30,91%		
Índice Bovespa	18-may-16	50.562,0	3,40%	-3,06%	-7,86%		

* 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%