



**IERAL**

Fundación  
Mediterránea

BROKERS / ACAF

# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 25 - Edición N° 991 – 14 de Julio de 2016

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Gustavo Reyes**

Frente a los primeros éxitos en la lucha contra la inflación, ¿cuánto más podrá bajar la tasa de interés?

**En Foco 1 – Francisco Alvarez Reyna y Jorge Vasconcelos**

Gas: el hábito y el frío pudieron más que los precios

**En Foco 2 – Joaquín Berro Madero**

La liquidación de agrodólares supera en un 21,7 % los montos de 2015, pero se contrae a partir de junio

**En Foco 3 – Francisco Alvarez Reyna**

La inflación bajó un nuevo escalón en junio, aunque la indexación de los servicios complica los objetivos oficiales

**En Foco 4 – Carolina Beltramo**

El dato regional de la semana:  
El NOA es la región con mejor desempeño exportador en lo que va del año

**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

### ***Frente a los primeros éxitos en la lucha contra la inflación, ¿cuánto más podrá bajar la tasa de interés?***

- Los datos de junio y la primera quincena de julio confirman la desaceleración de la inflación, un dato positivo para la recuperación del nivel de actividad. Durante el primer semestre el Banco Central se había dedicado a absorber el exceso de pesos que tenía la economía a fin de 2015, al tiempo que con la fuerte suba de tasas de interés buscaba aplacar las expectativas de inflación, en un contexto difícil, marcado por el cambio de precios relativos y una tendencia recesiva que se profundizó en el segundo trimestre
- La suba de precios a lo largo de 2016 excederá ampliamente el objetivo que el gobierno había planteado para el año, pero el BCRA parece aspirar a una inflación en torno al 1,5 % mensual hacia el último trimestre, un pre-requisito para poder acercarse a las ambiciosas metas de 2017, con un intervalo de 12 a 17 % para diciembre del año próximo. Dado que la expectativa del mercado para fin de 2017 es de una inflación anual de 18,5 %, el Central no podrá relajar excesivamente la política monetaria
- Así, luego del rápido descenso que tuvieron las tasas de interés en mayo y junio, a partir de ahora el ritmo será más pausado. Las tasas deberán seguir siendo positivas frente a la inflación esperada; frente a los fuertes vencimientos de Lebacks deberá buscarse un porcentaje elevado de renovaciones y, además, deberá vigilarse el equilibrio entre el rendimiento de los activos en pesos y el que otorgan los títulos en dólares, sumado a la expectativa de devaluación. Este conjunto de variables no habrá de impedir que el nivel de actividad comience a recuperarse, pero no deben olvidarse los riesgos asociados al fuerte desequilibrio fiscal heredado

## En Foco 1

14

### ***Gas: el hábito y el frío pudieron más que los precios***

- Pese a que las familias ya sabían del ajuste significativo de las tarifas, en abril el consumo de gas residencial aumentó nada menos que un 55% respecto de igual mes de 2015. El consumo comercial subió un 35,4% y el de Entes Oficiales lo hizo un 25,8%
- La variable de ajuste resultó el suministro a industrias y centrales eléctricas, que en abril debieron aceptar una merma en el suministro de gas de 9,5% y de 16,8% respectivamente, respecto de igual mes de 2015
- El tope impuesto a la suba de las facturas, de 400 % respecto de cada mes del año pasado, es una mala señal en cuanto a evitar derroches. Sin embargo, se espera que la revisión integral de tarifas, que será sujeta a audiencia pública antes de fin de año, reincorpore incentivos para ahorrar combustible, al tiempo que preserve los avances logrados en materia de tarifa social

## En Foco 2

17

### ***La liquidación de agrodólares supera en un 21,7 % los montos de 2015, pero se contrae a partir de junio***

- En lo que va del año, los dólares ingresados por el complejo agroindustrial suman 13,7 mil millones de dólares, cifra que compara con 11,3 mil millones anotados en igual periodo de 2015
- La diferencia se concentró en el primer trimestre, debido a operaciones que se habían venido postergando en los últimos meses del año pasado. En junio de este año la variación resultó negativa en un 31 % interanual
- En este contexto, las Reservas Internacionales crecen moderadamente y se ubican en torno a los 32,5 mil millones de dólares

**En Foco 3****20*****La inflación bajó un nuevo escalón en junio, aunque la indexación de los servicios complica los objetivos oficiales***

- De acuerdo al índice de la Ciudad de Buenos Aires, los precios al consumidor que en mayo habían subido 5%, en junio lo hicieron un 3,2%
- Pese a este avance, la inflación núcleo subió de 3,3% en mayo a 3,6% el mes pasado
- En el primer semestre, la inflación acumula un 29,2% y, en doce meses, la variación del índice alcanza a 47,1%

**En Foco 4****24*****El dato regional de la semana:******El NOA es la región con mejor desempeño exportador en lo que va del año***

- Frente a una variación nacional de 0,2% interanual, las exportaciones del NOA suben 20%, impulsadas por rubros como hortalizas, legumbres, tabaco y cobre
- La región Pampeana, pese a la crisis climática y su impacto en las ventas externas de abril, logra sostener un crecimiento del 2% de la mano de cereales y grasas y aceites.
- NEA, Cuyo y la región Patagónica muestran retrocesos en las ventas externas en lo que va del año.

**Selección de Indicadores****29**

## Editorial

### **Frente a los primeros éxitos en la lucha contra la inflación, ¿cuánto más podrá bajar la tasa de interés?**

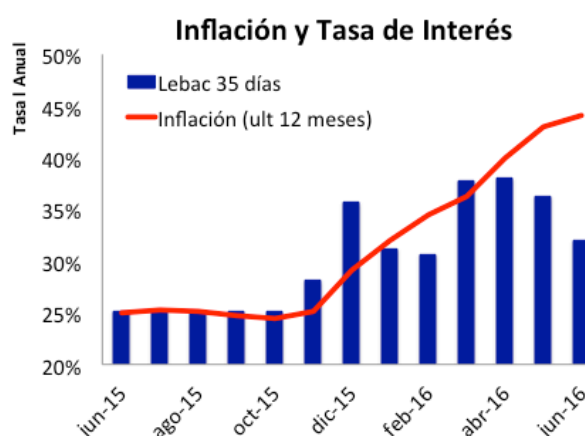
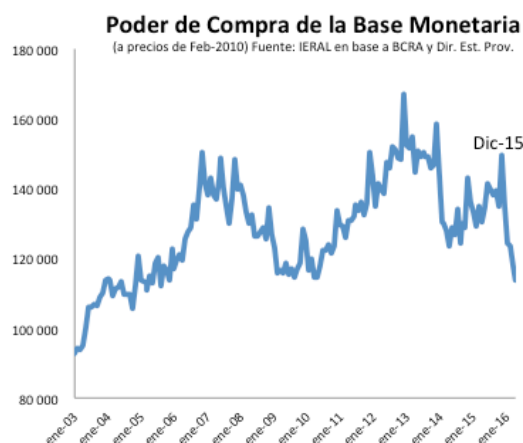
- Los datos de junio y la primera quincena de julio confirman la desaceleración de la inflación, un dato positivo para la recuperación del nivel de actividad. Durante el primer semestre el Banco Central se había dedicado a absorber el exceso de pesos que tenía la economía a fin de 2015, al tiempo que con la fuerte suba de tasas de interés buscaba aplacar las expectativas de inflación, en un contexto difícil, marcado por el cambio de precios relativos y una tendencia recesiva que se profundizó en el segundo trimestre
- La suba de precios a lo largo de 2016 excederá ampliamente el objetivo que el gobierno había planteado para el año, pero el BCRA parece aspirar a una inflación en torno al 1,5 % mensual hacia el último trimestre, un pre-requisito para poder acercarse a las ambiciosas metas de 2017, con un intervalo de 12 a 17 % para diciembre del año próximo. Dado que la expectativa del mercado para fin de 2017 es de una inflación anual de 18,5 %, el Central no podrá relajar excesivamente la política monetaria
- Así, luego del rápido descenso que tuvieron las tasas de interés en mayo y junio, a partir de ahora el ritmo será más pausado. Las tasas deberán seguir siendo positivas frente a la inflación esperada; frente a los fuertes vencimientos de Lebac's deberá buscarse un porcentaje elevado de renovaciones y, además, deberá vigilarse el equilibrio entre el rendimiento de los activos en pesos y el que otorgan los títulos en dólares, sumado a la expectativa de devaluación. Este conjunto de variables no habrá de impedir que el nivel de actividad comience a recuperarse, pero no deben olvidarse los riesgos asociados al fuerte desequilibrio fiscal heredado

Hace unos pocos días el Banco Central (BCRA) volvió a publicar el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) mediante el cual más de 40 institutos de economía del país vuelcan sus pronósticos acerca de las principales variables macroeconómicas. El REM, promediando estas proyecciones, intenta mostrar el denominado "consenso del mercado" acerca de las perspectivas macroeconómicas del país tanto en el corto (mismo año) como en el mediano plazo (año siguiente).

La importancia de las expectativas de este “consenso de mercado” en un régimen monetario de Metas de Inflación (MI) es crucial. De la misma forma que el Tipo de Cambio o las metas de Emisión Monetaria representan el ancla para una economía con un régimen de Tipo de Cambio Fijo o Flexible, en los sistemas de MI, el anclaje viene determinado por las expectativas del inflación del mercado<sup>1</sup>. De esta forma, una de las tareas claves del BCRA en este régimen de MI, es lograr la convergencia de las expectativas inflacionarias del mercado a las metas anunciadas ya que de esta manera la Entidad Monetaria, no sólo ganaría credibilidad en su accionar, sino también potenciaría las chances de concretar esas metas.

### Resultados y política monetaria de los últimos meses

Con el objetivo de contener los efectos inflacionarios de los múltiples shocks que enfrentó la economía en los primeros meses del 2016<sup>2</sup>, el BCRA elevó fuertemente las tasas de interés de corto plazo y absorbió el exceso de liquidez que tenía la economía a fines del 2015.

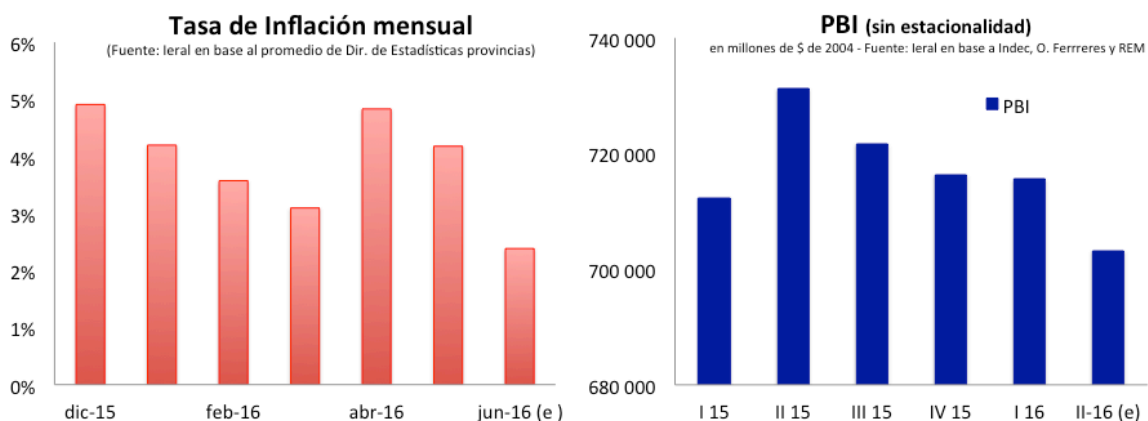


Los shocks anteriormente señalados elevaron rápidamente la inflación llevándola a niveles superiores al 40% anual pero, las tasas de interés positivas en términos de la inflación, le terminaron imponiendo un techo al proceso inflacionario y, en los últimos meses, permitieron comenzar a bajar las tasas de inflación mensuales. Estos ajustes macroeconómicos junto con el aumento de las tasas de interés y algunos factores internacionales (Brasil) no resultaron inocuos para la actividad económica. La recesión,

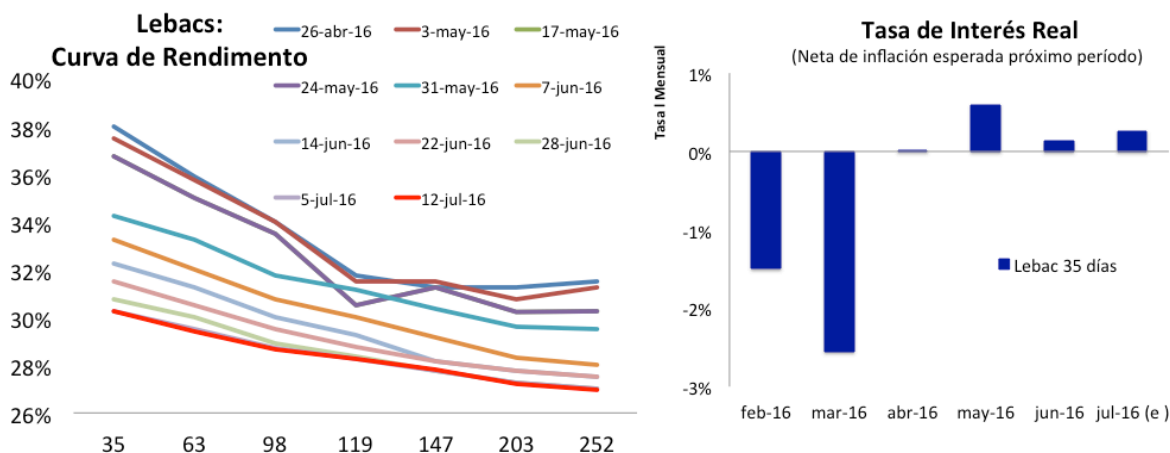
<sup>1</sup> Obviamente influenciadas tanto por la política monetaria como por la credibilidad de la meta de inflación anunciada.

<sup>2</sup> Salto devaluatorio generado por la unificación del mercado cambiario, pago de los contratos por el dólar futuro, aumento de las tarifas de servicios públicos, etc.

iniciada en el segundo semestre del 2015, terminó profundizándose como puede observarse en uno de los siguientes gráficos.



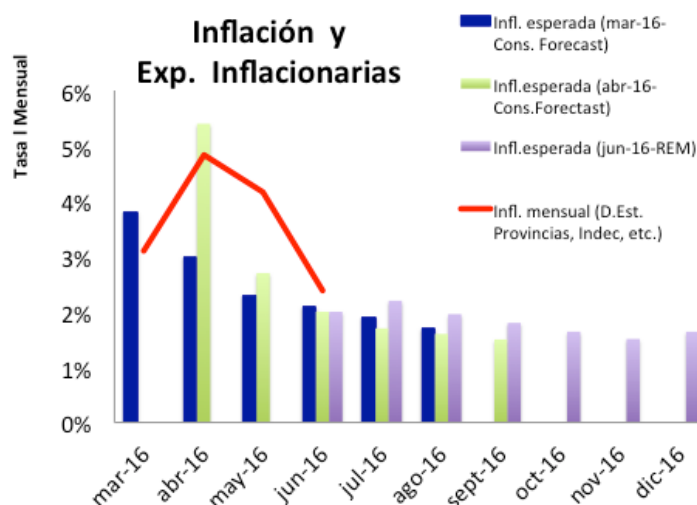
Ante los primeros indicios de caída en las tasas de inflación, la entidad monetaria comenzó a reducir los distintos tramos de las tasas de interés de referencia pero mantuvo sus niveles por encima de las tasas de inflación esperadas (tasas positivas en términos reales).



### ¿Qué sucedió con las expectativas inflacionarias?

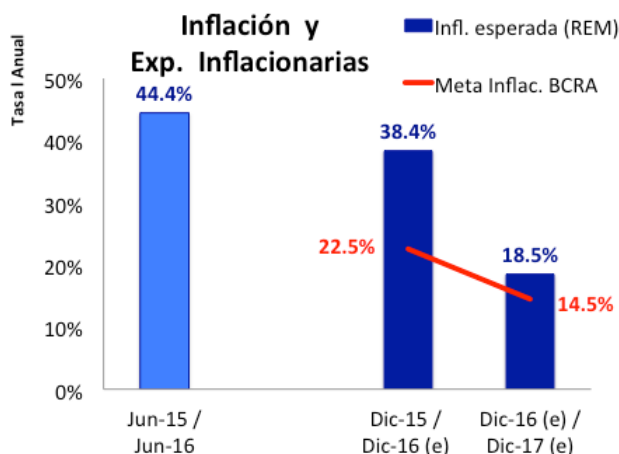
Como puede observarse en el siguiente gráfico, las positivas tasas de interés no sólo comenzaron a reducir los registros de inflación mensual sino también las tasas de inflación esperadas por el "consenso del mercado" (claves para anclar la economía en un régimen de MI).





### Expectativas del Mercado versus Metas del BCRA

A pesar del incipiente y relativo “éxito” para comenzar a bajar tanto la inflación como las expectativas inflacionarias, éstas últimas aún no se han alineado con las metas inflacionarias establecidas primero por el Ministerio de Economía a principios de este año y luego ratificadas por la Entidad Monetaria<sup>3</sup>.

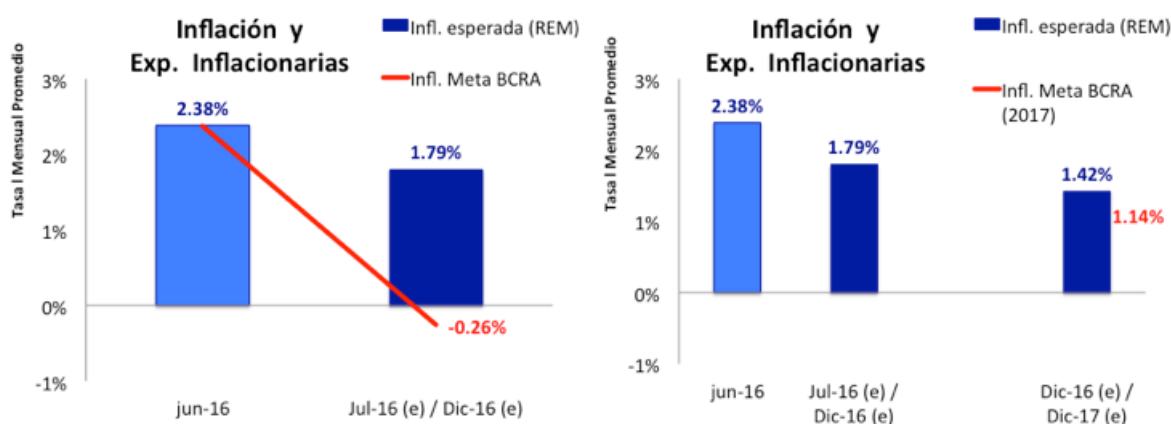


Como puede observarse en el gráfico anterior, la meta inflacionaria planteada para el 2016 claramente está muy lejos de lo esperado por el mercado. Esto es así, porque dada la inflación transcurrida en la primera parte del año, para alcanzar la meta oficial (20% a 25%) se necesitaría reducir instantáneamente a partir de julio la tasa de inflación actual (cercana al 2.4% mensual) a tasas deflacionarias (negativas) cercanas

<sup>3</sup> Informe de Política Monetaria, mayo 2016.

al 0.26% mensual en cada uno de los siguientes meses del segundo semestre. Esta imposibilidad para cumplir la meta del 2016 ya fue implícitamente reconocida hace unos días atrás por la Entidad Monetaria en su Informe Monetario<sup>4</sup> donde manifiesta que para el último trimestre de este año espera tasas de inflación cercanas al 1.5% mensual (en línea con las expectativas del mercado).

Las metas inflacionarias del BCRA para el 2017 también se encuentran por encima de la inflación esperada por el mercado ya que el rango de metas de inflación anual anunciadas para dicho año es del 12% al 17% (14.5% en promedio) y la inflación esperada por el mercado es del 18.5% de acuerdo al relevamiento del REM en junio pasado. Sin embargo, a diferencia del 2016, las metas para el año próximo aún pueden ser cumplidas aunque requieren que la inflación del segundo semestre del 2016 continúe cayendo de acuerdo a lo previsto por el consenso del mercado y que en 2017, se reduzca un poco más aún que lo proyectado por el REM (ver gráficos adjuntos).

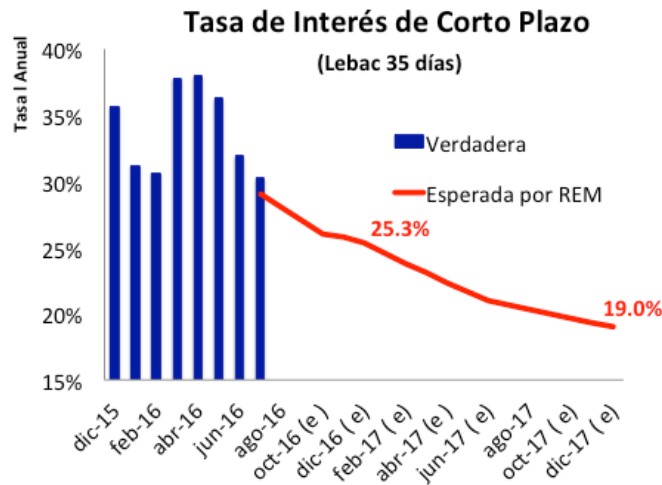


### ¿Qué puede suceder con las tasas de interés?

Dado que el mercado espera que tanto en el II semestre del 2016 como a lo largo del año próximo continúe cayendo la tasa de inflación, también especula que el Banco Central, en línea con este descenso en la tasa de inflación, continúe reduciendo las tasas de interés de referencia pero a un ritmo claramente más lento que el de los últimos meses.

<sup>4</sup> Ver Informe Monetario Mensual del mes de junio de 2016, página 4.

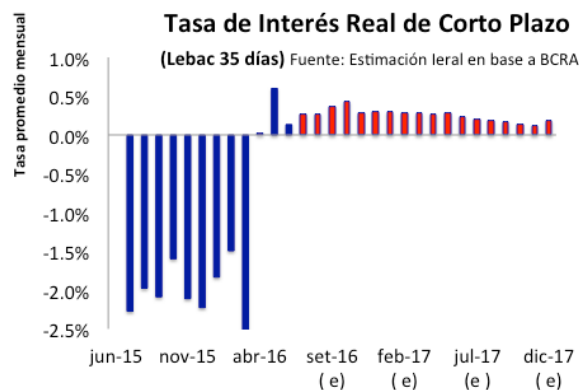




### ¿Podría el BCRA bajar más rápido las tasas de interés?

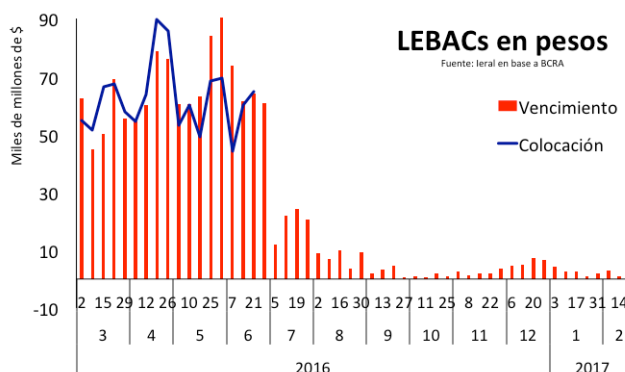
Teniendo en cuenta el actual proceso recesivo, la pregunta sobre una reducción más rápida en las tasas de interés surge naturalmente. Sin embargo, existen al menos 3 factores que limitan a la Entidad Monetaria para avanzar más rápido con la reducción de tasas de interés, como parece esperar el mercado.

En primer lugar, como se explicó anteriormente, si bien las expectativas de inflación son decrecientes en el tiempo, las mismas aún se encuentran por encima de las metas de inflación estipuladas por el BCRA para el 2017. Esto claramente "obliga" a la Entidad Monetaria a seguir manteniendo tasas de interés positivas en términos de la inflación esperada como surge implícitamente de las expectativas del REM.

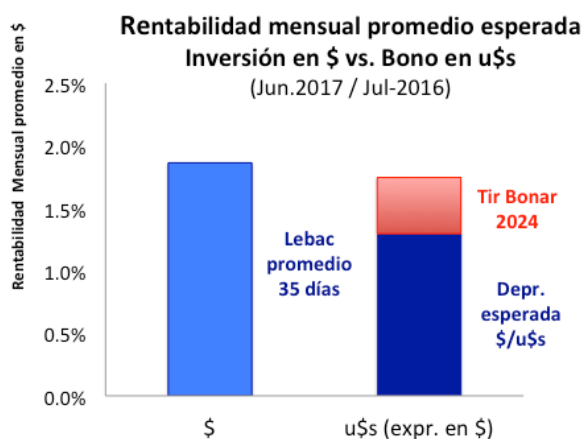


En segundo lugar, en su tarea de absorber el excedente de liquidez existente a principios de año, el BCRA generó una importante deuda en letras (Lebacs) con vencimientos de muy corto plazo. En la medida que la Entidad Monetaria baje muy

fuertemente las tasas de interés, la renovación de estas letras podría resultar cada vez más complicada. Esto podría llevar al BCRA a tener que afrontar una parte de dichos vencimientos mediante mayor emisión monetaria lo cual complicaría el objetivo inflacionario<sup>5</sup>.



Por último, el tercer factor que limita a la Autoridad Monetaria para efectuar un recorte más agresivo en las tasas de interés es el mantenimiento de la actual "tranquilidad" en el mercado cambiario. La calma en el mercado de divisas requiere que los rendimientos de las letras en pesos (Lebac) resulten mayores o iguales a los rendimientos (TIR) de los principales bonos en dólares más las expectativas de devaluación de la moneda (arbitraje). En este sentido y como puede verse en el siguiente gráfico, si bien actualmente hay algún margen adicional para reducir las tasas, éste no resulta tan holgado.



De esta forma, si bien el BCRA tiene margen para continuar reduciendo las tasas de interés, éste es acotado como muestran las expectativas del "consenso del mercado". No obstante, el margen podría ampliarse en la medida que:

<sup>5</sup> En el gráfico adjunto puede observarse que con la baja en las tasas de interés, en algunos de los últimos vencimientos, solamente una parte de ellos terminaron siendo renovados.

- la Autoridad Monetaria logre reducir la brecha actual entre las expectativas y las metas inflacionarias para 2017 (1er. limitante).
- aumente la demanda por Letras de corto plazo (2do. limitante) (mayor confianza, efecto del blanqueo, etc.).
- mejoren las cotizaciones de los títulos públicos en dólares y/o caigan las expectativas de depreciación de la moneda (3er. limitante).

### **¿Qué se espera para el nivel de actividad económica?**

El contexto anteriormente analizado muestra que en el próximo año y medio, las expectativas del “consenso de mercado” presentan una inflación decreciente pero aún por encima de las metas fijadas por el Banco Central. En este contexto, si bien se espera que la Entidad Monetaria continúe bajando las tasas de interés, éstas probablemente deberán seguir estando por encima de los niveles de inflación esperados (tasas reales positivas) para que el BCRA mantenga las chances de cumplir su meta inflacionaria en 2017.

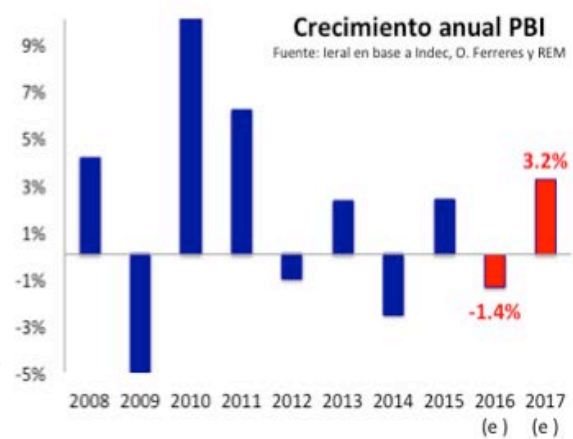
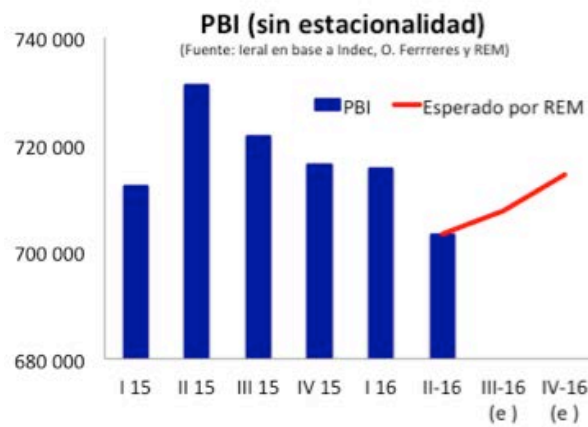
Dentro de estas perspectivas, es razonable preguntarse por las expectativas sobre el nivel de actividad económica. El control de la inflación (y de las expectativas inflacionarias) por un lado y los posibles efectos expansivos del blanqueo de capitales junto con una política fiscal claramente más expansiva a partir del II semestre del 2016<sup>6</sup>, explicarían por qué el “consenso de mercado” espera una pequeña y lenta recuperación en los niveles de actividad para el II semestre del 2016<sup>7</sup> y un crecimiento cercano al 3% anual para el 2017.

---

<sup>6</sup> Ver Reyes, G., “Causas y consecuencias de un giro de política en el que gana prioridad la reactivación de la economía”, Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 16 de junio de 2016, Ed. Nro. 985, Año 25.

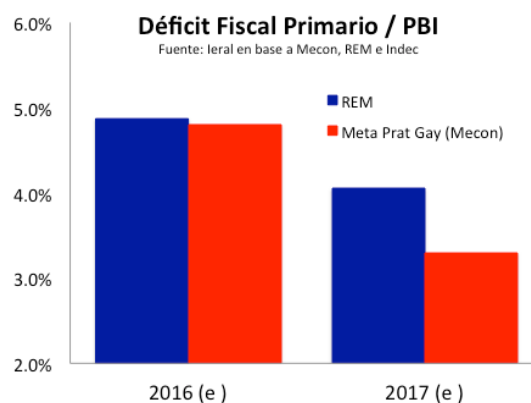
<sup>7</sup> Aunque dada la performance del primer semestre, el promedio del 2016 terminaría siendo contractivo.

¿Qué espera el “consenso del mercado” para el II semestre del 2016 y para el 2017?



**Riesgos**

Por último, el contexto implícito en las estimaciones del REM además de asumir una lenta recuperación de la economía y una caída tanto en las tasas de interés como en las de inflación, también presenta un riesgo implícito en sus proyecciones como es la de un ajuste en el desbalance fiscal para el 2017 bastante menor a la meta prometida por las autoridades económicas del Ministerio de Economía.



Como ya se planteara en esta Editorial el mes pasado<sup>8</sup>, las últimas medidas adoptadas por el gobierno en materia fiscal (tarifas, jubilaciones, etc.) probablemente han mejorado el escenario de la economía para el resto del 2016 y 2017 (año electoral) pero claramente podrían complicar el panorama de mediano término (2018) ya que implican una economía más endeudada, con peligro de atraso cambiario y con una menor reducción del (histórico) problema fiscal y por lo tanto, un camino más inseguro para reducir de manera sustentable el problema inflacionario.

---

<sup>8</sup> Ver Reyes, G., "Causas y consecuencias de un giro de política en el que gana prioridad la reactivación de la economía", Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, 16 de junio de 2016, Ed. Nro. 985, Año 25.

## En Foco 1

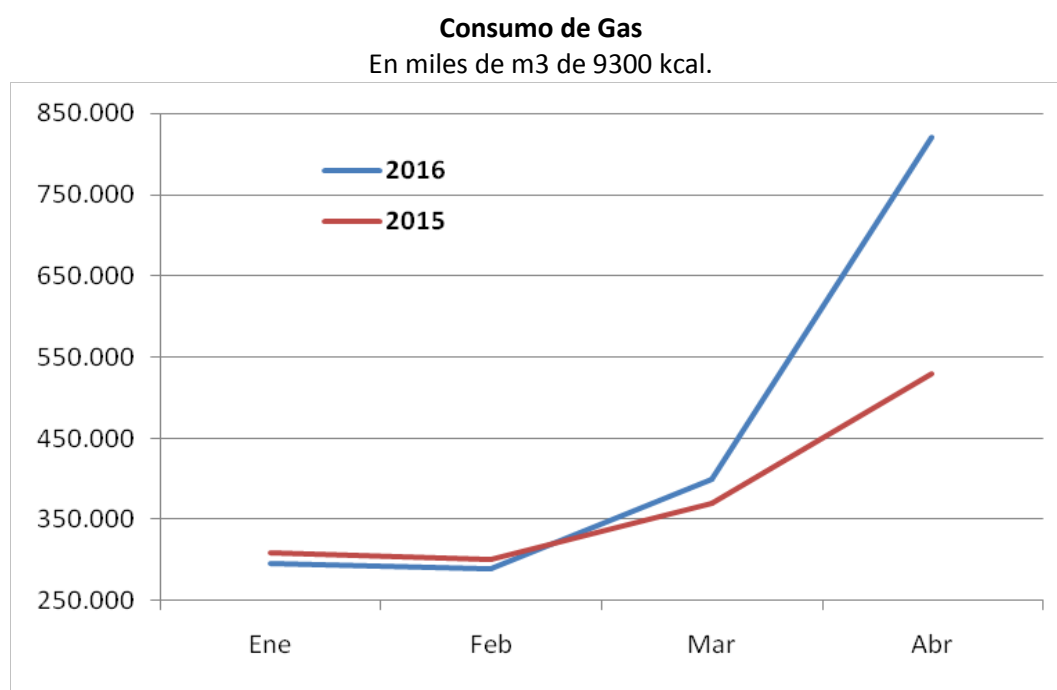
### Gas: el hábito y el frío pudieron más que los precios

- Pese a que las familias ya sabían del ajuste significativo de las tarifas, en abril el consumo de gas residencial aumentó nada menos que un 55% respecto de igual mes de 2015. El consumo comercial subió un 35,4% y el de Entes Oficiales lo hizo un 25,8%
- La variable de ajuste resultó el suministro a industrias y centrales eléctricas, que en abril debieron aceptar una merma en el suministro de gas de 9,5% y de 16,8% respectivamente, respecto de igual mes de 2015
- El tope impuesto a la suba de las facturas, de 400 % respecto de cada mes del año pasado, es una mala señal en cuanto a evitar derroches. Sin embargo, se espera que la revisión integral de tarifas, que será sujeta a audiencia pública antes de fin de año, reincorpore incentivos para ahorrar combustible, al tiempo que preserve los avances logrados en materia de tarifa social

Pese a que las familias ya sabían que había un ajuste significativo de tarifas, en abril el consumo de gas residencial se disparó, con un incremento de nada menos que el 55 % respecto de igual mes del año pasado. Es cierto que hubo muchos menos grados de temperatura en este otoño que en el anterior, pero el salto en el consumo registrado en abril (todavía no se conocen los datos oficiales de los meses siguientes) muestra cómo los hábitos pueden desafiar a la teoría económica, en cuyos modelos la variable precios es clave para explicar y predecir el comportamiento de la demanda. Con el "diario del lunes", puede decirse que, dado que el otoño anterior había sido demasiado cálido, el arranque del ajuste de tarifas debería haber sido más gradual en las escalas que penalizan el precio a medida que aumenta el consumo, para evitar la marcha atrás que el gobierno tuvo que dar en los últimos días (apremiado por fallos judiciales): el límite impuesto a la suba de la facturación, de hasta un 400 % respecto del guarismo de un año atrás, es un mal incentivo en función de evitar derroches. De todos modos, la revisión integral de tarifas, que será sometida a audiencia pública hacia el último trimestre de este año, debería recuperar el espíritu de alentar el ahorro del combustible, quizá con escalas menos pronunciadas a medida que sube el consumo, preservando todos los avances ya concretados en materia de tarifa social.



Como se observa en el gráfico adjunto, de acuerdo a los datos del Enargas, el consumo residencial de gas, que en abril de 2015 había sido de 530.249 miles de m<sup>3</sup>, pasó a 821.681 miles de m<sup>3</sup> en igual mes de este año, con una variación interanual de 55%. La curva de demanda de las familias de los datos que se conocen de 2016 muestran que en abril el consumo de gas se aceleró, marcando una trayectoria más empinada que la curva de 2015 para igual período.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a ENARGAS.

La demanda del comercio y de entes oficiales registró un comportamiento similar, aunque con saltos más acotados. Mientras en el primer trimestre de 2016, la variación interanual para el consumo comercial fue de 1,8%, en abril ese guarismo pasó a 35,4%. En Entes Oficiales ocurrió otro tanto, ya que hubo una merma de 3,1% interanual en el primer trimestre, mientras que en abril el incremento fue de a 25,8%.

Por supuesto, la variable de ajuste en estos casos es el abastecimiento a las industrias y a las centrales eléctricas, dada las limitaciones existentes para el abastecimiento de gas, por la caída de la producción local y por las restricciones de los gasoductos existentes y de la capacidad de importar (en términos de instalaciones físicas, plantas regasificadoras, etc.). Así, tenemos que el consumo de gas por parte de las industrias que había aumentado 0,3% interanual en el primer trimestre, cayó 9% en abril, mientras que el abastecimiento de las centrales eléctricas, que en enero-marzo había aumentado en un 5%, se contrajo un 17% interanual. El hecho que las industrias y las centrales sean las variables de ajuste cuando aumentan los consumos residenciales no

es gratuito para la economía. En parte, esto determina interrupción de procesos productivos o, en su defecto, la suba de los costos energéticos, ya que el uso alternativo del fuel oil implica un gasto que más que duplica (para igual rendimiento energético) el precio del gas. Además, esto influye sobre las decisiones de inversión, porque el riesgo de abastecimiento energético es clave para la mayoría de los sectores, y los costos totales (que computan interrupciones y uso de combustibles alternativos) son definitorios para la instalación o no en el país de actividades energético-intensivas.

Lamentablemente, estas cuestiones de fondo han sido poco tratadas en estos días, con una agenda político-judicial que parece dominada por el sesgo cortoplacista que tanto impacto negativo ha tenido sobre la capacidad del país de crecer y crear empleos genuinos.

### Consumo de Gas

En miles de m<sup>3</sup> de 9300 kcal.

	2015		2016		Variación (%)	
	I Trimestre	Abril	I Trimestre	Abril	I Trimestre	Abril
Residencial	979.517	530.249	982.944	821.681	0,3%	55,0%
Comercial	196.400	84.554	198.723	114.513	1,2%	35,4%
Entes Oficiales	36.419	23.084	35.308	29.034	-3,1%	25,8%
Industria	3.152.958	1.137.331	3.161.787	1.029.845	0,3%	-9,5%
Centrales Electricas	4.588.338	1.503.675	4.822.725	1.251.671	5,1%	-16,8%
SDB	174.168	77.241	170.627	81.388	-2,0%	5,4%
GNC	709.611	241.637	706.292	227.741	-0,5%	-5,8%
<b>Total</b>	<b>9.837.411</b>	<b>3.597.771</b>	<b>10.078.406</b>	<b>3.555.873</b>	<b>2,4%</b>	<b>-1,2%</b>

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a ENARGAS.

## En Foco 2

### La liquidación de agrodólares supera en un 21,7 % los montos de 2015, pero se contrae a partir de junio

- En lo que va del año, los dólares ingresados por el complejo agroindustrial suman 13,7 mil millones de dólares, cifra que compara con 11,3 mil millones anotados en igual período de 2015
- La diferencia se concentró en el primer trimestre, debido a operaciones que se habían venido postergando en los últimos meses del año pasado. En junio de este año la variación resultó negativa en un 31 % interanual
- En este contexto, las Reservas Internacionales crecen moderadamente y se ubican en torno a los 32,5 mil millones de dólares

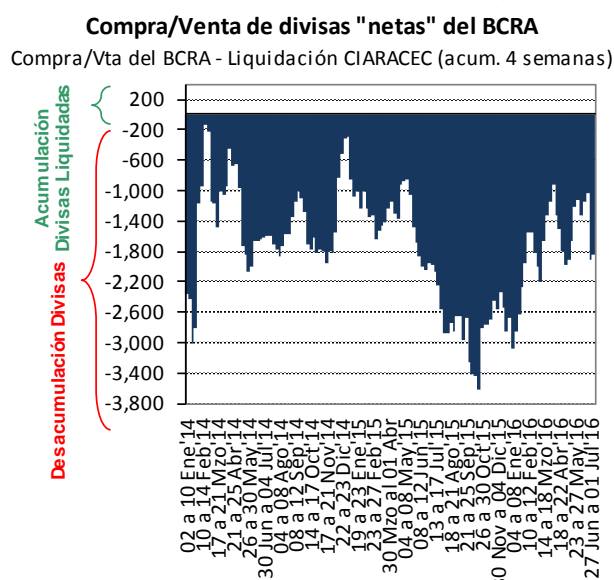
Con datos acumulados hasta la primera semana de julio, se tiene que la liquidación de “agrodólares” creció un 21,7% en lo que va del año respecto de igual periodo del año pasado; pero desde junio se observa una caída en la comparación interanual. Asimismo, el saldo de las compras/ventas de divisas por parte del Banco Central creció solo 4,3% interanual, también comparando el acumulado durante el año. En este contexto, los últimos meses reflejan una ampliación en el saldo negativo del indicador de compra/venta neta de dólares. Así, el saldo negativo asciende a -US\$ 1.834,4 millones en las últimas cuatro semanas para las que se tienen datos.

A partir de los datos de liquidación de divisas y de la compra-venta de dólares por parte del Central, se ha construido un indicador que permite tener una idea de la acumulación o no de esas divisas liquidadas en forma de reservas internacionales en el Banco Central.

En este sentido, el indicador refleja la diferencia entre la liquidación de divisas por parte de exportadores e industriales de aceite y cereales; y la compra/venta de dólares por parte de la Autoridad Monetaria.

Como muestra el gráfico de más abajo, si se calcula el acumulado mensual semana a semana, el indicador de compra/venta neta de divisas por parte del Central muestra el siguiente comportamiento: luego de tocar un saldo negativo máximo de -US\$ 3.069,3 millones a principios de enero 2016, el saldo fue recortando su valor hasta un mínimo de -US\$ 916,8 millones a principio de abril; luego se verificó un nuevo impulso hacia

abajo (-US\$ 1.985,5 a principios de mayo), para finalmente posicionarse en un mínimo de -US\$ 1.032,9 millones a mediados de junio. Sin embargo, durante las últimas semanas de junio y principios de julio, el saldo negativo crece nuevamente hasta -US\$ 1.834,4 millones.

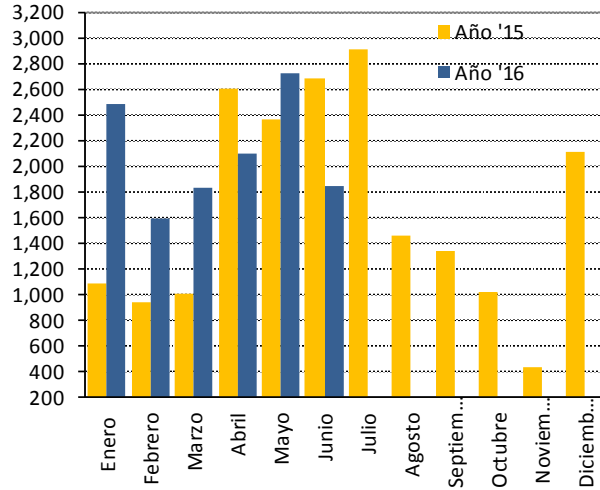


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos CiaraCec y BCRA

Como se mencionara anteriormente, si bien el incremento en los volúmenes de “agrodólares” liquidados durante el primer trimestre del año permitió mejorar el saldo, en los últimos meses se denotan dos factores: (a) por un lado, los volúmenes liquidados se han contraído y; (b) el Central mostro cierta moderación en las compras netas de dólares.

Como se puede observar en el gráfico de más abajo, durante enero 2016 se liquidaron 128% más divisas que en igual mes de 2015; asimismo, durante febrero de este año la liquidación fue 70% superior, mientras que en marzo la supero por 83% a/a. Sin embargo, durante abril el volumen liquidado se redujo un 20% a/a; para luego expandirse -aunque en forma más moderada- en mayo: 15% interanual. Junio mostro una nueva contracción (-31% a/a) en los volúmenes liquidados. En este sentido, pareciera que el efecto de las operaciones pospuestas de fines del año pasado (debido a un contexto de incertidumbre político-electoral, exportaciones reprimidas y expectativa de devaluación del tipo de cambio) se agotó hacia el segundo trimestre del año.

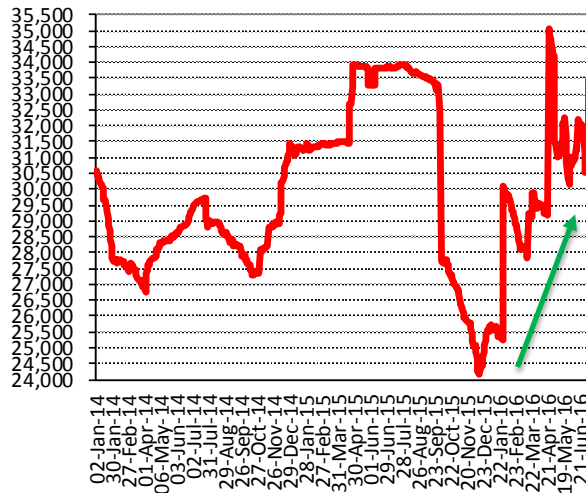
**Volumen mensual de Liquidaciones**  
en millones de dolares, acumulado mensual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ CiaraCec y BCRA

En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA comenzaron lentamente a recuperarse este año, ubicándose en torno a US\$ 32.450 millones en la última semana para la que se tienen datos.

**Reservas Internacionales BCRA**  
en millones de dólares US\$



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

### En Foco 3

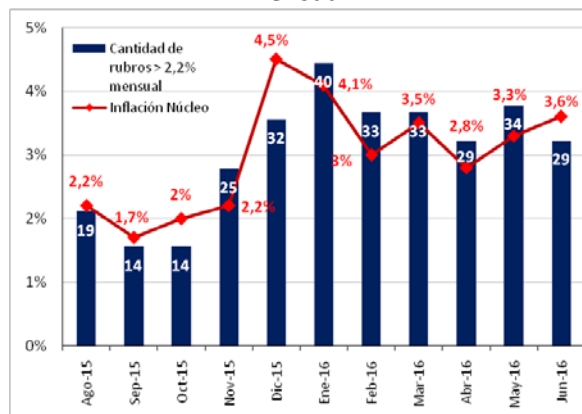
## La inflación bajó un nuevo escalón en junio, aunque la indexación de los servicios complica los objetivos oficiales

- De acuerdo al índice de la Ciudad de Buenos Aires, los precios al consumidor que en mayo habían subido 5%, en junio lo hicieron un 3,2%
- Pese a este avance, la inflación núcleo subió de 3,3% en mayo a 3,6% el mes pasado
- En el primer semestre, la inflación acumula un 29,2% y, en doce meses, la variación del índice alcanza a 47,1%

El Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires registró una inflación de 3,2% en junio, siendo la interanual 47,1% y marcando un acumulado anual de 29,2%. Cabe destacar que la incidencia de los rubros que conforman el nivel general está bastante distribuida (predominando Salud con 0,71 puntos porcentuales), a diferencia del mes pasado, donde 1,3 puntos porcentuales eran explicados por la suba de tarifas de agua.

La inflación núcleo, que contempla los aumentos sin contar las variaciones estacionales y de precios regulados, fue en junio de 3,6% mensual, marcando una involución en el objetivo de dominar la inflación, ya que el guarismo de mayo había sido de 3,3%.

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



Fuente: IERAL en base a IPC-CABA



En parte, ese dato negativo fue compensado por el comportamiento desagregado de los 55 rubros que componen el IPC. Arbitrariamente se establece una banda de entre 1,8% y 2,2% mensual y se analiza qué rubros se encuentran por debajo o por encima de ella.

Mayo había mostrado un aumento de los rubros situados por encima de 2,2% y disminución de los que estaban por debajo de 1,8%. Sin embargo, en Junio los rubros con subas por encima de 2,2% pasaron a ser 29 (34 en mayo) y los ítems con subas inferiores a 1,8% fueron 16 (14 en mayo).

**Índice de Precios al Consumidor – CABA**  
Variaciones intermensuales

55 Rubros	IV 2015	I 2016	Abr-16	May-16	Jun-16
X < 1,8	27	16	21	14	16
1,8 < x < 2,2	4	4	5	7	10
X > 2,2	24	35	29	34	29
Inflacion Núcleo	2,9	3,5	2,8	3,3	3,6
Inflacion General	2,5	3,8	6,5	5,0	3,2

*Fuente: IERAL en base a IPC-CABA*

Comparando la inflación mensual de junio con la de mayo, se tiene una desaceleración de 1,8 puntos porcentuales (de 5% a 3,2%), con 9 rubros que contribuyen a esa desaceleración, y con otros 3 ítems que la contrarrestan.

Entre los primeros se destacan Bebidas alcohólicas y tabaco, Educación, Transporte Personal y Vivienda, agua, electricidad y otros anotando 3,1%, 0,5%, 0,6% y 4,2% respectivamente.

En los segundos figuran solamente Salud, Recreación y cultura y Restaurantes y hoteles, marcando 8,7%, 3,7% y 3%, respectivamente.

En la última columna del siguiente cuadro se observa la contribución de cada uno de los rubros a la suba de 3,2 puntos porcentuales del índice de junio.

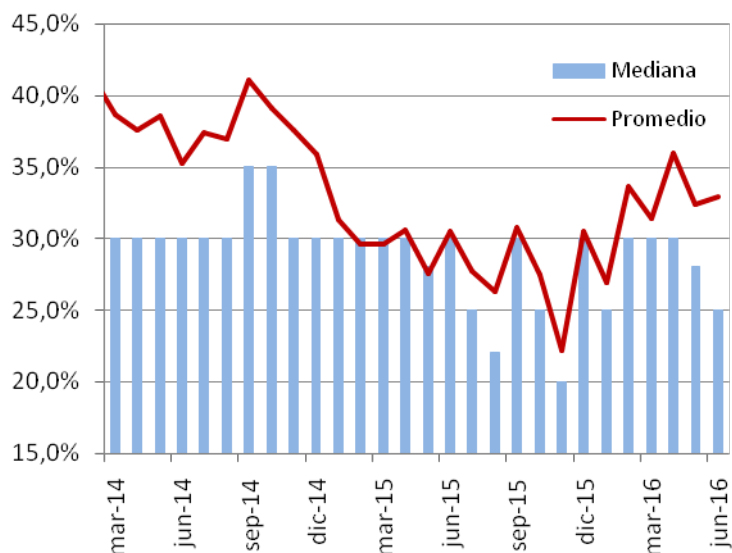
**Índice de Precios al Consumidor – CABA**  
Variaciones intermensuales

	May-16	Jun-16	Diferencia	Incidencia en Junio
<b>Nivel General</b>	5,0	3,2	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>
Alimentos y bebidas no alcohólicas	3,8	3,0	<b>0,8</b>	0,49
Bebidas alcohólicas y tabaco	34,2	3,1	<b>31,1</b>	0,07
Prendas de vestir y calzado	4,2	1,5	<b>2,7</b>	0,11
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	8,8	4,2	<b>4,6</b>	0,66
Equipamiento y mantenimiento del hogar	3,1	2,5	<b>0,6</b>	0,19
Salud	2,3	8,7	<b>-6,4</b>	0,71
Transporte personal	5,2	0,6	<b>4,6</b>	0,08
Comunicaciones	6,4	6,4	<b>0,0</b>	0,17
Recreación y cultura	2,1	3,7	<b>-1,6</b>	0,36
Educación	7,5	0,5	<b>7,0</b>	0,02
Restaurantes y hoteles	2,7	3,0	<b>-0,3</b>	0,28
Bienes y servicios varios	3,1	2,0	<b>1,1</b>	0,10

Fuente: IERAL en base a IPC-CABA

Según los datos relevados por el Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella, las expectativas de inflación se mantienen desde febrero en 30%, aumentando en abril y la brecha entre el “promedio” y la “mediana” de las expectativas, reflejo de la incertidumbre.

**UTDT: Expectativas de Inflación**



Fuente: IERAL en base a UTDT

Sin embargo, en el mes de junio la inflación esperada para los próximos doce meses cae tres puntos porcentuales (de 28% a 25%) según la mediana de las respuestas. Si observamos el promedio, las expectativas suben a 32,9% después del 32,5% marcado en mayo.

## IPC INDEC

Desde el mes pasado, el Instituto Nacional de Estadística y Censos publicó el IPC relevado en Capital Federal y 24 partidos de Gran Buenos Aires. Una garantía de transparencia es que luego de un paréntesis de casi una década se volvieron a publicar los precios encuestados para cada producto, de modo de poder chequear la verosimilitud de las variaciones mensuales de esos ítems. Por lo pronto el dato de junio marca 3,1%, con fuertes subas en el rubro de Viviendas y servicios básicos (+7,1%), Atención médica y gastos para la salud (+7%) y Equipamiento y mantenimiento del hogar (+4,1%).

La inflación núcleo relevada fue de 3%, mientras que los precios regulados y estacionales 3,4% y 2,7% mensual respectivamente. Este último ítem es nuevo en los informes del INDEC.

### IPC Junio 2016

	INDEC	CABA
Nivel General	3,1%	3,2%
Inflación Núcleo	3,0%	3,6%

*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y CABA*

## En Foco 4

### **El dato regional de la semana: El NOA es la región con mejor desempeño exportador en lo que va del año**

- Frente a una variación nacional de 0,2% interanual, las exportaciones del NOA suben 20%, impulsadas por rubros como hortalizas, legumbres, tabaco y cobre
- La región Pampeana, pese a la crisis climática y su impacto en las ventas externas de abril, logra sostener un crecimiento del 2% de la mano de cereales y grasas y aceites.
- NEA, Cuyo y la región Patagónica muestran retrocesos en las ventas externas en lo que va del año.

En los cinco primeros meses del año 2016, las exportaciones nacionales muestran un crecimiento leve del 0,2% interanual, respecto de igual período del año anterior. La tabla a continuación muestra los rubros más relevantes (con una participación mínima del 2% de las exportaciones totales), y las variaciones interanuales registradas en los 5 primeros meses del año.

Rubro	Variación % respecto a igual período del año anterior	% de las expo totales
Residuos y desperdicios de la industria alimenticia	10	18%
Cereales	34	14%
Grasas y aceites	39	10%
Productos químicos y conexos	12	7%
Pescados y mariscos sin elaborar	18	2%
Preparados de legumbres, hortalizas y frutas	17	2%
Minerales metálicos, escorias y cenizas	31	2%
Bebidas, líquidos alcohólicos y vinagre	0,3	2%
Material de transporte terrestre	-27	8%
Semillas y frutos oleaginosos	-18	6%
Piedras, metales preciosos, monedas	-23	4%
Carnes y sus preparados	-1	3%
Máquinas y aparatos, material eléctrico	-22	2%
Metales comunes y sus manufacturas	-34	2%
Materias plásticas y sus manufacturas	-16	2%
Frutas frescas	-2	2%

Fuente: IERAL en base a INDEC

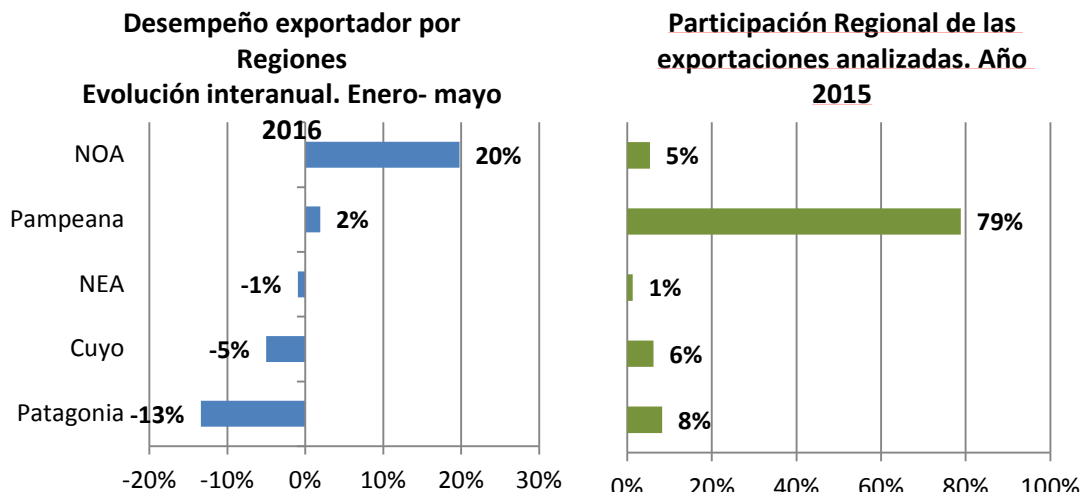
El desempeño por rubros continúa siendo heterogéneo, y consecuentemente también lo será la evolución de las exportaciones por regiones, de acuerdo a los principales productos exportados por cada región.

### Desempeño exportador por regiones

Para el análisis presentado a continuación, se ha considerado la distribución provincial de las exportaciones por rubro, de acuerdo a los datos publicados por el sistema georreferenciado de consultas OPEX en el año 2015<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Se han omitido del análisis los rubros Carburantes, cuyo origen provincial es indeterminado en un 69%, y Vehículos de navegación aérea, marítima y fluvial, cuyo origen es en un 89% extranjero, de acuerdo a los datos del Sistema Georreferenciado OpeX. Los rubros: resto de productos primarios, resto de MOA, resto de MOI y resto de combustibles, también han quedado fuera del análisis por incluir productos heterogéneos respecto a su origen.

### Evolución teórica de las exportaciones a nivel regional



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC

La región del NOA habría incrementado el crecimiento interanual más importante en los valores exportados, que se estima en un 20%.

El crecimiento de las exportaciones de la región, se explica fundamentalmente por el incremento registrado en las exportaciones de hortalizas y legumbres sin elaborar (la región exporta el 62% del total nacional), de los preparados de legumbres, hortalizas y frutas (NOA es responsable del 20% de las ventas externas nacionales), de las ventas externas de mineral de cobre y sus concentrados (85% con origen en la región), y del tabaco sin elaborar (84% con origen en la región).

La región pampeana alcanzó durante los 5 primeros meses del año un crecimiento del 2% interanual en las exportaciones regionales.

A nivel nacional, los rubros con mejor desempeño han sido los cereales, y grasas y aceites. Junto con el rubro Residuos y desperdicios de la industria alimenticia, registraron un crecimiento del valor exportado de 1.806 millones de dólares en los primeros 5 meses del año.

Durante el año 2015, la Región Pampeana aportó el 88% de las exportaciones de cereales a nivel nacional, el 77% de las grasas y aceites de origen vegetal, y el 86% de los Residuos y desperdicios de la industria alimenticia. De mantenerse constantes estas relaciones, el aumento en las exportaciones de los tres rubros habría generado en la región pampeana un aumento del valor exportado de 1650 millones de USD.



Por otro lado, la región pampeana tiene una gran participación en las exportaciones del sector metalmeccánico. Aportó en 2015 el 98% de las exportaciones de material de transporte terrestre, 52% de metales comunes y sus manufacturas y el 48% del rubro Máquinas y aparatos eléctricos.

En conjunto, la caída de las ventas externas de los rubros mencionados ascendió a 1.035 millones de USD a nivel nacional en el período de enero a mayo. Del total, una contracción de 887 millones corresponde a la caída de las ventas externas de la región pampeana.

La región NEA ha registrado un retroceso en los valores exportados cercano al 1%. En el NEA el rubro más significativo lo constituyen el café, té, yerba mate y especias, que ascienden al 25% de lo exportado en la región.

Las ventas externas de café, té, yerba mate y especias registraron durante los primeros 5 meses del año una caída de 16,5% a nivel nacional (-15 millones de USD). La región NEA es el origen del 92% de las exportaciones del rubro, lo cual representaría para la región, una disminución en los valores exportados de casi 14 millones de dólares.

La región de Cuyo ha mostrado un desempeño negativo en los meses de enero a mayo del año 2016. El rubro que ha afectado en mayor medida el desempeño de la región son las exportaciones del rubro piedras, metales preciosos y monedas, que han sufrido una caída de 23% interanual. El 41% de las exportaciones de dicho rubro tienen origen en la región y han representado a nivel regional una caída de 100 millones de USD.

Por otro lado, otro rubro relevante en la región de cuyo es el de bebidas, líquidos alcohólicos y vinagre, que representaron en 2015 el 24% de las exportaciones regionales, y que significaron el 86% de las exportaciones de dicho rubro a nivel nacional. Dicho rubro no registró en el acumulado de los 5 primeros meses variaciones significativas.

La región Patagónica es la que ha mostrado el desempeño exportador más complicado durante el período analizado. La evolución de los principales rubros exportados por la región muestran un deterioro interanual significativo.

La región fue en 2015 el origen del 58% de las ventas externas de piedras, metales preciosos y monedas a nivel nacional y del 38% de valor exportado de metales comunes y sus manufacturas, que han mostrado - considerados en forma conjunta - una caída interanual de 472 millones de dólares para el total país.

Otro rubro importante en las exportaciones de la región es el de frutas frescas (45% del total exportado a nivel país). Dicho rubro ha mostrado a nivel nacional una caída en el valor exportado de 6 millones de dólares acumulados en los 5 primeros meses del 2016, de los cuales una caída en el valor, cercano a 2,6 millones, podría asignarse a la región Patagónica.

## Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 2004 (\$ mm)	2016 I	674.081,0	-4,1%	0,5%	0,5%
PIB en US\$ (\$ mm)	2016 I	460.629,7	-27,0%	-19,5%	-19,5%
EMAE	sep-15	210,1	0,0%	2,8%	2,4%
IGA-OJF (1993=100)	may-16	175,9	0,1%	-1,8%	-1,2%
EMI (2012=100)	may-16	93,6	1,3%	-4,3%	-1,2%
IPI-OJF (1993=100)	may-16	169,7	-0,7%	-3,3%	-0,7%
Servicios Públicos	oct-15	267,2	-0,1%	1,5%	2,5%
Patentes	jun-16	54.039,0	8,1%	-8,3%	4,4%
Recaudación IVA (\$ mm)	jun-16	47.831,7	4,5%	40,5%	38,3%
ISAC	may-16	166,8	9,2%	-12,9%	-10,9%
Importación Bienes de Capital (volumen)	may-16	-	-	18,8%	6,1%
IBIF en \$ 2004 (\$ mm)	2016 I	120.356,7	-10,1%	-3,8%	-3,8%
		<b>2016 I</b>	<b>2015 IV</b>	<b>2015 III</b>	<b>2015 II</b>
IBIF como % del PIB		17,9%	19,0%	20,5%	19,9%

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

\*\* La variación acumulada toma la variación desde enero hasta el último dato contra igual periodo del año anterior

MERCADO DE TRABAJO	Fecha	Dato	var	var a/a	Acumulado
PEA (en miles de personas)	2015 III	12.049	1,1%	1,3%	2,1%
PEA (% de la población total)	2015 III	44,8%	0,30 pp	0,10 pp	-0,53 pp
Desempleo (% de la PEA)	2015 III	5,9%	-0,70 pp	-1,60 pp	-0,21 pp
Empleo Total (% de la población total)	2015 III	42,2%	0,70 pp	0,90 pp	-0,39 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2015 III	33,1%	0,00 pp	-0,50 pp	-0,47 pp
Recaudación de la Seguridad Social	jun-16	42.489	-0,61%	37,3%	36,1%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2016 I	114,2	-22,3%	-28,2%	-28,2%
Brasil	2015 IV	98,7	18,4%	-30,0%	-30,0%
México	2016 I	113,0	-8,1%	-9,9%	-9,9%
Estados Unidos	2016 I	99,5	3,5%	5,9%	5,9%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	jun-16	174.596,7	2,5%	24,0%	20,1%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	may-16	47.538,7	31,4%	22,4%	32,0%
Gasto (\$ mm)	may-16	148.998,6	15,5%	38,9%	27,1%
		<b>may-16</b>	<b>Acum 16</b>	<b>may-15</b>	<b>Acum 15</b>
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-23.993,6	-75.634,5	-5.300,5	-87.154,3
Pago de Intereses (\$ mm)		47.746,7	204.270,9	9.126,1	40.596,9
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		40,0	479,0	12.112,1	13.248,5
ANSES (\$ mm) *		221,9	833,3	51,7	14.238,3
		<b>may-16</b>	<b>ene-may 16</b>	<b>may-15</b>	<b>ene-may 15</b>
Adelantos Transitorios BCRA *		12.400,0	24.200,0	5.700,0	16.900,0
		<b>2016 I</b>	<b>2015 IV</b>	<b>2015 III</b>	<b>2015 II</b>
Recaudación Tributaria (% PIB) **		25,7%	25,3%	26,8%	26,9%
Gasto (% PIB) **		22,2%	24,9%	24,4%	24,6%

\* 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 (CABA, julio 2011-junio 2012 = 100)	jun-16	351,1	3,2%	47,1%	38,5%	
Inflación (San Luis, 2003=100)	may-16	1219,9	4,2%	42,4%	38,1%	
Salarios (abril 2012=100)*	oct-15	247,0	1,2%	2,6%	1,1%	
TCR Bilateral (1997=1)	jun-16	1,2	-2,0%	10,4%	20,0%	
TCR Multilateral (1997=1)	jun-16	1,1	-1,7%	7,0%	11,8%	
			<b>14-jul-16</b>	<b>jun-16</b>	<b>jul-15</b>	<b>31-dic-15</b>
TCN Oficial (\$/US\$)		14,94	14,29	9,06	13,41	
TCN Brecha		0,9%	1,3%	42,7%	6,8%	
TCN Real (R\$/US\$)		3,27	3,43	3,22	3,96	
TCN Euro (US\$/€)		1,11	1,12	1,10	1,09	

\* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	06-jul-16	679.934,0	11,5%	26,2%	27,0%
Depósitos (\$ mm)	06-jul-16	1.609.046,0	6,1%	32,6%	34,9%
Sector Público No Financiero	06-jul-16	406.528,5	0,5%	29,3%	20,4%
Sector Privado No Financiero	06-jul-16	1.197.164,9	8,1%	33,8%	40,7%
Créditos (\$ mm)	06-jul-16	977.685,2	3,1%	30,4%	33,5%
Sector Público No Financiero	06-jul-16	66.061,9	1,8%	30,4%	38,0%
Sector Privado No Financiero	06-jul-16	894.121,8	3,1%	30,5%	33,2%
			<b>jun-16</b>	<b>31-dic-15</b>	<b>jul-15</b>
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	06-jul-16	33.425,0	31.375,2	25.563,0	33.875,0
Ratio de cobertura de las reservas	06-jul-16	72,5%	71,7%	53,3%	59,9%
Tasa de interés Badlar PF	11-jul-16	26,1%	30,8%	27,3%	20,5%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	31-may-16	41,4%	43,0%	41,6%	34,7%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	31-may-16	36,4%	38,9%	39,2%	32,8%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	12-jul-16	352	390	410	396
EMBI+ Argentina	12-jul-16	507	521	438	591
EMBI+ Brasil	12-jul-16	331	382	523	317
Tasa LIBOR	12-jul-16	0,48%	0,45%	0,42%	0,19%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	11-jul-16	0,40%	0,38%	0,20%	0,13%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	11-jul-16	0,00%	0,00%	0,38%	0,12%
SELIC (Brasil)	12-jul-16	14,15%	14,15%	14,15%	13,72%
			<b>var% ***</b>	<b>var% a/a ****</b>	<b>Acumulado</b>
Índice Merval	13-jul-16	15.068,9	10,45%	71,30%	18,92%
Índice Bovespa	13-jul-16	54.097,8	3,36%	1,95%	-6,75%

\* 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 período inmediatamente anterior

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

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	may-16	5.343,0	13,1%	2,7%	0,3%
Primarios	may-16	1.658,0	23,0%	-2,5%	11,1%
MOA	may-16	2.213,0	19,9%	19,8%	4,3%
MOI	may-16	1.342,0	-2,5%	-13,4%	-20,1%
Combustibles	may-16	130,0	-30,5%	-42,0%	-34,0%
Exportaciones (volumen)	may-16	-	-	10,0%	12,9%
Importaciones (US\$ mm)	may-16	4.904,0	10,8%	-1,7%	-4,7%
Bienes Intermedios	may-16	1.428,0	8,8%	-1,0%	-10,7%
Bienes de Consumo	may-16	604,0	6,2%	28,0%	9,6%
Bienes de Capital	may-16	1.088,0	17,7%	8,5%	-3,0%
Combustibles	may-16	457,0	77,8%	-35,3%	-31,4%
Importaciones (volumen)	may-16	-	-	16,0%	10,5%
Términos de Intercambio (2004=100)	2016 I	127,6	-0,8%	-2,1%	-2,1%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	may-16	131,8	1,1%	-5,6%	-15,6%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	may-16	95,0	4,6%	4,4%	-12,9%
Energía	may-16	56,7	10,8%	-27,2%	-42,7%
Petróleo (US\$/baril)	may-16	46,7	14,1%	-21,2%	-43,9%

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%	1,9%
Brasil	2016 I	1.514,2	-0,3%	-5,4%	-5,4%
Unión Europea	2016 I	15.888,4	0,6%	1,9%	1,9%
China	2016 I	9.696,7	1,3%	1,3%	1,3%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	mar-16	132,7	-0,5%	0,2%	1,2%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	mar-16	128,4	0,0%	0,9%	1,6%

\* 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	jun-16	25.566,0	9,1%	-6,6%	5,2%
Región Pampeana	jun-16	12.081,0	8,3%	-4,7%	4,6%
NOA	jun-16	4.098,0	4,3%	-9,7%	12,0%
NEA	jun-16	4.463,0	1,1%	-11,9%	6,1%
Cuyo	jun-16	3.323,0	4,8%	-12,3%	3,2%
Región Patagónica	jun-16	4.508,0	4,9%	-17,9%	-6,8%
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%