



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 26 - Edición N° 1077 – 19 de octubre de 2017

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

La inflación lleva al Banco Central a una encrucijada

En Foco 1 – Mariano Devita

A diferencia de anteriores años electorales, esta vez es la inversión la que lidera la recuperación

En Foco 2 – Carla Calá

Con un dólar más tranquilo que en la previa de las PASO, el tipo de cambio real multilateral es 21% más competitivo que en noviembre de 2015

En Foco 3 – Vanessa Toselli y Lucía Iglesias

Se contrae un 0,7 % interanual la demanda energética

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*****La inflación lleva al Banco Central a una encrucijada***

- El dato de setiembre encendió las alarmas, aunque hubo influencia significativa de factores estacionales. Si bien la inflación núcleo se ha desacelerado, lo ha hecho a un ritmo bastante menor al necesario para cumplir la meta de este año, afectando también las expectativas para 2018
- La experiencia de los países que han tenido éxito en llevar la inflación del 30 % al 5 % anual muestra que ha sido necesaria una reducción sustancial de la tasa de emisión monetaria. Esa variable todavía no está bajo pleno control en la Argentina, debido a la incidencia del factor fiscal y también por el objetivo de incrementar el nivel de reservas del Banco Central. Este año, la emisión monetaria se ha estado expandiendo a un ritmo elevado, del orden del 28 % anual
- Una opción para frenar el ritmo de la emisión monetaria sería dejar de incrementar reservas, pero esto dejaría vulnerable al país en caso de shock externos y, en lo inmediato, acentuaría el problema del atraso cambiario. Otra opción sería subir aún más la tasa de interés, para retirar más pesos de la economía, pero esto haría crecer más rápido la deuda remunerada del BCRA. Es de esperar que una política fiscal más ajustada salga al rescate de la política antiinflacionaria

En Foco 1:**9*****A diferencia de anteriores años electorales, esta vez es la inversión la que lidera la recuperación***

- Los datos de cuentas nacionales muestran que, para el último trimestre relevado, de un crecimiento de 0,7% (desestacionalizado), 0,6 puntos porcentuales son aportados por la inversión
- La economía ya se encuentra levemente por su nivel de tendencia, y se espera que los signos positivos se extiendan a 2018. Una luz amarilla en este proceso es el rápido deterioro del sector externo, afectado por la inversión pero también por el déficit fiscal
- La continuidad en la recuperación de la inversión es clave, teniendo en cuenta la gran volatilidad de nuestro país en términos de crecimiento a lo largo de la historia. Los países con menor volatilidad son los que tienen mayores tasas de inversión como porcentaje del PIB

En Foco 2:**13*****Con un dólar más tranquilo que en la previa de las PASO, el tipo de cambio real multilateral es 21% más competitivo que en noviembre de 2015***

- En cambio, en la medición bilateral (dólar/peso), la mejora de competitividad es de solo 9% respecto de noviembre de 2015
- El tipo de cambio bilateral con Brasil luce, en términos reales, más competitivo en relación a noviembre de 2015 (25 puntos porcentuales), pero menos competitivo considerando los últimos 19 años (20 puntos)
- Frente al yuan y el euro, el tipo de cambio real se encuentra depreciado respecto a noviembre de 2015 (13 y 16 puntos, respectivamente). En cambio, el peso está apreciado

contra el yuan y el euro, comparando con los últimos 19 años, en 16 y 45 puntos porcentuales, respectivamente

En Foco 3:

16

El dato regional de la semana: Se contrae un 0,7% interanual la demanda energética

- Por regiones, se destaca el incremento experimentado en la Patagonia (4,3% interanual), seguida del NEA (1,5%) y Cuyo (0,4%). En cambio, en la zona pampeana cae 1,5% y en el NOA lo hace un 0,5 %
- Por provincias, la demanda registró los mayores aumentos en Misiones (10,3%), Chubut (9,8%), La Rioja (5,2%), Santa Cruz (3,8 %), La Pampa y Neuquén (2,5 %)
- La contracción fue más intensa en CABA (-3,9% interanual), Río Negro (-3,7%), Entre Ríos (-3,3%), San Juan (-3,0%), Santa Fe (-2,8%), Formosa (-2,7%) y Salta (-2,6%)

Selección de Indicadores

18

Editorial

La inflación lleva al Banco Central a una encrucijada

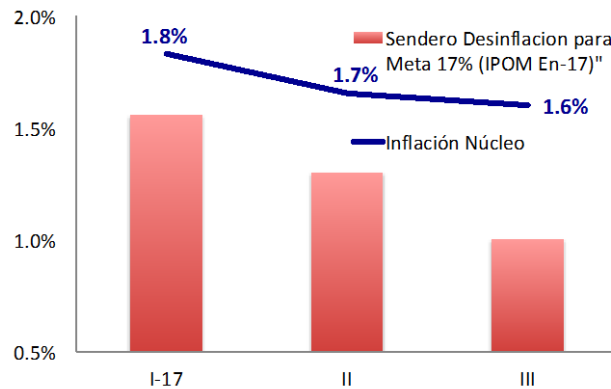
- El dato de setiembre encendió las alarmas, aunque hubo influencia significativa de factores estacionales. Si bien la inflación núcleo se ha desacelerado, lo ha hecho a un ritmo bastante menor al necesario para cumplir la meta de este año, afectando también las expectativas para 2018
- La experiencia de los países que han tenido éxito en llevar la inflación del 30 % al 5 % anual muestra que ha sido necesaria una reducción sustancial de la tasa de emisión monetaria. Esa variable todavía no está bajo pleno control en la Argentina, debido a la incidencia del factor fiscal y también por el objetivo de incrementar el nivel de reservas del Banco Central. Este año, la emisión monetaria se ha estado expandiendo a un ritmo elevado, del orden del 28 % anual
- Una opción para frenar el ritmo de la emisión monetaria sería dejar de incrementar reservas, pero esto dejaría vulnerable al país en caso de shock externos y, en lo inmediato, acentuaría el problema del atraso cambiario. Otra opción sería subir aún más la tasa de interés, para retirar más pesos de la economía, pero esto haría crecer más rápido la deuda remunerada del BCRA. Es de esperar que una política fiscal más ajustada salga al rescate de la política antiinflacionaria

La semana pasada causó un gran revuelo la información publicada por el Indec acerca de la inflación registrada en el mes de septiembre, cercana al 2% mensual (a nivel nacional). Como bien especifica el informe, este dato estuvo muy influenciado por fenómenos estacionales, ya que el ítem que capta este tipo de productos subió al 4% mensual. Las autoridades del Banco Central (BCRA) se encargaron de explicar este fenómeno y enfatizaron el hecho que la inflación núcleo se mantuviera en 1.6% mensual.

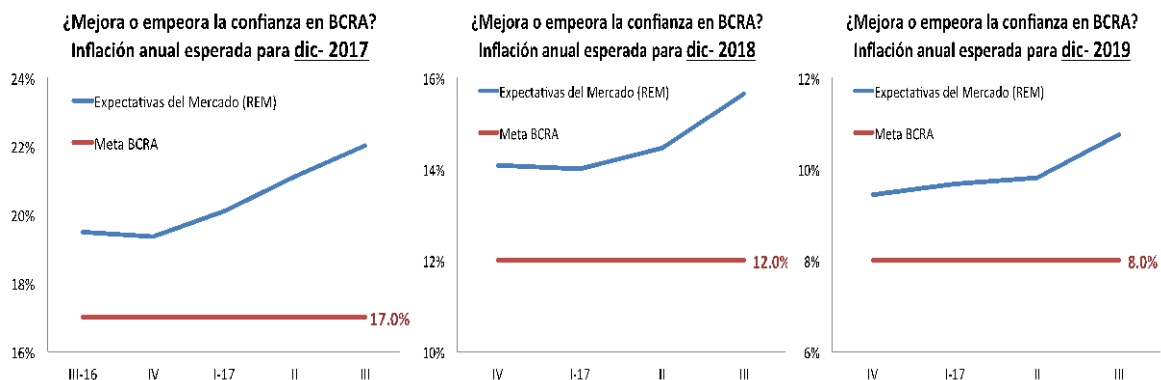
Más allá de la influencia de los fenómenos estacionales, en septiembre, el hecho relevante y preocupante es que la inflación núcleo, si bien está cayendo, lo hace a un ritmo bastante menor que el proyectado por las autoridades monetarias para cumplir con la meta inflacionaria de este año¹.

¹ Ver Informe de Política Monetaria, enero 2017, página 64.

Realidad vs. planes del BCRA
Sendero de Inflación Mensual Núcleo

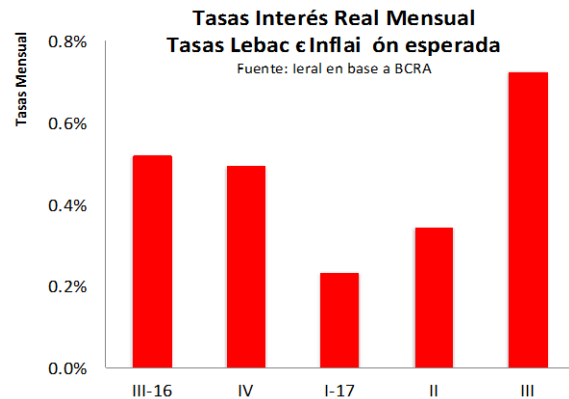
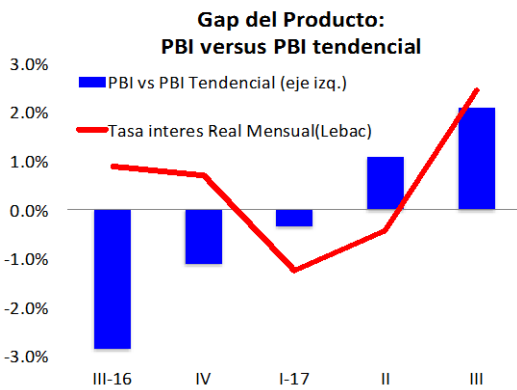


Esta lenta desaceleración de la inflación núcleo se ha traducido no solamente en la imposibilidad de alcanzar la meta de inflación que se auto impuso la autoridad monetaria para fines de este año (con un techo de 17%), sino también en un aumento de la inflación esperada por los agentes económicos, alejándose cada vez más de las metas inflacionarias de los próximos años.



En un régimen de Metas de Inflación (MI), como con el que actualmente opera la política monetaria en nuestro país, cuando la inflación y las expectativas inflacionarias comienzan a desviarse de la meta de inflación, la autoridad monetaria debe comenzar a aumentar la tasa de interés de forma tal de reducir el exceso de pesos que tiene la economía, que es lo que provoca que la inflación resulte mayor a la meta fijada.

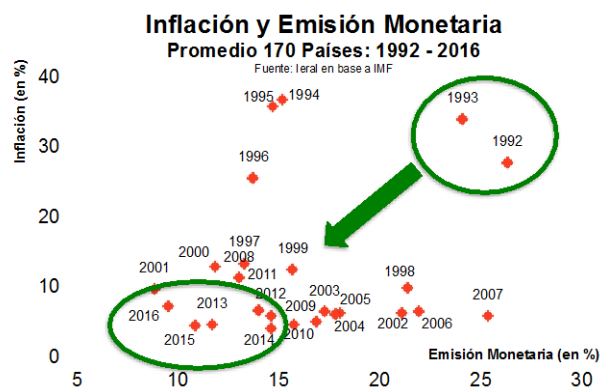
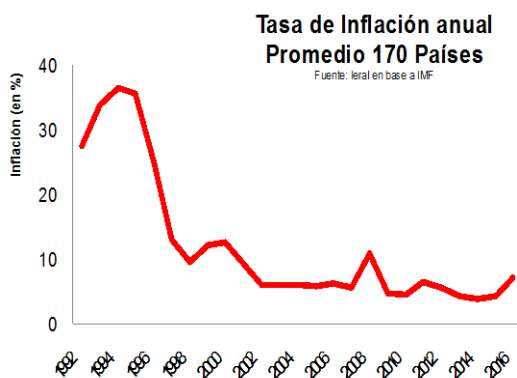
Como puede observarse en el siguiente gráfico, esto es lo que ha venido haciendo el BCRA y pese a los temores de algunos analistas, esta política no ha afectado negativamente al proceso de recuperación de la actividad económica, ya que el GAP del PBI se vuelve positivo justo en los trimestres que comienza a subir la tasa de interés real.



¿Por qué la inflación no baja más rápido?

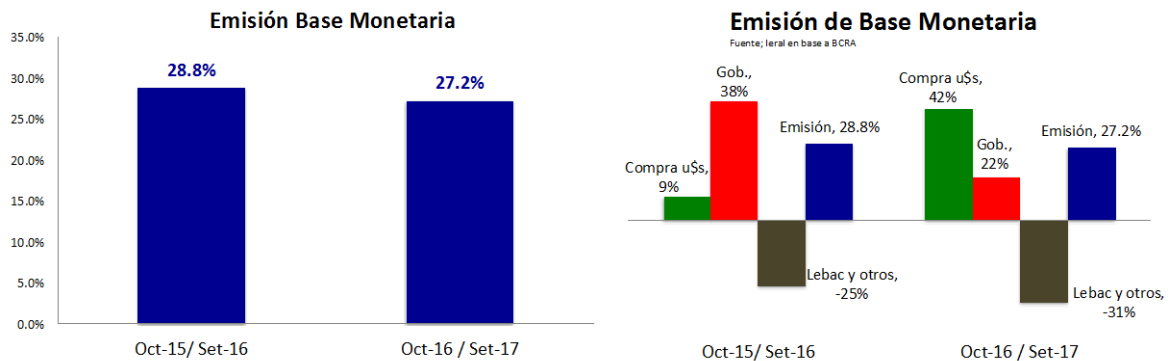
Más allá de los fenómenos coyunturales y estacionales, la inflación es un problema de exceso de pesos en la economía y por lo tanto, la emisión monetaria es siempre un factor crucial.

La experiencia mundial es muy ejemplificativa en este aspecto. El promedio de los países que pasaron de una inflación anual cercana al 30% anual a principios de los 90's a solamente el 5% - 6% anual en la actualidad muestra que esto se logró con una sustancial reducción en la tasa de emisión monetaria, como puede observarse en los siguientes gráficos.



En nuestro país la emisión monetaria en el último año se ha mantenido en niveles muy elevados, cercanos al 28% anual. El factor clave para esta aceleración fue la acumulación de reservas internacionales, ya que la emisión para financiar al gobierno se desaceleró y la política de esterilización de pesos resultó más intensa durante el 2017. El objetivo de acumular reservas, anunciado a mediados de abril de este año por

la autoridad monetaria, comenzó a llevarse a cabo y el BCRA aumentó en más de u\$s 5.000 millones (11%) sus reservas internacionales entre los meses de mayo y octubre. La contrapartida de esta mayor compra de dólares fue una aceleración en la emisión monetaria que claramente terminó complicando el objetivo primordial del BCRA (alcanzar la meta inflacionaria).



La encrucijada del BCRA

Bajo el actual régimen de metas de inflación, el instrumento básico de política económica del BCRA es la fijación de la tasa de interés de corto plazo. Con este único instrumento, el BCRA puede alcanzar solamente un objetivo como bien lo establece un clásico trabajo de política económica de Jan Tinbergen. De esta forma, el objetivo de acumular reservas terminó jugando en contra del principal objetivo en un régimen de MI que es precisamente acercar las expectativas inflacionarias y la propia tasa de inflación al nivel establecido como meta.

Las alternativas de la autoridad monetaria para acelerar el proceso de convergencia hacia las metas propuestas no resultan sencillas.

En primer lugar, un sobre cumplimiento en las metas fiscales probablemente ayude al BCRA en su objetivo inflacionario por una doble vía, ya que por un lado desaceleraría la expansión de pesos necesaria para financiar al Tesoro y, por el otro, podría reducir la inflación esperada de mediano plazo. El problema es que las posibles mejoras en las cuentas fiscales resultan exógenas para la autoridad monetaria y, por lo tanto, nada puede hacer al respecto.

Otra alternativa es dejar de lado el objetivo de acumulación de reservas. Si bien esto vuelve más vulnerable al país ante un eventual endurecimiento de las condiciones externas, podría ayudar a reducir el ritmo de emisión monetaria y por lo tanto a desacelerar más rápido el ritmo inflacionario. Un problema adicional de esta alternativa

es que, en las actuales condiciones, al dejar de comprar reservas podría generarse un descenso en el tipo de cambio lo cual encarecería aún más a la economía en términos de dólares² y complicaría la competitividad de la economía derivada del tipo de cambio real.

La otra posibilidad es acentuar la suba de tasas, de forma tal de permitir una mayor absorción del excedente de pesos que tiene la economía. La actual dinámica de la inflación muestra que la tasa de interés real elegida por el BCRA es aún insuficiente para llevar al excedente de pesos a un nivel compatible con las metas inflacionarias. El principal problema de subir más las tasas de interés a efectos de lograr una mayor esterilización del excedente de pesos es que haría crecer aún más la deuda remunerada del Banco Central, que ya se encuentra en niveles elevados.

De esta forma, la encrucijada del BCRA se traduce en que, por un lado, las alternativas disponibles para acelerar el proceso de desinflación resultan bastante complicadas y/o exógenas. Por el otro lado, el "status quo" lleva a un deterioro en la credibilidad de la autoridad monetaria requisito fundamental de cualquier sistema de MI. El resultado de las elecciones del 22 de octubre quizás pueda ayudar a que el gobierno acelere su programa fiscal y de esa forma contribuir positivamente con la tarea del BCRA de reducir la inflación. Pero la encrucijada de la autoridad monetaria seguramente continuará por largo tiempo.

² "Después del salto del dólar, ¿Argentina está cara o barata?", Editorial Informe de Coyuntura del IERAL, 7 de septiembre de 2017, http://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/3673-Informe%20de%20Coyuntura.pdf

En Foco 1

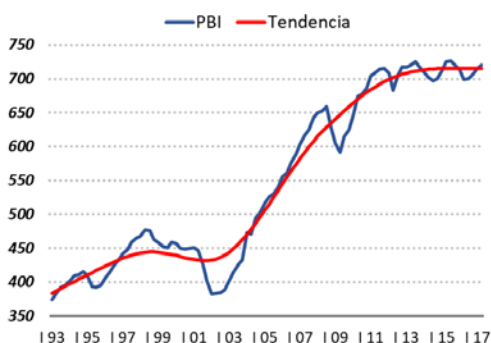
A diferencia de anteriores años electorales, esta vez es la inversión la que lidera la recuperación

- Los datos de cuentas nacionales muestran que, para el último trimestre relevado, de un crecimiento de 0,7% (desestacionalizado), 0,6 puntos porcentuales son aportados por la inversión
- La economía ya se encuentra levemente por su nivel de tendencia, y se espera que los signos positivos se extiendan a 2018. Una luz amarilla en este proceso es el rápido deterioro del sector externo, afectado por la inversión pero también por el déficit fiscal
- La continuidad en la recuperación de la inversión es clave, teniendo en cuenta la gran volatilidad de nuestro país en términos de crecimiento a lo largo de la historia. Los países con menor volatilidad son los que tienen mayores tasas de inversión como porcentaje del PIB

La economía argentina ha estado estancada desde 2012 pero en el último año, comenzó a recuperarse y hay buenas perspectivas en materia de actividad para el cierre del 2017 (3,5 % de crecimiento económico según las estimaciones del gobierno nacional; 3% según el "Think Tank" The Economist, 2.8% según la encuesta del BCRA (REM) y 2,5% de acuerdo al Fondo Monetario Internacional). La economía ya se encuentra levemente por encima de su nivel de tendencia y se espera que continúe mostrando signos positivos para el 2018.

PBI de Argentina

En MM\$ de 2004. Sin estacionalidad.
Fuente: IERAL basado en MECON.



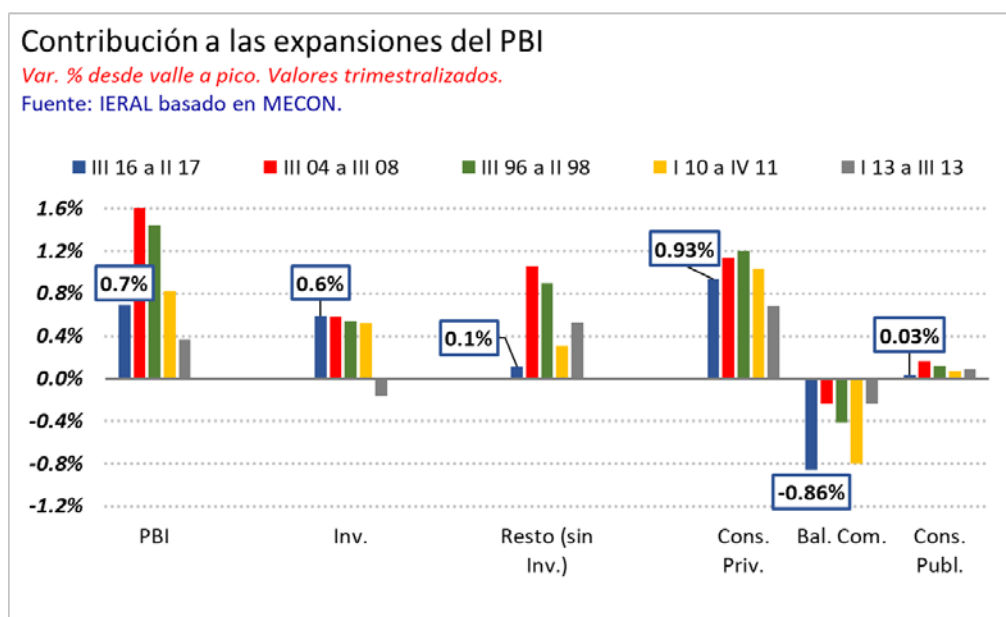
Ciclo económico

Desviación porcentual respecto de la tendencia.
Fuente: IERAL basado en MECON.



¿Qué impulsa esta recuperación?

Uno de los componentes de la demanda agregada más dinámicos en la recuperación actual es la inversión. A diferencia de las últimas cuatro recuperaciones, este componente es el que mayor impulso genera (ver gráfico siguiente). De hecho, si bien este ciclo todavía no termina, y por lo tanto los datos no son definitivos, a los valores actuales, el aporte ya es el más fuerte.



Las sombras provienen de la dinámica de las cuentas externas. Por un lado, han contribuido negativamente al proceso de expansión por el déficit que presentan, restando más que en los últimos cuatro procesos de recuperación pasados (gráfico anterior). El aporte negativo de las cuentas externas ha terminado anulando el aporte positivo generado por el consumo. En números: del total de puntos de crecimiento trimestral que tuvo la economía (0,7 %), el consumo privado contribuyó en 0,96 puntos porcentuales, el consumo público no tuvo aportes, pero el sector externo restó 0,86 puntos porcentuales. De esta manera, el neto entre el aporte del consumo (público y privado) y el sector externo es 0,1 punto porcentual. Así, la inversión se constituyó en el rubro con mayor aporte al crecimiento económico hasta ahora (0,6 puntos de los 0,7 que crece la economía).

Cabe aclarar que es totalmente normal que, en un proceso de crecimiento liderado por la inversión, la cuenta corriente se vaya deteriorando. Sin embargo, ese fenómeno excede el factor inversión, y tiene que ver con el financiamiento del déficit fiscal.

La importancia de que el ciclo esté liderado por la inversión

La economía argentina siempre ha sido muy volátil y en gran parte este hecho puede explicarse por la falta de dinamismo del proceso inversor.

En el siguiente cuadro se presenta la cantidad de trimestres en que la economía estuvo tanto por encima como por debajo de su nivel tendencia entre 1980 y la actualidad. En los 150 trimestres que dura el período de análisis, el 62% del tiempo la economía se situó por encima de su crecimiento tendencial y sólo el 38% estuvo debajo.

| Desviaciones de la tendencia | | |
|--|-------|-------------------------|
| - 150 trimestres en total - | | |
| | Casos | Incidencia ¹ |
| Trimestres por encima de la tendencia | 62% | 0.10 |
| Trimestres por debajo de la tendencia | 38% | 0.17 |

Fuente: IERAL basado en INDEC.

El crecimiento tendencial de una economía representa su posibilidad de expansión en el mediano plazo y en gran parte está determinado por la magnitud y calidad de los procesos de inversión. Claramente, ninguna economía puede estar mucho tiempo con un crecimiento por encima de sus posibilidades (nivel tendencial). Cuando esto sucede por más de cierto tiempo, la economía termina ajustando bruscamente. Esto es lo que ha sucedido históricamente en el caso de nuestro país, ya que si se observa la incidencia

¹ de los trimestres que estuvieron por debajo de la tendencia, resultó bastante más fuerte que los que estuvieron por encima. Es decir, crecer por encima de los niveles de mediano plazo aumenta la volatilidad de la economía e implica un costo mayor en el futuro. A la larga, la economía vuelve a su sendero de tendencia.

La importancia de que la inversión esté impulsando el proceso de recuperación también viene por el lado de la volatilidad. Se observa una relación negativa entre volatilidad y nivel de inversión y esto es lógico porque cuanto mayor sea la estabilidad de una economía (es decir, menor sea la volatilidad), las condiciones para invertir son mejores. Como se mencionó antes, en Argentina la mayoría de las desviaciones están por encima de la tendencia. En parte, esto es porque la tendencia no sube y la inversión, justamente, tiende a aumentar la tendencia. Por lo tanto, se podrían achicar esas desviaciones positivas con mayor inversión y con eso las caídas futuras no serían

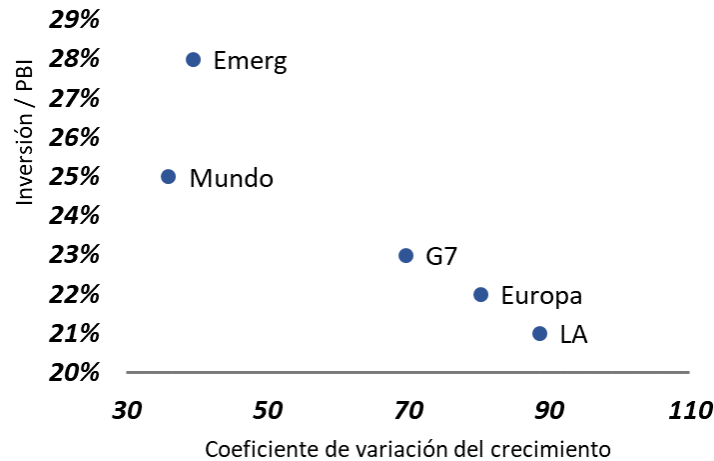
¹ La incidencia es calculada como la suma de las desviaciones al cuadrado. Este indicador, da una idea de cuán profundas son las desviaciones.

tan fuertes. En otras palabras, de la mano de la inversión se podría suavizar el ciclo económico.

Relación entre volatilidad e inversión

Coef. de variación e inversión como % PBI

Fuente: IERAL basado en IMF.



Conclusiones

Luego de cinco años de una economía estancada, la recuperación se ha consolidado. Si bien las cuentas externas no ayudan en la recuperación, la dinámica de la inversión ha sido muy importante y ha liderado el proceso de crecimiento. De los últimos cuatro periodos de expansivos desde 1993, la inversión en el actual ciclo parece tener más fuerza que en casos anteriores y esto puede resultar muy importante para reducir la volatilidad histórica de los procesos de crecimiento de la economía argentina.

En Foco 2

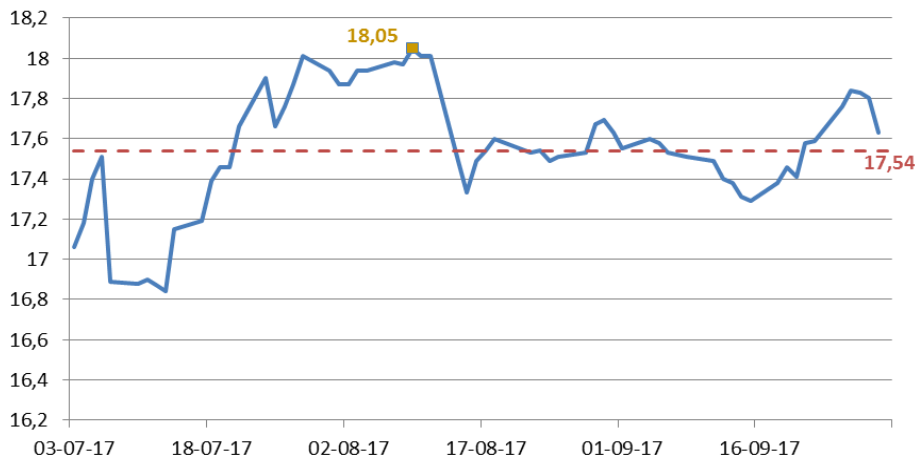
Con un dólar más tranquilo que en la previa de las PASO, el tipo de cambio real multilateral es 21% más competitivo que en noviembre de 2015

- En cambio, en la medición bilateral (dólar/peso), la mejora de competitividad es de solo 9% respecto de noviembre de 2015
- El tipo de cambio bilateral con Brasil luce, en términos reales, más competitivo en relación a noviembre de 2015 (25 puntos porcentuales), pero menos competitivo considerando los últimos 19 años (20 puntos)
- Frente al yuan y el euro, el tipo de cambio real se encuentra depreciado respecto a noviembre de 2015 (13 y 16 puntos, respectivamente). En cambio, el peso está apreciado contra el yuan y el euro, comparando con los últimos 19 años, en 16 y 45 puntos porcentuales, respectivamente

Haciendo foco en la dimensión de competitividad de la Argentina que se vincula con la evolución del tipo de cambio, se observa que la paridad nominal de septiembre promedió \$17,54 por dólar, por lo que el tipo de cambio real luce 21% más competitivo en relación a noviembre de 2015 en el caso del multilateral, pero ese margen se recorta a 9 puntos en el caso del bilateral contra el dólar.

En la semana previa a las legislativas, la cotización del dólar estadounidense se mantuvo en torno a \$17,67 por dólar, contexto que dista del escenario "pre-PASO", en donde imperó la tensión preelectoral alcanzando una cima de \$18,05 por dólar. En efecto, en octubre la paridad apunta a promediar \$17,66 por dólar, 0,7% por debajo de septiembre.

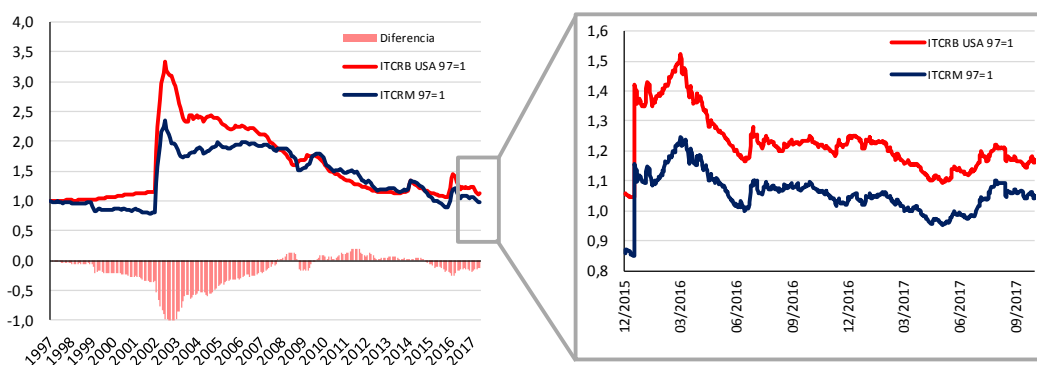
Tipo de Cambio Nominal
Dólar estadounidense



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a *Ámbito Financiero*

Si bien el precio relativo de bienes y servicios transables parecía mostrarnos una apreciación real del peso desde principio de este año, a partir de abril la situación se trastocó. Analizando la evolución de las monedas y de los precios de los principales socios comerciales, desde el cuarto mes hasta entonces, la moneda local muestra una depreciación real del 8,6% contra la canasta de monedas (de 0,98 a 1,06 siendo base 1997=1) y del 4,3% contra el dólar (de 1,11 a 1,16 siendo base 1997=1), lo que se traduce en un abaratamiento de los bienes y servicios argentinos en el exterior.

Argentina: Tipo de Cambio Real Multilateral (1997=1)

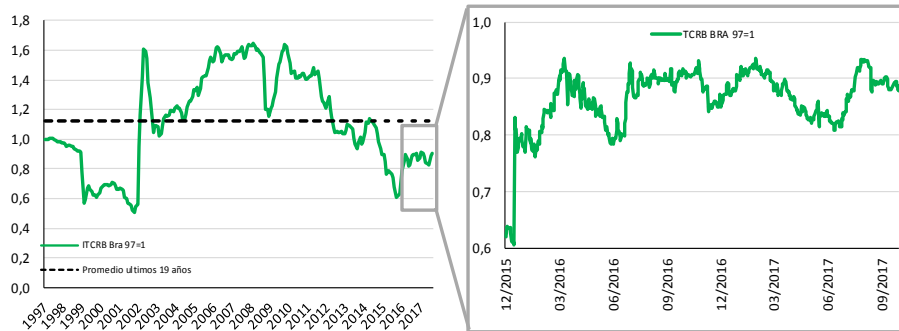


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

El tipo de cambio real bilateral con Brasil presenta un alza de 25 puntos con respecto al mes previo a la eliminación de los controles cambiarios y la unificación del tipo de cambio, es decir se ubica en un escenario más competitivo que en noviembre de 2015. No obstante, en comparación con el promedio de los últimos 19 años se encuentra 20

puntos por debajo (menos competitivo), ya que el índice actual de 0,9 (base 1997=1) compara con una media de 1,1.

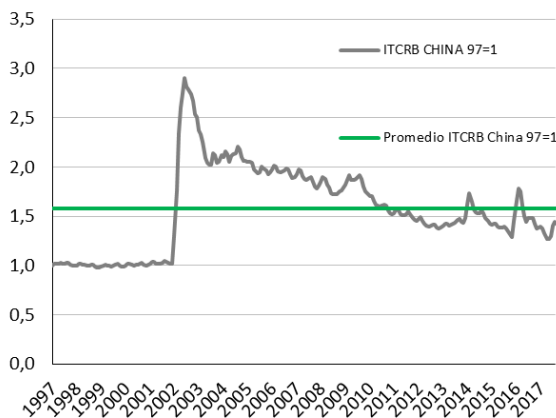
Tipo de Cambio Real Bilateral de Brasil (1997=1)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

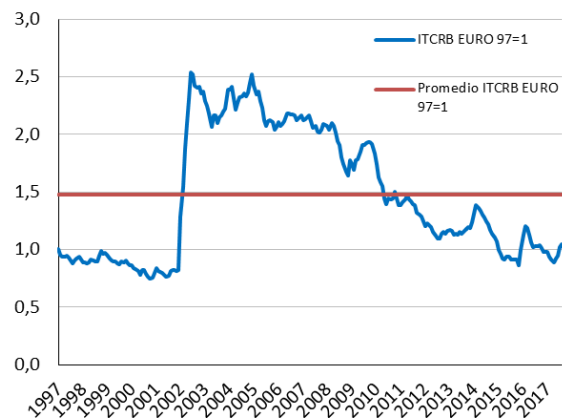
A continuación, se analiza en el gráfico adjunto el tipo de cambio bilateral contra las monedas de China y de la Eurozona: se observa que el peso se depreció 13 puntos frente al yuan y 16 frente al euro, si comparamos con noviembre de 2015. En cambio, respecto del promedio de los últimos 19 años, el peso está apreciado contra el yuan en 16 puntos porcentuales, mientras que en 45 puntos contra el euro.

Tipo de Cambio Real Bilateral de China (1997=1)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Tipo de Cambio Real Bilateral de Zona Euro (1997=1)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

En Foco 3

El dato regional de la semana: Se reduce 0,7% la demanda energética en los primeros 9 meses del año

- Por regiones, se destaca el incremento experimentado en la Patagonia (4,3% interanual), seguida del NEA (1,5%) y Cuyo (0,4%). En cambio, en la zona pampeana cae 1,5% y en el NOA lo hace un 0,5 %
- Por provincias, la demanda registró los mayores aumentos en Misiones (10,3%), Chubut (9,8%), La Rioja (5,2%), Santa Cruz (3,8 %), La Pampa y Neuquén (2,5 %)
- La contracción fue más intensa en CABA (-3,9% interanual), Río Negro (-3,7%), Entre Ríos (-3,3%), San Juan (-3,0%), Santa Fe (-2,8%), Formosa (-2,7%) y Salta (-2,6%)

La demanda de energía a nivel nacional se redujo, aunque con cierta desaceleración, mostrando una baja interanual del 0,7% para el acumulado enero-septiembre del año en curso.

La región **Pampeana**, cuya participación promedio es del 70% en el total nacional, en los primeros nueve meses tuvo una demanda equivalente a 69.887.820,7 MWh un 1,5% menos que en el mismo período del año anterior, superando así la caída nacional. Desagregando entre provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires – CABA- fue la de mayor reducción (-3,9%), muy similar a la de Entre Ríos (-3,3%) y Santa Fe (-2,8%). La provincia de Córdoba cae relativamente menos que las mencionadas precedentemente pero más que el promedio nacional (-1,6%). Por otro lado, la provincia de Buenos Aires aumentó su demanda en un 1,6% con respecto a los primeros nueve meses del año 2016 y La Pampa lo hizo en un 2,5%.

La región **Noroeste** también redujo su demanda de energía pero en menor magnitud (-0,5%), en la que la provincia de Salta lidera el ranking con una baja interanual del 2,6%, seguida por Jujuy (-2,0%). Catamarca y Tucumán acompañaron la caída interanual en la demanda de energía eléctrica, con una baja del 1,6% y 1,2%, respectivamente. Finalmente, la provincia de La Rioja y Santiago del Estero aumentaron la demanda de energía en un 5,2% y 1,3% interanual, respectivamente.

Demanda de Energía. Variación Interanual

Acumulado enero – septiembre 2017 – Unidad: Miles de MWh

| | | | | | |
|---------------------|--------|-------|------------|-------|-------|
| Total País | 99.607 | -0,7% | Cuyo | 7.331 | 0,4% |
| Noroeste | 8.352 | -0,5% | San Luis | 1.222 | 0,0% |
| Jujuy | 784 | -2,0% | Mendoza | 4.469 | 1,8% |
| Tucumán | 2.366 | -1,2% | San Juan | 1.639 | -3,0% |
| Santiago del Estero | 1.147 | 1,3% | Noreste | 6.783 | 1,5% |
| Catamarca | 1.531 | -1,6% | Formosa | 954 | -2,7% |
| Salta | 1.482 | -2,6% | Misiones | 1.755 | 10,3% |
| La Rioja | 1.043 | 5,2% | Corrientes | 2.048 | -1,8% |
| Pampeana | 69.888 | -1,5% | Chaco | 2.027 | 0,1% |
| Entre Ríos | 2.759 | -3,3% | Patagónica | 7.253 | 4,3% |
| Córdoba | 7.397 | -1,6% | Río Negro | 1.450 | -3,7% |
| Buenos Aires | 11.452 | 1,6% | Neuquén | 1.782 | 2,5% |
| Santa Fe | 9.312 | -2,8% | Santa Cruz | 883 | 3,8% |
| La Pampa | 684 | 2,5% | Chubut | 3.138 | 9,8% |
| CABA | 38.284 | -3,9% | | | |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Cammesa

El resto de las regiones argentinas mostraron variaciones interanuales positivas para el acumulado enero-septiembre del año en curso. Sin embargo, en suma, ellas representan algo más del 21% del total de energía demandada por lo que no llegan a compensar la caída de la región Pampeana.

La región **Patagónica** fue la de mayor aumento interanual (+4,3%), en la que sólo la provincia de Río Negro disminuyó la demanda de energía (-3,7%) y el resto la incrementó en un 5,2% promedio, con respecto al mismo período del año 2016.

Por otro lado, en la región **Noreste**, también con una variación interanual positiva (+1,5%), la provincia de Misiones, en términos relativos, mostró un gran aumento de su demanda de energía (+10,3%), siendo, además, la de mayor aumento entre todas las provincias argentinas. La provincia de Chaco, mostró también una variación interanual positiva aunque muy pequeña: 0,1%. Las dos provincias restantes de la región obtuvieron variaciones interanuales negativas (-2,2%, en promedio).

Finalmente, la región **Cuyo** aumentó un 0,4% su demanda de energía, con una caída interanual en la provincia de San Juan (-3,0%), una suba en la provincia de Mendoza (+1,8%) y sin variación relevante en la provincia de San Luis.

Restará ver en los próximos meses, cómo evoluciona la demanda energética, conjugándose dos fuerzas contrapuestas: por un lado, el aumento de las temperaturas, que incentiva la demanda vía aparatos de refrigeración, y por el otro, el incremento en las tarifas energéticas, que podría desalentar el consumo.

Selección de indicadores

| NIVEL DE ACTIVIDAD | Fecha | Dato | var% * | var% a/a | Acumulado ** |
|---|---------|----------------|---------------|----------------|-----------------|
| PIB en \$ 2004 (\$ mm) | 2017 II | 781.780,4 | 0,7% | 2,7% | 1,6% |
| PIB en US\$ (\$ mm) | 2017 II | 652.546,0 | 17,6% | 14,9% | 16,5% |
| EMAE | jul-17 | 150,2 | 0,7% | 4,9% | 2,1% |
| IGA-OJF (1993=100) | ago-17 | 175,5 | -0,3% | 5,1% | 2,7% |
| EMI (2012=100) | ago-17 | 99,4 | 1,4% | 5,1% | 1,4% |
| IPI-OJF (1993=100) | ago-17 | 179,3 | -0,3% | 5,6% | 1,6% |
| Patentes | sep-17 | 80.380,0 | 19,6% | 12,9% | 28,5% |
| Recaudación IVA (\$ mm) | sep-17 | 68.471,0 | -2,1% | 27,1% | 28,7% |
| ISAC | ago-17 | 211,7 | 11,0% | 13,0% | 9,5% |
| Importación Bienes de Capital (volumen) | ago-17 | - | - | 33,1% | 17,0% |
| IBIF en \$ 2004 (\$ mm) | 2017 II | 152.704,5 | 8,3% | 3,9% | 5,2% |
| | | 2017 II | 2017 I | 2016 IV | 2016 III |
| IBIF como % del PIB | | 19,5% | 19,1% | 19,2% | 19,8% |

* 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) | 2017 II | 12.483 | 0,0% | -0,2% | s/d |
| PEA (% de la población total) | 2017 II | 45,4% | -0,10 pp | -0,16 pp | 0,31 pp |
| Desempleo (% de la PEA) | 2017 II | 8,7% | -0,50 pp | -6,50 pp | 0,63 pp |
| Empleo Total (% de la población total) | 2017 II | 41,5% | 0,20 pp | -0,05 pp | 0,03 pp |
| Informalidad Laboral (% del empleo) | 2017 II | 33,7% | 0,40 pp | 0,30 pp | 0,07 pp |
| Recaudación de la Seguridad Social | sep-17 | 57.793 | 0,45% | 27,8% | 31,6% |
| Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100) | | | | | |
| Argentina | 2016 III | 98,2 | -1,2% | -18,7% | -19,5% |
| México | 2017 II | 104,9 | 5,1% | -1,8% | -3,9% |
| Estados Unidos | 2017 II | 98,6 | -0,1% | 0,1% | 1,1% |

| SECTOR FISCAL | Fecha | Dato | var% | var% a/a | Acumulado |
|--|--------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|
| Recaudación Tributaria (\$ mm) | sep-17 | 224.065,6 | 1,3% | 33,1% | 31,4% |
| Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm) | sep-17 | 65.431,5 | 2,6% | 37,1% | 33,7% |
| Gasto (\$ mm) | ago-17 | 200.030,9 | -8,2% | 21,6% | 38,8% |
| | | ago-17 | Acum 17 | ago-16 | Acum 16 |
| Resultado Fiscal Financiero (\$ mm) | | -31.545,2 | -684.980,8 | -1.275,4 | -387.718,2 |
| Pago de Intereses (\$ mm) | | 58.746,6 | 1.088.772,6 | 46.501,2 | 480.547,4 |
| Rentas de la Propiedad | | | | | |
| Tesoro Nacional (\$ mm) * | | 1.815,3 | 15.816,9 | 1.231,8 | 88.192,7 |
| ANSES (\$ mm) * | | 3.709,4 | 20.482,4 | 239,8 | 55.012,5 |
| | | oct-16 | ene-oct 16 | oct-15 | ene-oct 15 |
| Adelantos Transitorios BCRA * | | 0,0 | 44.280,0 | 0,0 | 40.900,0 |
| | | 2017 II | 2017 I | 2016 IV | 2016 III |
| Recaudación Tributaria (% PIB) ** | | 24,1% | 26,6% | 28,4% | 24,9% |
| Gasto (% PIB) ** | | 24,0% | 29,1% | 24,3% | 21,9% |

* 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 (INDEC, Abril 2016 = 100) | sep-17 | 130,8 | 1,9% | 17,7% | s/d |
| Inflación (CABA, julio 2011-junio 2012 =100) | sep-17 | 455,0 | 1,6% | 26,2% | 28,6% |
| Inflación (San Luis, 2003=100) | sep-17 | 1580,8 | 1,8% | 22,0% | 23,7% |
| Salarios (abril 2012=100)* | jul-17 | 121,2 | 4,0% | 4,5% | s/d |
| TCR Bilateral (1997=1) | sep-17 | 1,2 | -2,3% | -5,6% | -10,3% |
| TCR Multilateral (1997=1) | sep-17 | 1,1 | -1,7% | -2,3% | -7,5% |
| | | 18-oct-17 | sep-17 | oct-16 | 31-dic-16 |
| TCN Oficial (\$/US\$) | | 17,67 | 17,54 | 15,43 | 16,17 |
| TCN Brecha | | 2,2% | 2,3% | 1,0% | 4,3% |
| TCN Real (R\$/US\$) | | 3,17 | 3,13 | 3,19 | 3,29 |
| TCN Euro (US\$/€) | | 1,18 | 1,19 | 1,10 | 1,04 |

* Se toman las variaciones reales

| SECTOR FINANCIERO | Fecha | Dato | var% * | var% a/a | Acumulado |
|--|--------------|-------------|-----------------|----------------------|------------------|
| Base Monetaria (\$ mm) | 13-oct-17 | 881.027,0 | 1,6% | 28,8% | 32,3% |
| Depósitos (\$ mm) | 13-oct-17 | 2.250.760,4 | -1,5% | 34,3% | 41,9% |
| Sector Público No Financiero | 13-oct-17 | 537.939,6 | -14,3% | 28,9% | 49,0% |
| Sector Privado No Financiero | 13-oct-17 | 1.690.464,2 | 2,7% | 35,6% | 39,0% |
| Créditos (\$ mm) | 13-oct-17 | 1.494.622,2 | 3,8% | 42,9% | 34,7% |
| Sector Público No Financiero | 13-oct-17 | 30.616,5 | -3,7% | -36,9% | -41,9% |
| Sector Privado No Financiero | 13-oct-17 | 1.424.582,2 | 4,0% | 46,1% | 39,1% |
| | Fecha | Dato | sep-17 | 30-dic-16 | oct-16 |
| Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm) | 13-oct-17 | 52.852,0 | 50.893,2 | 38.772,0 | 37.013,8 |
| Ratio de cobertura de las reservas | 13-oct-17 | 104,1% | 100,3% | 53,3% | 81,1% |
| Tasa de interés Badlar PF | 18-oct-17 | 21,6% | 21,5% | 19,9% | 22,1% |
| Otras tasas de interés ** | | | | | |
| Préstamos Personales (más de 180 días plazo) | 01-oct-17 | 37,7% | 38,7% | 41,6% | 42,1% |
| Documentos a sola firma (hasta 89 días) | 01-oct-17 | 24,2% | 27,2% | 39,2% | 32,4% |
| Riesgo País | | | | | |
| EMBI+ Países emergentes | 18-oct-17 | 314 | 321 | 410 | 346 |
| EMBI+ Argentina | 18-oct-17 | 342 | 379 | 438 | 448 |
| EMBI+ Brasil | 18-oct-17 | 236 | 258 | 523 | 313 |
| Tasa LIBOR | 18-oct-17 | 1,24% | 1,23% | 0,42% | 0,53% |
| Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU | 17-oct-17 | 1,16% | 1,16% | 0,20% | 0,40% |
| Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU | 17-oct-17 | 0,00% | 0,00% | 0,38% | 0,00% |
| SELIC (Brasil) | 18-oct-17 | 8,15% | 8,30% | 14,15% | 13,89% |
| | Fecha | Dato | var% *** | var% a/a **** | Acumulado |
| Índice Merval | 18-oct-17 | 26.213,1 | 9,73% | 99,64% | 54,08% |
| Índice Bovespa | 19-oct-17 | 75.546,3 | -2,08% | 45,19% | 28,02% |

* 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) | ago-17 | 5.228,0 | -0,2% | -9,1% | -0,1% |
| Primarios | ago-17 | 1.380,0 | -1,6% | -27,8% | -9,2% |
| MOA | ago-17 | 2.083,0 | 0,1% | -2,6% | -1,6% |
| MOI | ago-17 | 1.594,0 | -3,2% | 0,5% | 11,3% |
| Combustibles | ago-17 | 171,0 | 54,1% | 50,0% | 7,3% |
| Exportaciones (volumen) | ago-17 | - | - | -4,8% | -2,4% |
| Importaciones (US\$ mm) | ago-17 | 6.311,0 | 4,5% | 25,0% | 16,7% |
| Bienes Intermedios | ago-17 | 1.476,0 | -3,3% | 12,8% | 8,7% |
| Bienes de Consumo | ago-17 | 863,0 | 20,4% | 23,6% | 17,2% |
| Bienes de Capital | ago-17 | 14,7 | -99,0% | -98,6% | 4,8% |
| Combustibles | ago-17 | 527,0 | -21,8% | 0,0% | 9,5% |
| Importaciones (volumen) | ago-17 | - | - | 19,7% | 10,2% |
| Términos de Intercambio (2004=100) | 2017 II | 127,4 | -2,7% | -4,0% | -1,1% |
| Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100) | jun-17 | 138,6 | -0,2% | 2,3% | 10,1% |
| Índice Commodities Banco Mundial (2010=100) | | | | | |
| Alimentos | sep-17 | 91,2 | 1,9% | -2,6% | 0,4% |
| Energía | sep-17 | 68,5 | 5,4% | 17,8% | 26,2% |
| Petróleo (US\$/barril) | sep-17 | 49,8 | 3,7% | 10,2% | 19,9% |

| ECONOMÍA INTERNACIONAL | Fecha | Dato | var% * | var% a/a ** | Acumulado |
|--|---------|----------|--------|-------------|-----------|
| PIB (en US\$ miles de millones) | | | | | |
| Estados Unidos | 2017 II | 19.226,7 | 0,6% | 2,1% | 2,0% |
| Brasil | 2017 II | 2.094,4 | 0,3% | 0,3% | 0,0% |
| Unión Europea | 2017 II | 16.697,4 | 0,7% | 2,4% | 2,3% |
| China | 2017 II | 11.695,3 | 1,7% | 1,7% | 1,7% |
| Volumen Comercio Mundial (2005=100) | jul-17 | 119,4 | -0,4% | 5,2% | 4,2% |
| Producción Industrial Mundial (2005=100) | jul-17 | 121,3 | -0,1% | 3,7% | 3,4% |

* 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 | sep-17 | 37.473,0 | 11,3% | 10,1% | 38,9% |
| Región Pampeana | sep-17 | 17.251,0 | 12,4% | 12,2% | 41,4% |
| NOA | sep-17 | 6.385,0 | 9,6% | 22,7% | 24,0% |
| NEA | sep-17 | 7.035,0 | 19,2% | 21,3% | 21,0% |
| Cuyo | sep-17 | 5.550,0 | 15,2% | 17,0% | 31,9% |
| Región Patagónica | sep-17 | 6.686,0 | 11,8% | 10,7% | 23,0% |
| Consumo de Cemento (miles de tn) | | | | | |
| CABA y Buenos Aires | 2017 II | 1.193,8 | 5,2% | 19,0% | 13,2% |
| Región Pampeana | 2017 II | 659,0 | 8,2% | 14,0% | 9,9% |
| NOA | 2017 II | 252,8 | 11,7% | 15,4% | 13,4% |
| NEA | 2017 II | 245,2 | -3,4% | -2,9% | 2,2% |
| Cuyo | 2017 II | 258,7 | 3,0% | 7,5% | 4,7% |
| Región Patagónica | 2017 II | 199,0 | -6,3% | 2,3% | 0,7% |