

# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 23 - Edición N° 886 – 6 de noviembre de 2014

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Gustavo Reyes**

Default: ¿se arregla en 2015?

**En Foco 1 – Patricio Vimberg**

El cuarto trimestre arrancó sin mejoras en el nivel de actividad

**En Foco 2 – Marcelo Capello y Néstor Grión**

Después de 9 meses con caídas reales, en octubre la recaudación nacional alcanzó a la inflación

**En Foco 3 – Inés Butler**

Por segundo año consecutivo el déficit cambiario de Cuenta Corriente se sitúa en torno a los US\$ 9 mil millones

**En Foco 4 – Joaquín Berro Madero**

El lo que va de 2014, el Central ha logrado retener 23,7 dólares de cada 100 liquidados por el complejo agroexportador

**En Foco 5 – Eliana Miranda**

El impacto sobre el país del menor precio del petróleo: poco ahorro en importaciones (el gas ocupa el 70%) e interrogantes sobre Vaca Muerta

**En Foco 6 – Alejandra Marconi y Soledad Barone**

El dato regional de la semana:

El empleo en la construcción cae en términos interanuales, aunque amortiguando en el mes a mes

**Selección de Indicadores**

**Edición y compaginación**  
Karina Lignola y Silvia Ochoa

**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
ieralcordoba@ieral.org

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
info@ieral.org

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
info@fundmediterranea.org.ar



**Editorial:** 4**Default: ¿se arregla en 2015?**

- La “teoría de juegos” puede ayudarnos a entender los incentivos que llevaron al gobierno y a los llamados “fondos buitres” a no encontrar un punto de acuerdo en Julio pasado, lo que hizo que la Argentina ingresara a una situación de default selectivo
- Desde entonces, los costos de este escenario se han hecho visibles para la economía local, en términos de nivel de actividad y también en el plano financiero
- A partir de 2015 cambian los incentivos. La extinción de la cláusula RUFO junto con los elevados costos del default selectivo podrían modificar la posición del gobierno argentino. Hay que tener en cuenta, además, que las opciones se reducen respecto a la situación de julio. De todos modos, pueden influir otro tipo de factores, incluidos los políticos. El tiempo dará la respuesta

**En Foco 1:** 9***El cuarto trimestre arrancó sin mejoras en el nivel de actividad***

- La confianza del consumidor se contrae 15,3% en octubre tras la baja de 12,3% que había registrado en el tercer trimestre. La predisposición a adquirir bienes durables e inmuebles se mantiene en niveles bajos (-33,8% en octubre)
- Las exportaciones a Brasil cayeron 15,6% interanual en octubre, profundizando la contracción del tercer trimestre (-8%)
- Los patentamientos de autos y comerciales livianos disminuyen 39,8% en octubre y acumulan una fuerte caída de 27,2% en los primeros 10 meses del año

**En Foco 2:** 14***Después de 9 meses con caídas reales, en octubre la recaudación nacional alcanzó a la inflación***

- En términos nominales, los ingresos fiscales aumentaron 40,8% interanual en octubre, liderados por las retenciones (+86,5%) y el Impuesto a las Ganancias (+63,4%)
- En el acumulado de 10 meses, la recaudación cae 2,2% en términos reales, con una variación negativa de 3,6% para el caso del IVA
- La distribución de la recaudación en términos reales, y siempre considerando el período enero-octubre, perjudicó más a la Nación (- 2,6%) que a las provincias (- 1,0%)

**En Foco 3:** 19***Por segundo año consecutivo el déficit cambiario de Cuenta Corriente se sitúa en torno a los US\$ 9 mil millones***

- Los ingresos de dólares por exportaciones caen al 10,7%, mientras que los pagos por importaciones se contraen 7,9%, aunque en el tercer trimestre este guarismo fue negativo en 23%
- El ratio de importaciones pagadas en relación a las realizadas bajó a 90% por las demoras en las autorizaciones para transferir las divisas. Ante la pérdida del crédito comercial, se recurre a un ‘financiamiento forzado’
- En los últimos cuatro trimestres se perdieron US\$6,5 mil millones de Reservas Internacionales, que se ubicaron a fin de septiembre en US\$27,9 mil millones

**En Foco 4:** 23***El lo que va de 2014, el Central ha logrado retener 23,7 dólares de cada 100 liquidados por el complejo agroexportador***

- En agosto y setiembre las exportaciones de la agroindustria se ubicaron por debajo de la trayectoria de 2012 y 2013, pero en octubre no se observaron diferencias
- En lo que va del año las divisas aportadas por el sector suman 19,8 mil millones de dólares
- De ese monto, la compraventa neta del Banco Central fue de 4,7 mil millones de dólares

**En Foco 5:** **26**

***El impacto sobre el país del menor precio del petróleo: poco ahorro en importaciones (el gas ocupa el 70%) e interrogantes sobre Vaca Muerta***

- Desde diciembre, el precio del crudo se contrajo un 24% (Brent) en el mercado internacional, mientras que el gas natural perdió un 16%. Los precios pagados por Argentina difícilmente reflejen descensos de esta magnitud, dada la fórmula de ajuste en los contratos con Bolivia y la alta ponderación del GNL
- En boca de pozo, para la producción local de petróleo se observa una inédita convergencia con los precios internacionales. En el caso del gas, el precio ponderado se ubicaría actualmente en US\$3,8 el MBTU
- El nuevo escenario internacional coincide con un momento en que la explotación de shale en la Argentina todavía se encuentra en una etapa piloto, con costos altos y en la etapa inicial del aprendizaje

**En Foco 6:** **29**

***El dato regional de la semana: El empleo en la construcción cae en términos interanuales, aunque amortiguando en el mes a mes***

- En el bimestre julio-agosto la merma de puestos de trabajos formales del sector fue de 2,6% interanual
- Dentro de un cuadro heterogéneo, Cuyo alberga a las provincias con mejor y peor performance: en San Luis los empleos aumentaron 20,3% interanual y en San Juan se registró una caída de 20,5%
- Después de San Luis, las provincias con mejores guarismos fueron Tierra del Fuego (+15,5%), La Rioja (+ 14,8%), Neuquén (+13,2%), Chubut (+11,2%) y Jujuy (+10,1%). En cambio, las variaciones negativas más pronunciadas después de San Juan fueron: La Pampa (-13,7%), Córdoba (-12,4%), Salta (-11,9%) y Corrientes (-10,2%)

**Selección de Indicadores:** **32**

## Editorial

### Default: ¿se arregla en 2015?

- La “teoría de juegos” puede ayudarnos a entender los incentivos que llevaron al gobierno y a los llamados “fondos buitres” a no encontrar un punto de acuerdo en Julio pasado, lo que hizo que la Argentina ingresara a una situación de default selectivo
- Desde entonces, los costos de este escenario se han hecho visibles para la economía local, en términos de nivel de actividad y también en el plano financiero
- A partir de 2015 cambian los incentivos. La extinción de la cláusula RUFO junto con los elevados costos del default selectivo podrían modificar la posición del gobierno argentino. Hay que tener en cuenta, además, que las opciones se reducen respecto a la situación de julio. De todos modos, pueden influir otro tipo de factores, incluidos los políticos. El tiempo dará la respuesta

A casi tres meses del default selectivo y cuando aún faltan todavía dos meses para que se extinga la famosa cláusula RUFO<sup>1</sup>, las especulaciones de un posible arreglo con los “holdouts” en 2015 comenzaron a ser cada vez más frecuentes<sup>2</sup>.

Los mercados financieros también se hicieron eco de tales rumores y el índice Merval que había caído un 19% en términos del dólar contado con liquidación entre el 10 de Julio y el 16 de octubre, en las últimas 2 semanas de octubre recuperó casi todo lo perdido. Algo similar sucedió con las tasas internas de retorno de los bonos en dólares. Específicamente los rendimientos del Boden 2015 y del Global 2017 que habían subido fuertemente entre julio y octubre de este año (desde el 9% - 11 de julio - hasta el 20% y 16% respectivamente - 7 de octubre), en las últimas dos semanas de octubre cayeron a niveles cercanos al 14% anual.

Las preguntas naturales que surgen son las siguientes: ¿por qué podría solucionarse el default en 2015? y ¿por qué no se arregló dicho problema en el pasado mes de julio? Las verdaderas respuestas a estos interrogantes solamente las podrán contestar el tiempo, las

---

<sup>1</sup> RUFO es la sigla de “Rights Upon Future Offers”. Es una cláusula existente en los canjes de deuda de 2005 y 2010. La misma establece que, en el caso que existan mejoras en las futuras ofertas a los holdouts, las mismas también les serán aplicables a los bonistas que aceptaron las condiciones en los canjes de 2005 y 2010.

<sup>2</sup> Ver <http://www.cronista.com/economiapolitica/Kicillof-A-fin-de-ano-habra-mejores-posibilidades-para-dialogar-con-los-fondos-buitre-20141103-0078.html> y <http://www.ambito.com/diario/noticia.asp?id=765547>

autoridades económicas del país y los titulares de los Fondos Buitres (FB). No obstante, la “Teoría de Juegos” puede ayudarnos para entender los incentivos que habrían tenido las autoridades económicas de Argentina y los FB para no alcanzar un acuerdo en el pasado mes de julio y cómo dichos incentivos podrían cambiar a partir del 2015 para permitir un arreglo entre las partes.

### **Situación al mes de Julio del 2014**

Después de la ratificación del famoso “fallo Griesa”, las principales opciones que tenía el gobierno en el pasado mes julio eran básicamente dos:

- Depositar una determinada garantía como prueba de un futuro pago (a realizarse una vez que concluya la cláusula RUFO) o que representantes del Sector Privado (SP) arreglen con los FB el monto a pagar y, luego que concluya la cláusula RUFO, el gobierno compense al SP por el arreglo con los FB. En ambos casos, la esperanza del Gobierno para ejecutar alguna de estas acciones era que los FB solicitaran un “Stay” al Juzgado de Griesa para que Argentina pueda continuar realizando los pagos de los bonos que no estaban en default.
- No realizar ninguna acción e ir cayendo en default en la medida que se produzcan obligaciones de pago en bonos con jurisdicción en Estados Unidos.

Por el lado de los FB, las posibles acciones también eran básicamente dos:

- Solicitar un “Stay” al Juzgado de Griesa para que el Gobierno de Argentina pueda continuar realizando los pagos de los bonos que no estaban en default.
- No solicitar ningún “Stay” y dejar que el Gobierno Argentina entre en default a medida que se produzcan obligaciones de pago en bonos con jurisdicción en Estados Unidos.

Como en cualquier problema de toma de decisiones, la clave son los costos y beneficios esperados asociados a cada decisión teniendo en cuenta en cada caso las posibles decisiones que podría adoptar la otra parte.

Dadas las dos posibles acciones a tomar por cada “jugador” existirían al menos las siguientes cuatro posibles situaciones:

- a) El mejor de los mundos para ambas partes sería que Argentina deposite una garantía de pago o que el SP llegase a una solución con los FB y que éstos últimos pidieran un Stay al juzgado para que Argentina pudiera continuar honrando sus obligaciones con jurisdicción en Estados Unidos. En este caso, el país no caería en default y los FB

tendrían certeza del cobro de sus acreencias. Asumamos que en este caso cada una de las partes obtiene una determinada ganancia representada por el valor (arbitrario) igual a 1.

- b) La mejor de las situaciones mejor para Argentina pero la peor para los FB sería que estos últimos pidieran el "Stay" pero nuestro país, para evitar cualquier riesgo de que se gatille la cláusula RUFO, no pusiera ningún tipo de garantía ni arreglo mediante el SP. En este caso, Argentina estaría claramente mejor que el caso a) (obteniendo un puntaje igual a 2) mientras que los FB estarían bastante peor (con una puntuación de -2) ya que "ayudaron" a Argentina pero no obtuvieron nada a cambio.
- c) El tercer caso es el inverso al anterior en el sentido que Argentina estaría en el peor de los mundos y los FB en el mejor. Bajo este escenario, nuestro país deposita la garantía o el SP arregla con los FB pero éstos últimos por alguna razón deciden no solicitar ningún "Stay". De esta forma, Argentina hace el esfuerzo pero no logra salir del default. En términos de puntaje, Argentina obtendría un -2 (el peor puntaje) en esta situación mientras que los FB alcanzarían un valor igual a 2 (el mejor puntaje).
- d) Esta última opción es la que finalmente ocurrió y es donde los FB no solicitan ningún "Stay" y la Argentina tampoco deposita ninguna garantía ni permite que el SP alcance algún acuerdo. En este caso, tanto Argentina como los FB obtienen un puntaje igual a -1 (claramente peor que la opción a) pero mejor que la c) para Argentina y que la b) para los FB).

En resumen, las posibles acciones con sus correspondientes puntajes son los siguientes:

| El juego en Julio del 2014 | Argentina    |                           |                            |
|----------------------------|--------------|---------------------------|----------------------------|
|                            |              | Garantía o Acuerdo con SP | Sin Garantía ni acuerdo SP |
| Fondos Buitres             | Pide Stay    | (1, 1) (a)                | (-2, 2) (b)                |
|                            | No Pide Stay | (2, -2) (c)               | (-1, -1) (d)               |

Si bien la opción a) era la mejor de las situaciones para ambas partes, el hecho que tanto Argentina como los FB puedan obtener una alternativa mejor<sup>3</sup>, se traduce en el hecho que ambas partes "desconfíen" en acordar en una situación como la a) y por lo tanto, nunca toman las acciones implícitas en la opción a). Dada esta "desconfianza o temor", a Argentina

<sup>3</sup> Las alternativas (b) y (c) respectivamente.

le conviene no otorgar la Garantía ni permitir un acuerdo con el SP mientras que a los FB le conviene no pedir ningún Stay. De esta forma, ambas partes terminan eligiendo las acciones implícitas en la situación d)<sup>4</sup>.

Esta última opción d) es la que finalmente ocurrió en el pasado mes de julio<sup>5</sup> y llevó a nuestro país a una nueva situación de default que claramente no resultó gratis ya que en los tres meses siguientes al default ocurrió lo siguiente:

- El tipo de cambio “blue” pasó en solamente un mes y medio de 12.7 \$/u\$s (31/7/14) a 15.95 \$/u\$s (24/9) para luego descender a 14.28 (31/10/14).
- Las reservas del Banco Central cayeron en u\$s 1.400 millones (un 5%) entre el 31 de julio y el 24 de octubre.
- Los plazos fijos que venían creciendo a un ritmo levemente superior que la inflación (3% mensual entre enero y junio 2014) pasaron a expandirse solamente al 0.8% mensual (muy por debajo de la inflación).
- La actividad económica pasó de una recesión moderada<sup>6</sup> a una fuertísima contracción a partir del III trimestre de 2014<sup>7</sup>.

### **Situación a partir de enero del 2015**

A partir del 2015, los incentivos claramente cambian bastante tanto para Argentina como para los FB. Éstos últimos, de no acordar tempranamente en 2015, deberán esperar al menos un año más para cobrar sus acreencias en el medio de un contexto financiero internacional probablemente más complicado y con menor liquidez.

En nuestro país, con la extinción de la cláusula RUFO se reduce totalmente el potencial riesgo de espiralizar la deuda luego de una mejora en la oferta a los holdouts. Por otro lado, el fuerte deterioro experimentado por la economía luego del default (a partir del III trimestre del 2014), hace que los riesgos de permanecer en default resulten más visibles. Estos riesgos son potenciados por el tamaño de los servicios de la deuda pública en moneda extranjera durante el 2015 en relación al nivel actual de las reservas internacionales del Banco Central (casi un 50%) y por el deterioro del contexto internacional durante los últimos meses (el fortalecimiento del dólar en el mundo, la caída en los precios internacionales de la soja, el

<sup>4</sup> Equilibrio de Nash en la terminología de Teoría de Juegos.

<sup>5</sup> Este tipo de juegos es conocido en la literatura como el “Dilema del Prisionero”.

<sup>6</sup> Entre el IV trimestre del 2013 y el II trimestre del 2014, el Indicador de Actividad Económica Global – IGA de Orlando Ferreres - cayó a un ritmo anualizado del 2.3% anual promedio con respecto al trimestre anterior sin estacionalidad.

<sup>7</sup> En el III trimestre del 2014, el IGA registró una caída anualizada del 8.4% anual con respecto al trimestre anterior sin estacionalidad.

miedo a que Europa entre nuevamente en recesión, las enormes dudas sobre la recuperación de la economía de Japón, el estancamiento de la economía de Brasil, etc.).

Este nuevo escenario de incentivos durante 2015 se traduce obviamente en un diferente set de opciones y resultados tanto de Argentina como la de los FB. Estas alternativas con sus posibles costos y beneficios son las que se resumen en el siguiente cuadro:

| El juego a partir de Enero del 2015 | Argentina  |              |              |
|-------------------------------------|------------|--------------|--------------|
|                                     |            | Acuerda      | No Acuerda   |
| Fondos Buitres                      | Acuerda    | (1, 1) (a)   | (-2, -2) (b) |
|                                     | No Acuerda | (-2, -2) (c) | (-2, -2) (d) |

A diferencia de la situación del mes de julio pasado, en 2015 las acciones posibles tanto de Argentina como de los FB son simplemente Acordar o no Acordar. En este nuevo marco desaparece tanto la desconfianza en el accionar de la otra parte como también la posibilidad que se gatille la cláusula RUFO y se espiralice el monto total de la deuda de Argentina.

Como se explicaba anteriormente, tanto para Argentina como para los FB puede resultar muy costoso no arreglar este problema durante el 2015. Por lo tanto, bajo la solución que aporta el simple ejemplo derivado de la Teoría de Juegos, podría esperarse que ambas partes intenten alcanzar un acuerdo satisfactorio del problema tal como especulan actualmente los mercados financieros sustentando la mejora en los precios de los activos mencionados anteriormente.

Por supuesto que en la realidad siempre pueden influir también otro tipo de factores no considerados en el presente análisis (factores políticos, visualización distinta de los costos del default por parte de las autoridades económicas, etc.). No obstante, el análisis presentado muestra claramente cómo podrían cambiar los incentivos a acordar por ambas partes a partir del inicio del próximo año mejorando las probabilidades de un arreglo.



## En Foco 1

### El cuarto trimestre arrancó sin mejoras en el nivel de actividad

- La confianza del consumidor se contrae 15,3% en octubre tras la baja de 12,3% que había registrado en el tercer trimestre. La predisposición a adquirir bienes durables e inmuebles se mantiene en niveles bajos (-33,8% en octubre)
- Las exportaciones a Brasil cayeron 15,6% interanual en octubre, profundizando la contracción del tercer trimestre (-8%)
- Los patentamientos de autos y comerciales livianos disminuyen 39,8% en octubre y acumulan una fuerte caída de 27,2% en los primeros 10 meses del año

Los principales indicadores del nivel de actividad no reaccionan en el comienzo del último trimestre del año. A pesar de la aparente desaceleración que algunas variables habían mostrado en septiembre (como las exportaciones a Brasil y los despachos de cemento), en el mes de octubre la tendencia a la baja se hizo nuevamente presente para casi todos los indicadores relevados.

#### Indicadores de actividad

Variación interanual (%)

|                            | 2014 III | oct-14 | Diferencia |
|----------------------------|----------|--------|------------|
| Recaudación IVA real       | -7,1     | -7,6   | -0,5       |
| Confianza Consumidor UTDT  | -12,3    | -15,3  | -2,9       |
| Durables + Inmuebles       | -33,5    | -33,8  | -0,3       |
| Exportaciones a Brasil     | -8,0     | -15,6  | -7,6       |
| Patentamientos             | -30,1    | -39,8  | -9,7       |
| Producción Automotriz      | -28,5    |        |            |
| Despachos de cemento       | -3,7     | -3,2   | 0,5        |
| Empleo en la construcción* | -2,3     |        |            |
| ISAC**                     | 1,1      |        |            |

\* dato del trimestre a agosto

\*\* datos hasta III-Trim

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a AFCP, DNRPA, UTDT, IERIC, Indec, Mecon, MDIC Brasil, Adefa y datos de mercado

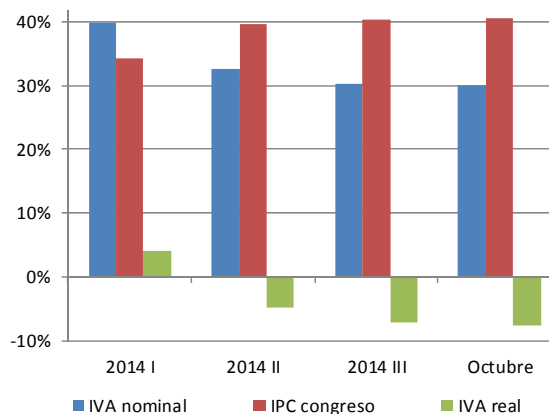
### Recaudación de IVA real

La recaudación de IVA real, que sirve como termómetro para medir el consumo, se contrajo 7,6% en términos reales en el mes de octubre, profundizando la fuerte caída de 7,1% que había evidenciado en el tercer trimestre.

Este magro resultado surge de un aumento nominal de 30% en octubre y una inflación que, según estimaciones privadas, ya supera el umbral del 40% (siempre en términos interanuales).

La composición del IVA a lo largo del año refleja el impacto inicial de la devaluación: en el primer trimestre, el aumento había alcanzado un 4,1%, en términos reales, con variaciones positivas tanto en el IVA impositivo como aduanero (2,9% y 6,7%, respectivamente). Sin embargo, el deterioro en el nivel de actividad en lo que va del año hace que en octubre el resultado sea el opuesto, con una contracción del IVA DGI (representativo de las compras domésticas) de 4,7% y una aun mayor, de 13,5%, para el IVA DGA (que abarca las compras al exterior), explicado, en parte, por una mayor restricción a las importaciones.

**Recaudación por IVA\*, en términos reales**  
(Var a/a %)



\*IVA bruto, antes de reintegros y devoluciones

Nota: se supone inflación mensual de octubre de 2%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon y Congreso Nacional

### Confianza del consumidor

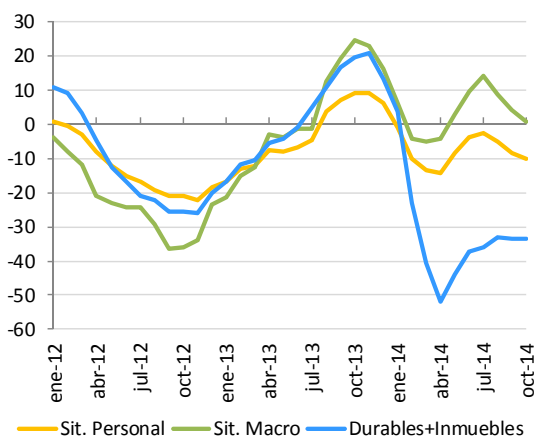
La caída en el salario real tiene su correlato en los bajos niveles de la confianza del consumidor. El índice elaborado por la Universidad Torcuato Di Tella se contrajo en el décimo mes del año un 15,3%, profundizando en 2,9 puntos porcentuales la caída del tercer trimestre (12,3%).

Este deterioro alcanza a todos los subíndices, siendo el de bienes durables e inmuebles el de peor performance en lo que va del año, con una caída en los primeros 10 meses de 36,8% en términos interanuales.

Por último, las expectativas sobre la situación personal de los encuestados empeoraron entre el tercer trimestre y el mes de octubre, profundizando la caída de 8,3% a 12,1% mientras que la percepción sobre la situación macro, único subíndice que se encontraba en terreno positivo, paso de expandirse 4,2% entre julio y septiembre, a hacerlo sólo 0,1% en octubre.

**Confianza del Consumidor: UTDT**

Variación interanual, promedio móvil 3 meses



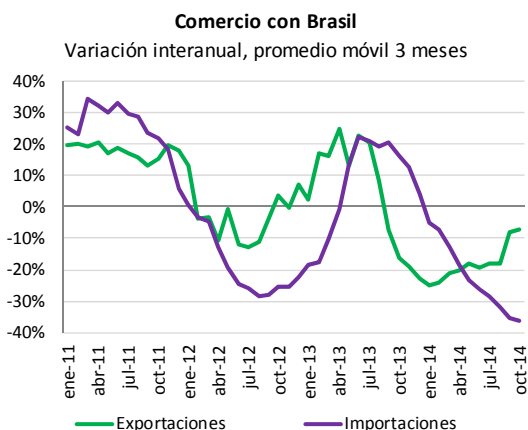
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UTDT

## Exportaciones a Brasil

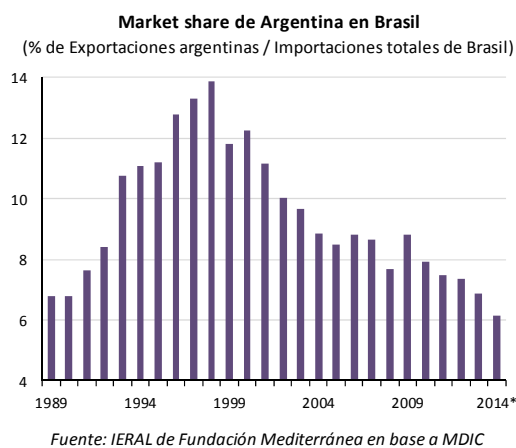
En el mes de septiembre, Brasil había mostrado una fuerte expansión en sus importaciones, que redundó en un aumento en la demanda de los productos exportables argentinos y permitió aminorar la caída de las exportaciones a ese país en el tercer trimestre, anotando una disminución de 8% interanual, que comparaba contra la baja de 16,6% del bimestre julio-agosto.

Sin embargo, los datos de octubre muestran que este dinamismo brasilero fue transitorio: las importaciones totales de Brasil pasaron de contraerse levemente (0,7%) en el tercer trimestre a desplomarse un 15,4% en octubre. Esto afectó gravemente a las exportaciones argentinas, que registraron una contracción de 15,6%, similar a la que se había registrado en los meses previos a septiembre, mes que parece haber sido un “punto fuera de la curva”.

De esta manera, continúa el deterioro en la participación de mercado de la Argentina en el vecino país, ubicándose en mínimos históricos: en los 12 meses a octubre Argentina fue el origen de sólo 6,1% de las importaciones totales de Brasil, mientras que en los 12 meses a octubre del año pasado, este guarismo alcanzaba el 7,2%.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC Brasil



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MDIC

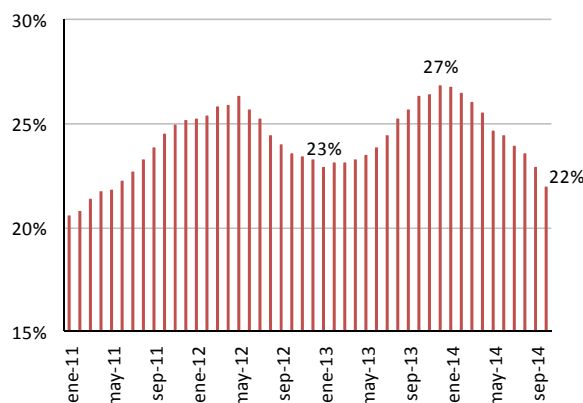
## Industria automotriz

Por otra parte, tras la contracción de 30,1% en el tercer trimestre, se profundizó la caída en los patentamientos de autos y anotó una baja de 39,8% interanual en el mes de octubre. En consecuencia, se perforó el piso de caída del mes de mayo de 38,8% y, peor aún, debemos retrotraernos al año 2003 para encontrar una variación interanual negativa de tal magnitud (-44,6%). Estos guarimos surgen a pesar de la extensión hasta enero de la vigencia del plan Pro.Cre.Auto.

Si bien Brasil los patentamientos en Brasil también muestran una tendencia a la baja, su ritmo de caída es significativamente menor, acumulando en los primeros 10 meses del año una disminución de 8,7%, que compara contra la de 27,2% en nuestro país. Calculando el ratio de

patentamientos en la Argentina contra patentamientos en Brasil (tomando el promedio móvil a 12 meses) se puede observar esta dinámica: mientras que en los 12 meses a diciembre del año pasado esa relación era mayor a  $\frac{1}{4}$  (1 patentamiento argentino contra 4 brasileros), en octubre esa relación se encuentra más cerca de  $\frac{1}{5}$ .

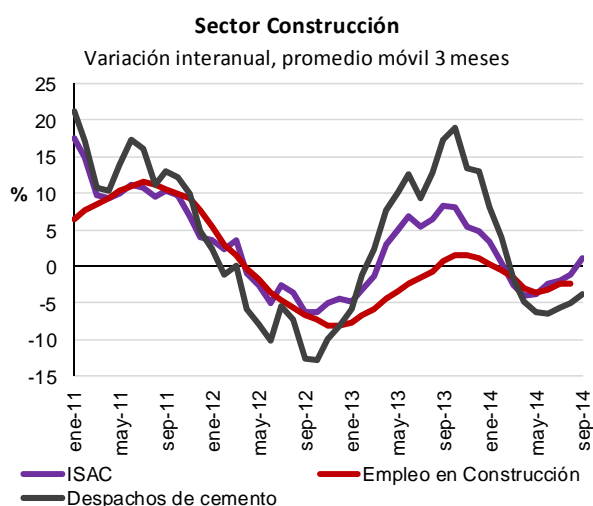
**Ratio Patentamientos Argentina / Patentamientos Brasil**  
(Promedio móviles 12 meses)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a DNPRA y ANFAVEA

## Construcción

El sector de la construcción se muestra contractivo, aunque en algunos casos con mermas en las fuertes caídas registradas en el segundo y tercer trimestre. Los despachos de cemento disminuyeron en el mes de octubre a una tasa de 3,1%, recortando la variación negativa de 3,7% que habían apuntado en el tercer trimestre. Otra variable de comportamiento similar es el empleo en la construcción que, luego de contraerse a una tasa de 3,2% en el segundo trimestre, pasó a disminuir al 2,3% interanual en el trimestre a agosto.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Afcp, IERIC e INDEC

Contraria es la evolución de las escrituras en CABA: tras reducirse 0,7% interanual en el segundo trimestre, se expanden a una tasa de 2,6% en el trimestre a agosto, en línea con la baja de 2,7% que acumula en lo que va del año. Sin embargo, se debe mencionar que, si bien la disminución con respecto al año pasado es relativamente baja, si se compara el resultado acumulado de este año contra los actos ejecutados en el mismo período de 2010, 2011 y 2012, se obtienen caídas significativamente mayores, de 45%, 47% y 34%, respectivamente.

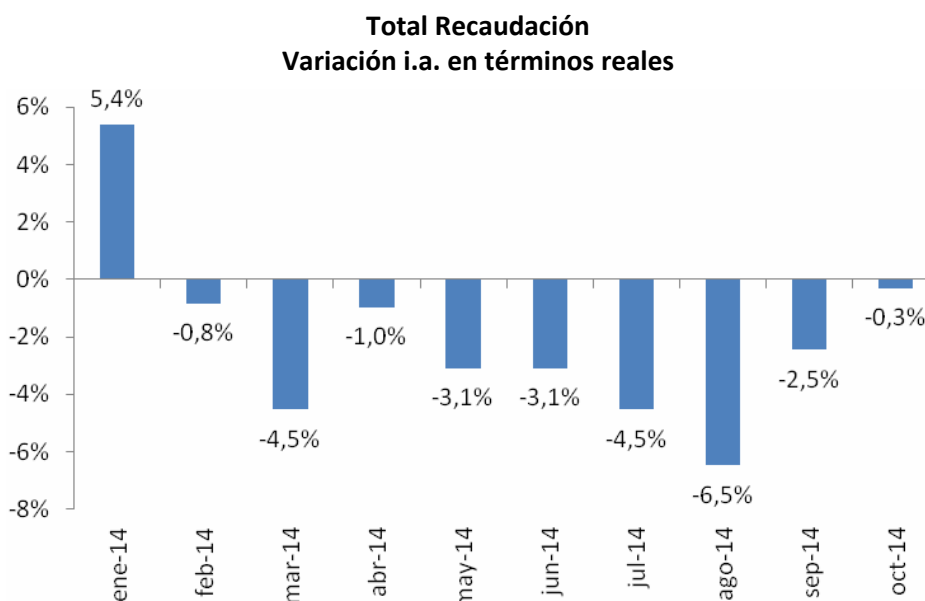
Finalmente, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) elaborado por el INDEC, repuntó en el tercer trimestre del año anotando una suba de 1,1% interanual, que compara con la caída de 2,3% del trimestre anterior. Si bien el rubro más expansivo fue el de las Construcciones petroleras (23,6%), su peso en el índice general es relativamente bajo. La reversión de la caída se encuentra más relacionada con el dinamismo que registró el rubro Edificios para viviendas, con una expansión de 1,9% en el tercer trimestre, en comparación con la disminución de 1,9% en el segundo.

## En Foco 2

### Después de 9 meses con caídas reales, en octubre la recaudación nacional alcanzó a la inflación

- En términos nominales, los ingresos fiscales aumentaron 40,8% interanual en octubre, liderados por las retenciones (+86,5%) y el Impuesto a las Ganancias (+63,4%)
- En el acumulado de 10 meses, la recaudación cae 2,2% en términos reales, con una variación negativa de 3,6% para el caso del IVA
- La distribución de la recaudación en términos reales, y siempre considerando el período enero-octubre, perjudicó más a la Nación (- 2,6%) que a las provincias (- 1,0%)

La recaudación tributaria nacional en octubre resultó de \$104.606 millones, con un aumento del 40,8% interanual, prácticamente igualando a la inflación Congreso en el mismo lapso. Considerando la recaudación acumulada en lo que va del año, el crecimiento nominal es del 35,3% y la variación real es negativa en 2,2%. La máxima caída real se dio en agosto pasado, y desde entonces la recaudación tiende a caer menos en valores constantes.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON e IPC Congreso

La mejor performance en la recaudación fue explicada por retenciones a las exportaciones, que crecieron 32% a valores constantes. Por su parte, el impuesto a las ganancias, alimentado en parte por la no actualización de los mínimos no imponibles para los contribuyentes asalariados y por la imposibilidad de ajustar por inflación para las empresas, ingresó 63,4% más que un año atrás. Dicho incremento se tradujo en un crecimiento de 15,7% en términos reales. Otro factor importante que incide en este impuesto es la percepción que se efectúa por la compra del dólar ahorro (en octubre explica 4,7 puntos porcentuales del aumento en ganancias y casi un punto porcentual del total recaudado).

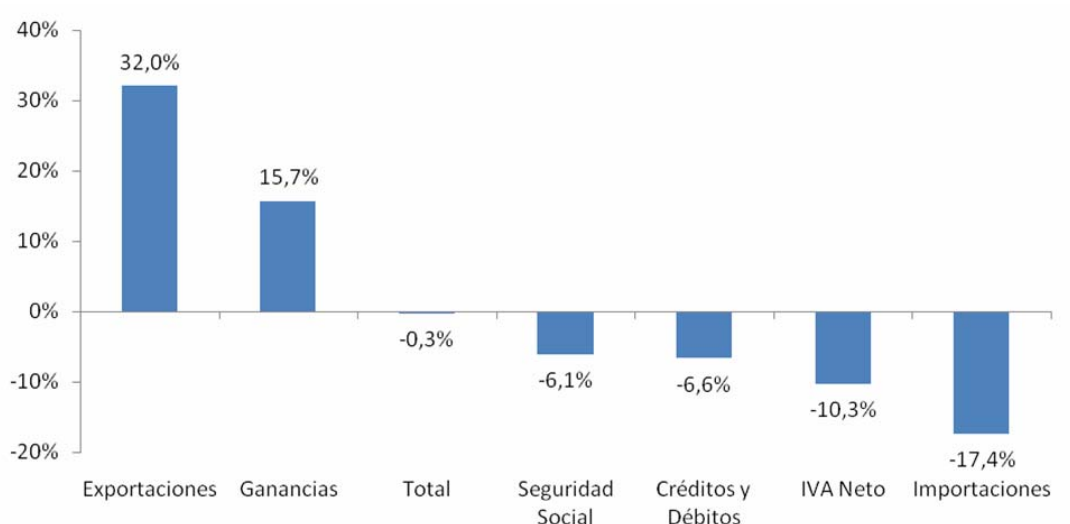
Por otra parte, y reflejando el deterioro en el nivel de actividad económica, el IVA neto mostró una caída a valores constantes de más del 10%. De acuerdo a lo informado por AFIP, respecto a su composición, el IVA de la industria manufacturera cayó 13,3% y el de comercio al por mayor y al por menor en 8,9%.

A su vez, el impuesto a los débitos y créditos bancarios cayó 6,6% interanual y los ingresos por importaciones lo hicieron 17,4%. Ambos tributos reflejan también la caída en la actividad económica experimentada a lo largo del año.

| Recaudación Nacional en Octubre |               |                |               |              |              |
|---------------------------------|---------------|----------------|---------------|--------------|--------------|
|                                 | oct-13        | oct-14         | Diferencia    |              |              |
|                                 | En mill. \$   | En mill. \$    | En mill. \$   | %            | % real       |
| IVA Neto                        | 23.077        | 29.240         | 6.163         | 26,7%        | -10,3%       |
| IVA Bruto                       | 23.178        | 30.140         | 6.962         | 30,0%        | -7,9%        |
| IVA DGI                         | 15.486        | 20.775         | 5.289         | 34,2%        | -5,0%        |
| IVA DGA                         | 7.692         | 9.365          | 1.672         | 21,7%        | -13,8%       |
| Devoluciones (-)                | 101           | 900            | 799           | 791,1%       | 530,9%       |
| Reintegros (-)                  | 680           | 1.000          | 320           | 47,1%        | 4,1%         |
| Ganancias                       | 14.859        | 24.274         | 9.415         | 63,4%        | 15,7%        |
| Créditos y Débitos              | 5.201         | 6.858          | 1.657         | 31,9%        | -6,6%        |
| Combustibles                    | 2.708         | 4.439          | 1.731         | 63,9%        | 16,1%        |
| Internos Coparticipados         | 1.420         | 2.085          | 665           | 46,9%        | 4,0%         |
| Otros Impuestos                 | 1.937         | 2.774          | 837           | 43,2%        | 1,4%         |
| Exportaciones                   | 3.957         | 7.378          | 3.421         | 86,5%        | 32,0%        |
| Importaciones y otros           | 2.389         | 2.789          | 399           | 16,7%        | -17,4%       |
| Seguridad Social                | 19.424        | 25.770         | 6.346         | 32,7%        | -6,1%        |
| <b>Total</b>                    | <b>74.292</b> | <b>104.606</b> | <b>30.314</b> | <b>40,8%</b> | <b>-0,3%</b> |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON e IPC Congreso.

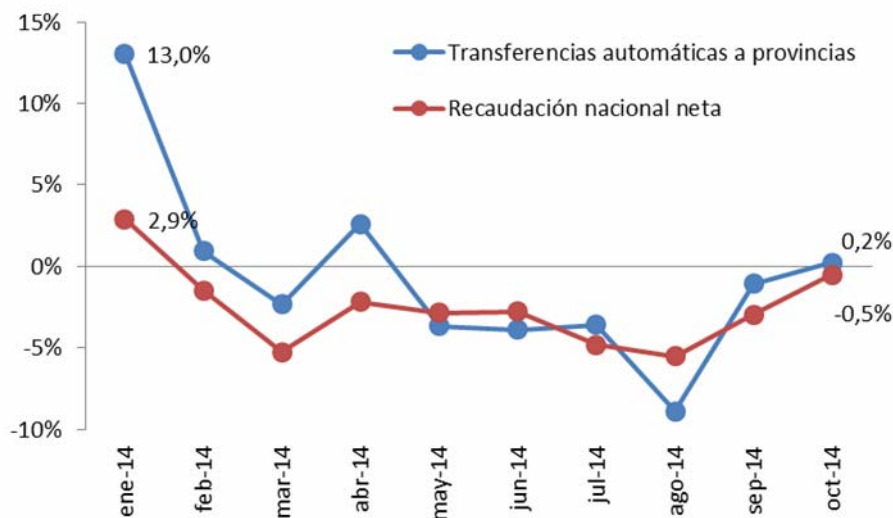
**Principales impuestos  
Variación i.a. en términos reales - Octubre**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON e IPC Congreso.

Si se analiza la recaudación neta que percibe la Nación y las transferencias automáticas a provincias (Coparticipación, Leyes Especiales y Fondo Federal Solidario) se observa una recuperación del desempeño de las transferencias recibidas por las provincias en relación a la recaudación nacional neta. En el mes de octubre, la variación real interanual de la recaudación nacional neta cayó 2,6% mientras que las transferencias automáticas lo hicieron un 1%.

**Variación i.a. en términos reales**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON e IPC Congreso



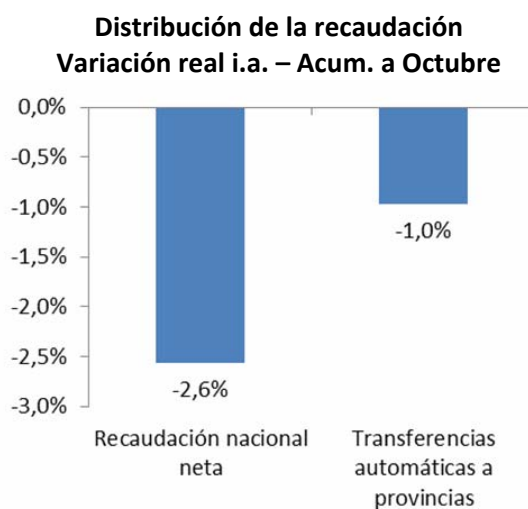
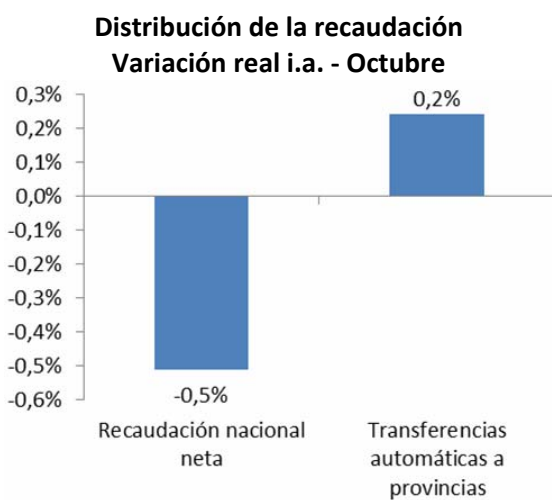
En el período enero – octubre la caída real fue de 2,2% para el total de la recaudación y de 3,6 para el IVA. Por su parte ganancias crece un 43,1% nominal (2,1 puntos porcentuales explicado por el dólar ahorro) y un 3,5% medido en términos constantes. Ante un gasto público que en 2014 crece a tasas crecientes, la merma en la recaudación real agrava la situación presupuestaria del gobierno, que de no morigerar la suba del gasto conduce a un creciente financiamiento del Tesoro a través de la asistencia del BCRA.

#### Recaudación Nacional en enero-octubre

|                         | Ene-Oct-13     | Ene-Oct-14     | Diferencia     |              |              |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
|                         | En mill. \$    | En mill. \$    | En mill. \$    | %            | % real       |
| IVA Neto                | 203.358        | 271.012        | 67.655         | 33,3%        | -3,6%        |
| IVA Bruto               | 205.701        | 274.840        | 69.139         | 33,6%        | -3,4%        |
| IVA DGI                 | 139.203        | 186.905        | 47.702         | 34,3%        | -2,9%        |
| IVA DGA                 | 66.498         | 87.935         | 21.437         | 32,2%        | -4,4%        |
| Devoluciones (-)        | 2.343          | 3.828          | 1.485          | 63,4%        | 18,1%        |
| Reintegros (-)          | 4.707          | 8.905          | 4.198          | 89,2%        | 36,8%        |
| Ganancias               | 151.258        | 216.500        | 65.242         | 43,1%        | 3,5%         |
| Créditos y Débitos      | 45.780         | 62.194         | 16.414         | 35,9%        | -1,8%        |
| Combustibles            | 24.047         | 32.735         | 8.688          | 36,1%        | -1,6%        |
| Internos Coparticipados | 13.118         | 17.593         | 4.475          | 34,1%        | -3,0%        |
| Otros Impuestos         | 15.794         | 23.480         | 7.686          | 48,7%        | 7,5%         |
| Exportaciones           | 49.786         | 74.379         | 24.593         | 49,4%        | 8,0%         |
| Importaciones y otros   | 19.253         | 25.076         | 5.823          | 30,2%        | -5,8%        |
| Seguridad Social        | 191.503        | 245.182        | 53.679         | 28,0%        | -7,4%        |
| <b>Total</b>            | <b>709.190</b> | <b>959.247</b> | <b>250.058</b> | <b>35,3%</b> | <b>-2,2%</b> |

*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON e IPC Congreso*

En lo que respecta a la recaudación nacional neta y a las transferencias, los montos acumulados durante 2014 muestran que la caída en la recaudación nacional neta fue mayor que la experimentada por las transferencias automáticas. Al considerar sólo lo ocurrido en el mes de octubre, queda en evidencia que las transferencias automáticas a provincias incluso han aumentado en términos reales, mientras que la recaudación nacional continúa cayendo, aunque a menor tasa que el acumulado anual.



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

## En Foco 3

### Por segundo año consecutivo el déficit cambiario de Cuenta Corriente se sitúa en torno a los US\$ 9 mil millones

- Los ingresos de dólares por exportaciones caen al 10,7%, mientras que los pagos por importaciones se contraen 7,9%, aunque en el tercer trimestre este guarismo fue negativo en 23%
- El ratio de importaciones pagadas en relación a las realizadas bajó a 90% por las demoras en las autorizaciones para transferir las divisas. Ante la pérdida del crédito comercial, se recurre a un 'financiamiento forzado'
- En los últimos cuatro trimestres se perdieron US\$6,5 mil millones de Reservas Internacionales, que se ubicaron a fin de septiembre en US\$27,9 mil millones

El drenaje de divisas en Argentina no encuentra límites y en el acumulado de 4 trimestres hasta el tercer trimestre de 2014 se perdieron US\$ 6,5 mil millones. En el tercer trimestre se produjo un déficit de US\$ 455 millones, con un ajuste sustancial respecto a igual período en 2013 de la mano de menores importaciones, tanto de bienes como de servicios, pero de todas formas en el terreno negativo. Así, dado que la cuenta financiera también es deficitaria, las reservas se contrajeron en el trimestre en US\$1,4 mil millones.

Desde 2011, las Reservas registran una dinámica de caída, pasando desde valores del orden de los US\$52 mil millones en el primer semestre de 2011 a cerrar el tercer trimestre de 2014 con US\$27,9 mil millones, esto es

#### El Balance Cambiario

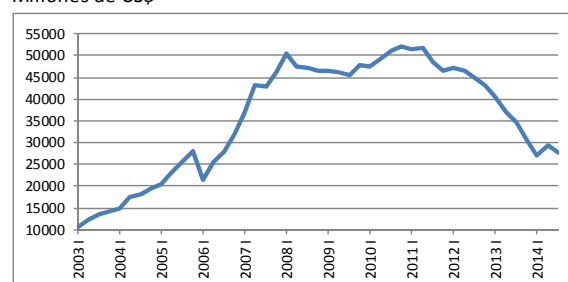
Acumulado de 4 trimestres al 3º 2014

| Millones de dólares          | 2014           | 2013           | 2012           |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Cuenta Corriente cambiaria   | (8.710)        | (9.476)        | 5.697          |
| Cuenta Financiera cambiaria  | 2.233          | 48             | (9.473)        |
| C. corriente + C. Financiera | (6.476)        | (9.428)        | (3.776)        |
| <b>Variación de Reservas</b> | <b>(6.476)</b> | <b>(9.428)</b> | <b>(3.776)</b> |

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

#### Reservas Internacionales del BCRA

Millones de US\$



Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a BCRA.

alrededor de US\$24 mil millones menos. Así el ratio de Reservas a importaciones se redujo de 78% en 2011 a 43% en el acumulado de 4 trimestres al tercero de 2014.

### Rubros que contribuyen a mejorar el balance cambiario

Las mejoras más marcadas en el acumulado de cuatro trimestres, respecto a igual período para el año anterior, se encuentran en el Balance de Servicios, como resultado de contracción en el resultado neto del sector Turismo. También se redujeron los intereses que pagó el Gobierno Nacional. Por otra parte, se registraron ingresos de divisas por préstamos financieros, que se incrementaron en el acumulado de cuatro trimestres en US\$2,4 mil millones. Finalmente, también generaron un impacto positivo sobre el resultado del balance cambiario los Préstamos de Organismos Internacionales, aunque esto obedece a menores cancelaciones, pero también menores ingresos aunque estos con una caída.

#### Balance cambiario, primer trimestre: mejoras

Acumulado de 4 trimestres al 3º 2014

| Millones de dólares                               | Dif. 2014 - 2013 | 2014              | 2013              |
|---|------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Servicios</b>                                  | <b>1.365</b>     | (6.574)           | <b>(7.938)</b>    |
| Turismo   | 731              | (1.549)           | <b>(2.281)</b>    |
| Rentas  | 2.306            | (6.213)           | <b>(8.519)</b>    |
| Intereses pagados por el gobierno Nacional        | (2.900)          | 3.159             | <b>6.059</b>      |
| <b>Préstamos financieros y líneas de créditos</b> | <b>2.902</b>     | (765)             | <b>(3.667)</b>    |
| Ingresos  | <b>2.391</b>     | 7.553             | <b>5.162</b>      |
| Egresos   | (511)            | 8.318             | <b>8.829</b>      |
| <b>Préstamos de Organismos internacionales</b>    | <b>1.262</b>     | (967)             | (2.229)           |
| Ingresos  | (20.848)         | 5.147             | 25.995            |
| Egresos   | (22.109)         | 6.114             | 28.223            |
| <b>Subtotal</b>                                   | <b>10.769,9</b>  | <b>(19.016,4)</b> | <b>(29.786,3)</b> |

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

### Rubros que incrementaron la demandan más divisas

En lo que se refiere a los rubros que deterioraron el resultado, se encuentra el continuo deterioro en la Balanza Comercial, que en base caja acumula un saldo de US\$3,8 mil millones, ya que la caída en las exportaciones supera el ajuste que se registra en las importaciones. Y el

otro rubro que genera importante deterioro es la salida de capitales del Sector Privado, que totalizaron US\$3,7 mil, mientras que el año previo casi no se habían registrado salidas debido a que las compras de moneda extranjera con fines de ahorro no estaba autorizada. Por otra parte, se incrementaron levemente los giros al exterior en concepto de utilidades. Y el rubro de Inversión Extranjera Directa también impacto negativamente al reducirse aún más los ingresos de divisas por este concepto, totalizando en los cuatro trimestres al septiembre de 2014 sólo US\$1.844 millones.

**Balance cambiario, primer trimestre: mejoras**

Acumulado de 4 trimestres al 3º 2014

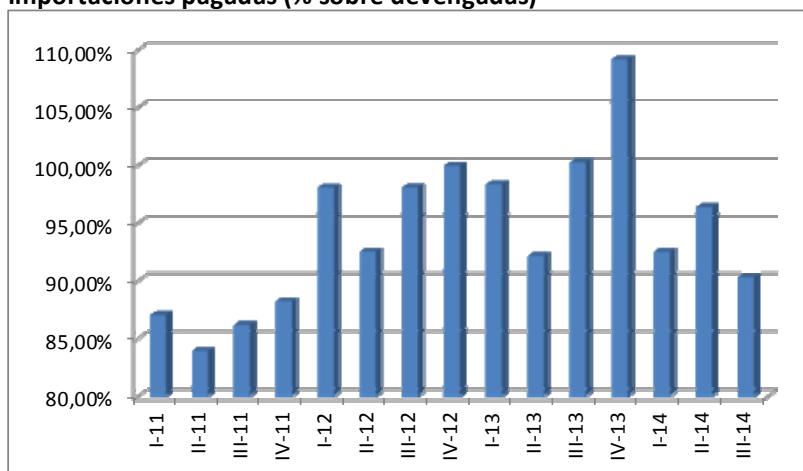
|  | Dif. 2014 - 2013 | 2014           | 2013           |
|--|------------------|----------------|----------------|
| Balance Comercial                              | (2.762)          | 3.834          | 6.595          |
| Exportaciones                                  | (8.417)          | 69.912         | 78.328         |
| Importaciones                                  | (5.655)          | 66.078         | 71.733         |
| Utilidades                                     | (629)            | (1.715)        | (1.086)        |
| Inversión Directa                              | (1.259)          | 1.723          | 2.982          |
| Ingresos                                       | (1.291)          | 1.844          | 3.135          |
| <b>Formación de activos externos (egresos)</b> | <b>(2.887)</b>   | <b>(2.368)</b> | <b>519</b>     |
| Ingresos                                       | 624              | 1.331          | 707            |
| Egresos  | 3.511            | 3.699          | 188            |
| <b>Subtotal</b>                                | <b>(6.275,4)</b> | <b>506,4</b>   | <b>6.781,7</b> |

Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

## El comportamiento de las importaciones

El Balance Comercial en el acumulado de cuatro trimestres presenta un deterioro, de 2,8 mil millones de dólares, pasando de US\$ 6,6 mil millones el año anterior a US\$ 3,8 mil millones en los 12 meses hasta septiembre de 2014. En cambio si se compara tercer trimestre 2014 con el de 2013, se observa una mejora del Balance Comercial. La caída registrada en las exportaciones muestra una dinámica parecida, con una caída de 12% frente al 10,7% en el acumulado, pero los pagos en concepto de importaciones en el tercer trimestre muestran una contracción mucho más profunda, de 23% frente a 7,9% en el acumulado de cuatro trimestres. Ahora bien, la contracción de las importaciones devengadas en el trimestre fue de 15%, la diferencia es reflejo de las demoras en los pagos externos que se registraron durante el período. Así, la relación entre las importaciones pagadas (base caja) y las que se realizaron (devengadas) se redujo a 90%, 10pp menos que el año pasado. Esta relación históricamente se encontraba en 85 / 90% reflejando el financiamiento comercial y se incrementó hasta 100% en 2012 cuando se perdió esa fuente de financiamiento. Así, la forma de "financiarlas" es simplemente demorando los pagos

**Importaciones pagadas (% sobre devengadas)**



Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC y BCRA.

Estos retrasos en las autorizaciones a los pagos se suman a las restricciones que se imponen a los importadores y de los efectos distorsivos que genera la brecha cambiaria. Esto es, sin las restricciones a los pagos y a las importaciones, el déficit comercial se profundizaría por efecto de las importaciones reprimidas. Si consideramos que, el crédito comercial para importaciones no está disponible, una liberalización de las autorizaciones para el pago de importaciones elevaría el ratio de importaciones pagadas sobre las devengadas y esto significa una cifra del orden de los US\$5 mil millones anuales. A esto habría que sumar otra cifra similar, si se toma en cuenta las importaciones reprimidas. Esta estimación puede realizarse tomando en consideración la relación que existe entre las importaciones de Bienes Intermedios y Piezas y Accesorios de Capital y el nivel de actividad (PIB). Esta relación se encuentra en alrededor de 1pp del PIB por debajo del su valor esperado, y esto equivale a, aproximadamente, los otros u\$5 mil millones.

## En Foco 4

### El lo que va de 2014, el Central ha logrado retener 23,7 dólares de cada 100 liquidados por el complejo agroexportador

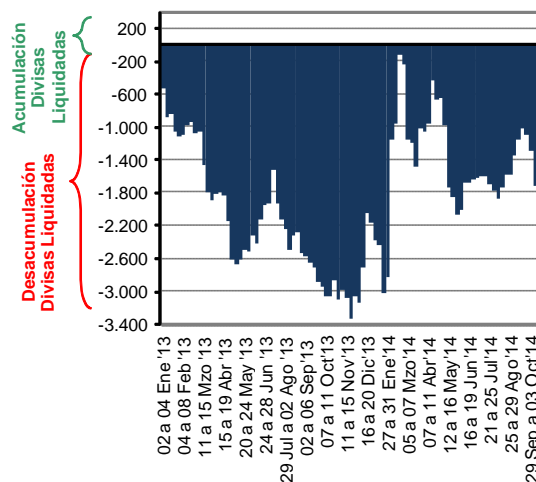
- En agosto y setiembre las exportaciones de la agroindustria se ubicaron por debajo de la trayectoria de 2012 y 2013, pero en octubre no se observaron diferencias
- En lo que va del año las divisas aportadas por el sector suman 19,8 mil millones de dólares
- De ese monto, la compraventa neta del Banco Central fue de 4,7 mil millones de dólares

Con datos de octubre casi completos, se tiene que el indicador de compras netas de dólares por parte del Central vuelve a empeorar su resultado, mostrando un saldo negativo de US\$ 1.613 millones. Esto es, mientras que en septiembre se logró recortar el saldo negativo un 48% intermensual, el mes pasado este proceso se revirtió y se amplió en igual proporción: 48%. En el acumulado anual, hasta el 24 de octubre, la Autoridad Monetaria apenas pudo captar 23,7 dólares de cada 100 que se liquidaron; mejorando el resultado respecto del año pasado, pero por debajo del 40/100 registrado en 2012.

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.

#### Compra/Venta de divisas "netas" del BCRA

Compra/Vta del BCRA - Liquidación CIARACEC (acum. 4 semanas)

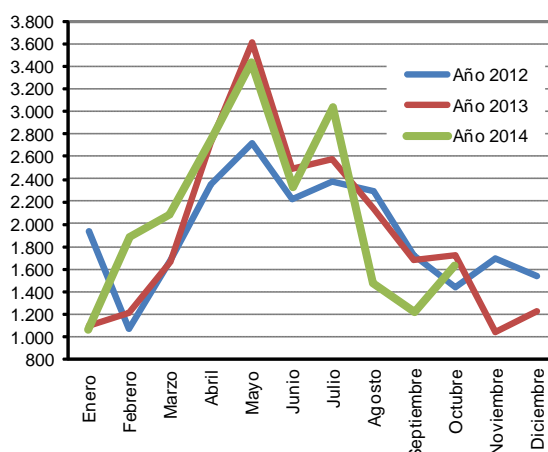


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos CiaraCec y BCRA

Como muestra el gráfico, tomando el acumulado de cuatro semanas, el indicador de compra/venta neta de divisas por parte del Central refleja que luego de tocar un mínimo de -US\$ 2.069 millones a fines de mayo, el saldo se recortó hasta -US\$ 1.014,3 millones a mediados de septiembre; sin embargo, en las últimas semanas para las que se tiene registro el resultado volvió a ampliarse hasta -US\$ 1.612,5 millones. Este comportamiento, estuvo motorizado principalmente por el deterioro en la capacidad del BCRA que captar las divisas liquidadas. En este sentido, las compras netas del Central han recortado su saldo negativo en octubre, respecto de idéntico mes de 2013; aunque creció 282% respecto del saldo negativo de septiembre de este año. Por su parte, el volumen de dólares liquidados ha disminuido levemente en términos interanuales (-10,5% a/a comparando octubre de 2014 contra octubre de 2013); aunque registra un repunte respecto de la trayectoria de meses anteriores.

Como muestra el gráfico, en los últimos meses la trayectoria de la liquidación de “agrodólares” había cambiado hacia la baja, aunque octubre refleja una recuperación. La comparación del volumen mensual de liquidaciones por parte de la agroindustria, paso de registrar un comportamiento muy similar -mes a mes- entre 2012 y 2013, a divergir este año en los meses de agosto y septiembre. En esos meses, los volúmenes liquidados fueron de US\$ 1.475 y US\$ 997 millones, respectivamente. Dato que compara con, los US\$ 2.214 millones que se liquidaron en promedio en agosto durante 2012 y 2013 y, los US\$ 1.708 millones que se liquidaron en promedio durante septiembre de 2012 y 2013. Sin embargo, en octubre de este año la liquidación vuelve al sendero habitual verificado en 2012 y 2013, alcanzando US\$ 1.639 millones.

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



(\*) los datos de Sep-14 son hasta el día 26

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

En este contexto -y como se mencionara anteriormente-, para el acumulado en lo que va del año se han liquidado US\$ 19.868 millones por parte de la agroindustria, mientras que el



Central obtuvo compras netas por US\$ 4.718 millones. En este sentido, se registra una mejora en el resultado neto del indicador que pasó de un saldo negativo de US\$ 22.380 millones en 2013 a uno de US\$ 15.149 millones este año; aunque continúa siendo superior a los US\$ 12.045 millones que marcaron los saldos negativos acumulados en 2012.

### Resultado neto de compra/venta de divisas por parte del BCRA

en millones de dólares

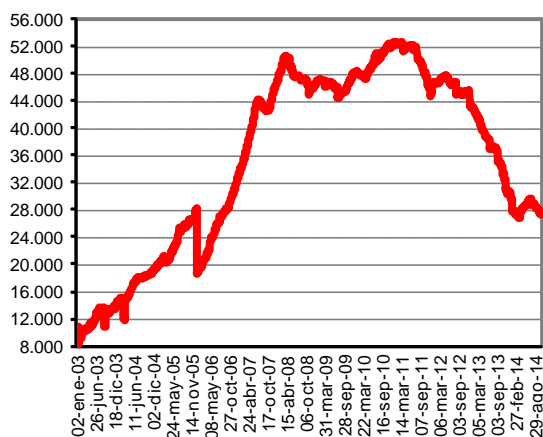
| Acumulado de cada año  | Divisas Liquidadas | Compra/Vta BCRA | Ratio | Rdo. Neto |
|------------------------|--------------------|-----------------|-------|-----------|
| Año 2012, hasta 26/Oct | 19.916,5           | 7.871,5         | 39,5% | -12.045   |
| Año 2013, hasta 25/Oct | 20.604,0           | -1.776,4        | -8,6% | -22.380   |
| Año 2014, hasta 24/Oct | 19.867,5           | 4.718,3         | 23,7% | -15.149   |

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

Así las cosas, las Reservas -que habían logrado cambiar la tendencia a la baja entre abril y julio- luego de un pico de US\$ 29.713 millones el 24 de julio de este año, revirtieron su tendencia para ubicarse en US\$ 27.412 millones hacia fines de octubre. En este sentido, la acumulación de Reservas no logra consolidarse, siendo que el nivel de Reservas de hoy es similar al observado en octubre de 2006, ocho años atrás.

### **Reservas Internacionales BCRA**

en millones de dólares US\$



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

## En Foco 5

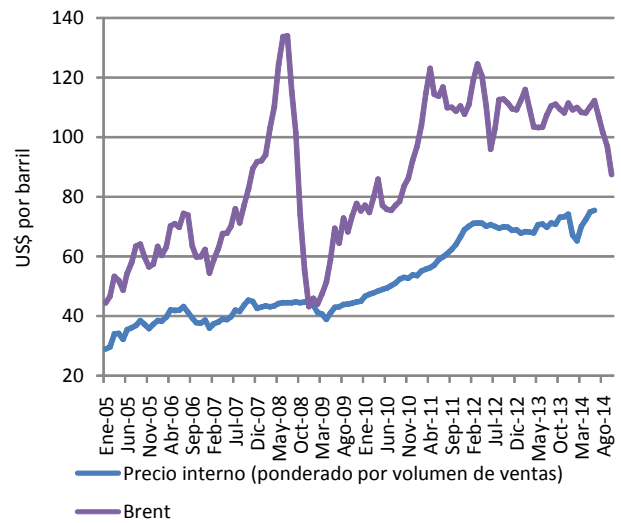
### **El impacto sobre el país del menor precio del petróleo: poco ahorro en importaciones (el gas ocupa el 70%) e interrogantes sobre Vaca Muerta**

- Desde diciembre, el precio del crudo se contrajo un 24% (Brent) en el mercado internacional, mientras que el gas natural perdió un 16%. Los precios pagados por Argentina difícilmente reflejen descensos de esta magnitud, dada la fórmula de ajuste en los contratos con Bolivia y la alta ponderación del GNL
- En boca de pozo, para la producción local de petróleo se observa una inédita convergencia con los precios internacionales. En el caso del gas, el precio ponderado se ubicaría actualmente en US\$3,8 el MBTU
- El nuevo escenario internacional coincide con un momento en que la explotación de shale en la Argentina todavía se encuentra en una etapa piloto, con costos altos y en la etapa inicial del aprendizaje

Mucho ha cambiado el cuadro de situación respecto a un año atrás. Desde diciembre del año pasado, los precios de los *commodities* agrícolas, energéticos y también los metales han sufrido importantes correcciones a la baja. Focalizándonos sólo en el caso de la energía, el precio internacional del petróleo se contrajo un 24% (Brent) frente a diciembre de 2013, mientras que el del gas natural perdió un 16%. Malas noticias para nuestro país, fundamentalmente por dos razones: por un lado, porque menores son los incentivos a la producción, en un momento en el cual nuestro país proyecta desarrollar la explotación no convencional y el *offshore*, con mayores costos que la explotación convencional; por otro, por el deterioro de los términos de intercambio (agravado aún más si incluimos a la soja, cuyo precio se contrajo un 25% en el mismo período), con un peso muy importante de petróleo y derivados dentro de las exportaciones energéticas, y un precio de importación del gas que, por fórmula de cálculo, no refleja en esa magnitud los menores precios internacionales.

En el caso del petróleo, hasta hace pocos meses, Argentina mostraba precios internos desalineados con los internacionales para la producción en boca de pozo. En junio, cuando el precio internacional de petróleo alcanzó un pico de US\$115,6, el precio interno se ubicó en US\$68 el barril para el tipo Escalante y US\$82 para el tipo Medanito, con un promedio ponderado de US\$75,5. Los precios internos continuaron en torno a esos niveles, con mínimas correcciones al alza, a la vez que el precio internacional se contrajo. Así, actualmente se tiene un escenario similar al observado a fines de 2008 cuando, producto de la crisis internacional, el precio internacional de petróleo descendió desde US\$134 el barril a mediados de año hasta US\$43 en el mes de diciembre, alineando, y no por decisión propia, precios internacionales y locales. Hoy se da una situación análoga: el precio internacional de crudo que esta semana tocó los US\$82,5 y los precios locales promediando los US\$75 vuelven a acercarse.

**Petróleo: Evolución del precio interno y el precio internacional**

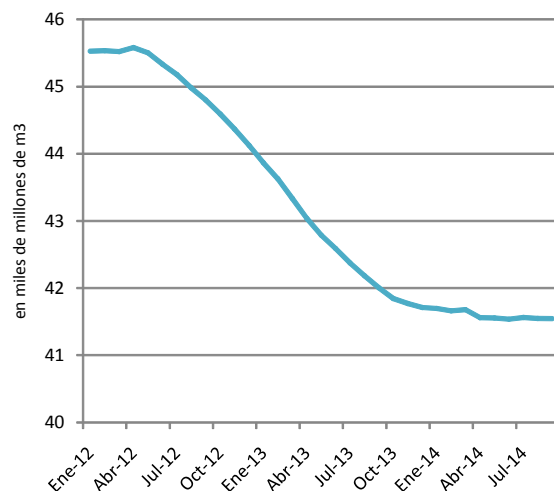


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secretaría de Energía y datos de mercad

Pero esta novedosa situación plantea interrogantes desde el punto de vista de los incentivos. La explotación de *shale* en la Argentina todavía se encuentra en una etapa piloto, con costos altos y en la etapa inicial del aprendizaje. Tampoco hay un conocimiento geológico acabado que permita elegir con precisión el tipo de hidrocarburo a extraer. Precios del petróleo en torno a los US\$80 pueden poner en riesgo la rentabilidad de los proyectos, aunque esto también depende del horizonte de precios internacionales para el futuro que tengan las compañías. Aunque es cierto también que pozos explotados en forma eficiente en Estados Unidos tendrían un punto de equilibrio en los US\$65 el barril, una referencia que para los especialistas locales todavía es muy lejana.

En el caso del gas, el Henry Hub cerró 2013 en US\$4,3 el MBTU, mientras que hoy se ubica en US\$3,6. En contraste, en nuestro país, el precio del gas en boca de pozo muestra una tendencia creciente desde comienzos de año, impulsado principalmente por el Programa Inyección de Gas Excedente creado por Resolución en enero de 2013, que llevó el precio a US\$7,5 el MBTU para la producción incremental. Desde fines de 2013, la tasa de caída de la

**Argentina: Producción de gas**

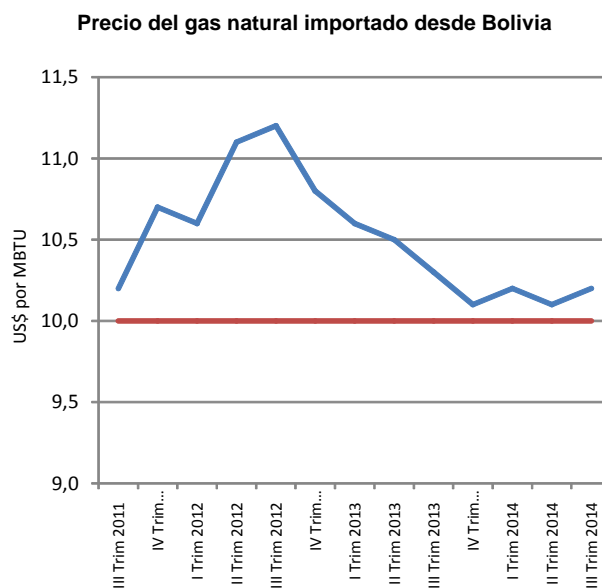


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Secretaría de Energía

producción nacional de gas comenzó a reducirse y, a pesar de que en la comparación interanual el acumulado de 12 meses todavía muestra una tasa negativa del 1%, la producción parece estabilizarse en torno a los 41,5 mil millones de metros cúbicos anuales. Según Montamat y Asociados, el precio promedio ponderado para el gas natural en cuencas argentinas pasó de US\$2,7 el MBTU en el último trimestre de 2013, a US\$3,8 en el tercer trimestre de este año.

En lo que respecta a los términos de intercambio, gran parte de las exportaciones energéticas corresponde a crudo y derivados. Sólo el crudo explica el 22% de la facturación del total de las exportaciones energéticas (frente a un 1% en el caso del gas), con impacto negativo de la coyuntura actual en nuestra balanza comercial y en los ingresos del Estado Nacional en concepto de retenciones<sup>1</sup>. En el caso de las importaciones, el gas natural y el GNL explicaron el 71% de los dólares erogados en concepto de importaciones energéticas en el mes de septiembre. El precio internacional más bajo no genera alivio a las cuentas

externas porque el precio de las importaciones de gas natural desde Bolivia (el 50% del gas total importado en el acumulado de 12 meses) se determina en función de una fórmula establecida por contrato firmado entre YPF de Bolivia y Enarsa (actualizada por medio de dos adendas). Dicha fórmula, que incluye el precio de varios combustibles, ha llevado a que el precio de importación muestre un comportamiento bastante estable, y desde mediados de 2011 siempre por encima de los US\$10 el MBTU, más que triplicando durante todo el período el precio promedio ponderado en las cuencas argentinas.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Montamat y Asociados

<sup>1</sup> Ver En Foco El menor precio del petróleo, buena noticia para el crecimiento mundial, pero un alerta para los proyectos no convencionales (incluida Argentina), del 23/10/14

[http://ieral.org/images\\_db/noticias\\_archivos/3005-Informe%20de%20Coyuntura.pdf](http://ieral.org/images_db/noticias_archivos/3005-Informe%20de%20Coyuntura.pdf)

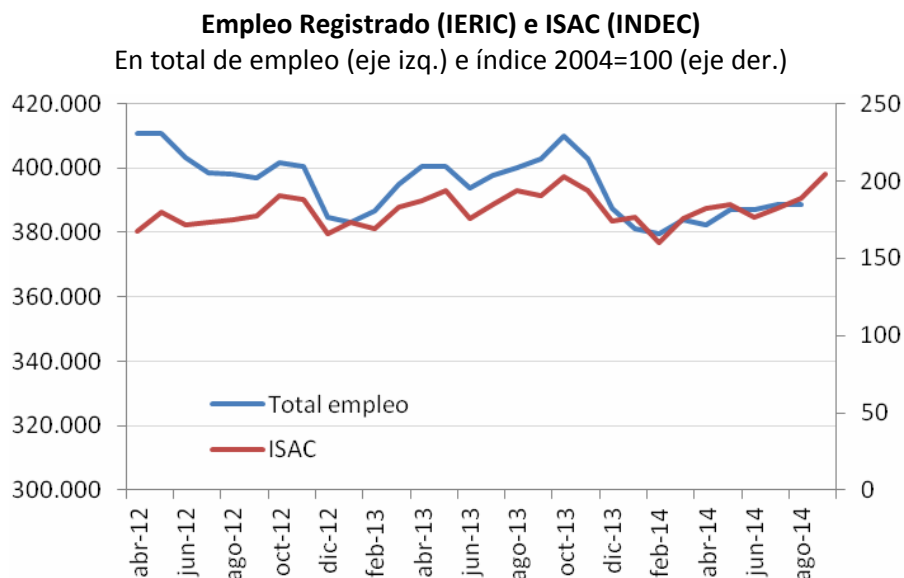
## En Foco 6

### El dato regional de la semana:

#### **El empleo en la construcción cae en términos interanuales, aunque amortiguando en el mes a mes**

- En el bimestre julio-agosto la merma de puestos de trabajos formales del sector fue de 2,6% interanual
- Dentro de un cuadro heterogéneo, cuyo alberga a las provincias con mejor y peor performance: en San Luis los empleos aumentaron 20,3% interanual y en San Juan se registró una caída de 20,5%
- Después de San Luis, las provincias con mejores guarismos fueron Tierra del Fuego (+15,5%), La Rioja (+ 14,8%), Neuquén (+13,2%), Chubut (+11,2%) y Jujuy (+10,1%). En cambio, las variaciones negativas más pronunciadas después de San Juan fueron: La Pampa (-13,7%), Córdoba (-12,4%), Salta (-11,9%) y Corrientes (-10,2%)

En el bimestre de julio y agosto de 2014 el empleo registrado en la Construcción relevado por el IERIC continúa su tendencia descendente desde comienzos del año, con una variación interanual, respecto al mismo periodo del año anterior, del -2,6% para el total del país. De esta forma, la caída en el empleo registrado es otra variante que refleja la crisis del sector de la construcción, que si bien sigue cayendo en términos interanuales, parece repuntar en el mes a mes desde el segundo trimestre.



*Fuente: IERAL en base a IERIC e INDEC*

A nivel regional, **Cuyo** sufrió el mayor descenso del registro de empleos de la construcción con una caída del 7,2%, aunque con una situación heterogénea, con un extraordinario crecimiento en el registro de empleados de San Luis (20,3%), convirtiéndose así en la provincia con mejor performance a nivel país, mientras que San Juan tuvo un detrimento de 20,5%, la provincia con mayor deterioro nacional.

Otra región afectada por la situación económica actual fue el **Noreste** del país con una caída del 6,8% de trabajadores registrados abocados a la construcción, cifra que acompaña el marcado deterioro que la región viene sufriendo en esta rama de actividad, donde el consumo de cemento de la región descendió para el mismo período de análisis 19,8% respecto de 2013. En cuanto a las provincias que integran la región, todas presentaron caídas en el empleo de la construcción, siendo la más afectada Corrientes con un -10,2%.

En la vecina región del **Noroeste** la situación presenta un alivio, ya que sólo descendió un 0,8%, con provincias como La Rioja y Jujuy que aumentaron sus empleados registrados en la construcción en un 14,8% y 10,1%, respectivamente.

**Construcción – Empleo registrado**  
Empleo total y Var. Jul- Ago 2014 vs. Jul- Ago 2013

|                     |         |        |                  |        |        |
|---------------------|---------|--------|------------------|--------|--------|
| Total               | 777.418 | -2,6%  | Cuyo             | 52.027 | -7,2%  |
| Noroeste            | 66.958  | -0,8%  | San Luis         | 11.139 | 20,3%  |
| La Rioja            | 4.666   | 14,8%  | Mendoza          | 21.954 | -4,4%  |
| Jujuy               | 5.653   | 10,1%  | San Juan         | 18.934 | -20,5% |
| Santiago del Estero | 15.979  | 8,7%   | Noreste          | 59.721 | -6,8%  |
| Catamarca           | 5.776   | 2,3%   | Chaco            | 17.940 | -1,9%  |
| Tucumán             | 20.932  | -5,4%  | Formosa          | 11.788 | -6,6%  |
| Salta               | 13.952  | -11,9% | Misiones         | 20.629 | -9,4%  |
| Pampeana            | 515.112 | -2,5%  | Corrientes       | 9.364  | -10,2% |
| Buenos Aires        | 228.823 | 0,7%   | Patagónica       | 70.448 | 5,9%   |
| Santa Fe            | 66.066  | -2,0%  | Neuquén          | 17.892 | 13,2%  |
| CABA                | 144.096 | -3,1%  | Tierra del Fuego | 4.354  | 15,5%  |
| Entre Ríos          | 20.252  | -4,2%  | Chubut           | 19.893 | 11,2%  |
| Córdoba             | 49.760  | -12,4% | Río Negro        | 13.908 | -1,8%  |
| La Pampa            | 6.115   | -13,7% | Santa Cruz       | 14.401 | -3,2%  |

*Fuente: IERAL en base a IERIC sobre datos del SIJP*

La región **Pampeana** presentó también una variación negativa en el empleo de la construcción (-2,5%), con provincias muy afectadas en este indicador como La Pampa y Córdoba con -13,7% y -12,4%, respectivamente. Por otro lado, la región **Patagónica**, presenció un mejora en relación al trabajo registrado en el sector analizado (+5,9%), con provincias con fuertes aumentos como Tierra del Fuego (15,5%) y Neuquén (13,2%), en contraposición a Santa Cruz que caía un 3,2%.

## Selección de Indicadores

| NIVEL DE ACTIVIDAD                      | Fecha   | Dato           | var% *        | var% a/a       | Acumulado **    |
|---|---------|----------------|---------------|----------------|-----------------|
| PIB en \$ 2004 (\$ mm)                  | 2014 II | 887.315,5      | 8,1%          | 0,0%           | 0,1%            |
| PIB en US\$ (\$ mm)                     | 2014 II | 538.620,6      | 10,8%         | -15,5%         | -16,4%          |
| EMAE                                    | ago-14  | 208,2          | -0,9%         | -1,2%          | -0,1%           |
| IGA-OJF (1993=100)                      | sep-14  | 170,1          | -0,4%         | -4,2%          | -2,0%           |
| EMI (2006=100)                          | sep-14  | 131,1          | -0,3%         | 1,1%           | -2,7%           |
| IPI-OJF (1993=100)                      | sep-14  | 175,8          | -0,1%         | -5,5%          | -3,6%           |
| Servicios Públicos                      | sep-14  | 256,2          | 0,7%          | 4,7%           | 4,6%            |
| Patentes                                | oct-14  | 54.057,0       | -             | -39,8%         | -27,1%          |
| Recaudación IVA (\$ mm)                 | sep-14  | 29.726,0       | -             | 34,5%          | 34,1%           |
| ISAC                                    | sep-14  | 204,7          | 1,8%          | 7,3%           | -1,2%           |
| Importación Bienes de Capital (volumen) | sep-14  | -              | -             | 3,0%           | 5,0%            |
| IBIF en \$ 2004 (\$ mm)                 | 2014 II | 171.445,8      | 3,6%          | -3,7%          | -2,4%           |
|   |         | <b>2014 II</b> | <b>2014 I</b> | <b>2013 IV</b> | <b>2013 III</b> |
| IBIF como % del PIB                     |         | 19,3%          | 20,1%         | 21,4%          | 21,9%           |

\* 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)                      | 2014 II  | 11.884 | 0,4%     | 0,3%     | 2,1%      |
| PEA (% de la población total)                   | 2014 II  | 44,8%  | -0,20 pp | -1,60 pp | -0,57 pp  |
| Desempleo (% de la PEA)                         | 2014 II  | 7,5%   | 0,40 pp  | 0,30 pp  | -0,17 pp  |
| Empleo Total (% de la población total)          | 2014 II  | 41,4%  | -0,40 pp | -1,70 pp | -0,45 pp  |
| Informalidad Laboral (% del empleo)             | 2014 II  | 33,1%  | 0,30 pp  | -1,40 pp | -0,30 pp  |
| Recaudación de la Seguridad Social              | sep-14   | 23.586 | 2,25%    | 26,6%    | 26,1%     |
| Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100) |          |        |          |          |           |
| Argentina                                       | 2014 III | 133,1  | -16,2%   | -16,4%   | -5,0%     |
| Brasil  | 2014 II  | 137,7  | -4,1%    | 3,7%     | -3,5%     |
| México  | 2014 II  | 160,8  | 13,5%    | 10,8%    | 8,2%      |
| Estados Unidos                                  | 2014 III | 103,5  | -0,2%    | 0,0%     | -0,3%     |

| SECTOR FISCAL                                  | Fecha  | Dato           | var%              | var% a/a       | Acumulado         |
|--|--------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|
| Recaudación Tributaria (\$ mm)                 | sep-14 | 98.719,0       | -0,9%             | 37,5%          | 34,6%             |
| Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ | oct-14 | 27.025,6       | 6,0%              | 40,3%          | 36,1%             |
| Gasto (\$ mm)                                  | ago-14 | 91.521,3       | -2,2%             | 48,9%          | 44,2%             |
|  |        | <b>ago-14</b>  | <b>ene-jul 14</b> | <b>ago-13</b>  | <b>ene-jul 14</b> |
| Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)            |        | -1.877,2       | -40.345,4         | -750,5         | -17.264,8         |
| Pago de Intereses (\$ mm)                      |        | 2.745,9        | 44.204,4          | 1.663,0        | 23.708,0          |
| Rentas de la Propiedad                         |        |                |                   |                |                   |
| Tesoro Nacional (\$ mm) *                      |        | 16.533,3       | 54.315,9          | 1.700,7        | 14.991,7          |
| ANSES (\$ mm) *                                |        | 1.712,9        | 23.749,1          | 2.874,2        | 10.315,4          |
|  |        | <b>sep-14</b>  | <b>ene-ago 14</b> | <b>sep-13</b>  | <b>ene-ago 14</b> |
| Adelantos Transitorios BCRA *                  |        | 6.050,0        | 41.350,0          | -50,0          | 26.000,0          |
|  |        | <b>2014 II</b> | <b>2014 I</b>     | <b>2013 IV</b> | <b>2013 III</b>   |
| Recaudación Tributaria (% PIB) **              |        | 27,5%          | 26,9%             | 24,5%          | 26,9%             |
| Gasto (% PIB) **                               |        | 23,8%          | 22,6%             | 23,9%          | 23,2%             |

\* 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) | sep-14 | 123,2 | 1,4%            | -             | -                |               |
| Inflación (San Luis, 2003=100) | sep-14 | 749,1 | 3,1%            | 0,0%          | 43,2%            |               |
| Salarios (abril 2012=100)*     | sep-14 | 188,0 | 1,7%            | -4,1%         | -1,4%            |               |
| TCR Bilateral (1997=100)       | sep-14 | 133,7 | 1,3%            | 10,4%         | 16,5%            |               |
| TCR Multilateral (1997=100)    | sep-14 | 149,0 | 3,6%            | 13,8%         | 4,9%             |               |
|                                |        |       | <b>5-nov-14</b> | <b>sep-14</b> | <b>31-dic-13</b> | <b>sep-13</b> |
| TCN Oficial (\$/US\$)          |        | 8,52  | 8,43            | 6,53          | 5,74             |               |
| TCN Brecha                     |        | 58,5% | 75,2%           | 53,3%         | 62,1%            |               |
| TCN Real (R\$/US\$)            |        | 2,51  | 2,32            | 2,36          | 2,27             |               |
| TCN Euro (US\$/€)              |        | 1,25  | 1,29            | 1,38          | 1,34             |               |

\* Se toman las variaciones reales

| SECTOR FINANCIERO                          | Fecha     | Dato      | var% *          | var% a/a             | Acumulado        |
|--|-----------|-----------|-----------------|----------------------|------------------|
| Base Monetaria (\$ mm)                     | oct-14    | 388.523,0 | -4,3%           | 21,5%                | 19,2%            |
| Depósitos (\$ mm)                          | oct-14    | 939.870,3 | 1,5%            | 22,7%                | 24,0%            |
| Sector Público No Financiero               | oct-14    | 297.982,4 | 5,7%            | 12,7%                | 12,6%            |
| Sector Privado No Financiero               | oct-14    | 639.030,6 | -0,3%           | 27,8%                | 29,6%            |
| Créditos (\$ mm)                           | oct-14    | 614.783,7 | 0,5%            | 19,2%                | 24,8%            |
| Sector Público No Financiero               | oct-14    | 41.699,9  | -1,2%           | 10,2%                | 16,1%            |
| Sector Privado No Financiero               | oct-14    | 562.192,3 | 0,5%            | 20,6%                | 25,9%            |
|  |           |           | <b>sep-14</b>   | <b>31-dic-13</b>     | <b>oct-13</b>    |
| Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)    | 24-oct-14 | 27.412,0  | 28.292,5        | 30.599,0             | 34.221,2         |
| Ratio de cobertura de las reservas         | 24-oct-14 | 59,9%     | 60,1%           | 52,9%                | 59,8%            |
| Tasa de interés Badlar PF                  | 04-nov-14 | 20,2%     | 16,2%           | 21,6%                | 16,2%            |
| Otras tasas de interés **                  |           |           |                 |                      |                  |
| Préstamos Personales (más de 180 días plaz | 30-sep-14 | 37,4%     | 37,4%           | 39,2%                | 35,0%            |
| Documentos a sola firma (hasta 89 días)    | 30-sep-14 | 28,1%     | 29,5%           | 24,8%                | 21,7%            |
| Riesgo País                                |           |           |                 |                      |                  |
| EMBI+ Países emergentes                    | 05-nov-14 | 328       | 292             | 334                  | 345              |
| EMBI+ Argentina                            | 05-nov-14 | 672       | 685             | 808                  | 1.070            |
| EMBI+ Brasil                               | 05-nov-14 | 240       | 211             | 224                  | 229              |
| Tasa LIBOR                                 | 05-nov-14 | 0,16%     | 0,15%           | 0,17%                | 0,18%            |
| Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU        | 05-nov-14 | 0,10%     | 0,09%           | 0,07%                | 0,08%            |
| Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU        | 05-nov-14 | 0,12%     | 0,12%           | 0,12%                | 0,12%            |
| SELIC (Brasil)                             | 05-nov-14 | 11,15%    | 10,90%          | 9,90%                | 8,90%            |
|  |           |           | <b>var% ***</b> | <b>var% a/a ****</b> | <b>Acumulado</b> |
| Índice Merval                              | 05-nov-14 | 10.885,6  | -9,21%          | 184,54%              | 109,73%          |
| Índice Bovespa                             | 05-nov-14 | 53.698,0  | -4,67%          | -2,11%               | -1,96%           |

\* 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)                     | sep-14  | 6.016,0 | -8,8%  | -12,1%   | -10,4%    |
| Primarios                                   | sep-14  | 1.051,0 | -41,3% | -20,9%   | -23,1%    |
| MOA   | sep-14  | 2.396,0 | -4,7%  | -11,5%   | 1,6%      |
| MOI   | sep-14  | 2.196,0 | 11,0%  | -7,1%    | -12,2%    |
| Combustibles                                | sep-14  | 373,0   | 18,0%  | -16,7%   | -17,5%    |
| Exportaciones (volumen)                     | sep-14  | -       | -      | -11,0%   | -9,0%     |
| Importaciones (US\$ mm)                     | sep-14  | 5.612,0 | -1,5%  | -8,4%    | -10,2%    |
| Bienes Intermedios                          | sep-14  | 1.722,0 | 7,6%   | 1,5%     | -3,5%     |
| Bienes de Consumo                           | sep-14  | 619,0   | 10,3%  | -4,2%    | -10,0%    |
| Bienes de Capital                           | sep-14  | 1.228,0 | 8,3%   | 7,5%     | 5,1%      |
| Combustibles                                | sep-14  | 636,0   | -38,8% | 4,6%     | -7,0%     |
| Importaciones (volumen)                     | sep-14  | -       | -      | -12,0%   | -9,0%     |
| Términos de Intercambio (2004=100)          | 2014 II | 134,7   | -1,4%  | 2,1%     | -1,0%     |
| Índice Commodities s/combustibles FMI (200  | oct-14  | 153,5   | -1,4%  | -6,5%    | -3,2%     |
| Índice Commodities Banco Mundial (2010=100) |         |         |        |          |           |
| Alimentos                                   | oct-14  | 100,8   | -0,4%  | -10,0%   | -7,0%     |
| Energía                                     | oct-14  | 106,3   | -8,9%  | -17,1%   | -2,3%     |
| Petróleo (US\$/baril)                       | oct-14  | 84,4    | -9,5%  | -16,0%   | -0,1%     |

| ECONOMÍA INTERNACIONAL                   | Fecha   | Dato     | var% * | var% a/a ** | Acumulado |
|--|---------|----------|--------|-------------|-----------|
| PIB (en US\$ miles de millones)          |         |          |        |             |           |
| Estados Unidos                           | 2014 II | 17.294,7 | 1,0%   | 2,4%        | 1,8%      |
| Brasil                                   | 2014 II | 2.249,9  | -0,6%  | -0,7%       | 0,6%      |
| Unión Europea                            | 2014 II | 18.307,6 | 0,2%   | 1,3%        | 1,4%      |
| China                                    | 2014 I  | 8.404,1  | 1,4%   | 7,5%        | 0,0%      |
| Volumen Comercio Mundial (2005=100)      | ago-14  | 134,5    | -0,8%  | 2,0%        | 2,6%      |
| Producción Industrial Mundial (2005=100) | ago-14  | 125,4    | -0,8%  | 2,2%        | 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              | oct-14   | 25.682,0 | -0,7% | -44,4%   | -31,2%    |
| Región Pampeana                  | oct-14   | 11.626,0 | -0,4% | -38,9%   | -25,3%    |
| NOA                              | oct-14   | 3.690,0  | 0,0%  | -35,3%   | -22,3%    |
| NEA                              | oct-14   | 4.136,0  | -0,5% | -33,1%   | -19,2%    |
| Cuyo                             | oct-14   | 3.663,0  | 5,8%  | -35,0%   | -26,8%    |
| Región Patagónica                | oct-14   | 5.260,0  | 2,9%  | -25,0%   | -17,2%    |
| Consumo de Cemento (miles de tn) |          |          |       |          |           |
| CABA y Buenos Aires              | 2014 III | 1.189,9  | 9,1%  | -4,2%    | -4,6%     |
| Región Pampeana                  | 2014 III | 712,8    | 11,2% | -5,8%    | -4,4%     |
| NOA                              | 2014 III | 271,0    | 18,0% | -3,6%    | -1,5%     |
| NEA                              | 2014 III | 296,2    | 12,5% | -10,7%   | -6,1%     |
| Cuyo                             | 2014 III | 307,2    | 12,6% | 0,3%     | -2,0%     |
| Región Patagónica                | 2014 III | 205,6    | 5,9%  | 6,6%     | 5,3%      |