



IERAL

Fundación  
Mediterránea

# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 27 - Edición Nº 1121 – 17 de Mayo de 2018

Coordinador: Jorge Vasconcelos

**Editorial – Jorge Vasconcelos, Guadalupe González y Mariano Devita**

Argentina: la economía después de la pulseada cambiaria

**En Foco 1 – Marcelo Capello y Lucía Iglesias**

¿Cómo pueden impactar las turbulencias cambiarias en la situación fiscal de las provincias?

**En Foco 2 – Jorge Day**

En nivel de actividad por provincias; las que ganan y las que pierden en el nuevo escenario

**En Foco 3 – Carla Calá**

La inflación núcleo acumula tres meses consecutivos por encima del 2% mensual

**Selección de Indicadores**

## Edición y compaginación

Karina Lignola y Fernando Bartolacci



## IERAL Córdoba

(0351) 473-6326

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

## IERAL Buenos Aires

(011) 4393-0375

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

## Fundación Mediterránea

(0351) 463-0000

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

## Editorial:

4

### ***Argentina: la economía después de la pulseada cambiaria***

- La crisis cambiaria desatada desde fines de Abril parece haber sido contenida. Se usaron los instrumentos clásicos en estas circunstancias, la intervención decidida del Banco Central en la punta vendedora del mercado de cambios, una mayor coordinación de la gestión oficial, que facilitó cierta recuperación de confianza en el peso, dando lugar a la exitosa licitación de Lebacs y la colocación de un bono en moneda local a tasa fija por un monto cercano al equivalente a US\$ 4 mil millones. También hay que incluir la decisión del gobierno de solicitar la asistencia financiera del FMI, lo que puede implicar que la Argentina no recurra a la emisión de bonos soberanos por los próximos 18 meses
- En el nuevo contexto internacional, para la Argentina se hace imprescindible trabajar sobre el abultado déficit externo, y el eje de esa corrección pasa por una política fiscal más estricta. En 2017, el gasto público medido en dólares alcanzó un pico cercano al record (2015), lo que derivó en un incremento del déficit de la balanza comercial de bienes y servicios reales, de USD 5,2 a USD 16,6 mil millones de 2016 a 2017. Con las medidas en marcha y un tipo de cambio más elevado, como el actual, el gasto público medido en dólares puede mostrar en 2018 una baja significativa, hasta un nivel más cercano a los ratios de 2011/12
- Dado que esta crisis parece haber quedado encapsulada en el plano cambiario, es factible que el nivel de actividad comience a recuperarse luego del previsible freno del segundo y tercer trimestre. La liquidez del sistema bancario es muy elevada y eso plantea la posibilidad de una normalización de la oferta crediticia. Las medidas fiscales y de acceso al financiamiento (FMI) pueden permitir una caída adicional del riesgo país, lo cual es clave para la continuidad de la inversión privada. A su vez, la política monetaria puede entrar en una nueva etapa, de sintonía fina, por los menores requerimientos del frente fiscal

## En Foco 1:

13

### ***¿Cómo pueden impactar las turbulencias cambiarias en la situación fiscal de las provincias?***

- A nivel del consolidado provincial (23 provincias más la Ciudad Autónoma de Buenos Aires), el resultado fiscal corriente (ingresos corrientes menos gasto corriente) mejoró en los dos primeros años del gobierno actual, pasando de 0,3% al 0,4% del PIB entre 2015 y 2016, y 0,8% en 2017. También mejoró el resultado primario, aunque no pudo revertir su signo negativo. Pasó de -0,7% del PIB en 2015, a -0,6% en 2016 y a -0,4% en el año 2017. Mientras tanto, el resultado financiero, sin dejar de ser deficitario, también mostró una leve tendencia decreciente: -1% del PIB en el año 2015, manteniéndose en torno a -0,9% en 2016 y 2017
- El principal efecto de las turbulencias recientes sobre las finanzas provinciales vendrá por el lado del acceso al financiamiento, que resultará seguramente menor a lo esperado. Por ende, la expansión de la obra pública provincial se verá muy probablemente afectada. También puede preverse que la ralentización del nivel de actividad recortará la suba de los recursos provinciales
- El otro efecto importante es derivado del aumento del tipo de cambio y su impacto sobre los servicios de la deuda de las provinciales. Las más afectadas serán aquellas con servicios de deuda más significativos y nominados en moneda extranjera. Entre estas se encuentran provincias como Chubut, en la que los servicios de la deuda superan el 20% de sus ingresos corrientes (netos de coparticipación a municipios), o Salta (15%), Buenos Aires (13,5%), Mendoza (11,7%) y Río negro (11,2%). Además en provincias como Buenos Aires y Chubut, entre 33 y 43% de los vencimientos corresponden a moneda extranjera

**En Foco 2:****20*****En nivel de actividad por provincias; las que ganan y las que pierden en el nuevo escenario***

- En 2018, todo indica que las provincias mejor posicionadas son aquellas en las que el sector exportador tiene una ponderación significativa, que tengan una canasta diversificada de productos con ese destino, y que no estén complicadas en sus finanzas gubernamentales
- Entre las jurisdicciones que reúnen esas tres características se encuentran Córdoba y Santa Fe, aunque las cuestiones climáticas no las favorecen. San Juan podría estar en este grupo, pero es demasiado dependiente de un sólo producto de exportación (el oro), con precios internacionales estabilizados. Buenos Aires estarían en una situación intermedia
- En el cuadrante opuesto se encuentran provincias con actividades demasiado dependientes del mercado interno, como Tierra del Fuego y La Rioja, a las que suman jurisdicciones con poca actividad exportadora y/o con finanzas complicadas, caso de Chaco y Misiones. De tres provincias con importante ponderación de petróleo y gas, Neuquén es la que podría aprovechar mejor el nuevo escenario, dado que no presenta problemas fiscales tan serios como las restantes (Santa Cruz y Chubut)

**En Foco 3:****24*****La inflación núcleo acumula tres meses consecutivos por encima del 2% mensual***

- En abril, la medición general anotó una suba de 2,7%. Los tres rubros de mayor variación en el mes fueron Vivienda y Servicios Básicos, con 8%, Indumentaria (4%) y Transporte (4%)
- La inflación acumula en 12 meses un 25,5%, con una fuerte incidencia de Vivienda, agua, gas, electricidad y otros combustibles, que sube 51% en el periodo. Por encima del promedio se anotan también Comunicación, Educación, Transporte y Salud, con variaciones del 30,9%; 30,3%; 28,8% y 25,8%, respectivamente
- Ante la inflación núcleo de abril de 2,1%, el promedio móvil de tres meses anualizado subió a 30,9%, tras la medición de 27,82% de marzo. Así, tomando en cuenta la reciente suba de la tasa de política monetaria a 40% anual, la tasa real de interés se ubica en 9,14%

**Selección de Indicadores****30**

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL). Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley Nº 11723 - Nº 2328, Registro de Propiedad Intelectual Nº 5353928, ISSN Nº 1667-4790 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610, 5º piso B (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001) Córdoba, Argentina. Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: [info@ieral.org](mailto:info@ieral.org) [ieralcordoba@ieral.org](mailto:ieralcordoba@ieral.org).

## Editorial

### Argentina: la economía después de la pulseada cambiaria

**Jorge Vasconcelos, Guadalupe González y Mariano Devita**

- La crisis cambiaria desatada desde fines de Abril parece haber sido contenida. Se usaron los instrumentos clásicos en estas circunstancias, la intervención decidida del Banco Central en la punta vendedora del mercado de cambios, una mayor coordinación de la gestión oficial, que facilitó cierta recuperación de confianza en el peso, dando lugar a la exitosa licitación de Lebacs y la colocación de un bono en moneda local a tasa fija por un monto cercano al equivalente a US\$ 4 mil millones. También hay que incluir la decisión del gobierno de solicitar la asistencia financiera del FMI, lo que puede implicar que la Argentina no recurra a la emisión de bonos soberanos por los próximos 18 meses
- En el nuevo contexto internacional, para la Argentina se hace imprescindible trabajar sobre el abultado déficit externo, y el eje de esa corrección pasa por una política fiscal más estricta. En 2017, el gasto público medido en dólares alcanzó un pico cercano al record (2015), lo que derivó en un incremento del déficit de la balanza comercial de bienes y servicios reales, de USD 5,2 a USD 16,6 mil millones de 2016 a 2017. Con las medidas en marcha y un tipo de cambio más elevado, como el actual, el gasto público medido en dólares puede mostrar en 2018 una baja significativa, hasta un nivel más cercano a los ratios de 2011/12
- Dado que esta crisis parece haber quedado encapsulada en el plano cambiario, es factible que el nivel de actividad comience a recuperarse luego del previsible freno del segundo y tercer trimestre. La liquidez del sistema bancario es muy elevada y eso plantea la posibilidad de una normalización de la oferta crediticia. Las medidas fiscales y de acceso al financiamiento (FMI) pueden permitir una caída adicional del riesgo país, lo cual es clave para la continuidad de la inversión privada. A su vez, la política monetaria puede entrar en una nueva etapa, de sintonía fina, por los menores requerimientos del frente fiscal

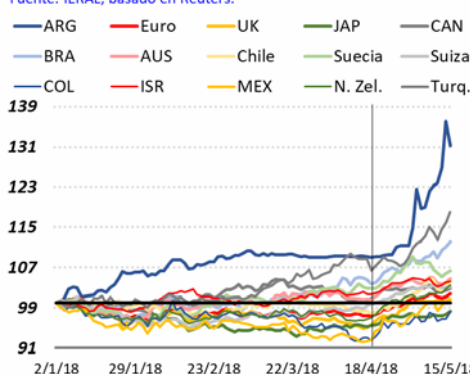
¿Qué desencadenó la crisis?: varios factores se dieron al mismo tiempo. En una edición anterior, se llamó la “tormenta perfecta” a la conjunción de la suba en las tasas de interés de EEUU; el alto grado de dependencia de los fondos externos de la Argentina; la aceleración de la inflación en los últimos meses; las señales del gobierno que afectaban la independencia del BCRA; el impuesto a la renta financiera de los extranjeros (sobre todo tenencias en LEBACs); las menores divisas provenientes del agro por la sequía y las señales populistas de la oposición, vinculadas al tema tarifas<sup>1</sup>.

De estos factores, hay al menos tres que son clave considerados en su conjunto, uno externo y dos internos.

- El externo es la suba en las tasas de interés de EEUU, que llevó a que se fortaleciera el dólar en el mundo. También hubo temores de guerras comerciales que impactaron en los mercados y generó una alta volatilidad (que hace que los inversionistas saquen sus fondos de los países que consideran más riesgosos).

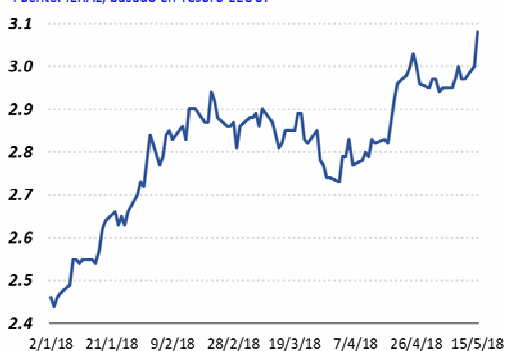
#### Monedas en el mundo

Tipo de cambio: divisas / u\$s. Índice base 100 = 01/01/2018  
Fuente: IERAL, basado en Reuters.



#### Tasa de interés EEUU

En %, T-bond 10yr.  
Fuente: IERAL, basado en Tesoro EEUU.



<sup>1</sup> Reyes, G. Editorial del Informe de Coyuntura del IERAL, *Después de las turbulencias, ¿cómo sigue la economía?* Año 27, Edición N° 1118, 10 de Mayo de 2018.

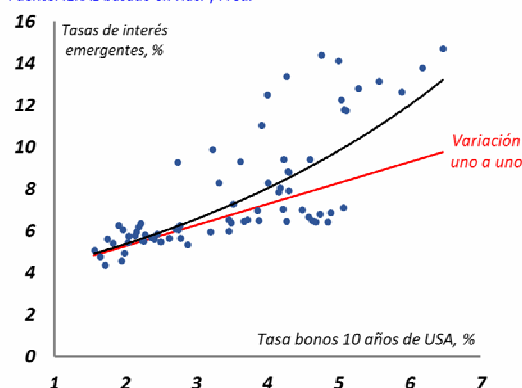
La suba de la tasa de interés de EEUU genera al menos dos efectos, y otro más que no se está dando por ahora y tiene que ver con la política fiscal de EEUU.

1. Cuando sube la tasa de interés de EEUU, sube el costo de financiamiento para todos los países.
2. Se genera el efecto “flight to quality”, que hace que los fondos vayan de los países más riesgosos a instrumentos más seguros. Para evitar la salida de esos fondos, los países tienden a buscar retenerlos con más tasa, pero eso encarece el financiamiento de esos mismos países, planteando el riesgo de un círculo vicioso.

#### Tasa de emergentes y tasa de bonos de EEUU

EMBI+ y TB 10 años.  $R^2$  0,62.

Fuente: IERAL basado en Hac. y Fred.



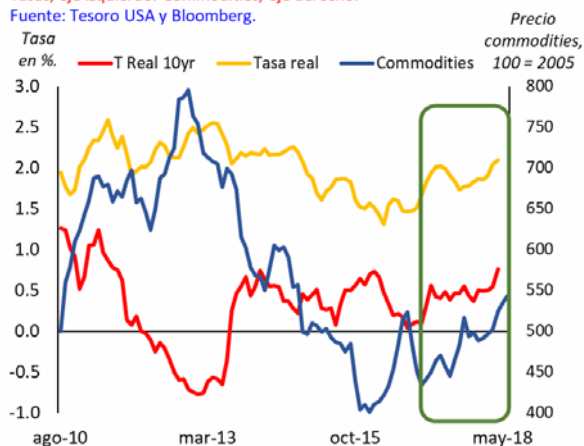
3. El tercer efecto, que no se ha notado por ahora, es que cuando suben las tasas de interés de EEUU, tienden a bajar los precios de los commodities, bienes en los que se especializa Argentina. Esta caída no se nota actualmente, porque las expectativas inflacionarias de EEUU están aumentando. Probablemente, cuando se produzcan nuevas subas de tasas de interés de política monetaria en EEUU<sup>2</sup>, esto repercute sobre éstos precios.

<sup>2</sup> Se esperan tres aumentos en lo que falta del año.

### Tasas USA y precio cereales y oleaginosas

Tasas, eje izquierdo. Commodities, eje derecho.

Fuente: Tesoro USA y Bloomberg.



- Entre los factores internos, pasó al centro de la escena la dependencia de la economía argentina del sector externo, en un marco de interferencias del gobierno sobre el Banco Central.

Así, las expectativas sobre la economía argentina cambiaron. El problema de la eventual falta de independencia se traduce en dos cosas. Una, que el BCRA tendría “otros objetivos”, distintos de bajar la tasa de inflación. Y dos, derivado de éste, una pérdida de credibilidad.

Los otros objetivos pueden ser el tipo de cambio (valor de la moneda) y el nivel de actividad. En consecuencia, una tasa de interés más baja, hace más barato el crédito, y entonces tendría efectos positivos sobre la actividad. Luego de los anuncios de cambio de metas, el BCRA bajó la tasa de política monetaria, haciendo suponer que se había dado prioridad al nivel de actividad. Así, con una política monetaria más laxa, la inflación debería aumentar, generando una mayor brecha de las expectativas respecto a las metas<sup>3</sup>.

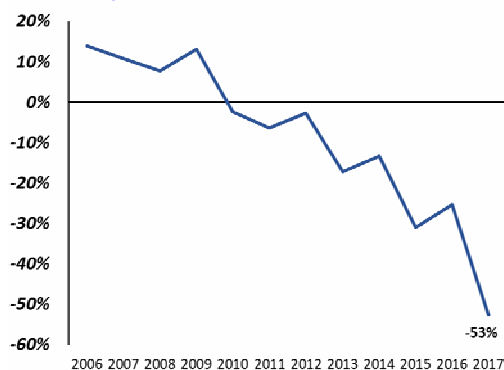
Por su parte, el nivel de gastos (absorción) de la economía argentina es muy elevado y la forma de financiar ese nivel es el endeudamiento externo. Comparado con otros países, esta dependencia del sector externo hace que Argentina sea más sensible ante cambios en la economía mundial en relación a otros emergentes.

<sup>3</sup> Recordar que las expectativas de inflación para diciembre de 2018 eran de 17% antes del cambio de metas. Con el cambio de 10% a 15%, si la tasa de política monetaria iba a bajar, entonces la expectativa del 17% ya quedaba rezagada.

#### Saldo Cuenta Corriente sobre exportaciones

Los valores negativos indican que la CC fue negativa.

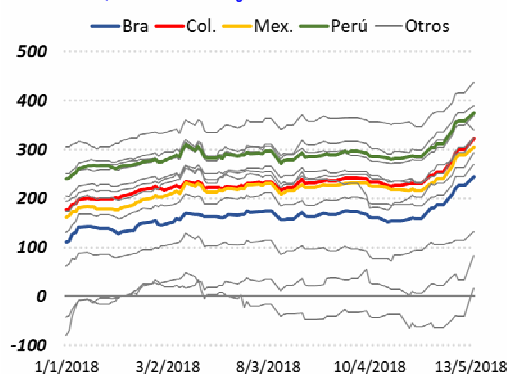
Fuente: IERAL, basado en INDEC.



#### Diferencial de riesgo país

Diferencia en puntos básicos (ARG menos otros países).

Fuente: IERAL, basado en JP Morgan.



Con todo esto, obviamente el tipo de cambio debía subir. Cuando se dieron todos los factores indicados anteriormente, todos en un lapso acotado de tiempo (marzo-abril), se desató la corrida cambiaria. A su vez, esta parece haber sido superada por el modo clásico en que estas crisis terminan, que es la combinación de una intervención decidida del Banco Central en la punta vendedora del mercado de cambios, así como señales claras de recuperación de confianza en el peso, caso de la licitación exitosa de Lebac y de la colocación de un bono en moneda local a tasa fija por un monto cercano al equivalente a US\$ 4 mil millones. Todo esto en el contexto del anuncio del gobierno de solicitar la asistencia financiera del FMI, lo que puede implicar que la Argentina no recurra a la emisión de bonos soberanos por los próximos 18 meses. Lo ocurrido a posteriori de estos anuncios (la suba de las tasas de interés en EEUU ha continuado) parece validar que la adoptada ha sido la mejor de las decisiones, dentro del limitado menú disponible.

#### Crisis cambiaria: una referencia cercana

Existen tres tipos de crisis. O, mejor dicho, en Argentina han habido tres tipos de crisis en los últimos 70 años: las macrofinancieras, las crisis de balanza de pagos y la hiperinflación. Las macrofinancieras tienen tres componentes, crisis de deuda, corridas bancarias y corridas cambiarias.

En los últimos días no hubo una crisis macrofinanciera, porque éstas se dan cuando existen los tres componentes mencionados. Obviamente, tampoco hubo hiperinflación.

En consecuencia, se podría decir que en los últimos días hubo una crisis de balanza de pagos. Sin embargo, aquí haremos una salvedad. Normalmente estas crisis se dan cuando

el BCRA fija el tipo de cambio, y por una corrida cambiaria, se ve obligado a devaluar. Algo de eso ocurrió desde el 5 de marzo, momento en el cual el BCRA comenzó a intervenir para fijar el tipo de cambio. Pero este episodio no fue como las anteriores crisis de balanza de pagos, porque no se trataba de tipo de cambio fijo, sino de intervenciones que hacía el BCRA para que el dólar no se escapara demasiado rápido y comprometiera a la inflación.

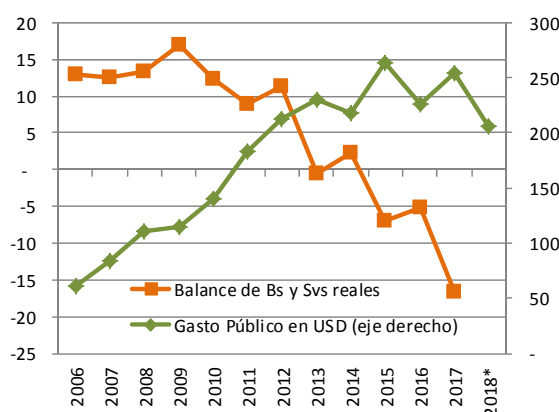
Una crisis de este tipo, la más cercana, fue el CEPO de 2011. La cuenta corriente era deficitaria por el tipo de cambio atrasado y se generó una corrida cambiaria hacia fines de 2011, que hizo que el gobierno introdujera el CEPO, una política que intentó postergar en el tiempo los problemas derivados de la restricción externa, pero en realidad agravó estructuralmente el problema, al provocar una caída tendencial de exportaciones, de 83 mil millones de dólares en 2011 a 56 mil millones en 2015.

¿Qué implica que, en esta oportunidad, la Argentina haya solicitado un préstamo al FMI?: una primera implicancia es que el gobierno ha decidido acelerar el cumplimiento y hacer más agresivas las metas de reducción de déficit fiscal. Por esta vía, conteniendo la demanda agregada, pueden obtenerse resultados importantes e inmediatos sobre el desequilibrio externo, reduciendo el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos.

Obsérvese en el gráfico adjunto cómo el aumento del gasto público consolidado (nación y provincias) medido en dólares se correlaciona negativamente con la trayectoria de la balanza comercial de bienes y servicios reales. En 2017, con un nivel de gasto público en dólares que alcanzó a USD 254 mil millones, la balanza comercial de bienes y servicios reales anotó un rojo de USD 16,6 mil millones. El “record” de gasto público en dólares fue alcanzado en 2015 (último año de los Cepos) con USD 263 mil millones.

Dada la evolución previsible del gasto público en pesos corrientes para Nación y Provincias (en torno al 20%), con el actual tipo de cambio, las erogaciones estatales en dólares bajarían a USD 206 mil millones en 2018, un nivel más parecido al observado entre 2011 y 2012 cuando la balanza comercial de bienes y servicios reales era positiva.

**Argentina: evolución del gasto público en dólares y del balance comercial de bienes y servicios**  
*Cifras en mil millones de dólares*



*\*Gasto del Sector Público Consolidado, fuente FMI, incluida estimación 2018. Deflactado a un tipo de cambio promedio de \$25.*

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y FMI

Comenzar a revertir los desequilibrios del sector externo (con el instrumento más apropiado, que es el gasto público) es clave ante la evidencia de que las crisis de balanza de pagos pueden convertirse en macrofinancieras o en hiperinflación. Por ejemplo, con un gobierno muy endeudado en dólares, una suba del tipo de cambio puede llevar a una crisis de deuda. Y, si ese gobierno decidiera pagar las deudas con emisión, llevaría a una aceleración de la tasa de inflación. Como las personas conocen esta situación (más emisión, más inflación), caería la demanda de dinero, un fenómeno asociado a las crisis hiperinflacionarias (Venezuela 2018, Argentina 1989). También puede plantearse el riesgo de una utilización de los depósitos bancarios para pagar las deudas públicas, lo cual puede generar una corrida bancaria.

En términos estratégicos, la decisión de recurrir al Fondo anula el riesgo de cualquiera de aquellos escenarios. Pero además, en términos tácticos, puede significar un acierto en un escenario en el cual la tasa de interés de EEUU está subiendo, poniendo un piso más elevado para el costo del endeudamiento de los países emergentes. De hecho, la tasa del bono a 10 años de los EEUU ha pasado de 3% a 3,15% en pocas semanas.

Esto, a su vez, tendría dos implicancias relevantes desde el punto de vista del nivel de actividad vinculadas con el riesgo país y la oferta crediticia del sistema bancario.

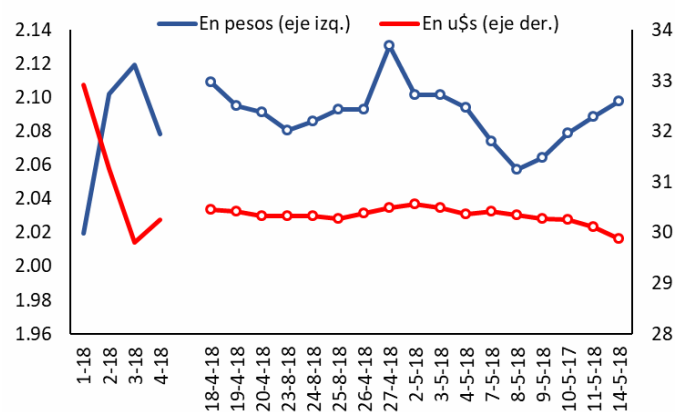
Por un lado, la posibilidad de que Argentina no necesite recurrir a la emisión de bonos para sus obligaciones de deuda y financiamiento del déficit de aquí a fin de 2019, en un contexto de suba de la tasa de interés de EEUU, plantea la perspectiva cierta de un descenso del riesgo país, adicional al experimentado en los últimos días, fenómeno clave para activar inversiones del sector privado. Esto, a su vez, tiene gran importancia debido a que cabe prever una ralentización en el ritmo de crecimiento de la obra pública.

Por otro lado, está la posibilidad de que el sistema bancario comience a normalizar su política de oferta de créditos a tasas de interés descendentes. En las últimas semanas, las entidades han tenido una actitud defensiva, pero sus ratios de liquidez amplia son muy elevados (alrededor del 48% de la suma de depósitos en pesos y en dólares), por lo cual esa liquidez puede transformarse en nuevos créditos al sector privado en la medida en que las condiciones macroeconómicas lo promuevan.

### Nivel de depósitos

Eje izquierdo en billones de pesos. Eje derecho en miles de millones de u\$s.

Fuente: IERAL basado en BCRA.



### Entonces, ¿qué esperamos?

Luego del golpe inicial que se sentirá con fuerza en el segundo y en el tercer trimestre, por la incertidumbre, el salario real y la restricción crediticia, la economía tiene chances de volver a recuperarse, de la mano de nuevos vectores, más asociados al comercio exterior,

la construcción privada, la energía, el turismo y las economías regionales<sup>4</sup>. Dada la historia, recurrir al FMI tiene costos políticos, que la parte de la oposición que no tiene la responsabilidad de pagar sueldos a fin de mes se ocupará de remarcar pese a que, en realidad, el nuevo escenario proyecta una evolución de la deuda pública por debajo de la trayectoria que generaba preocupación en estos mismos círculos políticos. En cambio, cabe esperar que la fracción de la oposición más vinculada a la gestión, sea en provincias o en municipios, adopte una actitud de mayor colaboración, acorde con la compleja situación planteada.

Con un tipo de cambio más alto, el consumo seguirá siendo la variable menos dinámica, pero la inflación podría comenzar a desacelerarse luego de un pico de dos meses: la emisión monetaria tendrá menores requerimientos de origen fiscal. Respecto del empleo, si bien la obra pública perderá dinamismo, cabe esperar que se abarate el costo en dólares de la construcción privada, un fenómeno compensador que sería reforzado si la inflación desacelera y los créditos indexados vuelven a ser atractivos. En otro sector de gran significación, como es el del turismo, el movimiento sería análogo, ya que un dólar más alto significa más demanda local del servicio, por menos argentinos que salen al exterior y más extranjeros que encuentran conveniente viajar a la Argentina. La transición no habrá de ser sencilla ni exenta de dificultades, pero ya sabemos que la otra opción, la de los cepos, no llevó a ningún lado.

Aunque todavía es prematuro realizar una actualización definitiva de las proyecciones del nivel de actividad, inflación y tipo de cambio para lo que resta de 2018, en principio puede esperarse que la desaceleración del nivel de actividad no habrá de transformarse en recesión por las razones destacadas más arriba. Sin embargo, de una proyección inicial de una economía creciendo poco por debajo de 3% anual, ahora es posible que los guarismos actualizados se ubiquen entre 1,6% y 1,9% para el corriente año. Respecto de la inflación, el traspaso a precios de la devaluación sería bastante menor al de 2014, por lo que el índice de precios podría registrar una variación algo inferior al guarismo de 2017. Respecto del tipo de cambio, cabe hacer notar que de acuerdo a la reciente licitación de bonos en pesos a tasa fija (BOTES), la cotización de estos títulos es consistente con un tipo de cambio que, a fin de 2018, podría ubicarse en torno a 26,3 pesos por dólar.

---

<sup>4</sup> Vasconcelos, J., Revista Novedades Económicas, *Dos crisis parecidas, una llevó al cepo (2011) y la otra al FMI (2018)*. Año 40, Edición N° 947, 14 de Mayo de 2018.

## En Foco 1

### ¿Cómo pueden impactar las turbulencias cambiarias en la situación fiscal de las provincias?

Marcelo Capello y Lucía Iglesias

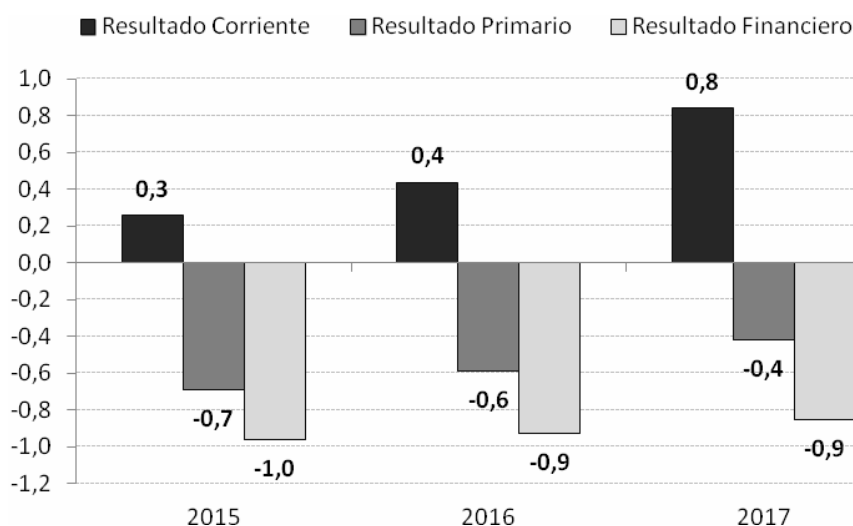
- A nivel del consolidado provincial (23 provincias más la Ciudad Autónoma de Buenos Aires), el resultado fiscal corriente (ingresos corrientes menos gasto corriente) mejoró en los dos primeros años del gobierno actual, pasando de 0,3% al 0,4% del PIB entre 2015 y 2016, y 0,8% en 2017. También mejoró el resultado primario, aunque no pudo revertir su signo negativo. Pasó de -0,7% del PIB en 2015, a -0,6% en 2016 y a -0,4% en el año 2017. Mientras tanto, el resultado financiero, sin dejar de ser deficitario, también mostró una leve tendencia decreciente: -1% del PIB en el año 2015, manteniéndose en torno a -0,9% en 2016 y 2017
- El principal efecto de las turbulencias recientes sobre las finanzas provinciales vendrá por el lado del acceso al financiamiento, que resultará seguramente menor a lo esperado. Por ende, la expansión de la obra pública provincial se verá muy probablemente afectada. También puede preverse que la ralentización del nivel de actividad recortará la suba de los recursos provinciales
- El otro efecto importante es derivado del aumento del tipo de cambio y su impacto sobre los servicios de la deuda de las provinciales. Las más afectadas serán aquellas con servicios de deuda más significativos y nominados en moneda extranjera. Entre estas se encuentran provincias como Chubut, en la que los servicios de la deuda superan el 20% de sus ingresos corrientes (netos de coparticipación a municipios), o Salta (15%), Buenos Aires (13,5%), Mendoza (11,7%) y Río negro (11,2%). Además en provincias como Buenos Aires y Chubut, entre 33 y 43% de los vencimientos corresponden a moneda extranjera

### ¿Cómo venían las finanzas provinciales previo a los acontecimientos financieros recientes?:

A nivel del consolidado provincial (23 provincias más la Ciudad Autónoma de Buenos Aires), el resultado fiscal corriente (ingresos corrientes menos gasto corriente) mejoró en los dos primeros años del gobierno actual, pasando de 0,3% al 0,4% del PIB entre 2015 y 2016, y duplicándose en 2017.

También mejoró el resultado primario, aunque no pudo revertir su signo negativo. Pasó de -0,7% del PIB en 2015, a -0,6% en 2016 y a -0,4% en el año 2017. Mientras tanto, el resultado financiero, sin dejar de ser deficitario, también mostró una leve tendencia decreciente: -1% del PIB en el año 2015, manteniéndose en torno a -0,9% en 2016 y 2017.

**Evolución del Resultado Fiscal del Consolidado Provincial**  
Período 2015-2017\*, en porcentaje del PIB (%)



Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base al Ministerio de Hacienda e INDEC. Administración Central, Organismos Descentralizados y Cuentas Especiales.

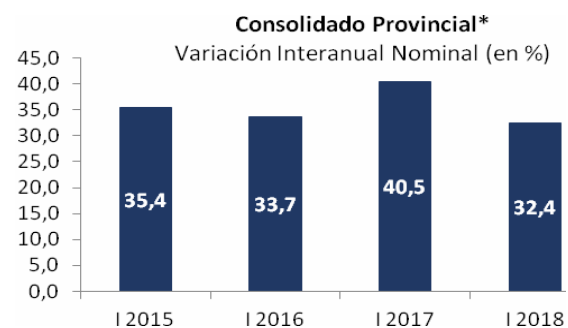
(\*) 11 de 24 provincias disponen de datos para el ejercicio anual 2017. Para el resto de las provincias se utilizó una estimación provista por el Ministerio del Interior.

Durante 2018, con la entrada en vigor de la Ley de Responsabilidad Fiscal, en principio los resultados fiscales en provincias deberían seguir mejorando. Además, evolucionaron muy bien los ingresos en los primeros meses del año. Con datos de recaudación mensual de 15 provincias, se puede concluir que, durante el primer trimestre del año, todas ellas aumentaron en forma interanual su recaudación total en términos nominales, y sólo en La Rioja disminuyó en términos reales (-1,1%). El resto de las provincias aumentó la recaudación tributaria total en términos reales, entre un mínimo de 1,1% (Tierra del Fuego) y un máximo de 23,1% (Salta). En suma, el total recaudado por las 15 provincias consideradas, creció 5,4% en términos reales.

### Evolución de Recursos Tributarios Propios

Período 2015-2018\*, variación interanual nominal (en %)

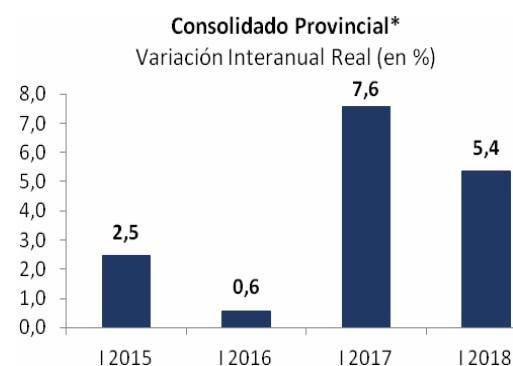
| Provincia        | Recaudación Provincial Total |        |        |        |
|------------------|------------------------------|--------|--------|--------|
|                  | I 2015                       | I 2016 | I 2017 | I 2018 |
| BUENOS AIRES     | 36,8                         | 34,1   | 35,4   | 29,6   |
| CATAMARCA        | 24,9                         | 37,1   | 49,0   | 28,2   |
| CÓRDOBA          | 32,7                         | 32,4   | 78,6   | 38,0   |
| ENTRE RÍOS       | 39,2                         | 23,8   | 48,0   | 29,1   |
| FORMOSA          | 33,6                         | 32,6   | 43,3   | 34,9   |
| JUJUY            | 33,9                         | 27,7   | 55,1   | 37,4   |
| LA RIOJA         | 50,2                         | 9,6    | 90,4   | 24,3   |
| MENDOZA          | 26,8                         | 41,6   | 33,7   | 28,5   |
| NEUQUÉN          | 37,8                         | 34,7   | 32,4   | 43,3   |
| RÍO NEGRO        | 44,1                         | 33,9   | 40,4   | 37,6   |
| SALTA            | 34,4                         | 33,5   | 39,1   | 54,7   |
| SAN JUAN         | 30,1                         | 22,8   | 12,4   | 39,9   |
| SAN LUIS         | 31,2                         | 30,9   | 45,2   | 36,9   |
| TUCUMÁN          | 35,3                         | 32,9   | 31,5   | 38,6   |
| TIERRA DEL FUEGO | 19,4                         | 46,8   | 8,0    | 27,0   |



### Evolución de Recursos Tributarios Propios

Período 2015-2018\*, variación interanual real (en %)

| Provincia        | Recaudación Provincial Total |        |        |        |
|------------------|------------------------------|--------|--------|--------|
|                  | I 2015                       | I 2016 | I 2017 | I 2018 |
| BUENOS AIRES     | 3,5                          | 0,9    | 3,6    | 3,1    |
| CATAMARCA        | -5,5                         | 3,1    | 14,1   | 2,0    |
| CÓRDOBA          | 0,4                          | -0,4   | 36,7   | 9,8    |
| ENTRE RÍOS       | 5,4                          | -6,9   | 13,3   | 2,7    |
| FORMOSA          | 1,1                          | -0,2   | 9,7    | 7,4    |
| JUJUY            | 1,3                          | -4,0   | 18,7   | 9,3    |
| LA RIOJA         | 13,7                         | -17,6  | 45,8   | -1,1   |
| MENDOZA          | -4,0                         | 6,5    | 2,3    | 2,3    |
| NEUQUÉN          | 4,3                          | 1,3    | 1,4    | 14,0   |
| RÍO NEGRO        | 9,1                          | 0,7    | 7,5    | 9,5    |
| SALTA            | 1,7                          | 0,4    | 6,5    | 23,1   |
| SAN JUAN         | -1,5                         | -7,6   | -13,9  | 11,4   |
| SAN LUIS         | -0,7                         | -1,6   | 11,1   | 8,9    |
| TUCUMÁN          | 2,4                          | 0,0    | 0,7    | 10,3   |
| TIERRA DEL FUEGO | -9,7                         | 10,4   | -17,3  | 1,1    |



Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base al Ministerio de Hacienda e INDEC. Administración Central, Organismos Descentralizados y Cuentas Especiales.  
 (\*) 15 de 24 provincias disponen de datos de recaudación 2018.

No existen aún datos sobre la marcha de las erogaciones en provincias en los primeros meses de 2018, pero se debe recordar que, la suba del gasto, en términos reales, deberá converger a 0% en el corriente año, en base a lo estipulado en la Ley de Responsabilidad Fiscal. Todas las provincias deberán mantener en constante el gasto corriente primario en términos reales y, aquellas que resultaron deficitarias en períodos previos también deberán contener su gasto de capital en similares términos

### **El efecto sobre la situación fiscal**

El principal efecto de las turbulencias financieras recientes sobre las finanzas provinciales vendrá por el lado del acceso al financiamiento, que resultará seguramente menor a lo esperado. Por ende, la expansión de la obra pública provincial se verá muy probablemente afectada. También puede preverse que la ralentización a que dará lugar en el nivel de actividad, volverá más lenta la suba de los recursos provinciales.

Fueron 14 las provincias que salieron al mercado externo en busca de financiamiento, durante el año 2016 y 2017, incluso algunas de ellas emitieron más de una vez en un mismo año, así como también, en los dos años consecutivos. En la tabla a continuación se resume cada una de las colocaciones, indicando el monto total por año (en millones de dólares) y la tasa (promedio) a la que emitió cada provincia.

La provincia de Santa Fe (similar a Buenos Aires), fue la que consiguió la mejor tasa (promedio) durante los dos primeros años del gobierno actual, mientras que La Rioja, emitió a la mayor tasa observada en ese período: 9,75%. En los próximos meses, el financiamiento para provincias será más escaso y caro, afectando sus planes de inversión.

### Emisiones de deuda en 2016 y 2017

| PROVINCIA        | Año 2016           |               | Año 2017           |               |
|------------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|
|                  | En millones de USD | Tasa promedio | En millones de USD | Tasa promedio |
| C.A.B.A          | 890                | 7,63%         | -                  | -             |
| Buenos Aires     | 3.000              | 6,97%         | 1.500              | 7,35%         |
| Chaco            | 250                | 9,37%         | -                  | -             |
| Chubut           | 700                | 8,31%         | -                  | -             |
| Córdoba          | 875                | 7,50%         | 660                | 7,50%         |
| Entre Ríos       | -                  | -             | 500                | 8,15%         |
| Jujuy            | -                  | -             | 210                | 8,63%         |
| La Rioja         | -                  | -             | 200                | 9,75%         |
| Mendoza          | 500                | 8,38%         | -                  | -             |
| Neuquén          | 235                | 8,63%         | 366                | 7,50%         |
| Río Negro        | -                  | -             | 300                | 7,75%         |
| Salta            | 300                | 9,13%         | -                  | -             |
| Santa Fe         | 250                | 6,90%         | 250                | 7,00%         |
| Tierra del Fuego | -                  | -             | 200                | 8,95%         |

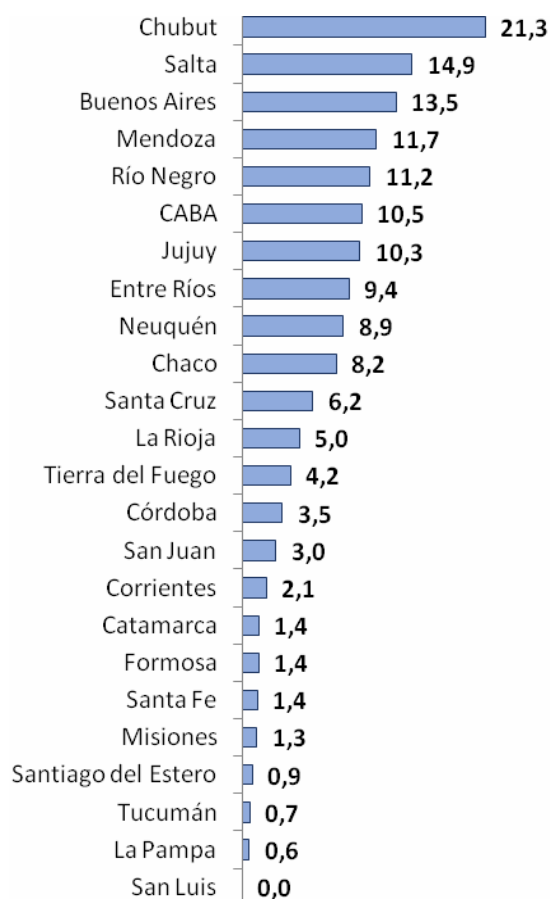
Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base a notas de prensa y fuentes oficiales de provincias.

Por el lado del gasto público, es muy probable que las negociaciones con el FMI prevean recortes y controles en el gasto también para las provincias, por lo que deben esperar noticias en tal sentido.

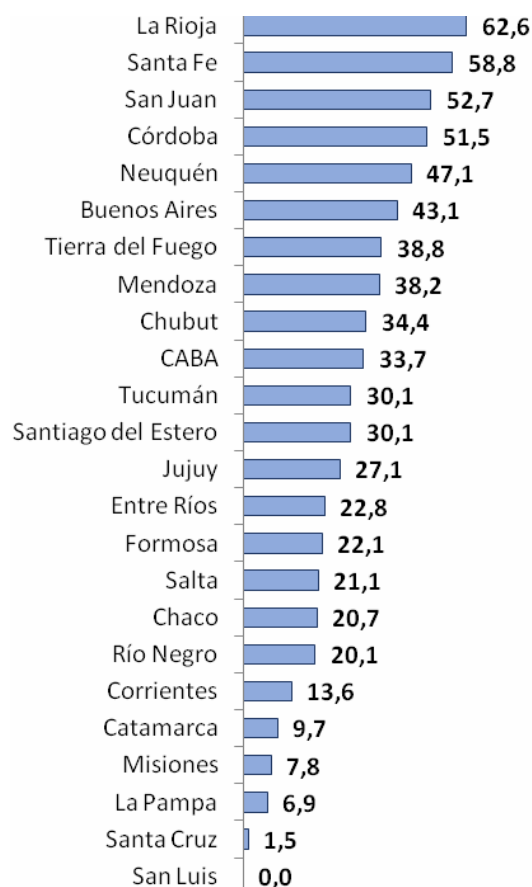
Pero el efecto más rápido e importante vendrá por el lado del peso de los servicios de la deuda en los ingresos provinciales, por el aumento del tipo de cambio. Para esto debe tenerse en cuenta que las provincias más afectadas serán aquellas en que pesan más los servicios de deuda, y que a su vez un mayor porcentaje de ellos están denominados en moneda extranjera. Según los gráficos que siguen, la peor parte en 2018 la llevarán provincias como Chubut, en que los servicios de la deuda superan el 20% de sus ingresos corrientes (netos de coparticipación a municipios), o en provincias como Salta (15%), Buenos Aires (13,5%), Mendoza (11,7%) y Río negro (11,2%). Además en provincias como Buenos Aires y Chubut, entre 33 y 43% de sus vencimientos resultan en moneda extranjera.

Existen otras provincias en que el peso de los servicios en moneda extranjera resulta mayor (La Rioja, Santa Fe, San Juan, Córdoba), superando el 50%, pero en que no es tan importante e peso de los servicios totales de deuda sobre sus ingresos corrientes netos.

**Servicios de la deuda en términos de  
Ingresos corrientes netos\***  
Año 2018



**Proporción de servicios de la deuda  
expresados en dólares**  
Año 2018



Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base a datos provistos por el Ministerio del Interior.

(\*) netos de coparticipación a municipios y comunas.

## En Foco 2

### En nivel de actividad por provincias; las que ganan y las que pierden en el nuevo escenario

Jorge Day

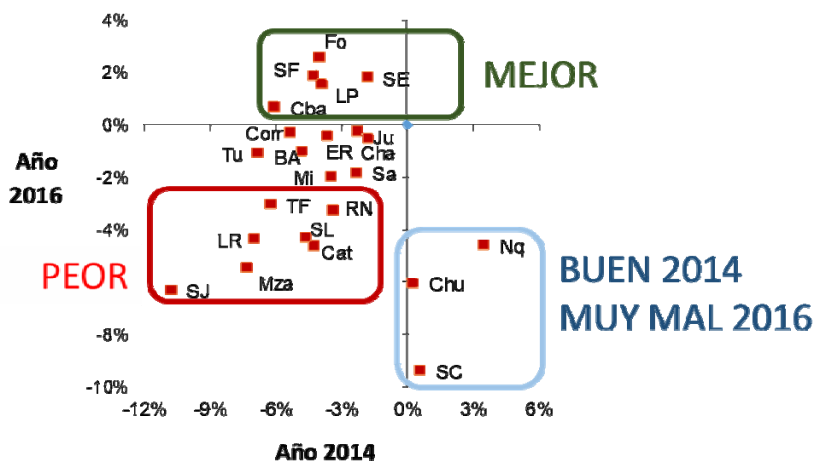
- En 2018, todo indica que las provincias mejor posicionadas son aquellas en las que el sector exportador tiene una ponderación significativa, que tengan una canasta diversificada de productos con ese destino, y que no estén complicadas en sus finanzas gubernamentales
- Entre las jurisdicciones que reúnen esas tres características se encuentran Córdoba y Santa Fe, aunque las cuestiones climáticas no las favorecen. San Juan podría estar en este grupo, pero es demasiado dependiente de un sólo producto de exportación (el oro), con precios internacionales estabilizados. Buenos Aires estarían en una situación intermedia
- En el cuadrante opuesto se encuentran provincias con actividades demasiado dependientes del mercado interno, como Tierra del Fuego y La Rioja, a las que suman jurisdicciones con poca actividad exportadora y/o con finanzas complicadas, caso de Chaco y Misiones. De tres provincias con importante ponderación de petróleo y gas, Neuquén es la que podría aprovechar mejor el nuevo escenario, dado que no presenta problemas fiscales tan serios como las restantes (Santa Cruz y Chubut)

La fuerte suba del dólar en estas últimas semanas nos traslada a un nuevo contexto, en el que podrían verse favorecidas aquellas actividades que apuntan al mercado externo. ¿Qué impacto puede tener este nuevo escenario en las distintas regiones?

Para responder, un poco de historia reciente, comparando con dos periodos que presentan algunas similitudes, vinculados a las devaluaciones de inicios de 2014 y de fines de 2015. Sobre esta base, se puede analizar el comportamiento de las economías provinciales luego de cada una de estas devaluaciones.

## Desempeño de provincias luego de devaluaciones

basado en Monitor de Provincias - IERAL



De los datos, se pueden destacar tres grupos de provincias

- A los que les fue mejor (con caída en 2014 y crecimiento en 2016): hay varias provincias pampeanas, que no sólo son comparativamente más exportadoras que el promedio nacional (Santa Fe y Córdoba), sino que además se beneficiaron con la reducción fuerte de retenciones en granos. Santiago del Estero y Formosa son provincias donde se vio ampliada la frontera agrícola.
- A los que les fue peor: algunas netamente mineras (San Juan y Catamarca), que sufrieron caídas en sus precios de sus principales productos (oro y cobre), otras consideradas “economías regionales” (Mendoza y Río Negro, con dificultades en los negocios vitivinícolas y frutícolas), y las asociadas a promociones industriales (Tierra del Fuego, San Luis y La Rioja).
- Un tercer grupo fueron los que tuvieron un buen 2014 y un pésimo 2016, que incluye a tres provincias petroleras. La abrupta caída del precio internacional del crudo influyó en el pobre desempeño de esas provincias en 2016.

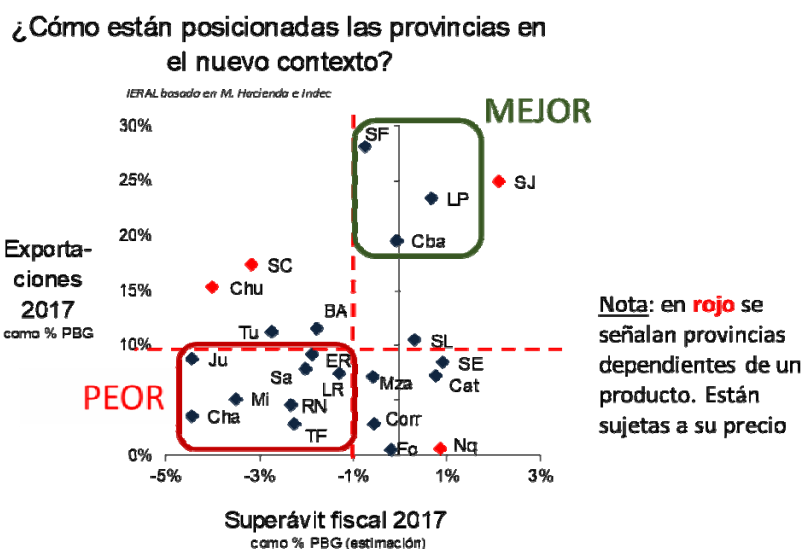
Además de estos hechos, también cabe agregar la situación de las finanzas de sus gobiernos locales. Principalmente, aquellos con altos déficits fiscales tienen problemas de no poder impulsar la actividad económica regional, o peor, pueden verse visto obligados a realizar ajustes ante las dificultades para hacer frente a sus pagos. En 2016 fue notorio el caso de Santa Cruz, que no aprovechó la bonanza anterior para mejorar sus cuentas, y también el de Mendoza. En este último caso, una transición

larga antes de la entrega del mandato al nuevo gobernador se tradujo en un desorden en las finanzas provinciales.

De todo este análisis rescatamos tres indicadores claves que explican las diferencias en los desempeños regionales:

- su capacidad exportadora (mientras mayor sea, más pueden aprovechar las devaluaciones)
- su dependencia en un solo producto (hace más vulnerable a la provincia: le va muy bien cuando su precio vuela, no así cuando cae)
- sus finanzas gubernamentales (especialmente si tienen déficit).

Sobre la base de estos indicadores, consideremos cómo están actualmente posicionadas las provincias en este posible nuevo contexto, con mayor dólar y mayor tasa de interés.



Las mejor posicionadas debieran ser aquellas más exportadoras y las que tienen menos problemas en sus finanzas gubernamentales. En este grupo se hallan dos provincias grandes (Santa Fe y Córdoba), pero puede verse afectadas por la menor cosecha de sus granos, debido a problemas climáticos padecidos. Además, no contarán con un nuevo impulso de reducciones de retenciones (éstas ya se dieron antes).

Se ha excluido de ese grupo a San Juan. Aunque es más exportadora y presenta mejor situación fiscal, tiene el problema de la vulnerabilidad, muy dependiente de su actividad minera. Aunque se beneficia con la devaluación, el precio del oro no ha mejorado sustancialmente en los últimos cinco años.

En el grupo de los peor posicionados, se hallan varias que tuvieron mal desempeño en las dos anteriores devaluaciones, unas vinculadas a industrias apuntadas al mercado interno (Tierra del Fuego y La Rioja), y otra con la problemática de las economías regionales (Río Negro). También aparecen algunas norteñas, que no pueden aprovechar el mayor valor del dólar al ser poco exportadoras, y además sus finanzas gubernamentales se han complicado en los últimos tiempos (Chaco y Misiones).

Por último, las netamente petroleras (Santa Cruz y Chubut) presentan dos fuerzas contrapuestas. Siguen complicadas fiscalmente, pero el mayor precio del petróleo los beneficia. Neuquén estaría mejor posicionada, y además cuenta con el impulso que genera el proyecto de Vaca Muerta.

Concluyendo, en este nuevo contexto, con mayor dólar y mayor tasa de interés, el mercado interno se verá complicada. Las provincias mejor posicionadas serán entonces aquellas concentradas en actividades que apuntan al mercado externo, que no sean tan vulnerables a cambios en precios de un producto y que no estén tan complicadas en sus finanzas gubernamentales.

## En Foco 3

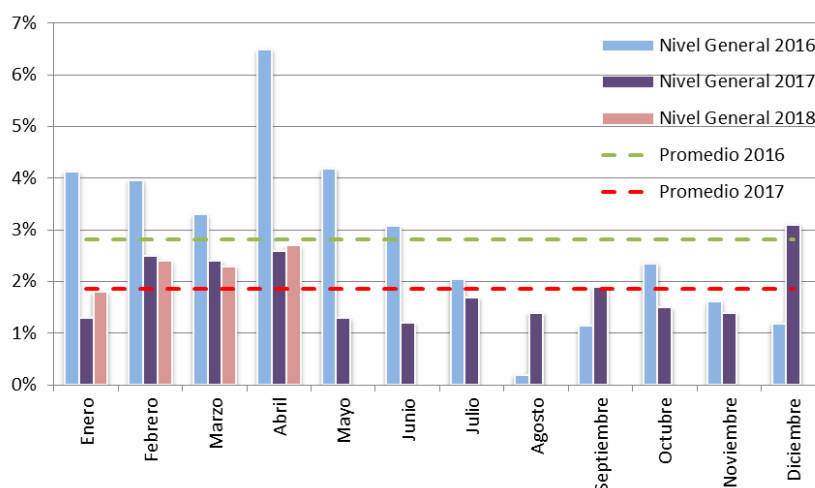
### La inflación núcleo acumula tres meses consecutivos por encima del 2% mensual

Carla Calá

- En abril, la medición general anotó una suba de 2,7%. Los tres rubros de mayor variación en el mes fueron Vivienda y Servicios Básicos, con 8%, Indumentaria (4%) y Transporte (4%)
- La inflación acumula en 12 meses un 25,5%, con una fuerte incidencia de Vivienda, agua, gas, electricidad y otros combustibles, que sube 51% en el periodo. Por encima del promedio se anotan también Comunicación, Educación, Transporte y Salud, con variaciones del 30,9%; 30,3%; 28,8% y 25,8%, respectivamente
- Ante la inflación núcleo de abril de 2,1%, el promedio móvil de tres meses anualizado subió a 30,9%, tras la medición de 27,82% de marzo. Así, tomando en cuenta la reciente suba de la tasa de política monetaria a 40% anual, la tasa real de interés se ubica en 9,14%

Según los datos relevados por el INDEC, el Índice de Precios al Consumidor registró en abril una variación de 2,7% mensual, acumulando en el primer cuatrimestre de 2018 un incremento de 9,5%, guarismo que se ubica tan solo a 5,5 puntos de la meta anual de 15% fijada en diciembre por las autoridades económicas.

### Nivel General de Precios

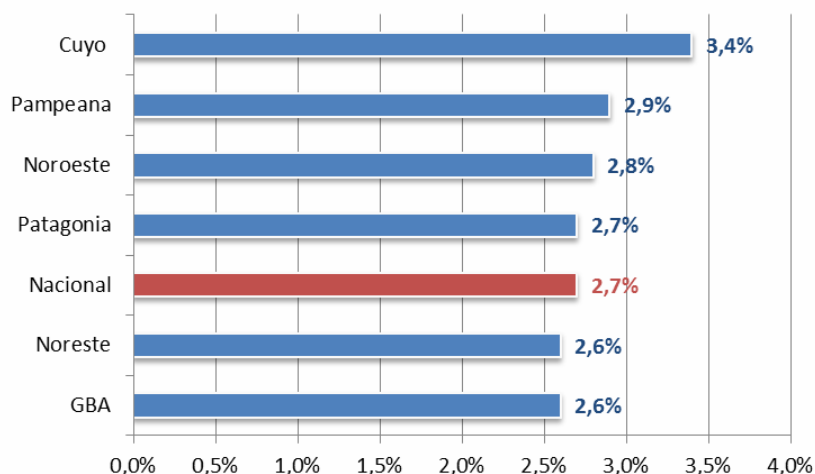


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IPC-AMBA, INDEC

A partir de la publicación del IPC con cobertura nacional, es posible desagregar los datos a nivel regional, obteniendo una variación mensual de 3,4% para Cuyo, 2,9% para la región Pampeana, 2,8% para el Noroeste, 2,7% para la región Patagónica y 2,6% para GBA y el Noreste.

### Nivel General de Precios por Regiones

Variación mensual

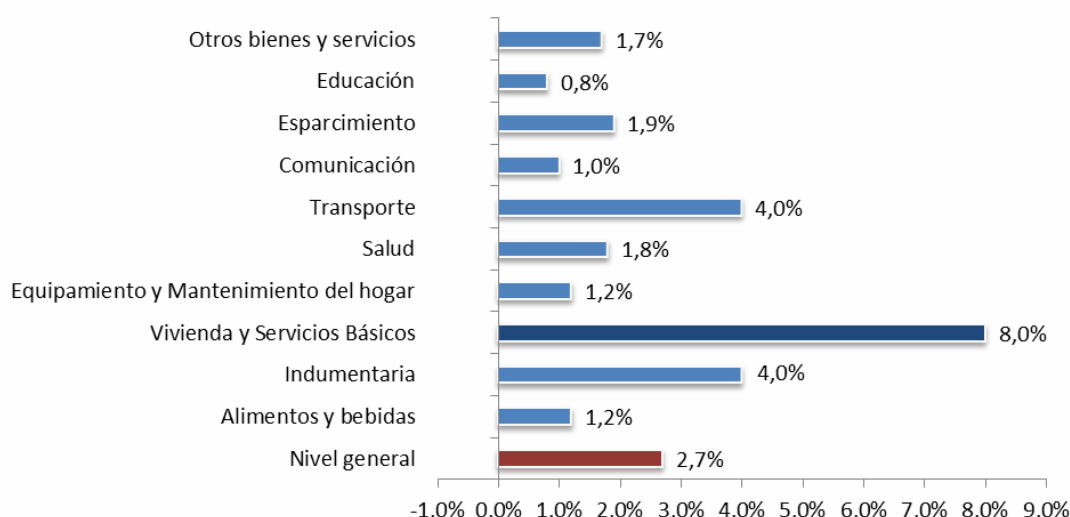


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

La aceleración de la trayectoria mensual del IPC respondió principalmente a las subas en las divisiones: Vivienda y Servicios Básicos (8%), Indumentaria (4%) y Transporte (4%). El resto de los rubros anotaron variaciones en terreno positivo aunque menores que el Nivel General.

En el caso de Vivienda y Servicios Básicos, el pronunciado incremento se explica por subas en las tarifas residenciales de gas por red; mientras que para el rubro Indumentaria el impacto se debe principalmente al lanzamiento de la temporada otoño-invierno. En tanto, el rubro Transporte varió en respuesta a la entrada en vigencia de la nueva estructura tarifaria, así como al incremento en los precios de los combustibles.

### Principales Rubros IPC Nacional Variación mensual



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

Excluyendo del análisis a los bienes y servicios estacionales y/o regulados, se obtiene que en el mes de abril la inflación núcleo registró una variación mensual de 2,1%, ubicándose 0,5 puntos porcentuales por encima del promedio registrado en 2017. En tanto, los últimos datos muestran una inflación anualizada de 30,9% sobre la base del promedio trimestral móvil, acotando el margen de maniobra de la autoridad monetaria para alcanzar la meta de 15% para 2018.

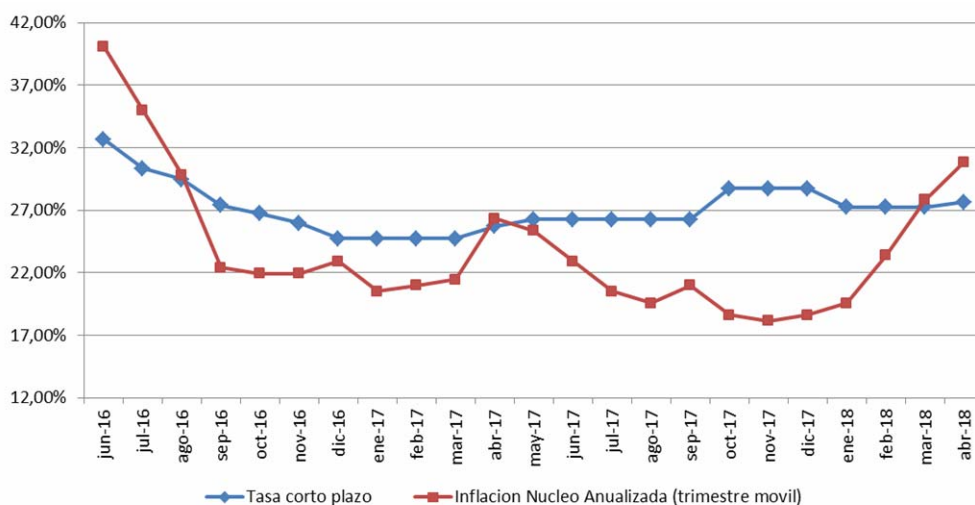
|                                                            | oct-17        | nov-17        | dic-17        | ene-18       | feb-18       | mar-18        | may-18        |
|------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Tasa corto plazo</b>                                    | 28,75%        | 28,75%        | 28,75%        | 27,25%       | 27,25%       | 27,25%        | 40,00%        |
| <b>Inflación Núcleo Anualizada (trimestre móvil)</b>       | 18,62%        | 18,16%        | 18,62%        | 19,56%       | 23,39%       | 27,82%        | 30,86%*       |
| <i>Tasa real de interés vs inflación núcleo anualizada</i> | <b>10,13%</b> | <b>10,59%</b> | <b>10,13%</b> | <b>7,69%</b> | <b>3,86%</b> | <b>-0,57%</b> | <b>9,14%</b>  |
| <b>Expectativas de inflación (REM)</b>                     | 17,30%        | 17,50%        | 17,40%        | 18,80%       | 19,90%       | 20,30%        | 22,00%        |
| <i>Tasa real vs Exp de inflación a 12 meses (REM)</i>      | <b>11,45%</b> | <b>11,25%</b> | <b>11,35%</b> | <b>8,45%</b> | <b>7,35%</b> | <b>6,95%</b>  | <b>18,00%</b> |

\*Dato corresponde al trimestre febrero-abril

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

Considerando los datos hasta abril de inflación núcleo y tomando en cuenta la reciente suba de la tasa de política monetaria a 40% anual se tiene que, actualmente, la tasa real se ubica en 9,14% medida con la inflación núcleo anualizada correspondiente al trimestre febrero-abril.

### **Tasa real de Interés: diferencia entre Pases e Inflación Núcleo anualizada** Promedio trimestral móvil



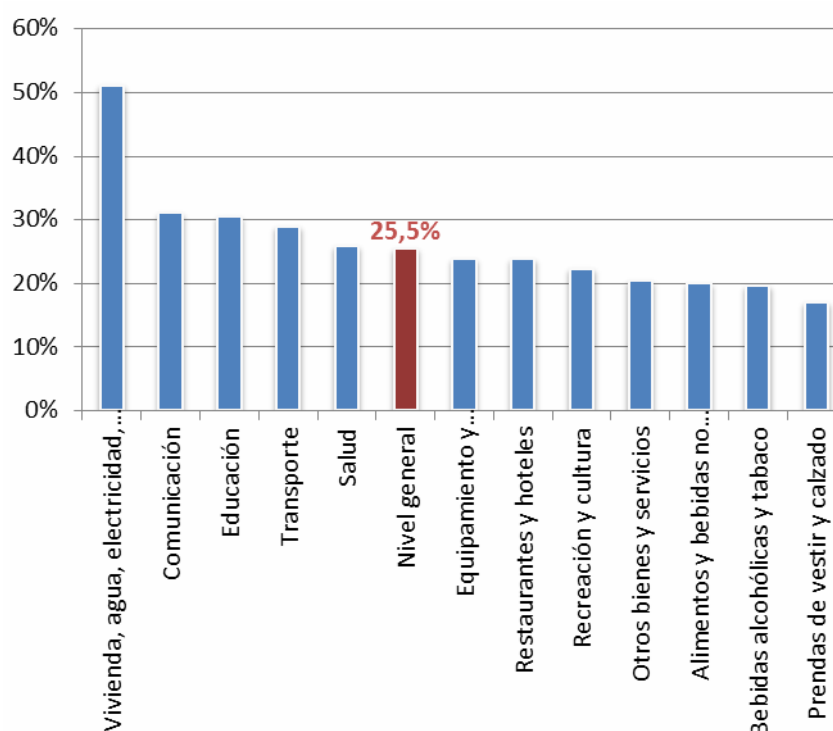
*Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC y BCRA*

En términos interanuales, se observaron comportamientos muy heterogéneos en torno al promedio general (+25,5%), alcanzando un piso de 16,9% hasta un techo de 51%. Este último dato corresponde Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles, seguido por los subíndices Comunicación, Educación, Transporte y Salud con variaciones de 30,9%; 30,3%; 28,8% y 25,8%, respectivamente. En tanto, entre los rubros que crecieron menos que el promedio se destacan Otros bienes y servicios

(20,3%), Alimentos y bebidas no alcohólicas (19,9%), Bebidas alcohólicas y tabaco (19,5%) y Prendas de vestir y calzado (16,9%).

### Índice de Precios al Consumidor, variaciones en 12 meses

No corresponde al índice nacional, datos de GBA



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Haciendo foco en el nivel de los precios promedios de un conjunto seleccionado de productos, surge que la Patagonia tiene mayor costo de vida que el resto de las regiones económicas. En relación a GBA, la Patagonia enfrenta precios 16,3% por encima y el Noreste 5,7% por debajo.

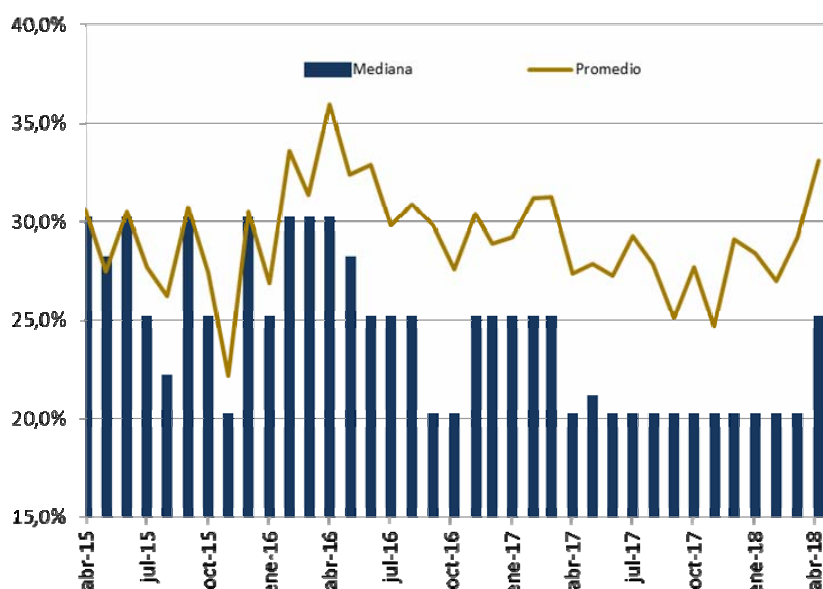
## Los Precios al Consumidor en las distintas regiones del país – INDEC

| Productos seleccionados       |            |  | abr-18 |          |         |          |        |           |
|-------------------------------|------------|--|--------|----------|---------|----------|--------|-----------|
|                               |            |  | GBA    | Pampeana | Noreste | Noroeste | Cuyo   | Patagonia |
| Pan Frances                   | Kg         |  | 45,83  | 37,81    | 34,27   | 37,44    | 34,7   | 46,61     |
| Harina de trigo común 000     | Kg         |  | 12,72  | 13,56    | 12,15   | 12,48    | 12,88  | 14,49     |
| Arroz Blanco Simple           | Kg         |  | 24,37  | 24,37    | 22,25   | 21,57    | 23,67  | 30,21     |
| Fideos secos tipo guisero     | 500 g      |  | 22,86  | 20,24    | 16,61   | 15,84    | 20,95  | 23,43     |
| Carne picada común            | Kg         |  | 80,3   | 84,12    | 82,18   | 90,64    | 82,26  | 103,94    |
| Pollo entero                  | Kg         |  | 44,75  | 47,48    | 46,31   | 47,26    | 47,06  | 53,61     |
| Aceite de Girasol             | 1,5 litros |  | 59,53  | 61,03    | 60,94   | 58,31    | 58,67  | 57,1      |
| Leche fresca entera en sachet | Litro      |  | 23,84  | 25,43    | 25,32   | 24,62    | 26,1   | 26,82     |
| Huevos de gallina             | Docena     |  | 48     | 47,36    | 41,01   | 45,19    | 54     | 56,18     |
| Papa                          | Kg         |  | 15,31  | 14,69    | 15,19   | 11,54    | 12,63  | 21,38     |
| Azúcar                        | Kg         |  | 24,68  | 23,6     | 22,25   | 20,1     | 23,09  | 26,31     |
| Detergente líquido            | 750 cc     |  | 22,46  | 24,14    | 21,77   | 23,99    | 24,56  | 37,69     |
| Lavandina                     | 1000 cc    |  | 19,11  | 17,62    | 18,06   | 17,97    | 18,36  | 20,04     |
| Jabon de tocador              | 125 g      |  | 15,96  | 16,08    | 15,39   | 16,16    | 15,74  | 16,79     |
| Total                         |            |  | 459,72 | 457,53   | 433,7   | 443,11   | 454,67 | 534,6     |

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Según el relevamiento del Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella, las expectativas de inflación de abril suben 5 puntos respecto a la medición de marzo de 2018 y se ubican en 25%, guarismo que compara con un promedio de 33,1%.

## UTDT: Expectativas de Inflación



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a UTDT

## Selección de indicadores

| NIVEL DE ACTIVIDAD                      | Fecha          | Dato            | var % *        | var % a/a     | Acumulado ** |
|-----------------------------------------|----------------|-----------------|----------------|---------------|--------------|
| PIB en \$ 2004 (\$ mm)                  | 2017 IV        | 723.426,9       | 1,0%           | 4,6%          | 3,1%         |
| PIB en US\$ (\$ mm)                     | 2017 IV        | 646.462,3       | 0,9%           | 15,2%         | 16,6%        |
| EMAE                                    | feb-18         | 138,4           | -0,2%          | 5,1%          | 4,7%         |
| IGA-OJF (1993=100)                      | mar-18         | 176,8           | 0,8%           | 3,2%          | 5,1%         |
| EMI (2012=100)                          | mar-18         | 94,2            | 8,3%           | 1,2%          | 2,9%         |
| IPI-OJF (1993=100)                      | mar-18         | 182,5           | 2,4%           | 4,8%          | 5,0%         |
| Patentes                                | abr-18         | 76.454,0        | 12,6%          | 17,4%         | 23,7%        |
| Recaudación IVA (\$ mm)                 | abr-18         | 82.581,5        | 3,3%           | 37,4%         | 44,4%        |
| ISAC                                    | mar-18         | 212,5           | 16,6%          | 8,3%          | 14,2%        |
| Importación Bienes de Capital (volumen) | mar-18         | -               | -              | 2,2%          | 15,1%        |
| IBIF en \$ 2004 (\$ mm)                 | 2017 IV        | 161.781,5       | 7,4%           | -22,8%        | 9,2%         |
|                                         | <b>2017 IV</b> | <b>2017 III</b> | <b>2017 II</b> | <b>2017 I</b> |              |
| IBIF como % del PIB                     | 22,4%          | 21,7%           | 19,4%          | 19,1%         |              |

\* 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 IV | 12.682 | -0,5%    | 2,3%     | 2,2%      |
| PEA (% de la población total)                   | 2017 IV | 46,4%  | 0,10 pp  | -0,16 pp | 0,39 pp   |
| Desempleo (% de la PEA)                         | 2017 IV | 7,2%   | -1,10 pp | -6,50 pp | 0,44 pp   |
| Empleo Total (% de la población total)          | 2017 IV | 43,0%  | 0,60 pp  | -0,05 pp | 0,16 pp   |
| Informalidad Laboral (% del empleo)             | 2017 IV | 34,2%  | -0,20 pp | 0,60 pp  | 0,18 pp   |
| Recaudación de la Seguridad Social              | abr-18  | 68.255 | 1,42%    | 22,9%    | 27,4%     |
| Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100) |         |        |          |          |           |
| México                                          | 2017 IV | 124,1  | 4,1%     | 13,1%    | 5,9%      |
| Estados Unidos                                  | 2017 IV | 108,9  | -0,9%    | 11,5%    | 11,3%     |

| SECTOR FISCAL                                      | Fecha          | Dato            | var%           | var % a/a      | Acumulado  |
|----------------------------------------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|------------|
| Recaudación Tributaria (\$ mm)                     | abr-18         | 236.227,3       | -1,1%          | 25,7%          | 24,1%      |
| Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm) | abr-18         | 70.328,4        | -4,9%          | 42,0%          | 45,1%      |
| Gasto (\$ mm)                                      | mar-18         | 210.644,2       | 9,0%           | 7,5%           | 31,0%      |
|                                                    | <b>mar-18</b>  | <b>Acum 17</b>  | <b>mar-17</b>  | <b>Acum 16</b> |            |
| Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)                |                | -37.895,9       | -1.085.740,7   | -35.081,5      | -661.442,2 |
| Pago de Intereses (\$ mm)                          |                | 69.178,8        | 1.547.962,4    | 58.359,6       | 896.730,6  |
| Rentas de la Propiedad                             |                |                 |                |                |            |
| Tesoro Nacional (\$ mm) *                          |                | 21.919,0        | 48.732,1       | 2.260,8        | 97.482,1   |
| ANSES (\$ mm) *                                    |                | 2.703,6         | 49.342,3       | 2.027,9        | 61.695,3   |
|                                                    | <b>2017 IV</b> | <b>2017 III</b> | <b>2017 II</b> | <b>2017 I</b>  |            |
| Recaudación Tributaria (% PIB) **                  |                | 23,5%           | 25,0%          | 24,0%          | 26,6%      |
| Gasto (% PIB) **                                   |                | 25,7%           | 23,3%          | 25,7%          | 23,6%      |

\* Los datos hacen referencia al flujo mensual

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

| PRECIOS                                      | Fecha            | Dato          | var%          | var % a/a        | Acumulado |
|----------------------------------------------|------------------|---------------|---------------|------------------|-----------|
| Inflación (INDEC, Abril 2016 = 100)          | abr-18           | 159,6         | 2,7%          | 25,2%            | 25,2%     |
| Inflación (CABA, julio 2011-junio 2012 =100) | abr-18           | 530,2         | 3,0%          | 26,5%            | 26,0%     |
| Inflación (San Luis, 2003=100)               | mar-18           | 1795,0        | 2,8%          | 25,2%            | 25,1%     |
| Salarios (abril 2012=100)*                   | feb-18           | 133,6         | 2,1%          | 0,5%             | 0,7%      |
| TCR Bilateral (1997=1)                       | abr-18           | 1,2           | -2,1%         | 7,9%             | 3,8%      |
| TCR Multilateral (1997=1)                    | abr-18           | 1,1           | -3,4%         | 9,8%             | 7,4%      |
|                                              | <b>16-may-18</b> | <b>abr-18</b> | <b>may-17</b> | <b>29-dic-17</b> |           |
| TCN Oficial (\$/US\$)                        |                  | 24,89         | 20,54         | 16,00            | 18,95     |
| TCN Brecha                                   |                  | 1,6%          | 0,7%          | 0,7%             | 1,7%      |
| TCN Real (R\$/US\$)                          |                  | s/d           | s/d           | 3,20             | 3,31      |
| TCN Euro (US\$/€)                            |                  | 1,18          | 1,23          | 1,10             | 1,20      |

\* Se toman las variaciones reales

| SECTOR FINANCIERO                            | Fecha     | Dato        | var % *   | var % a/a      | Acumulado |
|----------------------------------------------|-----------|-------------|-----------|----------------|-----------|
| Base Monetaria (\$ mm)                       | 11-may-18 | 1.032.630,0 | 1,1%      | 27,3%          | 29,4%     |
| Depósitos (\$ mm)                            | 11-may-18 | 2.991.105,0 | 6,8%      | 35,7%          | 35,4%     |
| Sector Público No Financiero                 | 11-may-18 | 828.623,4   | 8,4%      | 40,8%          | 36,3%     |
| Sector Privado No Financiero                 | 11-may-18 | 2.126.450,1 | 6,0%      | 32,7%          | 34,6%     |
| Créditos (\$ mm)                             | 11-may-18 | 1.949.551,1 | 5,6%      | 55,2%          | 42,0%     |
| Sector Público No Financiero                 | 11-may-18 | 27.053,3    | -5,2%     | -21,7%         | -38,7%    |
| Sector Privado No Financiero                 | 11-may-18 | 1.870.140,2 | 5,6%      | 57,3%          | 45,8%     |
|                                              | Fecha     | Dato        | abr-18    | 30-dic-16      | may-17    |
| Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)      | 11-may-18 | 54.427,6    | 60.752,5  | 38.772,0       | 47.722,2  |
| Ratio de cobertura de las reservas           | 11-may-18 | 122,5%      | 120,4%    | 53,3%          | 95,5%     |
| Tasa de interés Badlar PF                    | 16-mar-18 | 22,5%       | 22,7%     | 23,3%          | 19,5%     |
| Otras tasas de interés **                    |           |             |           |                |           |
| Préstamos Personales (más de 180 días plazo) | 28-abr-18 | 39,7%       | 39,5%     | 37,8%          | 39,1%     |
| Documentos a sola firma (hasta 89 días)      | 28-abr-18 | 29,3%       | 29,7%     | 28,5%          | 29,7%     |
| Riesgo País                                  |           |             |           |                |           |
| EMBI+ Países emergentes                      | 15-may-18 | 366         | 339       | 329            | 325       |
| EMBI+ Argentina                              | 15-may-18 | 482         | 408       | 351            | 412       |
| EMBI+ Brasil                                 | 15-may-18 | 260         | 245       | 240            | 270       |
| Tasa LIBOR                                   | 15-may-18 | 1,94%       | 1,90%     | 0,01%          | 1,01%     |
| Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU          | 14-may-18 | 1,70%       | 1,69%     | 0,55%          | 0,91%     |
| Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU          | 14-may-18 | 0,00%       | 0,00%     | 0,38%          | 0,00%     |
| SELIC (Brasil)                               | 15-may-18 | 6,40%       | 6,40%     | 13,65%         | 11,10%    |
|                                              | Fecha     | Dato        | var % *** | var % a/a **** | Acumulado |
| Índice Merval                                | 15-may-18 | 30.676,9    | -6,27%    | 70,67%         | 60,56%    |
| Índice Bovespa                               | 16-may-18 | 86.268,4    | 0,59%     | 40,07%         | 29,33%    |

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

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

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

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

| SECTOR EXTERNO                              | Fecha  | Dato    | var %  | var % a/a | Acumulado |
|---------------------------------------------|--------|---------|--------|-----------|-----------|
| Exportaciones (US\$ mm)                     | mar-18 | 5.347,0 | 24,5%  | 17,2%     | 12,9%     |
| Primarios                                   | mar-18 | 1.380,0 | 28,4%  | 29,8%     | 18,9%     |
| MOA                                         | mar-18 | 1.976,0 | 25,7%  | 2,2%      | -2,3%     |
| MOI                                         | mar-18 | 1.678,0 | 30,3%  | 22,6%     | 21,1%     |
| Combustibles                                | mar-18 | 313,0   | -12,6% | 58,1%     | 76,1%     |
| Exportaciones (volumen)                     | mar-18 | -       | -      | 9,4%      | 7,1%      |
| Importaciones (US\$ mm)                     | mar-18 | 5.958,0 | 14,6%  | 8,8%      | 21,2%     |
| Bienes Intermedios                          | mar-18 | 1.810,0 | 20,2%  | 14,3%     | 26,0%     |
| Bienes de Consumo                           | mar-18 | 774,0   | 12,7%  | 0,5%      | 16,2%     |
| Bienes de Capital                           | mar-18 | 1.166,0 | 11,4%  | 0,1%      | 11,5%     |
| Combustibles                                | mar-18 | 433,0   | 25,9%  | 31,6%     | 47,4%     |
| Importaciones (volumen)                     | mar-18 | -       | -      | 6,5%      | 18,1%     |
| Términos de Intercambio (2004=100)          | 2018 I | 134,2   | -1,1%  | 2,7%      | -1,5%     |
| Índice Commodities Banco Mundial (2010=100) |        |         |        |           |           |
| Alimentos                                   | abr-18 | 96,5    | 2,2%   | 7,9%      | 2,4%      |
| Energía                                     | abr-18 | 87,6    | 8,2%   | 30,6%     | 23,6%     |
| Petróleo (US\$/barril)                      | abr-18 | 66,3    | 5,7%   | 29,9%     | 23,4%     |

| ECONOMÍA INTERNACIONAL                   | Fecha   | Dato     | var % * | var % a/a ** | Acumulado |
|------------------------------------------|---------|----------|---------|--------------|-----------|
| PIB (en US\$ miles de millones)          |         |          |         |              |           |
| Estados Unidos                           | 2017 IV | 19.738,9 | 0,6%    | 2,5%         | 2,3%      |
| Brasil                                   | 2017 IV | 2.089,1  | 0,1%    | 2,1%         | 1,0%      |
| Unión Europea                            | 2017 IV | 13.495,1 | 0,6%    | 2,3%         | 2,4%      |
| China                                    | 2017 IV | 14.189,2 | 1,6%    | 1,6%         | 6,9%      |
| Volumen Comercio Mundial (2005=100)      | feb-18  | 124,9    | -0,4%   | 6,2%         | 3,3%      |
| Producción Industrial Mundial (2005=100) | feb-18  | 120,1    | 0,2%    | 4,0%         | 2,7%      |

\* Se toma la variación real desestacionalizada

\*\* La variación interanual toma el PIB constante

| DATOS REGIONALES                 | Fecha  | Dato     | var %  | var % a/a | Acumulado |
|----------------------------------|--------|----------|--------|-----------|-----------|
| Patentes                         |        |          |        |           |           |
| CABA y Buenos Aires              | abr-18 | 34.528,0 | -7,3%  | 11,2%     | 27,1%     |
| Región Pampeana                  | abr-18 | 16.706,0 | -3,7%  | 17,4%     | 29,7%     |
| NOA                              | abr-18 | 6.723,0  | -4,3%  | 25,6%     | 24,9%     |
| NEA                              | abr-18 | 6.678,0  | -7,1%  | 33,6%     | 24,4%     |
| Cuyo                             | abr-18 | 5.491,0  | 3,0%   | 33,7%     | 29,3%     |
| Región Patagónica                | abr-18 | 6.328,0  | -3,2%  | 18,3%     | 20,0%     |
| Consumo de Cemento (miles de tn) |        |          |        |           |           |
| CABA y Buenos Aires              | 2018 I | 1.292,4  | -8,3%  | 13,9%     | 14,8%     |
| Región Pampeana                  | 2018 I | 750,3    | -2,6%  | 23,2%     | 14,1%     |
| NOA                              | 2018 I | 239,4    | -19,8% | 5,8%      | 15,9%     |
| NEA                              | 2018 I | 281,8    | -9,0%  | 11,1%     | 11,4%     |
| Cuyo                             | 2018 I | 266,6    | -9,8%  | 6,2%      | 3,2%      |
| Región Patagónica                | 2018 I | 212,4    | -9,5%  | 0,0%      | 1,9%      |